

# مبررات شراء أسهم الخزينة والجوانب المرتبطة بها

إعداد

عبد الله الزنيبات

**مقدمة :**

رأس مال شركة المساهمة هو أساسها ، ولا وجود لها بدونه ويمثل الضمان العام لحقوق دائئها . يلعب رأس مال شركة المساهمة دوراً حيوياً في هذه الشركة حيث مسئولية الشركاء محدودة ، على عكس رأس مال شركات الأشخاص حيث القاعدة فيها هي مسئولية الشركاء عن ديون الشركة مسئولية شخصية وتضامنية . لذلك نجد بان مبدأ ثبات رأس مال الشركة يهيمن على العديد من التشريعات ، حيث تنص العديد من التشريعات على أن الحد الأدنى لرأس مال الشركة الذي حدده النظام يلزم توافره في ذمة الشركة في كل الأحوال ، كما لا يجوز التصرف فيه أو رده إلى المساهمين إلا بعد انقضاء الشركة وتصفيته ، إلا إن الشركة ليست مجبرة على إبقاء رأس المال بدون مساس ، إذ قد تدعوها الظروف إلى إن تخفض أو تزيد رأس مالها ، وقد مكنها النظام من ذلك وفق قواعد صارمة يجب احترامها لحماية حقوق المتعاملين مع الشركة والذين قد يصبحون دائئين لها بمبالغ كبيرة .

إن الواقع العملي يشير إلى إن غالبية الشركات تسعى إلى زيادة رأس مالها نظراً للنمو الاقتصادي الكبير الذي تشهده اغلب الدول في السنوات الأخيرة ، إلا إن هنالك شركات مساهمة تقدمت بطلبات لتخفيض رؤوس أموالها وتمت الموافقة عليها .

تناقش هذه الورقة مبررات شراء أسهم الخزينة والجوانب المرتبطة بها ، بحيث أن الشركات المساهمة تستند لأسباب أو مبررات منطقية ومشروعة بعيدة تماماً عن احتمال لجوء الشركات لشراء أسهمها كوسيلة لخداع جمهور المتعاملين في الأوراق المالية .

**أهمية الدراسة :**

إن اختيار هذا الموضوع تكتسب أهمية عملية كبيرة ، حيث ومما لاشك فيه ان شراء الشركة لأسهمها ، تعتبر عملية خطيرة خاصة إذا تم تمويلها بأموال مقتطعة من رأس المال نفسه أو مما يؤخذ حكمه ، بحيث يصبح رأس مال الشركة ، في جزء منه ، وهمياً أو صورياً ، وهذا ما يعرض مصالح الدائئين للخطر ، لأنه يعتبر تخفيضاً مستتراً لرأس المال دون إتباع الإجراءات المقررة لذلك ، هذا ومن جهة أخرى فان تنفيذ هذه العملية يعتبر مجالاً رحباً للإخلال بمبدأ المساواة في المعاملة بين المساهمين ، بحيث أنها قد تؤدي إلى تقرير امتيازات للبعض منهم دون البعض الأخر ، ويضاف إلى ذلك أن السماح للشركة بشراء أسهمها من شأنه أن يفتح الباب أمامها لإساءة استخدام هذه الرخصة فتلجأ إلى المضاربة على أسهمها مستهدفة بذلك خلق طلب زائف على هذه الأسهم في سوق الأوراق المالية ، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها ارتفاعاً غير واقعي .

ويثير موضوع هذه الورقة عدداً من التساؤلات أهمها : هل الشركة المساهمة تلجأ إلى شراء أسهمها من أجل تخفيض رأس مال الشركة ؟ أم بقصد توزيع تلك الأسهم المشتراة على العاملين بالشركة سواء كنصيب في الأرباح أو لزيادة نسبة مشاركتهم فيها ؟ أم بقصد موافقة الشركة على نقل ملكية الأسهم لشخص اعترض مجلس إدارة الشركة على نقل الملكية لهذا الشخص ؟ وهل يكون في شراء الشركة لأسهمها عدم مساواة بين مركز الشركة ومركز بقية المتعاملين ؟ وهل تكون في حالة شراء الشركة لأسهمها عملية إعدام للأسهم أم عملية خلق ؟

**منهجية الدراسة :**

إن المنهج المتبع بهذه الدراسة هو المنهج التحليلي المقارن ، بحيث تحلل هذه الورقة الأسباب والمبررات التي تدفع شركة المساهمة لشراء أسهمها ، وما النتائج أو الجوانب المرتبطة لهذا الشراء ، بحيث نتناول فيها تحليل كل من التشريع الفرنسي والمصري والأردني ، والكشف عن الجوانب التي يكتنفها الغموض فيما يتعلق بأحكام تخفيض رأس مال شركة المساهمة في كل من التشريعات سابقة الذكر ، وتوضيح مكامن الخلل والضعف في نظام الشركات لكل دول المقارنة .

## خطة الدراسة :

تم تقسيم هذه الورقة إلى مبحث ومطلبين : بحيث يكون المبحث عبارة عن مبحث تمهيدي . ومطلب أول يناقش الأسباب والمبررات التي تدفع الشركة إلى شراء أسهمها في كل من التشريع الفرنسي والمصري والأردني . ومطلب ثاني يناقش فيه تداعيات هذا الشراء للأسهم من قبل الشركة المصدرة للأسهم وما هي الجوانب المرتبطة بهذا الشراء .

## المبحث التمهيدي

## مبررات شراء أسهم الخزينة والجوانب المرتبطة بها

أشرنا قبل ذلك بأن لجوء الشركة لعملية شراء أسهمها يمثل طريقة استثنائية تلجأ إليه الكثير من الشركات لأغراض مختلفة، ولأن هذا الطريق تحيطه العديد من الشبهات حيث إنه قد يتخذ سبباً لخلق رواج زائف لأسهم هذه الشركات مما يتيح لها بعد ذلك بيعها بأكثر من قيمتها الحقيقية وإظهار ملاءة وقوة مركزها المالي بما قد يجافي الواقع، فكان لا بد لنا من بيان وبشكل مفصل الأسباب أو المبررات التي دفعت الشركة للجوء إلى شراء أسهمها (أسهم الخزينة) وهذا ما سنتناوله في المطلب الأول، على أن نتطرق في المطلب الثاني لبعض الجوانب المترتبة على قيام ولجوء الشركة لشراء أسهمها (أسهم الخزينة)، بحيث يكون لعملية شراء الأسهم من قبل الشركة المصدرة لها نتائج سلبية وإيجابية.

## المطلب الأول

## أسباب لجوء الشركة لشراء أسهم الخزينة

قد تلجأ الشركة أحياناً إلى شراء بعض أسهمها لعدة أسباب ومبررات، كأن يكون مثلاً الشراء بقصد تخفيض رأس مال الشركة في حالة خسارة قد تتحقق لدى الشركة، أو بقصد استهلاك رأس المال وذلك دون إجراء تخفيض مقابل له في رأس المال، أو أن يكون بقصد الاستثمار خاصة في أوقات الأزمات الاقتصادية حيث يتوافر لدى الشركة أموال معطلة لا تستوعبها احتياجاتها الجارية فيمكن لها استثمارها، ويمثل اكتساب الشركة لأوراقها المالية الوسيلة الوحيدة أمام الشركة لتحقيق هذا الهدف.

وأيضاً الخشية من لجوء الشركات لشراء أسهمها كوسيلة لخداع جمهور المتعاملين في الأوراق المالية لها ما يبررها فهو احتمال حقيقي يتوقع حدوثه، غير أن رغبة الشركة في الشراء – سواء بصفة مبتدأه عند إصدار أسهمها أو بعد ذلك قد تستند لأسباب ومبررات منطقية ومشروعة بعيدة تماماً عن احتمال الإضرار بالجمهور أو خداعهم.

وتتعدد حالات شراء الأسهم من قبل الشركة المصدرة لها بحسب اختلاف أسباب الشراء ويمكن التفرقة بين حالتين هما:

## أولاً: حالة الشراء بقصد تخفيض رأس مال الشركة

وفقاً للمادة (١٠٦) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري يتم تخفيض رأس المال بإحدى الطرق الثلاثة وهي تخفيض القيمة الاسمية للسهم أو تخفيض عدد الأسهم أو بطريق شراء الشركة لبعض الأسهم وإعدامها، وما يعيننا هنا هو تخفيض رأس المال عن طريق شراء الشركة لبعض أسهمها والذي يحدد الكيفية التي يتم بها التنفيذ هو قرار الجمعية العامة غير العادية.

ويقصد به أن تلجأ الشركة إلى شراء عدد من الأسهم الذي تقرر إنقاص رأس المال بما يعادل قيمتهم وعلى الشركة إعدام هذه الأسهم المشتراة، ويقع الشراء من رأس المال ذاته وليس من الاحتياطي حيث يعد تخفيضاً لرأس المال ذلك أن الاحتياطي ما هو إلا ربح مجمد.

ويبدو أن تخفيض رأس مال الشركة عن طريق شراء الشركة لأسهمها كان جائزاً في القانون المصري القديم إذ يرى بعض الفقهاء بأنه (لا تثريب على الشركة إن اتبعت هذه الطريقة دون غيرها طالما أن القانون لم يحدد طرقاً خاصة لتخفيض رأس المال يتعين على الشركة اتباعها، ولكن يجب أن يكون تصرف الشركة خالياً من الغش فتعلن عزمها على شراء جانب من أسهمها حتى يعلم بذلك جميع المساهمين وتكون أمام كل

منهم فرصة للبيع إذا أراد، ولقد كان ذلك أمرًا منطقيًا طالما أن المشرع لم يحدد الطريقة التي يتم بها تخفيض رأس المال ومن ثم ليس هناك ما يدعو إلى تطبيق طريقة وسحب أخرى.

ولقد نصت المادة (١١٠) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على أنه: "إذا زادت طلبات بيع الأسهم المقدمة من المساهمين على القدر الذي تطلب شراؤه وجب تخفيض عدد الأسهم المشتراة من كل مساهم بما يتناسب مع مقدار ما يملكه من أسهم الشركة، أما إذا قلت طلبات البيع عن القدر المطلوب شراؤه جاز لمجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال إما إعادة الإجراءات مع رفع سعر البيع أو الشراء من السوق حسبما يحقق مصلحة الشركة.

ويجب على الشركة عند اتباع هذه الطريقة لتخفيض رأس المال أن توجه طلب الشراء إلى جميع المساهمين بإعلان ينشر في صحيفة الاستثمار أو في صحيفتين يوميتين إحداهما على الأقل باللغة العربية مع إخطار المساهمين بمضمون هذا الإعلان على عناوينهم المبينة بسجلات الشركة.

وأن يشمل الإعلان المشار إليه اسم الشركة وشكلها وعنوان مركزها الرئيسي ومقدار رأس المال المصدر، وعدد الأسهم المطلوب شراؤها والتمن المعروض للسهم وكيفية أداء الثمن والمدة التي يظل عرض الشركة قائمًا خلالها وكذلك المكان الذي يتم فيه للمساهم إبداء رغبته في البيع.

ويجب على الشركة إلغاء الأسهم المشتراة تنفيذًا لقرار التخفيض خلال شهر من تاريخ الحصول عليها (الأسهم المشتراة) وذلك بالتأشير على شهادة السهم بسجلات الشركة بما يفيد الإلغاء وإخطار بورصات الأوراق المالية بذلك وفقًا للمادة (١١١) من اللائحة التنفيذية.

ويجب التنويه هنا أن شراء الشركة لأسهمها بغرض تخفيض رأس المال يعود إلى أسباب غير ناتجة عن خسارة رأس المال وبنياً بالشركة عن فكرة التعمد الإضرار بحقوق الدائنين؛ إذ إن قاعدة ثبات رأس المال هي الضمانة الأولى بالنسبة لهم.

وصحيح إن المشرع أعطى بعض الضمانات لدائني الشركة كما جاء بالمادة (١١٣) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري حيث "يجوز للدائنين الذين نشأت حقوقهم قبل نشر قرار تخفيض رأس المال على الوجه المبين بالمادة السابقة والممثل القانوني لجماعة حملة السندات التي أصدرتها الشركة قبل ذلك التاريخ الاعتراض على قرار تخفيض رأس مال الشركة ما لم يكن التخفيض مترتباً على خسارة منيت بها الشركة، ويجوز للشركة أن ترد إلى الدائنين المعترضين حقوقهم أو أن تقدم لهم الضمانات اللازمة لأداء حقوقهم في مواعيدها، ويكون للدائن المعترض إذا لم يقبل ما تعرضه عليه الشركة، أن يلجأ إلى القضاء للحصول على ما يحفظ له حقه.

وفي جميع الأحوال لا يجوز للدائنين الذين نشأت حقوقهم بعد نشر قرار التخفيض الاعتراض على تخفيض رأس مال الشركة، ذلك لأن ضمانهم هو قدر رأس المال المعلن عنه وقت نشأة ديونهم.

وقد تلجأ الشركة لشراء أسهمها لتخفيض رأس مالها عندما يكون رأس مالها أكبر من حاجتها بحيث يبقى جزء منه لديها بلا توظيف فلا تجد الشركة مصلحة في الاحتفاظ به، فتقرر تخفيض رأس مالها لتخفف من أعبائها وتتجنب دفع أرباح عن أموال غير موظفة.

ولقد أجاز المشرع الفرنسي شراء الشركة لأسهمها الصادرة عنها بغرض التعديل الهيكلي لرأس المال وتخفيضه، وكانت المادة (٤١) من قانون (٩٨/٥٤٦) قد قطعت الصلة بين شراء الأسهم من قبل الشركة وضرورة تخفيض رأس المال، وبالتالي أصبح الشراء بغرض الإدارة المالية يعد عملية خاصة ومستقلة عن عملية تخفيض رأس المال ولم يعد هناك إحالة للمواد (٢١٦/٢١٥) الملغاة من قانون ٢٤ يوليو ١٩٦٦ قبل التعديل الخاصة بتخفيض رأس المال، حيث كانت عملية شراء الشركة لأسهمها لا تتفصل مهما كانت الأسباب عن عملية تخفيض رأس بقصد دعم مركز الشركة في السوق فقد كانت تؤدي في حالة عدم التصرف فيها إلى إلغاء الأسهم وفقاً للإجراءات المنصوص عليها.

غير أنه بعد تعديلات عام ٢٠٠٠ فقد تم تنظيم شراء الشركة لأسهمها في المادة ٢٢٥-٢٠٦ والتي نصت على أنه من حيث الأصل يحظر شراء الشركة لأسهمها. ثم نصت المادة ٢٠٧-٢٢٥ على أنه يجوز للجمعية العامة للشركة أن تقرر تخفيض رأس المال بدون إبداء الأسباب.

ثم فصلت المادة ٢٢٥-١٥٨ من لائحة ذات القانون الغاية من هذا الإجراء وهو إلغاء تلك الأسهم. أما إجراءات التخفيض و شراء الأسهم لإعدامها أو إلغائها بينتها المادة ٢٢٥-١٥٣ من اللائحة حيث نصت على

" ويجب على الشركة عند إتباع هذه الطريقة لتخفيض رأس المال أن توجه طلب الشراء إلى جميع المساهمين بإعلان ينشر في احد لصفح المخصصة للإعلانات القانونية مع إخطار المساهمين بمضمون هذا الإعلان على عناوينهم المبينة بسجلات الشركة ". وقد قضت الدائرة التجارية بمحكمة النقض الفرنسية على مسئولية رئيس مجلس إدارة الشركة مدنيا عن تخفيض رأس المال من دون إخطار الأقلية من المساهمين. أو حال إخطارهم بأسباب غير حقيقية عن هذا التخفيض بقدر أحداث غش من خلال إظهار خسارة في رأس المال .

هذا ونجد بأن المشرع الأردني قد أجاز في المادة (١٥) من تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة ٢٠١٤ للشركة المساهمة العامة أن تقوم بتخفيض رأسمالها عن طريق شراء الأسهم الصادرة عنها من خلال سوق رأس المال الوطني، وأجازت لها في ذات الوقت عدم التقيد بالشروط التي ترد في هذه التعليمات الخاصة بشراء أسهم الخزينة، وبذلك يكون للشركة المساهمة العامة الخيار بين اللجوء إلى تخفيض رأس مالها عن طريق شراء أسهم الخزينة أو بأي طريقة أخرى تراها مناسبة.

#### ثانياً: حالة الشراء (لأسباب أخرى) غير تخفيض رأس المال:

يجوز للشركة شراء أسهمها لغير تخفيض رأس المال في حالتين نصت عليهما المادة ١٤٩ من اللائحة التنفيذية:

الحالة الأولى: إذا كان الشراء بقصد التوزيع على العاملين بالشركة سواء كنصيب في الأرباح أو لزيادة نسبة مشاركتهم فيها، ولا يتم توزيع هذه الأسهم على العاملين مجاًئاً، على الرغم من أن عبارة نص المادة (٣/٤٨) من قانون الشركات المصري والمادة ١٤٩/ب من لائحته التنفيذية توصي بغير ذلك لأن الشركة تعيد بيع هذه الأسهم للعاملين، وقد نظم المشرع كيفية هذا البيع، فيجب أن لا تقل المدة الممنوحة للعاملين لممارسة خيار الشراء عن ثلاثين يوماً، ويتم البيع بنفس سعر شراء الشركة للأسهم أو على أساس متوسط سعر التعامل في البورصة خلال خمسة عشرة يوماً السابقة على اليوم الذي يقرر فيه العامل ممارسة خيار الشراء أيهما أقل، أما عن كيفية سداد العامل لقيمة الأسهم التي اشتراها، فإنه يتم عن طريق الخصم من مرتبه على أقساط شهرية متساوية ويجوز له أن يطلب سداد هذه القيمة من الأرباح المقررة له.

الحالة الثانية: إذا تطلب النظام موافقة الشركة على نقل ملكية الأسهم واعترض مجلس إدارة الشركة على الشخص المتنازل إليه، ولم يتمكن من تقديم متنازله إليه آخر فإن المجلس يقرر شراء الأسهم، ريثما يعيد بيعها مرة أخرى.

هذا ويرى البعض بأن ما ورد بنص المادة (١٤٩) من اللائحة التنفيذية والتي تنص على حالات شراء الشركة لأسهمها، هي حالات جاءت على سبيل الحصر من بينها إذا كان الشراء بقصد التوزيع على العاملين بالشركة سواء كنصيب من الأرباح أو لزيادة نسبة مشاركتهم.

حتى إن بعض الفقه الذين اعتبروا بأن المشرع بما أدخله من تعديلات إنما يهدف إلى إطلاق حرية الشركة لشراء أسهمها، وضعوا العديد من الأسباب التي ممكن للشركة اللجوء إليها وشراء أسهمها على أساسها، فكان من ضمن هذه الأسباب هي شراء الأسهم بقصد استهلاك رأس المال، أو أن تقوم الشركة بشراء أسهمها بقصد الاستثمار أو تحصيل حقوقها لدى الغير أو الوفاء بدينها، أو الشراء كوسيلة لتصفية الشركة أو تحويلها، أو أن تلجأ الشركة لشراء أسهمها من أجل اختيار الشركاء أو شراء الأسهم كدفاع ضد العرض العام بالشراء المعادي للشركة .

ولقد نظم المشرع الفرنسي شراء الشركة لأسهمها لغير غاية تخفيض رأس المال وفرض عليها قيود وضوابط إذا أصبح نص المادة (٢١٧) الملغاة من قانون (٢٤) يوليو لسنة ١٩٦٦ بعد تعديلها بالمادة (٤١) من قانون (٥٤٦) لسنة ١٩٩٨ يقضي بأن " يسمح للشركة بشراء أسهمها بالشروط والوسائل المنصوص عليها في المواد (٢١٧) - A/1 حتى (١٠-٢١٧) ، وهذا يعد تعديلاً جوهرياً، حيث إن الأصل هو الحظر وبعد التعديل أصبح هناك حرية ولكنها غير مطلقة بل يوجد ضوابط وقيود.

وردت هذه القيود بنص المادة (٢١٧) الملغاة المقابلة للمادة ٢٢٥-٢٠٩ من قانون التجارة الحالي، والمتمثلة بالحد الأقصى لما تستطيع الشركة شراؤه من أسهمها بنسبة ١٠% من رأس المال . ولقد قررت المادة ٢٢٥-١٥١ من لائحة القانون على دور مجلس الإدارة في تحديد عدد الأسهم التي سوف يعاد شراؤها بما لا يتجاوز السقف الوارد في المادة ٢٢٥-٢٠٩ المشار إليه .

كما أنها يجب أن تكون الشركة مقيدة بالبورصة، وبهذا فإن الخطر ساري المفعول بالنسبة إلى الشركات غير مقيدة بالبورصة، وأيضاً يلاحظ بأن الحظر يسري على جميع الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة سواء كانت أسهم عادية أو ممتازة، كما أيضاً حظرت المادة (٢١٧) على فرع الشركة أن يشتري بعض أسهم شركة الأم إذا كان بأمرها ولحسابها أو أن يتصرف باسم مستعار، أما إذا تم الشراء باسم الفرع ولحسابه فإن ذلك يعد عملية مشروعة وهذا ما يطلق عليه مبدأ استقلالية الشراء.

ورغم الاتجاه في التوسع في عملية شراء الشركة لأسهمها إلا أن المادة (٩/٢١٧) نصت على أنه "لا يجوز للشركة أن تقدم رصيماً أو قرضاً أو تعطي ضمانات بغرض الشراء أو أن تقوم بشراء أسهمها بواسطة الغير، ولقد استنتجت هذه المادة حالة واحدة وهي إذا كان الشراء بغرض توزيع هذه الأسهم على العاملين بالشركة، وتحققاً للشفافية والإفصاح نصت المادة (٢/٢١٧) على: " يجب على الشركة التي تتعامل على أسهمها أن تخطر لجنة سوق المال (CMF) شهرياً بمشترياتها ومبيعاتها، وما قامت بإلغائه وتقوم لجنة سوق المال (CMF) بنقل هذه المعلومات إلى الجمهور".

وأحياناً قد تلجأ الشركة لشراء أسهم الخزينة من أجل تعزيز أسعار الأسهم، حيث تعطي الثقة إلى الأشخاص الذين يتداولون الأسهم بأن سعر السهم في صعود ومغري، وهذا يساعد على تنشيط الطلب على أسهم الشركة، ذلك أن المتعاملين يعتقدون أن الشركة إذا قامت بشراء أسهمها من السوق يعني أن الشركة واثقة من نجاح نشاطاتها وتحقيق أرباح حقيقية كبيرة مما يدعم ثقتهم بأسهم الشركة، وبالتالي يجعل من إقبالهم على شراء أسهم الشركة أمراً حتمياً خاصة أن الشركة مطلعة على جميع المعلومات الداخلية غير المعلنة، التي تتعلق بالشركة المساهمة العامة.

ومن الأساليب الإدارية والمالية الحديثة التي تمارسها الشركة، هي تفعيل القيود الاتفاقية التي ترد على المساهم خاصة حق الأفضلية، حيث تقوم الشركة بشراء أسهمها من المساهم الذي يرغب ببيعها حتى لا تقع في يد منافس أو شخص غير مرغوب فيه، ذلك أن نظام الشركة قد يتضمن نصاً يلزم المساهم الذي يرغب ببيع أسهمه أن يخطر الشركة بذلك، فيكون للشركة حق أفضلية في الحصول على تلك الأسهم، على أن يتم شراء هذه الأسهم من خلال سوق الأوراق المالية، وبالسعر السوقي المحدد لقيمة السهم.

ولقد نظم المشرع الفرنسي في قانون التجارة الجديد بالمادة ٢٢٥-٢٠٨ شراء الموظفين لأسهم الشركة. حيث نصت على جواز مشاركة الشركة العاملين لديها في شراء لأسهمها يلزم أن يتم ذلك وفق الشروط المبينة بالمواد من ١٩٧-٢٢٥ و وفق شروط الرضاء و القبول المبينين بالمادة ١٧٧-٢٢٥. وفي الواقع إن المادة المشار إليها ١٩٧-٢٢٥ من ذات القانون تناولت دور مجلس إدارة الشركة في إصدار أسهم مجانية أو من دون مقابل. و بينت المادة أيضاً في فقرتها الثانية على حدود إصدار الأسهم المجانية و قيدها القانون بـ ١٠%، وتضمنت ذات المادة الفئات التي يجوز أن تستفيد من هذه الأسهم والتي من ضمنها العاملين بالشركة.

### المطلب الثاني

#### الجوانب المرتبطة بشراء أسهم الخزينة

يمكن القول بأن إطلاق حرية الشركة في التعامل على أسهمها دون وجود أية ضوابط يمثل خطورة شديدة على أداء السوق، لما يحدث عنه من نتائج سلبية، على أن لا ننكر وجود بعض النتائج الإيجابية لقيام الشركة بشراء أسهم الخزينة.

وستتناول جزء من هذه النتائج الإيجابية والسلبية لعملية شراء أسهم الخزينة.

#### أولاً: النتائج السلبية لشراء أسهم الخزينة:

هنالك العديد من المحاذير والأخطاء التي يمكن أن تقع فيها إدارة الشركات في حالة تعاملها على أسهم شركتها في ضوء عدم تماثل المعلومات فيما بين المتعاملين على السهم بالسوق وبين إدارة الشركة في حالة تعاملها على أسهمها، وفيما يلي توضيح لبعض المحاذير التي يجب أن تأخذها إدارة الشركات في الاعتبار عند التعامل على أسهمها:

[١] عدم المساواة بين مركز الشركة وبين بقية المتعاملين:

تتمتع أي شركة بوضع مميز عن وضع بقية المتعاملين في البورصة، حيث أن الشركة تمتلك دائماً معلومات خاصة غير متاحة للجمهور، مما يسمح لها بالتلاعب في سعر السهم، وهو ما يمثل جريمتين في نفس الوقت من جرائم البورصات وهم:

- جريمة العالمين بيوطن الأمور (التعامل الداخلي).  
- جريمة التلاعب بالأسعار أو المضاربة غير المشروعة (المضاربة الوهمية) وخصوصاً أن القرار الوزاري رقم (٧٥) لسنة ١٩٩٨ المنظم لتطبيق المادة (٤٨) من قانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ لم يحدد حالات معينة يسمح فيها للشركة بشراء أسهمها، وكذلك لم يحدد الطريقة التي يجب على الشركة اتباعها عند شراءها أسهمها، وهو ما كانت تنظمه المواد (١٠٩) إلى (١١١) والمادة ١٤٩ من اللائحة التنفيذية لقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ التي تناولت تحديد الحالات التي يجوز فيها للشركة شراء أسهمها وطريقة الحصول عليها (في حالة تخفيض رأس المال، في حالة التوزيع على العاملين بالشركة، في حالة تطلب النظام موافقة الشركة على انتقال ملكية الأسهم).

ويلاحظ بأن كل ما أوجبه المشرع على الشركة في التعديل الأخير هو أن تتصرف في الأسهم المشتراة خلال سنة من تاريخ شرائها، وهذا الشرط ليس قيدياً على تصرف الشركة بل على العكس فإن هذه المهلة تعهد ممتدة ومستمرة، إذ إنها تتجدد مع كل عملية شراء جديدة إلى ما لا نهاية، وكان الأحرى بالمشرع لكي يحد من دخول الشركة سوق التداول سواء مشترياً أو بائعاً، أن يضع حد أدنى لاحتفاظ الشركة بأسهمها وليس حداً أقصى.

ويذهب البعض إلى أن موقف المشرع هذا قد فتح الباب على مصراعيه لدخول الشركات سوق التداول للمضاربة على أسهمها والتلاعب في أسعارها، والاستفادة من معلوماتها الخاصة غير المتاحة للجمهور لتحقيق مكاسب أو لتلافي خسائره، حيث إن الشركة تملك في كل وقت معلومة داخلية عن نتائج الأداء غير متوفرة لباقي المتعاملين، وقد يؤدي ذلك إلى انحراف بعض الشركات عن وظائفها وأداء دورها الرئيسي في الاستثمار المباشر إلى الاستثمار المالي في الأوراق المالية عن طريق المضاربة على أسهمها.

ويلتمس البعض أسباباً لتبرير شراء الشركة لبعض أسهمها في غير الحالات المنصوص عليها في المادة (١٤٩) من اللائحة التنفيذية لقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ مثل إتاحة الفرصة للشركة للتدخل عند انخفاض سعر أسهمها بطريقة غير مبررة وذلك بالعمل على رفع السعر إلى المعدل الطبيعي، إلا أن ذلك ومع افتراض حسن النية في الشركات يتعارض مع آلية العرض والطلب، حيث إن تحسين سعر السهم في هذه الحالة عن طريق إحداث طلب مفتعل مما يزيّف آلية تحديد السعر، كما أننا بذلك نضيف إلى الشركة المصدرة للأسهم وظيفة صانع السوق.

وقد حدثت تلك التجربة بالفعل، عندما هبط سعر سهم مدينة الإنتاج الإعلامي إلى خمسة عشر جنيهاً للسهم بعد أن تجاوز ثمانية وسبعون جنيهاً، وطلب المسؤولون من البنك الأهلي المصري التدخل لرفع سعر السهم وذلك بشراء عدد أربعة ونصف مليون سهم بسعر خمسة وعشرون جنيهاً للسهم بدل من خمسة عشرة جنيهاً، وبالفعل تم الإعلان عن ذلك بالصحف، وتمت عملية الشراء، ولكن لم يستمر الوضع سوى بضعة أشهر وعاد السهم بعدها إلى الانخفاض مرة أخرى ليصل عند حد ثلاثة عشر جنيهاً، وقد حققت بعض العالمين بيوطن الأمور أرباحاً طائلة من وراء هذا الإجراء.

## ٢] غياب الإفصاح اللازم لتنفيذ العمليات:

كانت اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ تنظم طريقة حصول الشركة على جانب من أسهمها بغرض تخفيض رأس المال، وورد النص في المادة (١٠٩) منها على أنه: "إذا كان تخفيض رأس المال المصدر بطريقة شراء الشركة لبعض أسهمها، وإعدامها، وجب على الشركة أن توجه طلب الشراء إلى جميع المساهمون بإعلان ينشر في صحيفة الشركات أو صحيفتين يوميتين إحداهما باللغة العربية مع إخطار المساهمين بمضمون هذا الإعلان على عناوينهم المبيّنة بسجلات الشركة، ويتعين أن يشمل الإعلان المشار إليه، اسم الشركة وشكلها وعنوان مركزها الرئيسي ومقدار رأس المال المصدر، وعدد الأسهم المطلوب شراؤها، والثمن المعروض للسهم وكيفية أداء الثمن، والمدى

الذي يظل عرض الشركة قائماً خلالها بما لا يقل عن ثلاثين يوماً، والمكان الذي يتم فيه للمساهم إبداء رغبته في البيع".

وإذا ما انتهينا إلى أن المشرع بإعادته تنظيم الموضوع قد ألغى ما قبله، أي إن هذه المادة قد ألغيت ضمناً بعد صدور القانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ وترتب على ذلك عدم وجود أي ضوابط تحكم عملية شراء وبيع بواسطة الشركات، حيث إن نص المادة السابق كان يؤكد على الشفافية الكاملة واعتبار أن عملية شراء الشركة لأسهمها (عملية خاصة) وليست عملية تداول عادية بالبورصة حتى لا تؤثر على السير الطبيعي لتكوين الأسعار وتؤدي إلى تزييف آلية العرض والطلب.

لذلك يلاحظ بأن المشرع أوجب على الشركة الإفصاح عن هذه العملية بالنشر في الصحف بل وإخطار المساهمين بمضمون الإعلان على عناوينهم، كذلك يجب أن تحدد الشركة كمية الأسهم المراد شراؤها والتمن المعروض لشراء السهم وطريقة الدفع، إلا أن بعد صدور القانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ ألغيت كافة الضمانات.

ولا يغير من ذلك ما أوجبه المشرع في المادة الأولى من القرار رقم (٧٥) لسنة ١٩٩٨ بتنفيذ أحكام القانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨، لأن هذه المادة ووفقاً لما يراه البعض، لا يفيد تجنب السلبات السابقة، لأن الإخطار المشار إليه هو إخطار لاحق لعملية الشراء، فهو إخطار عديم الجدوى، حيث إن الشركة تكون قد تعاملت على أسهمها دون إفصاح مسبق بما يخل بمبدأ الشفافية، كما أن الإفصاح عن العملية وما حصلت عليه الشركة من أسهمها في القوائم المالية هو إجراء روتيني يتم كل ثلاثة أشهر، وكان يجب أن يعلن عن مثل هذه العمليات مسبقاً عن طريق النشر في الصحف عند دخول الشركة كمتعامل على أسهمها، حماية لباقي المتعاملين واحتراماً لمبدأ الشفافية والإفصاح.

وفي الواقع إن المادة ٢٢٥-٢١١ من قانون التجارة الفرنسي نصت على انه يلزم عند الشراء لأسهم الشركة إعسلاً لنص المادة ٢٢٥-٢٠٨ أن يتم قيد ذلك في سجل الشركات. ونصت المادة ٢٢٥-١٥٩ من اللائحة التنفيذية لذات القانون على وجوب إتمام هذا القيد. وصولاً إلى تحقيق الإفصاح اللازم لشراء الشركة تجاه المساهمين والدائنين. ثم نصت المادة ٢٢٥-٢١٢ من قانون التجارة الفرنسي على وجوب إخطار هيئة سوق المال شهرياً عن العمليات التي شراء الشركة لأسهمها.

بل وفرض القانون عقوبة الغرامة في حال انحراف مدير الشركة عن الغاية من شراء اسهم الشركة ومقدارها غرامة ١٥٠٠٠٠ يورو.

#### ثانياً: النتائج الإيجابية لشراء أسهم الخزينة

الخوف من لجوء الشركة لشراء أسهمها كوسيلة لخداع جمهور المتعاملين في الأوراق المالية له ما يبرره نتيجة للآثار السلبية التي تنتج عن هذا الشراء، غير أن عملية شراء أسهم الخزينة لها أيضاً العديد من الإيجابيات تتمثل فيما يلي :

#### [١] التخلص من فائض الأموال باستثمارها:

قد يتوافر لدى الشركة خاصة في أوقات الأزمات الاقتصادية أموال ضخمة معطلة لا تستوعبها احتياجاتها الجارية، ولذلك كان من الواجب عليها أن تستثمرها مؤقتاً لحين زوال الظروف الصعبة التي تمر بها، ويعتبر اكتساب الأسهم (وغيرها من الأوراق المالية) الوسيلة الوحيدة والسريعة أمام الشركة لتحقيق هذا الهدف، ولذلك كثيراً ما تفكر في اكتساب أسهمها، سواء عن طريق الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس مالها، أو من خلال شراء أسهمها في البورصة، ويعد ذلك استثماراً مفيداً ومربحاً لها.

ويمكن قبول هذه الفكرة إذا ما قامت الشركة بذلك بطريقة محدودة وبالقدر الذي يحقق لها هذا الهدف، بحيث يؤدي إلى تخفيض رأس المال، أما إذا لم تكن الشركة راغبة في تخفيض رأس المال وتريد استثمار أموالها بالبورصة يكون ذلك على أسهمها.

وفي كل الأحوال ينبغي ألا يغيب عن البال تلك الفكرة التقليدية لثبات رأس المال كونه يعد ضماناً لدائني الشركة، بحيث إذا كان تصرف الشركة في أسهمها على النحو السابق ينحصر في فائض رأس المال، أي ما يزيد على رأس المال المصدر فلا بأس في ذلك، أما إذا أدى ذلك إلى تخفيض رأس المال فهو ما يشكل خطورة بالنسبة للدائنين الذين نشأت مديونياتهم في ظل قدر معين من رأس مال الشركة وهو الضمانة



الأكيدة لديونهم قبلها، حتى في ظل الأفكار الحديثة الخاصة بوفرة التدفقات النقدية وما يطلق عليها اسم الاقتصاد الحديث مثل أسهم الاتصالات.

## [٢] شراء الشركة لأسهمها يتضمن عملية إعدام وعملية خلق:

يؤدي إلغاء الشركة لأسهمها إلى إعدام الأسهم ذاتها، مما يسمح بخلق سيولة للمساهمين الراغبين في الخروج من الشركة، وهي بحد ذاتها عملية مفيدة إذا كنا في ظل اقتصاد يعاني من قلة السيولة، إذ إن السيولة المترتبة على شراء الأسهم الملغاة كانت تمثل فائضاً، ومن ناحية أخرى فإن إنقاص عدد الأسهم سيؤدي إلى زيادة أرباح المساهمين الباقين بالشركة، ومن ثم فإن فكرة إعدام الأسهم هي التي أدت إلى خلق السيولة في السوق وكذلك إلى إثراء المساهمين عن طريق زيادة توزيع الأرباح على أسهم أقل، كما أن شراء الشركة لأسهمها يؤدي إلى توازن بين الأموال المستثمرة وبين الحاجة الحقيقية للمشروع.

**الخاتمة:**

أن القارئ لهذه الورقة يلاحظ بما لا يدع مجالاً للشك بان نظام القانوني لتخفيض رأس مال الشركة المساهمة في اغلب الدول يعاني من تضارب في الأحكام، ولا يعالج اغلب المسائل بالشكل المطلوب الذي يحافظ على حقوق دائني الشركة، وان اغلب هذه الأحكام الخاصة بشراء الشركة لأسهمها تعتبر عاجزة عن أن تحمي حقوق الدائنين.

ولاحظنا أيضاً بان المشرع الفرنسي قد أعطى المسائل التي تتعلق بتخفيض رأس المال العناية الكافية ووضع الآليات القانونية الفعالة التي تضمن حقوق دائني الشركة وتعزز من ثقة المستثمر في سوق الأسهم والشركات المحدودة بالأسهم.

إن عملية شراء الشركة لأسهمها رغم ما تمثله من مشاكل، لا شك في أنها تعتبر عملية مفيدة للغاية، فقد تستخدم باعتبارها من طرق الإدارة السليمة للمشروع، أو باعتبارها احد الوسائل التي تلجأ إليها الشركة للمحافظة على استقلالها، أو كوسيلة لتجميع المشروعات وتركيزها لمسيرة التطور الاقتصادي الحديث، كذلك قد يكون الشراء التزاماً قانونياً على الشركة في بعض الأحوال.

ورغم هذه الفوائد، فإن عملية الشراء لا تخلو من الخطورة، حيث أنها تتعارض مع المبادئ الأساسية لشركة المساهمة، مبدأ حقيقة وثبات رأس المال ومبدأ المساواة والتوازن فيما بين المساهمين، ومن هذه الناحية فقد تؤدي العملية الى الإضرار بكل من الدائنين والمساهمين. وهذه الاعتبارات قد دفعت المشرع في كثير من الدول إما إلى حظر العملية، أو العكس إلى تنظيمها بشرط معينة تختلف إلى حد كبير من دولة لأخرى.

إلا أننا نرى بان المشرع المصري مازال وحتى بعد التعديل الأخير لقانون الشركات - يحظر عملية الشراء الشركة لأسهمها خارج الحالات الاستثنائية التي نصت عليها المادة ١٤٩ من الانحة التنفيذية لقانون الشركات المصري وهي ( الشراء بقصد تخفيض رأس المال - الشراء بقصد توزيع الأسهم المشتراة على العاملين في الشركة - الشراء المرتبط بشرط الموافقة ) حيث أن شراء الشركة لأسهمها في هذه الحالات الاستثنائية لا تنطوي على أية خطورة سواء من حيث الإخلال بالمصالح المتداخلة في العملية أو من حيث السماح للشركة بالمضاربة على أسهمها في سوق الأوراق المالية، وليس معنى ذلك بأننا نؤيد موقف المشرع المصري في حظر هذه العملية، بل على العكس من ذلك تماماً، حيث ان الفوائد الاقتصادية والمالية لهذه العملية، وبصورة خاصة فائدة تنشيط السوق وتوفير سيولة إضافية له، تجعلنا نؤيد إطلاق حرية الشركة في شراء اسهمها وانه من الممكن تقادي المخاطر التي يمكن أن تنتج عن تنفيذ هذه العملية، ولهذا نقترح بالسماح وبنص صريح للشركات المقيدة في البورصة فقط شراء أسهمها لأي هدف آخر - غير تخفيض رأس المال، تحدهد الجمعية العامة العادية، بحيث تكون ميزة تتمتع بها الشركات المقيدة بالبورصة فقط، وذلك لتشجيع الشركات على قيد أسهمها في البورصة.

ونقترح أيضا بإعلان المسؤولية الجنائية للشركة التي تتلاعب بالأسعار أو تستغل معلوماتها الداخلية عند شرائها لأسهمها .

كما نقترح بإلزام الشركة بتحضير مذكرة إعلامية معتمدة من الهيئة العامة لسوق المال ، يتم نشرها في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار إحداهما على الأقل باللغة العربية ، بحيث تتضمن الهدف من الشراء ، وعدد الأسهم التي تنوي الشركة شرائها وما نسبتها إلى رأس المال ، وبيان رصيد الشركة من الأسهم التي اشترتها بالسابق ، وماهي طرق تمويل عملية الشراء ، وما مصير هذه الأسهم المشتراة ، والمدة الزمنية لعملية الشراء ، وإخطار الهيئة العامة لسوق المال عن أي تعديل قد يطرأ والنشر حسب الطريقة سابقة الذكر .

هذا والله أعلى وأعلم ، وأسأل الله عز وجل أن أكون قد وفقت في إعداد هذه الدراسة أن تشكل إضافة علمية جديدة .

وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين ؛؛؛

## قائمة المراجع

## أولاً: المراجع العربية:

١. أميرة صدقي، النظام القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها، دار النهضة العربية، ط ١٩٩٣.
٢. حسين فتحي، التنظيم القانوني لاسترداد وشراء الشركة لأسهمها، دار النهضة العربية، سنة ١٩٩٦.
٣. دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية سنة ٢٠١٠.
٤. رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون الشركات، ط الرابعة، ٢٠٠٦.
٥. سميحة القليوبي، سميحة قليوبية، الشركات التجارية، الطبعة ٦، القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠١٤.
٦. طاهر شوقي محمد مؤمن، الإطار القانوني لبيع الأوراق المالية في البورصة، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، سنة ٢٠٠٧.
٧. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، طبعة ٢٠٠٥.
٨. علي سيد قاسم، المشروع التجاري الفردي محدود المسؤولية، ط ٣، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣.
٩. علي يونس، الشركات التجارية، القاهرة، ١٩٦٧، بند رقم ٢٧٢.
١٠. اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري ١٥٩ لسنة ١٩٨١.
١١. محمد قرباشي، النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، سنة ٢٠٠٤.
١٢. يعقوب صرخوه، رسالة الدكتوراه بعنوان: "الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي، جامعة القاهرة، كلية الحقوق، سنة ١٩٨٢.

## ثانياً: المراجع الأجنبية:

١٣. A cette fin, un avis d'achat est inséré dans un journal habilité à recevoir les annonces légales dans le département du siège social et, en outre, si les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou si toutes ses actions ne revêtent pas la forme nominative, au Bulletin des annonces légales obligatoires.
١٤. Alain Couret et Jean-Yves Mercier , Le nouveau Régime du rachat par une société de ses propres actions , Banque et Droit, no ٦١, sep-oct. ١٩٩٨
١٥. Art L ٢٢٥-١٩٧ du code de Commerce "-L'assemblée générale extraordinaire, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas, et sur le rapport spécial des commissaires aux comptes, peut autoriser le conseil d'administration ou le directoire à procéder, au profit des membres du personnel salarié de la société ou de certaines catégories d'entre eux, à une attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre.
١٦. Art L ٢٢٥-٢٠٧ du code de Commerce " L'assemblée générale qui a décidé une réduction de capital non motivée par des pertes peut autoriser le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, à acheter un nombre déterminé d'actions pour les annuler.
١٧. Art L ٢٢٥-٢٠٨ du code de Commerce " Les sociétés qui font participer leurs salariés à leurs résultats par attribution de leurs actions, celles qui attribuent

leurs actions dans les conditions prévues aux articles L. ٢٢٥-١٩٧-١ à L. ٢٢٥-١٩٧-٣ et celles qui consentent des options d'achat de leurs actions dans les conditions prévues aux articles L. ٢٢٥-١٧٧ et suivants peuvent, à cette fin, racheter leurs propres actions. Les actions doivent être attribuées ou les options doivent être consenties dans le délai d'un an à compter de l'acquisition.

١٨. Art L. ٢٢٥-٢١١ du code de commerce dispose : « Des registres des achats et des ventes effectués en application des articles L. ٢٢٥-٢٠٨, L. ٢٢٥-٢٠٩ et L. ٢٢٥-٢٠٩-١ doivent être tenus, dans les conditions fixées par décret en Conseil d'État, par la société ou par la personne chargée du service de ses titres.

١٩. Art L. ٢٢٥-٢١١ du code de commerce dispose : « Les sociétés doivent déclarer à l'Autorité des marchés financiers les opérations qu'elles envisagent d'effectuer en application des dispositions de l'article L. ٢٢٥-٢٠٩. Elles rendent compte chaque mois à l'Autorité des marchés financiers des acquisitions, cessions, annulations et transferts qu'elles ont effectués.

٢٠. Art L. ٢٤٢-٢٤ du code de commerce dispose : « Est puni de ١٥٠ ٠٠٠ € d'amende le fait, pour le président, les administrateurs ou les directeurs généraux d'une société anonyme, d'utiliser des actions achetées par la société en application de l'article L. ٢٢٥-٢٠٨ afin de faire participer les salariés aux résultats, d'attribuer des actions gratuites ou de consentir des options donnant droit à l'achat d'actions à des fins autres que celles prévues au même article L. ٢٢٥-٢٠٨.

٢١. Art R ٢٢٥-١٥٣ du code de Commerce " Lorsque la société a décidé de procéder à l'achat de ses propres actions en vue de les annuler et de réduire son capital à due concurrence, elle fait cette offre d'achat à tous les actionnaires.

٢٢. Art R ٢٢٥-١٥٨ du code de Commerce " Les actions achetées, en vue d'une réduction du capital social, par la société qui les a émises sont annulées.,

٢٣. Cass.Com , ٨ Novembre ٢٠٠٥ , JCP E , ٢٠٠٦ , ١٤٩٧.

٢٤. Charles Chaudre et J . Pepin , Réduction de capital non motivée par des pertes par voie de rachat d'action , JCP E , ٢٠١٠ , ١٩٩٤.

٢٥. Jean Daigre , Précision sur le rachat d'actions et l'expression de leur valeur nominale , JCP E , ١٩٩٩ ,

٢٦. Jean Jacques Daiger , Le rapport pour libéraliser le rachat par les sociétés de leurs propres actions, JCP éd. E, no. ٦, Fév. ١٩٩٨,

٢٧. Michel German , Traité de droit Commercial , T١, ١٨<sup>e</sup> éd, ٢٠٠٢,

٢٨. Renaud Mortier , Le rachat d'action au service de l'action au service de l'actionnaire des salariés , Dr:Sociétés , ٢٠٠٧ ,

٢٩. Toutefois, si toutes les actions de la société sont nominatives, les insertions prévues à l'alinéa précédent peuvent être remplacées par un avis adressé, par lettre recommandée et aux frais de la société, à chaque actionnaire.