

أحكام أدوات التداول

النظام القانوني لتداول الأوراق المالية في البورصة

اعداد

فتحي عبد الرحمن الشويطر

أحكام أدوات التداول

الملخص

تختلف البضاعة التي هي محل التعامل في البورصة عن غيرها، هذه البضاعة هي الأوراق المالية، أو ما يطلق عليها الأسناد، وهي تصدر بطرائق مختلفة منها الاكتتاب والتوريق والخصخصة وإصدار أذون الخزانة وغيرها من الأساليب، وهناك أحكام لقيدتها، وتمييز لما يتشابه معها، وتختلف أنواعها أيضاً ولكل منها خصائصه التي تميزه عن غيره، وهو ما عني هذا البحث بالخوض فيه.

المقدمة

يتم التعامل في بورصة الأوراق المالية بالاستثمار في تلك الأوراق المالية أو ما يطلق عليها الأسناد، حيث أنها محل التداول، أي أنها البضاعة التي يتم التعاقد عليها وبيعها وشراؤها والاستثمار فيها.

هذه البضاعة هي من نوع خاص يختلف عن البضائع المعتاد التعامل بها في الأسواق، وتكتسب خصوصية معينة تجعلها متفردة عن البضائع الأخرى من حيث ماهيتها، كما تختلف من حيث إنشائها ابتداءً.

يبدأ الأمر في السوق الأولى وهي سوق الإصدار، حيث يتم إنشاء تلك الأدوات المالية، يكون ذلك غالباً بالاكتتاب، وهو ليس الصورة الوحيدة التي تنشأ بها الأوراق المالية، فهناك مثلاً أذون الخزانة التي هي سندات حكومية يتم إصدارها من قبل الحكومة ويتم عرضها للجمهور ويتم بيعها بطريقة المزايعة، ومن ثم يتم تداولها في الأسواق المخصصة لذلك، كما أن هناك وسائل أخرى لإصدار الأوراق المالية.

بعد إصدار أدوات التداول ينتقل الأمر إلى قيدها وتداولها في سوق التداول التي تكون هي السوق الثانية، والبورصة هي أبرز أماكن التداول، وهي المكان المنظم لإجراء التداول.

هناك حاجة لدراسة هذا النوع من البضائع، وهو ما يذهب إليه هذا البحث بتسليط الضوء على أنواع وأشكال الأوراق المالية وشروط إصدارها وكيفية قيدها والتعامل بها، وسيتم ذلك عبر تقسيم الدراسة إلى مبحثين يدرس الأول منهما كيف يتم إصدار هذه الأدوات المالية، فيما يدرس الآخر تمييز الأوراق المالية عن غيرها وتفصيل أنواعها وخصائصها.

المبحث الأول

إصدار الورقة المالية وقيدها

للتعرف على كيفية إنشاء الورقة المالية، لابد من دراسة الاكتتاب، فهو العملية التي بموجبها يتم إصدار الأوراق المالية غالباً، وعن طريق هذا الاكتتاب يتقدم المساهمون للانضمام إلى الشركة ويسهمون بأموالهم فيها في مقابل حصص تمثل ملكيتهم في الشركة، هذه الحصص تكون متساوية

وتسمى بالأسهم، ثم تصدر أوراق مالية أخرى كالسندات، ويتم قيدها ومن ثم يصبح بالإمكان التعامل عليها وتداولها.

يقتضي ذلك أن نقسم هذا المبحث إلى مطلبين، ندرس في أولهما الاكتتاب في الأوراق المالية، وندرس في الثاني قيد الأوراق المالية.

المطلب الأول

الاكتتاب في الأوراق المالية

الاكتتاب موضوع واسع، بسطته بعض الدراسات بشكلٍ وافٍ، سوف نأخذ هنا فكرة مقتضبة عنه تتناسب مع هذه الدراسة بغرض التعرف على كيفية إصدار الورقة المالية لأول مرة قبل إمكان تداولها.

نبحث أمرين عن الاكتتاب، في فرع أول نناقش مفهوم الاكتتاب، وفي فرع ثانٍ نبحث إجراءات الاكتتاب.

الفرع الأول: مفهوم الاكتتاب

نؤكد هنا أنه للاستفاضة والتوسع في معرفة أحكام إصدار الأوراق المالية من ناحية إصدارها فلا بد من الدراسة المتوسعة لأحكام الشركات التجارية، التي لها محلها في مراجعها المتخصصة، وسنكتفي هنا بطرف من الإشارة إليها، فبالنسبة للمشرع المصري فقد نظم القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ الأحكام المتعلقة بالشركات التجارية، والتي درسته المؤلفات الفقهية وبينت أحكامها ونظامها في الكتب الشارحة لقانون التجارة، وهنا سيتم بحث ما يتعلق بقيام الشركات بإصدار أوراق مالية، يتم تداولها وتملكها من قبل المستثمرين، من غير أن ننسى أن هناك أوراقاً مالية ليست خاصة بالشركات التجارية، وهي السندات الحكومية التي تصدرها الدولة، كأذون الخزانة وغيرها مما هو مشار إليه في محله.

تجدر الإشارة إلى أن إصدار الأوراق المالية يكون عادةً إما عند ابتداء الشركة في تأسيسها، فإذا كانت الشركة شركة مساهمة عامة، فإنها تصدر أوراقها عن طريق الاكتتاب العام المفتوح أو المغلق، أو أن تكون الشركة التجارية متواجدة على أرض الواقع، وتعتمد إلى إصدار أوراق مالية جديدة، تهدف إلى زيادة رأس مالها وزيادة عدد المستثمرين فيها وتدفق الأموال إليها، كما قد يكون ذلك عن طريق اقتراض من الغير، أي أن الاكتتاب قد يكون بهدف إنشاء شركة ما أو زيادة في رأس مالها وهي قائمة.

تعريف الاكتتاب

عرفت أسنادتنا الدكتور سميحة القليوبي الاكتتاب بأنه "انضمام الشخص إلى عقد الشركة بتقديمه قيمة السهم ويعرض المكتتب مقابلاً لذلك سهماً يكتسب به صفة الشريك بعد إتمام إجراءات

التأسيس^{٢٥٢٩}، كما عرّف بأنه "إعلان الرغبة من جانب المكتتب في الحصول على سهم أو أكثر من أسهم الشركة في حال تمام تأسيسها"^{٢٥٣٠}.

وهناك من عرف الاكتتاب بأنه طرح رأس مال الشركة للعرض أمام المستثمرين للاشتراك فيه وفق ضوابط محددة، وقد يكون اكتتاباً عاماً إذا كانت الدعوة موجهة إلى جمهور غير محدد سلفاً، سواء من حيث ذواتهم أو عددهم، وقد تم تعريفه بأنه "دعوة موجهة إلى أشخاص غير محددين سلفاً للإسهام في رأس مال الشركة، أو أنه دعوة بمقتضاها يطرح المؤسسون أسهم الشركة للجمهور للاشتراك في رأس مال الشركة، كل بقدر ما يريد وهو ما يسمى ببقاء المصدرين لرأس المال بالمدخرين"^{٢٥٣١}، ويقصد بهذا التعريف الاكتتاب العام، لأن هناك اكتتاباً موجهاً إلى أشخاص محددين، سنأتي على ذكره.

وورد أيضاً أنه "تعبير المكتتب عن إرادته في الاشتراك في شركة المساهمة متعهداً أن يقدم حصة في رأس المال تتمثل في عدد معين من الأسهم المطروحة في الاكتتاب العام"^{٢٥٣٢}، وقيل بأنه "تصرف قانوني يلتزم بمقتضاه شخص يسمى المكتتب بشراء سهم أو أكثر من أسهم الشركة ويدفع قيمته الاسمية في المواعيد والنسب المحددة بعقدتها ونظامها الأساسي ليصبح مساهماً في الشركة"^{٢٥٣٣}.

وهناك من اعتبره "ضرباً من ضروب التصرف بإرادة منفردة، يترتب عليه إعلان المكتتب عن إرادته بالانضمام إلى الشركة"^{٢٥٣٤}، ويتفق الباحث مع كون الاكتتاب إرادة منفردة تصدر من قبل مؤسسي الشركة بإعلان الاكتتاب، لكنها موجهة نحو الراغبين بالتعاقد، فإذا تقدم المستثمر بطلب الاكتتاب إلى الشركة ملتزماً بالشروط المحددة في الاكتتاب وتم قبوله^{٢٥٣٥}، صار ذلك عقداً ملزماً لطرفيه وهما الشركة والمساهم.

متى يكون الاكتتاب

يلجأ مؤسسو الشركة إلى الاكتتاب العام لجمع رأس مال الشركة في حال إذا كان قدره كبيراً يعجزون لوحدهم عن الاكتتاب فيه بكامل الأسهم، لذا فإنهم يطرحون أسهم الشركة للاكتتاب العام، لمحاولة جمع رأس المال من المستثمرين في السوق، وقد نص المادة ١٠ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري على أن "تكون الأسهم المطروحة العام في حالة دعوة أشخاص غير

٢٥٢٩ د سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ج١، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٢، ص ٤٠٣

٢٥٣٠ د علي حسن يونس، الوسيط في الشركات التجارية، دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٦٠، ص ٢٦٤

٢٥٣١ د عبد الهادي مقبل، في بورصة الأوراق المالية وقانون سوق رأس المال، ط٤، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٤، ص ١٨٢

٢٥٣٢ د علي البارودي، القانون التجاري، منشأة المعارف بالإسكندرية، ١٩٧٥، ص ٢٥٩

٢٥٣٣ د عزيز العكيلى، الشركات التجارية في القانون الأردني، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ١٩٩٥، ص ٢٦٤

٢٥٣٤ د محمد كامل أمين ملش، الشركات، تأسيسها، إدارتها، انقضاؤها، دون ناشر، القاهرة، ص ٢٣٤

٢٥٣٥ القبول هنا إلزامي على الشركة صاحبة الاكتتاب إذا توفرت الشروط لدى المكتتب، كونها تقدمت بإيجاب ملزم يلتقي بإرادة الطرف

محددین سلفاً إلى الاكتتاب في تلك الأسهم، أو إذا زاد عدد المكتتبين عن مائة ويجب أن لا يقل الجانب من أهم الشركة المطروح للاكتتاب العام عن الحدود المبينة بالمادة ٦ من هذه اللائحة^{٢٥٣٦}.

الاكتتاب الخاص

هو الانضمام إلى عقد الشركة بتقديم قيمة السهم سواء من المؤسسين أنفسهم أو غيرهم من الأشخاص الذين لا تتوافر فيهم صفة الاكتتاب العام، بمعنى دون الالتجاء إلى الجمهور^{٢٥٣٧}، وفي هذه الحالة يتم جمع رأس المال، دون الحاجة إلى إجراءات طويلة أو معقدة كون الاكتتاب الخاص يحصر بالمؤسسين، أو بالاشتراك مع غيرهم من أشخاص طبيعية أو معنوية مختارة.

وإذا ما تم تأسيس الشركة بالاقتصار على مؤسسها أو بالاشتراك مع غيرهم بكامل قيمة أسهمها، فيطلق على هذه الطريقة في التأسيس مصطلح "التأسيس الفوري"^{٢٥٣٨}، وفي هذه الحالة يجب على مؤسسي الشركة سداد قيمة الأسهم بالكامل أو سداد النسبة المفروضة قانوناً أو حسب النظام الأساسي للشركة، وعادة ما يكون الاكتتاب الخاص في الشركات التي تؤسس بين مؤسسات تجارية أو عائلية أو أشخاص بينهم رابط تجاري ما، كما قد يحصل أثناء تحرك شركة توصية بالأسهم أو شركة ذات مسئولية محدودة إلى شركة مساهمة مع بقاء رأس المال كما هو^{٢٥٣٩}.

الفرع الثاني: إجراءات الاكتتاب

نتحدث هنا عن الاكتتاب بما له من شروط وعن نشرة الاكتتاب

أولاً: شروط الاكتتاب

٢٥٣٦ المادة ٦ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ التي نصت على أنه "مع عدم الإخلال بما تنص عليه القوانين واللوائح الخاصة يجب أن لا يقل رأس المال المصدر لكل من الشركة المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وما يكون مدفوعاً منه عند التأسيس عن الحدود الآتية:

أولاً: بالنسبة لشركات المساهمة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام، يجب أن لا يقل رأس المال المصدر للشركة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام عن خمسمائة ألف جنيه وألا يقل ما يكتب فيه مؤسسو الشركة عن رأس المال المصدر عن نصف رأس المال أو ما يساوي ١٠% من رأس المال المرخص به، أي المبلغين أكبر، ويشترط ألا يقل الجانب من الأسهم الذي يطرح للاكتتاب العام عن ٢٥% من مجموع قيمة الأسهم النقدية "

ثانياً: بالنسبة للشركات المساهمة التي لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام وشركات التوصية بالأسهم فيجب ألا يقل رأس مال الشركة المصدر عن مائتين وخمسين ألف جنيه، وفي جميع الأحوال لا يجوز أن يقل المبلغ المدفوع نقداً من رأس المال عند التأسيس عن الربع أما شركات الاشتراك في تأسيس شركات الأموال أو زيادة رأس مالها وكذلك شركات التعامل بالأوراق المالية، وشركات تنظيم إصدار وتسويق الأوراق المالية وضمان تغطية ما لم يكتب منها، فإن هذه الشركات يجب ألا يقل رأس مالها عن خمسة ملايين جنيه.

٢٥٣٧ د سميحة القليوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ٤٠٤

٢٥٣٨ غيث مصطفى الخصاونة، النظام القانوني لتداول الأسهم في شركات المساهمة، دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ٧

٢٥٣٩ وقد أجاز هذا التحول في المادة ١٣٦ من قانون الشركات والمادة ٢٩٩ من لائحته التنفيذية

- ١- يشترط فيه ما يشترط من الأعمال القانونية من كون الإرادة خالية من العيوب^{٢٥٤٠}، وهنا يبدو احتمال الإكراه نظرياً، ويكون الغلط نادراً، لكن احتمال الغش والتدليس واقع، وقد حمل ذلك المشرعين على وضع جزاءات مدنية وجنائية لمواجهة مثل هذه الحالات، محلها في دراسة عيوب الإرادة في القانون المدني والجنائي، ولكن في القضاء التجاري يكون للمكتب الذي يقع في غلط في صفة جوهرية أو غش من المؤسسين أن يطلب بطلان تعهده، وقد قضى بذلك القضاء الفرنسي^{٢٥٤١}.
- ٢- يشترط أيضاً أن يكون الاكتتاب كاملاً، بمعنى أن تتم تغطية كامل القيمة الاسمية المطروحة للاكتتاب، لأن عدم ذلك سيعني أن مشروع الشركة لم يجد قبولاً من المساهمين لعدم جدية الموضوع، أو أن المؤسسين ليسوا أهلاً للثقة^{٢٥٤٢}.
- ٣- كما يشترط أن يكون الاكتتاب باتاً لا رجعة فيه، وذلك من قبل المكتب، فلا يجوز له أن يكون مضافاً إلى أجل أو معلقاً على شرط واقف أو فاسخ، فإذا ما كان هناك شرط من أحد المكتتبين، اشترط فيه الحصول على ميزة معينة أو إضافية، فالعمل القضائي يجري على عدم العمل أو الاعتراف بهذا الشرط، وبطلان الشرط مع صحة الاكتتاب^{٢٥٤٣}.
- ٤- وهناك شرط بأن يكون الاكتتاب جيداً، فلا عبرة بالاكتتاب الصوري، أو ان يكون الاكتتاب بأسماء وهمية أو من غير علم أصحابه أو أن يتم مجاملة^{٢٥٤٤}.

ثانياً: نشرة الاكتتاب

يمكن القول بأنها هي الخطاب الموجه من المؤسسين إلى الجمهور والمعلن عنه بشكل مكتوب ومفصل يحتوي على المعلومات الكافية التي تتيح للراغبين بالاكتتاب في الشركة وهم على بينة من الأمر، وقد نظمتها اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٨ لسنة ١٩٨١ وتعديلاته في المواد ١٢ ومابعدھا، والتي ألزمت فيها من يصدر هذه النشرة بأن تحتوي على بيانات هامة، من أبرزها:

- ١- ملخصاً لعقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي، تذكر فيه أغراض الشركة وأسماء مؤسسيها ومقدراً رأس المال وعدد أسهمها وقيمة السهم والمبلغ الواجب دفعه من هذه القيمة والحصص العينية ومقدار النفقات والأجور والتكاليف التي صرفت في تأسيس الشركة.
- ٢- الحد الأعلى لعدد الأسهم التي يمكن للشخص أن يكتتب فيها.

٢٥٤٠ د محسن شفيق، الوسيط في شرح القانون التجاري، ج١، دون دار نشر، القاهرة، ١٩٩٢
 ٢٥٤١ الحكم ٢٩٥٩، تعليق Lescot، وأيضا النقض التجاري في ٢٧/١١/١٩٧٢ Gaz Pal ١٩٧٣-١-٢٥٩ منشور في المجلة التجارية ١٩٧٣ ص ٥٠٢ تعليق J.G. مشار إليه لدى د يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ١٩٨٢، ص ٦٤
 ٢٥٤٢ د علي جمال الدين عوض، العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٠ ص ١١٨
 ٢٥٤٣ محكمة روان التجارية ٢١/٦/١٩٥٧ ومحكمة باريس ١٠/١/١٩٣٨، مجلة الأسبوع القانوني ١٩٣٨-٢-١١٨ جورج ريبير ورينيه روبلو الطبعة التاسعة Georges Ripert Rene Robt: Traite Elementaire Detroit Commercial, Neuviemem ED. Par ٦٥٤ Rene Roblot, Paris. ١٩٧٧ p ٦٥٤
 ٢٥٤٤ المصدر نفسه ص ٧١

٣- عدد الأسهم التي يشترط تملكها للحصول على العضوية في مجلس الإدارة، وأجور هذا المجلس والمنافع التي يكتسبها أعضاؤه.

٤- ميعاد الاكتتاب ومكانه وشروطه.

٥- جميع المسائل التي من شأنها أن تؤثر في المركز المالي للشركة.

وعلى أن ينشر هذا البيان في الجريدة الرسمية وترسل منه صورة إلى الدائرة الحكومية المختصة.

وتمثل هذه النشرة التزاماً موجهاً بإرادة منفردة إلى الراغبين بالاكتتاب، يلتزم بموجبه المؤسسون بما ورد فيه من شروط أمام المستثمر الذي تتوافق فيه المتطلبات الواردة في اكتتابه مع تلك الشروط ويصبح عليها لزاماً قبول اكتتابه وضمه إلى المساهمين في الشركة، وتعتبر أي نشرة لا تتضمن على الأقل كل هذه الشروط باطلة، وإن كان ذلك لا يمنع من إضافة بيانات أخرى.

مع عدم إغفال أن الاكتتاب قد يكون في مرحلة تأسيس الشركة أو زيادتها لرأس مالها، وفي كل الأحوال يجب إيراد بيانات كافية عن طبيعة ووصف ونوع وحجم وقيمة الأوراق المالية للاكتتاب والالتزام بالشفافية والإفصاح الكاملين.

المطلب الثاني

قيد الأوراق المالية

بعد أن أخذنا نبذة عن كيفية إصدار الورقة المالية لأول مرة، بات من اللازم التعرف على قيدها، نتساءل في هذا المطلب عن ماهية قيد الأوراق المالية، وما هي الإجراءات والشروط للقيد وماهي أهميته، وهل القيد إلزامي أم اختياري، ومالذي ينتج عن القيد، ونتعرف على مفهوم اللاتمييد، أي تحول زوال الكيان المادي للورقة المالية، وتحولها إلى مجرد قيد حسابي.

سيكون ذلك عبر فرعين، الأول عن مفهوم الأوراق المالية وبعض أحكامها، والآخر عن آثار قيد الأوراق المالية وأبرزها اللاتمييد.

الفرع الأول: مفهوم القيد

نناقش هنا ماهية القيد وكونه اختياريًا لا إجباريًا، وأهميته وشروطه:

أولاً: ماهية القيد

يقصد بإدراج الورقة المالية كما جاء في النص القانوني "قيدها في سجلات البورصة حيث تصبح قابلة للتداول فيها"^{٢٥٤٥}.

٢٥٤٥ المادة ٥٢ من مادة الشركات المصري والمادة (١٧٣) وما بعدها من لائحته التنفيذية

بينما جاء في الفقه أنه يقصد بقيد الأوراق المالية "إدراجها في الجداول الخاصة ببورصة الأوراق المالية، والذي يترتب عليه التزام الجهة مصدرة الأوراق المالية بالقيود والقواعد الخاصة بالإدراج السابقة واللاحقة، والتي يتطلبها القانون واللوائح التنظيمية التي تفرضها إدارة البورصة أو الهيئة العامة لسوق المال"^{٢٥٤٦}.

يعتبر إدراج الأوراق المالية في البورصة نوعاً من الدعاية والإعلان للشركة كما يمكن الجمهور من مراقبة الأسعار باستمرار والتعرف على حقيقة المركز المالي للشركات مما يؤدي إلى استقطاب المستثمرين لهذه الشركات^{٢٥٤٧}.

لذلك فإن التشريعات تنظم هذه العملية من خلال وضع متطلبات وشروط يجب على الشركات الإلتزام بهدف تحقيق توازن بين عمليات السوق المالي وحماية المستثمرين.

يتم الإدراج في البورصة من خلال الشركة المصرية بإيداع أوراقها المالية لدى شركة الإيداع والقيود المركزي، ومن ثم توقع الشركة عقداً مع البورصة يتضمن إلتزام الشركة بقواعد البورصة الخاصة بالقيود واستمرار القيد والإفصاح^{٢٥٤٨}، بعد ذلك يصدر قرار من إدارة البورصة بالموافقة على قيد الأوراق المالية في أحد جدولي البورصة وفقاً لمتطلبات قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية وتتمثل هذه الجداول فيما يلي:

- أ. جدول قيد الأوراق المالية المصرية يقيد بها الأوراق المالية الآتية: أسهم شركات الاكتتاب العام التي لا يقل ما تطرحه من أسهمها عن ١٠% من مجموع الأسهم ولا يقل عدد المكتتبين عن ١٠٠ مساهم يبلغ إجمالي ما يملكونه نسبة ٥% على الأقل من إجمالي أسهم الشركة وألا يقل عدد الأسهم المصدرة المطلوب قيدها عن مليوني سهم وأن يكون رأس المال المصدر مدفوعاً بالكامل ولا يقل عن عشرين مليون جنيه مصري وأن تكون الشركة قد حققت أرباحاً، كما ويقيد في هذه الجداول السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى التي تطرحها شركة المساهمة في اكتتاب عام على أن تتوفر فيها الشروط آنفة الذكر والأوراق المالية التي تصدرها الدولة وتطرح في اكتتاب عام والأسهم والأوراق المالية الأخرى لشركات القطاع العام وشركات قطاع الأعمال العام.
- ب. جدول قيد الأوراق المالية الأجنبية وتفيد فيه الأسهم وغيرها من الأوراق المالية المصدرة من الشركات الأجنبية^{٢٥٤٩}.

٢٥٤٦ صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية وفقاً للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠، ص ١٨٨

٢٥٤٧ د أحمد مخلوف، المطول في شرح قانون التجارة المصري الجديد والبورصة المصرية، الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٧٧٩ وما بعدها

٢٥٤٨ المادة ٣ من قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية لسنة ٢٠٠٢م وتعديلاتها

٢٥٤٩ طاهر شوقي مؤمن، الإطار القانوني لبيع الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٥٩ وما بعدها، وانظر المادة ١٦ من قانون شركات رأس المال وانظر قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم ٣٠ بتاريخ ٢٠٠٢/٦/١٨ وتعديلاتها بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٥٠ بتاريخ ٢٠٠٩/١٠/٢٩

وبهذا فهناك قيد في شركة مصر للمقاصة وهي شركة الإيداع والقيد المركزي وهناك قيد في البورصة.

أما الإدراج في بورصة عمان^{٢٥٥٠} فيتم بعد التحقق من تسجيل الأوراق المالية المعنية لدى هيئة الأوراق المالية وإيداعها لدى مركز إيداع الأوراق المالية، وعدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأوراق المالية المعنية ووجود لجنة تدقيق لدى المصدر^{٢٥٥١}، وهو لا يختلف عن المشرع المصري.

وتوقيع المصدر اتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج الأوراق المالية وبعد ذلك يتم التداول في بورصة عمان طبقاً لأحكام قانون الأوراق المالية والتعليمات الصادرة بمقتضاه من خلال سوقين هما السوق الأول والسوق الثاني.

بينما تخضع قواعد ومتطلبات إدراج الأوراق المالية في بورصة لندن في مجملها لقانون الخدمات والأسواق المالية لعام ٢٠٠٠، financial Market Act, services، FSMA ٢٠٠٠، وقانون الشركات لعام ٢٠٠٦^{٢٥٥٢}.

ويتم قيد الأوراق المالية في بورصة لندن من خلال السوق الرئيس والسوق البديل، ويتم إدراج الأوراق المالية في السوق الرئيسي من خلال قيدها في الجداول الاسمية main market والسوق البديل، ويتم إدراج الأوراق المالية في السوق الرئيسي من خلال قيدها في الجداول الرسمية official listing بعد أن تقدم الشركة طلب لإدراج وتحقيق الشركة لمتطلبات الإدراج في هذا السوق ومنها أن تكون الشركة مسجلة وتمارس أعمالها التجارية مدة لا تقل عن ثلاث سنوات وأن تزود السوق بتقرير من مدقق الحسابات يفيد بتدقيق حساباتها لثلاث سنوات ويمكن تقليص هذه المدة من قبل البورصة وأن يكون لدى الشركة خبراء في مجال نشاط الشركة وفيما إذا كان للمديرين مصالح ونشاطات متعلقة بعمل الشركة وأن تكون القيمة السوقية للأسهم ٧٠٠.٠٠٠ جنيه استرليني والإسناد القرضي ٢٠٠.٠٠٠ جنيه استرليني وأن يكون ٢٠% من أسهم الشركة حرة غير محجوزة أو مرهونة^{٢٥٥٣}.

مما تقدم يتضح لنا تشابه القواعد القانونية لإدراج الأوراق المالية في البورصة، سواء أتم الإدراج في البورصة المصرية أم في بورصة عمان أم في بورصة لندن، وهذا يدل على أن التعامل في البورصة يقوم على أسس عالمية كما يجسد فكرة عولمة أسواق المال وهو ما انعكس أيضاً على تنظيم هذه الأسواق ورقابتها واهتمامها بوضع قواعد تهدف في مجملها إلى المحافظة على استقرار

٢٥٥٠ د سامي محمد الخرايشة، حوكمة شركات المساهمة المدرجة في البورصة، ط١ مطبعة الجامعة الأردنية، ٢٠١٣

٢٥٥١ المواد ٤٢٣ من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لعام ٢٠٠٤م المادة ٤١ من قانون الأوراق المالية الأردني

٢٥٥٢ المواد ٧٢-٩٢ من قانون الشركات الإنجليزي والمادة ٣٨٥ من قانون الخدمات والأسواق المالية لسنة ٢٠٠٠، بالإضافة إلى قواعد

الإدراج الصادر بموجب قانون الخدمات والأسواق المالية والمعتمد من قبل البورصة listing rules of the London stock exchange

٢٥٥٣ Aguide to the main market, London on stock Exchang , Jonathan Fisher and Jane Bewsey, The Law of Investor Protetration supra. P ١٦٦

سوق رأس المال وتعزيز ثقة المستثمرين فيه، ووضع قواعد تحكم الشركات التي تندرج أوراقها المالية فيه^{٢٥٥٤}.

يتم قيد الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية بناء على طلب من الشركة المصدرة لهذه الأوراق، ويتوقف قبول أو شطب القيد على إدارة البورصة مع مراعاة القواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال^{٢٥٥٥}.

ثانياً: عدم وجوب القيد

كان القانون المصري قد اتجه نحو إيجاب القيد على الشركات المساهمة، في أوراقها المصدرة عن طريق الاكتتاب، حيث نصت المادة ١/٤٧ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على أنه "يجب أن تقدم أسهم شركات المساهمة ومستندات التي تصدر بطريقة الاكتتاب العام خلال سنة على الأكثر من تاريخ قفل باب الاكتتاب، إلى جميع بورصات الأوراق المالية في مصر لتقيد في جداول أسعارها طبقاً للشروط والأوضاع المنصوص عليها في لوائح تلك البورصات"، ونصت المادة ١٢٧ من اللائحة التنفيذية لهذا القانون بأن "على عضو مجلس الإدارة المنتدب أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال تقديم أسهم شركات المساهمة أو التوصية بالأسهم للقيد في بورصة الأوراق المالية فإذا كان الطرح عن طريق الاكتتاب العام، فيجب أن يتم القيد في البورصة خلال سنة على الأكثر من تاريخ قفل باب الاكتتاب، أما إذا كان الطرح عن طريق الاكتتاب المغلق؛ فيكون القيد في البورصة خلال الأشهر الثلاثة التالية لنشر ميزانية السنة الثالثة".

ولكننا نجد أن المشرع اتخذ موقفاً متبايناً حيث جاء القانون اللاحق لقانون الشركات وهو قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الذي أتى بحكم مغاير لسابقه في ناحية وجوب قيد الأوراق المالية حيث قضى بأن يكون قيد الأوراق المالية في جداول البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة لها، ويتم قيدها وشطبها بقرار من إدارة البورصة^{٢٥٥٦}.

هنا نكون بين نصين أحدهما يلزم بالقيد بلفظ "يجب"^{٢٥٥٧}، ونص يعطي الخيار "بناء على طلب"^{٢٥٥٨}، وهنا يثور التساؤل، هل يصبح الحكم إلزامياً أو اختيارياً، وقد تعددت الآراء حول ذلك، نذكر طرفاً منها فيما يأتي:

ذهب بعض الفقه^{٢٥٥٩} إلى القول بأن القيد لجميع الأوراق المالية هو إلزامي، بينما ذهب آخر^{٢٥٦٠} إلى أن القيد الإلزامي هو فقط بالنسبة لصكوك التمويل أما بقية الأوراق الأخرى كالأسهم والسندات ووثائق الاستثمار، فالقيد بالنسبة لها اختياري يرجع إلى إدارة الشركة، ومستنده في ذلك أن الالتزام

٢٥٥٤ د سامي محمد الخرابشة، حوكمة شركات المساهمة المدرجة في البورصة، المرجع السابق، ص ١٩

٢٥٥٥ أحمد سعيد الشهباني، عمليات الأوراق المالية العاجلة والأجلة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧، ص ١٣٨

٢٥٥٦ المادة ١٦ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

٢٥٥٧ المادة ٤٧ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١

٢٥٥٨ المادة ١٦ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

٢٥٥٩ د أحمد محمد محرز، النظام القانوني لتحويل القطاع العام إلى القطاع الخاص (الخصخصة)، النسر الذهبي للطباعة، القاهرة، ١٩٩٥،

ص ٢٠٦ و د مختار أحمد البريري، قانون المعاملات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٦، ص ١٤٠

٢٥٦٠ د عصام حنفي محمود موسى، صكوك التمويل والاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة، دار المسلم، ١٩٩٥، ص ٩٥

بالنسبة لصكوك التمويل مقرر في المادة ٦٢ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٤٦ لسنة ١٩٨٨، أما باقي الأوراق المالية فقيدها اختياري حسب رغبة الشركة.

وذهب رأي ثالث^{٢٥٦١} إلى أن القيد يتنازع مبدآن هما القيد الإجباري والقيد الاختياري، وذكر أن لكل مبدأ مزايا وعيوباً، لكن الذي يراه الباحث أن القيد يجب أن يكون اختيارياً وليس إلزامياً، فهو من المصالح التي يسعى إليها الأفراد ويخضع للإرادة من حيث المبدأ.

فقد كنا نجد أن العديد من الأوراق غير مقيدة، وكان ذلك جائزاً، فقد نصت المادة ١٠٠ الفقرة ٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أنه "بالنسبة للأوراق المالية الاسمية غير المقيدة فيتم نقل ملكيتها...."، وهناك أوراق مالية لا يتم قيدها من حيث الأصل، ولا يتم تداولها في البورصة، كشهادات الاستثمار، وبهذا فلا يجوز القول بالإلزامية القيد ابتداءً، فنحن أمام عقد استثماري، يهدف فيه المستثمر أصلاً إلى تنمية مدخراته، فلا تكون العبرة بالإلزامه بالقيد، إلا إذا رغب في ما يحقق له القيد من مصالح، ولو كان القيد إلزامياً بالفعل، لكن لتلك المخالفة أحكام معينة، وهي بادية في حد ذاتها؛ إذ أن الأوراق المالية غير المقيدة لن يمكن تداولها في البورصة، ثم إن هناك أوراقاً يتم شطبها من قبل إدارة البورصة، طبقاً للصلاحيات الممنوحة لها بنص المادة ١٦ من قانون رأس المال، المذكورة آنفاً، فإذا قامت بشطبها، فمن غير المتصور أن يكون إعادة قيدها إلزامياً.

وقد اتجه التشريع في مذهبه الجديد إلى عدم الإلزام، فقد نصت تعليمات البورصة على أن القيد اختياري^{٢٥٦٢}.

ثالثاً: أهمية قيد الأوراق المالية

يكتسب قيد الأوراق المالية أهميته من خلال أنه هو السبيل لإمكانية تداول الورقة المالية في البورصة، كما أنه يضيف نوعاً من الرقابة على الشركة المصدرة للأوراق، فلا يتم القيد إلا بعد فحص تلك الأوراق بمعرفة الخبراء الممثلين في لجنة القبول بالبورصة، وتوافر شروط القيد فيها، فإذا ما توفرت هذه الشروط، عكس ذلك كفاءة الشركة، وبالتالي أدى ذلك إلى كسب ثقة الجمهور والمتعاملين بالاستثمار في الأوراق المالية، وكلما كانت بيانات الشركة تتم عن الإفصاح والشفافية، اهتمت بها شركات السمسة، ويؤدي ذلك إلى الإقبال على هذه الورقة المالية واعتبارها ناجحة عند التداول.

ويُعد القيد في البورصة أيضاً دليلاً للمستثمرين يكشف لهم السعر الحقيقي للأوراق المالية بعد كل عملية تداول تتم داخل البورصة ويحقق ذلك رقابة مستمرة لأسعارها، وفي نفس الوقت يتيح للمستثمرين إمكانية المفاضلة بين أوراق الشركات، واختيار الأمثل للاستثمار فيها.

يعتبر القيد في البورصة أيضاً إشهاراً وإعلاناً مجانياً للشركات التي قيدت أوراقها فيها، وذلك بالتأكيد يزيد من حجم مبيعاتها وتعاملاتها ونشاطها وإقبال المستثمرين على التداول في أوراقها، وهناك بعض الإعفاءات الضريبية التي قد تستفيد منها الشركات عند قيد أوراقها.

٢٥٦١ د عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دراسة في تشريعات مصر والكويت والأردن مقارنة بالنظامين الفرنسي والأمريكي، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥، ص ٩٤ وما بعدها

رابعاً: شروط قيد الأوراق المالية

- ١- يشترط لقيد الأوراق المالية أن يتم تقديم طلب من الجهة المصدرة للورقة المالية^{٢٠٦٣}، ويتم قيد الورقة وشطبها بقرار من إدارة البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة لها أيضاً، ووفقاً للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال.
- ٢- يجب قيد وتداول الورقة المالية في بورصة واحدة، ولا يجوز قيدها في أكثر من بورصة واحدة، فيما عدا الاستثناء الذي أورده القانون بأن يتم قيد الورقة المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية بقيد واحد^{٢٠٦٤}.
- ٣- يشترط أن تكون الأوراق المالية الصادرة من الشركة قد أودعت بنظام الإيداع والقيد المركزي، وأن يتم القيد بكامل الأسهم المصدرة عند الاكتتاب، وأن لا يتضمن النظام الأساسي للشركة أو شروط الإصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها، على أن يتم قيد الإصدارات التالية بالنسبة للأسهم خلال ثلاثة أشهر من تاريخ القيد بالسجل التجاري.
- ٤- يجب على الشركة المصدرة أيضاً تقديم التعهد بالتزامها بسداد مبلغ خمسة آلاف جنيه مصري إذا قامت بالإفصاح عن أمر يسبب ضرراً للمساهمين أو المستثمرين، ويضاعف المبلغ في حالة تكرار المخالفة في نفس العام.
- ٥- من الواجبات على الشركة المصدرة كذلك تقديم القوائم والبيانات المالية المطلوبة أو نشرها في المواعيد المحددة، فإنها تلتزم بدفع مبلغ خمسمائة جنيه مصري في حالة التأخير لفترة لا تزيد عن خمسة أيام عمل تبدأ من اليوم التالي للمواعيد المحددة، على أن تزيد بواقع مائة جنيه عن كل يوم بعد هذه المدة^{٢٠٦٥}.

القيد في الجداول

كان للبورصة جدولان، أحدهما رسمي والآخر غير رسمي، يقيد في الأول الأوراق المالية المستوفاة لشروط القيد، ويقيد في الثاني الأوراق المالية غير المستوفاة للشروط، وقد ألغي الجدول غير الرسمي، لكن يوجد الآن جدولان أيضاً يقيد في جدول منهما الأوراق المالية وتقيد في الثاني الأوراق المالية الأجنبية، والأوراق المالية التي تقيد بالبورصة المصرية هي الأسهم والسندات وصكوك التمويل ووثائق صناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة وشهادات الإيداع^{٢٠٦٦}.

^{٢٠٦٣} بناء على نص المادة ١٦ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

^{٢٠٦٤} نصت المادة ١٥ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أن "يتم قيد وتداول الأوراق المالية في سوق تسمى بورصة الأوراق المالية، ولا يجوز قيد الورقة في أكثر من بورصة، واستثناء من ذلك تقيد الورقة المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية القائمتين في تاريخ العمل بهذا القانون، وذلك برسم قيد واحد يقسم بينهما"

^{٢٠٦٥} أنظر قواعد وإجراءات قيد واستمرار وشطب الأوراق المالية، الهيئة العامة لسوق المال ص ٦، قرار صادرة من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم ٣٠ وتاريخ ٢٠٠٢/٦/٨

^{٢٠٦٦} المادة ٩ من قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢ والمعدلة بموجب قرار مجلس الإدارة رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٨ بتاريخ ٢٠٠٨/٩/٢٢ وقرار مجلس الإدارة رقم ٥٠ لسنة ٢٠٠٩

يبدأ التساؤل عن بداية عملية التداول، التي تبدأ عند إصدار الأمر الإلكتروني من شركة الوساطة باسم المستفيد بالقيام بعملية ما، وتنتهي بقيام النظام المعمول به في البورصة بالتأكد لشركة الوساطة على الشاشة أن الأمر قد تم تنفيذه، وتنفيذ الأمر لا يعني تنفيذ العملية، إذ أن تنفيذ العملية يبدأ بعد التداول، ومن هنا تبدأ مرحلة تسوية العمليات التي تم تنفيذها في البورصة، وتتم التسوية بواسطة شركة مصر للمقاصة للقيد والإيداع المركزيين، والتي تعد بمثابة الشهر العقاري بالنسبة لنقل ملكية الأوراق المالية المقيدة بالبورصة، أو المودعة بنظام الحفظ والقيد المركزي^{٢٥٦٧}.

يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس المستند الذي يتضمن مجمل عمليات البيع والشراء التي تتم في البورصة في يوم ما، وهو مستند يتم إرساله من البورصة في نهاية كل يوم عمل إلى شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيد المركزي بطريقة آلية، وتتم عملية التسوية عن طريق قيام شركة مصر للمقاصة بإضافة الكميات من الأوراق المالية التي تم بيعها إلى حساب الأوراق المالية للمشتريين، وإضافة المبالغ مقابل البيع إلى الحساب النقدي للبائعين، حيث أنه "لا تنتقل ملكية الأوراق المالية التي يتم إيداعها لدى الشركة إلا بإتمام التسوية للعمليات التي أجريت عليها"^{٢٥٦٨}.

يؤثر قيد الأوراق المالية على الشركات المصدرة للأوراق المقيدة وعلى المتعاملين بالأوراق وكذلك بالنسبة لشركات السمسرة والتي تقوم بتنفيذ عمليات التداول، نناقشها في الفرع الثاني.

الفرع الثاني: اللاتمييد وأثار القيد

اختلف شكل الورقة المالية وتطور على مراحل، فقد كانت صكاً مادياً ثم انتقلت إلى مرحلة اللاتمييد وهي أحد أثار قيد الورقة المالية أي زوال كيانها المادي من صك إلى مجرد قيد، وتفاصيل ذلك كما يأتي:

بصدور قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، تم تنظيم مختلف جوانب إصدار وتداول الأوراق المالية في مصر، وتم تعزيز الدور الرقابي الذي تقوم به الهيئة العامة لسوق المال في هذا المجال، وقد واجه هذا التشريع اتساعاً في حجم التعامل في السوق وتطوراً وتعقيداً في المعاملات، إضافة إلى المشكلات التي كان يواجهها قبل صدور هذا القانون^{٢٥٦٩}، ومن بين تلك الإشكاليات وجود كيان مادي للورقة المالية، وأن التعامل بهذه الورقة عند تداولها يكون بالتسليم أو التظهير أو غيره من وسائل التعامل التي لم تعد تناسب حجم ومقدار التعامل، والعدد المتزايد من حركات التداول التي ينبغي للورقة المالية أن تمر بها.

٢٥٦٧ د سامي عبد الباقي أبو صالح، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري الواقع والحلول - دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، ٢٠١٦ ص ١٦٤

٢٥٦٨ طبقاً لنص المادة ٤ من قانون الإيداع والقيد المركزي الصادر بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، أما بالنسبة للأوراق المالية التي يتم تداولها بنظام الشراء والبيع في ذات الجلسة، فإن فترة التسوية تكون في ذات الجلسة T+٠ (أي في ذات يوم العملية)، ينظر قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم ٢٤ لسنة ٢٠٠٥، وبالنسبة لسندات الخزينة المتداولة عن طريق المتعاملين الرئيسيين، فتتم تسويتها وانتقال ملكيتها في اليوم التالي للعملية T+١، ينظر قرار وزير المالية رقم ٤٨٠ والأحكام المنظمة له الصادر بها القرار رقم ٧٢٣ لسنة ٢٠٠٣، وأخيراً تتم تسوية العمليات التي تجري على كافة الأوراق المالية المقيدة والمودعة مركزياً عدا التي يتم تداولها بالنظامين السابقين في T+٢ أي اليوم بعد التالي، ينظر كتاب رئيس الهيئة العامة لسوق المال بتاريخ إبريل ٢٠٠٧، وينظر د سامي عبد الباقي المرجع نفسه ٢٥٦٩ هالة كمال محمد إسماعيل، الالتزام بالإيداع والقيد المركزي وفقاً للقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٢٣١

اختلف الأمر حالياً عن ما كان عليه سابقاً، وظهر ما يعرف باللاتمييد وهو قيد الورقة المالية دون الحاجة إلى كيانها المادي، فقد كانت الورقة المالية عند إصدارها تستخرج من دفاتر ذات قسائم وتعطى أرقاماً متسلسلة ويتم التوقيع عليها من قبل عضوين من مجلس الإدارة يعينهما المجلس^{٢٥٧٠}، وتختتم بخاتم الشركة ويجب أن تنص هذه الورقة التي تعتبر بمثابة شهادة على البيانات التي حددها القانون ولائحته التنفيذية، ومن بين ذلك اسم المالك واسم الشركة المصدرة وعنوانها وغير ذلك من البيانات، وذلك بالنسبة للورقة الاسمية، أما الورقة لحاملها فلا يذكر فيها اسم صاحبها، ويعتبر مجرد حيازتها دليلاً على ملكيتها، ويتم نقل ملكيتها بالتسليم.

وبهذا فقد كان الحق الثابت في الورقة المالية مندمجاً في الصك الورقي المثبت له، ويكونان معاً شكلاً ومضموناً حق ملكية صاحبها ودليلاً عليه، بمعنى أن ورقة الملكية هي من قبيل المنقولات، في شأنها قاعدة الحيازة في المنقول سند الملكية للحائز^{٢٥٧١}.

بمقتضى ذلك، فإن التعامل بالتداول عبر شركات السمسرة التي تتلقى أوامر البيع والشراء من عملائها لتلك الأوراق المالية، تقوم شركات السمسرة بتسجيلها فور ورودها إليها، ويكون ذلك بتسجيل مضمون الأمر واسم مصدره وصفته وساعته وكيفية وروده إلى الشركة والتمن الذي يرغب التعامل به^{٢٥٧٢}، ثم تقوم شركة السمسرة بعرض أوامر العملاء خلال المدة وبالشروط المحددة بأوامرهم، وإذا لم يحدد العميل أجلاً لتنفيذ الأمر وجب على الشركة عرضه في أول جلسة تالية لوروده، ويتم تنفيذ الأمر بحسب تاريخ وساعة ورودها إلى شركة السمسرة، كما يكون تنفيذ الأوامر التي تعطى لممثل شركة السمسرة في أثناء التداول وفقاً لأولوية ورود تلك الأوامر^{٢٥٧٣}.

وعند انعقاد عملية التداول يتم تسليم الأوراق المالية والمدفوعات النقدية، وتلتزم شركة السمسرة بإخطار البورصة والعميل بتنفيذها خلال يوم العمل التالي من عقد العملية^{٢٥٧٤}.

وتقوم إدارة البورصة والعميل بقيد العمليات التي قامت شركات السمسرة بتنفيذها في ذات يوم إخطارها بها، ويتضمن القيد اسم البائع والمشتري وبيانات كاملة عن الورقة المالية والسعر الذي تم تنفيذ العملية به، ويجوز إعطاء ذوي الشأن صورة من القيد وفقاً للنظام المعمول به في البورصة بقيد العمليات التي تحظر بها عن تداول الأوراق المالية غير المقيدة لديها^{٢٥٧٥}.

تنتقل ملكية الأوراق المالية الاسمية المقيدة بالبورصة بإتمام قيد تداولها في البورصة بالوسائل المعدة لذلك، وبالنسبة للأوراق المالية الاسمية غير المقيدة فيتم نقل ملكيتها بقيدها عقب إخطار إدارة البورصة بعمليات التداول الواردة عليها، ويحرر لصاحب الشأن ما يفيد تمام انتقال الملكية، وبالنسبة للأوراق لحاملها، فيتم انتقال ملكيتها بانتقال حيازتها^{٢٥٧٦}، وتقوم إدارة البورصة بإخطار الجهة المصدرة للأوراق المالية بانتقال الملكية خلال ثلاثة أيام من تاريخ القيد وعلى هذه الجهة

٢٥٧٠ المادة ٣٥ من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال

٢٥٧١ د سميحة القلوبوي، الشركات التجارية، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، ١٩٩٣، ص ٢٦٩

٢٥٧٢ المادة ٩١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

٢٥٧٣ المادة السابقة نفسها

٢٥٧٤ المادة ٩٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

٢٥٧٥ المادة ٩٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

٢٥٧٦ المادة ١٠٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

إثبات نقل الملكية خلال أسبوع من تاريخ إخطارها بذلك، وبانتقال ملكية الورقة المالية الاسمية إلى المالك الجديد، يتم تسليم الدعامة المحسوسة لها وهي عبارة عن الصك الورقي، كما يؤشر على الورقة المالية بما يفيد انتقال الملكية باسم من انتقلت إليه^{٢٥٧٧}.

بناءً على ذلك فإن هذه الإجراءات المبنية على قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فإنه يتضح أنه كانت الورقة المالية لا بد أن تكون مجسدة شكلاً في صك ورقي، يعتبر دعامة مادية محسوسة، يتم تداولها في هذه الصورة المادية على النحو السابق ذكره، وهذا النظام له مساوئ عديدة، فعلى الشركات التجارية مصدرة الأوراق المالية تحمل نفقات طباعتها وإعدادها بالشكل الصحيح والمتلائم مع القانون، وهذا قد يكلف مبالغ باهظة، ومن ناحية أخرى فقد تتعرض هذه الأوراق للضياع أو التلف أو السرقة، كما قد لا تتجو من مخاطر التزييف والتزوير التي يمكن أن تعثر بها ويؤدي ذلك إلى صعوبات وإشكاليات خاصة بتداولها في بورصة الأوراق المالية، كما من الطبيعي حاجتها لنفقات تتطلب حفظها وإدارة محافظتها وتسوية معاملاتها^{٢٥٧٨}.

تمثل الدعامات المحسوسة عائقاً كذلك للانتقال السريع والأمن للأوراق المالية، هذه العوائق أدت إلى أهمية إزالة الكيان المادي للأوراق المالية، وهذا المبدأ قد تم تقريره في فرنسا بالقانون الصادر برقم ٨١/١١٦٠ في ١٩٨١/١٢/٣٠^{٢٥٧٩}، وتم تقريره في مصر في قانون الإيداع والقيود المركزي بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ الصادر في ٢٠٠٠/٥/١٨، والذي يتبنى مبادئ عديدة من بينها تجريد الأوراق المالية من الدعامة المحسوسة وتحويلها إلى قيود حسابية، وعلى أن يتم تنفيذ عقود التداول بين الوسطاء الماليين عن طريق المقاصة والتسوية، ونقل ملكية الورقة المالية بالتحويل بالطرق الالكترونية بين حسابات العملاء لدى أمناء الحفظ عقب إتمام تسوية العمليات الواردة عليها وإحلال سجلات الأوراق المالية لدى شركة الإيداع المركزي محل سجلات ملكية الأوراق المالية لدى جهات الإصدار، ويحمل نظام الإيداع والقيود المركزي مزايا عديدة لحاملي الأوراق المالية والشركات المصدرة لها وشركات الوساطة المالية التي تتعامل معها، وهو ما يعكس إيجابياً على أسواق المال بصورة خاصة والاقتصاد الوطني بصورة عامة^{٢٥٨٠}.

وقد جاء قانون الإيداع والقيود المركزي رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ليرسي الدعائم القانونية لنظام الإيداع والحفظ المركزي التي بدأ العمل بها في نظام الحفظ المركزي في أكتوبر ١٩٩٦، وأضاف نشاط القيد المركزي للأوراق المالية إلى نشاط الإيداع المركزي باعتبارهما قرينين لا يفترقان، وأوكل العمل بالنشاطين إلى شركة الإيداع والقيود المركزي وحدد لشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي دورها واختصاصها والتزاماتها بما في ذلك نقل ملكية الأوراق المالية المقيدة بنظام

٢٥٧٧ د محمد فريد العريني، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٣، ص ١٨٩

٢٥٧٨ د صالح أحمد البربري، بورصة الأوراق المالية والممارسات التي تؤثر في كفاءة أداء وظائفها وقواعد الضبط، رسالة دكتوراه، كلية

الحقوق، جامعة الإسكندرية، ٢٠٠١، ص ٦٤

٢٥٧٩ هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق ص ٢٣٤

٢٥٨٠ مزايا الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، دليل خدمات شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي، ص ٧

الإيداع المركزي لديها، التي يتم تداولها سواء كان داخل مقصورة التداول بالبورصة المصرية أو خارجها، وذلك عن طريق القيد الدفترى لديها^{٢٥٨١}.

صار بذلك التعامل في سوق المال عند التعامل بالأوراق المالية يتمثل في شكل قيود دفترية وليس في صورتها المادية، تنرب على ذلك سهولة عملية انتقال الملكية وسرعة دوران الورقة في السوق وحصول حاملي الأوراق المالية على مستحقاتهم في المواعيد المحددة دون مشقة أو عناء، الأمر الذي يؤدي إلى تشجيع المستثمرين على توظيف مدخراتهم في أسواق المال، كما أنه يتيح معلومات دقيقة وأمينية عن الاستثمار في أسواق المال وعدم طباعة صكوك الاسهم يؤدي ذلك إلى انتفاء المخاطر التي سبق الحديث عنها كالتلف والضياع والسرقة واحتمال التزوير، هذا يفقد بدوره إلى الوصول إلى المعايير العالمية المتبعة في أسواق المال المتقدمة في جميع أنحاء العالم^{٢٥٨٢}.

آثار قيد الأوراق المالية

تتعدد آثار قيد الأوراق المالية نحو الورقة المالية ذاتها أم مالكها أم المتعامل بها، وكذلك الشركة الوسيطة التي تنفذ العملية، فمن أهم آثار قيد الورقة المالية ما يأتي:

١- تغيير شكل الورقة المالية

حيث أنه بمجرد إيداع الأوراق المالية لدى شركة الإيداع وفقا للقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، تتحول هذه الورقة إلى قيود حسابية، يقوم بإدارتها وحفظها وسيط مالي مرخص له بذلك، وهو في العادة شخص معنوي مرخص له القيام بأعمال الوساطة في سوق الأوراق المالية، وبهذا فإنه بمجرد قيد الورقة المالية فإن دعامتها المادية المحسوسة تفقد أهميتها، بل وتعتبر لاداعي لها في عمليات التداول، حيث أنه يتم حفظها في خزائن ولا يجري عليها عمليات التسليم والتسلم الفعلية، حيث يحل محل ذلك العمليات من خلال القيود الحسابية.

لم يواجه المشرع المصري مشكلة في التعامل وفق هذا المبدأ مع الأوراق المالية التي يتم إصدارها بعد بدء سريان وتنفيذ القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ولائحته التنفيذية بشأن القيد والإيداع المركزي، حيث تم إلزام الشركات المصدرة للأوراق المالية أن تصدر صكاً واحداً لكل إصدار، ومن ثم تقوم شركة الإيداع وهي شركة مصر للمقاصة^{٢٥٨٣} بحفظ هذه الصكوك، ومن ثم فعلى شركة الإيداع يقع الالتزام باستحداث وثائق يستطيع العميل من خلالها مباشرة الحقوق المالية وغير المالية المرصودة له بصفته مالكا للورقة المالية، مثل التنازل عن الملكية، وحضور اجتماعات الجمعيات العامة وصرف الأرباح وقيد الرهن على حقوقه^{٢٥٨٤}.

٢٥٨١ المادة ١٢ من القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن الإيداع والقيد المركزي، المنشور بالجريدة الرسمية العدد رقم ٢٠ تابع ب صادر في ٢٠٠٠/٥/١٨

٢٥٨٢ هالة كمال محمد إسماعيل، المرجع السابق ص ٢٣٥

٢٥٨٣ وهي الشركة الوحيدة المخول لها بممارسة نشاط الإيداع والقيد المركزي، ومؤسساها هم ١- بورصتا القاهرة والإسكندرية بنسبة ٣٥% - ٢- مجموعة من البنوك بنسبة ٥٠% - ٣- مجموعة من شركات السمسرة العاملة بالسوق بنسبة ١٥%

٢٥٨٤ المادة ٢٥ من القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، والمادة ٢ من لائحته التنفيذية

لكن ربما يثور التساؤل حول تلك الأوراق المالية التي كان قد تم إصدارها وربما التعامل بها وتداولها قبل صدور قانون الإيداع والقيود المركزي، فهل يصبح لزاماً على الشركات وعلى مالكي الأوراق المالية قيد أوراقهم وإيداعها أم لا؟ وللإجابة عن هذا السؤال، نستطيع العودة إلى مفهوم العمل الاستثماري بشكل عام والتجاري بشكل خاص، أنه تصرف إرادي، ولا يوجد ما يوجب القيد على الشركات بصفة أساسية إلا من ناحية تنظيم إجراءات التصرف فيها، وبالتالي فإذا كانت الورقة المالية مقيدة في البورصة فقد أوجبت المادة ١١ من قانون الإيداع رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ أن يودع لدى شركة الإيداع المركزي الأوراق المالية المقيدة في إحدى بورصات الأوراق المالية وجميع الأوراق التي تصدرها أي شركة إذا طرحت أوراقاً مالية لها في اكتتاب عام، وبما أننا قلنا ان القيد اختياري حسب تعليمات البورصة، فمن حق صاحب الصك قيده.

٢ - التزام المتعامل بالورقة المالية إجراء تعامله من خلال وسيط

بمجرد قيد الورقة المالية، فلا يجوز التعامل بها إلا من خلال شركة سمسرة، وقد رتب المشرع على الخروج على هذه القاعدة بطلان التصرف المطلق^{٢٥٨٥}، هذا من ناحية التجارية فالصفقة باطلة، إلا أن ذلك لا يمنع توقيع عقوبة جزائية أيضاً، فقد نصت المادة ١/٦٦ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه "يعاقب بغرامة لا تقل عن خمسة آلاف جنيه ولا تزيد عن عشرة آلاف جنيه كل من يتصرف في أوراق مالية على خلاف القواعد المقررة في هذا القانون".

من هذه النقطة نستطيع القول بأن الشركة أو المساهم الذي قام بقيد أوراقه المالية، قد فقد حريته في التصرف المباشر في هذه الأوراق طالما تم قيدها في البورصة^{٢٥٨٦}، وفي ذات الوقت فإن حامل الورقة المالية غير المقيدة في البورصة، ليس ملزماً بالتعامل بأوراق عبر الوسطاء، بل ويحمي القانون ممثلاً في حكمه القضائي تعامله بالأوراق المالية دون وجود وسيط^{٢٥٨٧}، وتلخص وقائع القضية في أن طرفين هما بائع ومشتري، اتفقا على أن يشتري المشتري أسهماً من البائع وعددها ٧٥٠ سهماً من أسهم الشركة المصرية لتجارة المنسوجات بسعر السهم ٤ جنيهات متى رغب البائع في بيعها خلال سنتين من تاريخ الاتفاق، وخلال تلك المدة رغب البائع في أن يبيع الأسهم محل الاتفاق، ووجه للمشتري إنذاراً عرض فيه الاسهم عرضاً فعلياً مقابل دفع ثمنها، لكن المشتري لم يقم بالشراء، فرفع البائع دعوى أمام محكمة أول درجة طلب فيها الحكم له بصحة إجراءات العرض الفعلي للأسهم وبصحة نفاذ عقد البيع، مع إلزام المشتري بدفع ثمن الأسهم مبلغ وقدره ثلاثة آلاف جنيه، فحكمت المحكمة الابتدائية بناء على طلب البائع، فقدم المشتري بالاستئناف مستنداً في الطعن إلى أن الاتفاق بين الطرفين باطل لمخالفة أحكام القانون رقم ٣٢٦ لسنة ١٩٥٣-الساري وقتها- والذي يستلزم إتمام التعامل في الأوراق المالية بواسطة أحد السماسرة المقيدتين في البورصة وهو مالم يحدث، فندبت المحكمة خبيراً لتحقيق دفاع الطرفين، قدم الخبير على إثره تقريراً أثبت فيه أن الأسهم غير مقيدة في البورصة، وبناء على ذلك حكمت محكمة الاستئناف بإلغاء الحكم المستأنف، استناداً إلى أن التعامل يخالف حكم المادة الأولى من القانون ٣٢٦ لسنة ١٩٥٣ والتي تلزم -في نظرها- تدخل سمسار البورصة بصفة عامة، لإتمام بيع الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة،

٢٥٨٥ نص المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال

٢٥٨٦ مع عدم إغفال ما لذلك من فوائد لصالح المتعاملين بالأوراق المالية وفائدة الاقتصاد بشكل عام من عملية التداول عبر البورصة وما تضمنته من شفافية ونزاهة وغير ذلك

٢٥٨٧ نقض مدني مصري، طعن رقم ٢١٥ لسنة ٣٢، جلسة ١١/٢٦/١٩٩٦، مجموعة أحكام النقض، المكتب الفني السنة ١٧ ص ١٧٤٢

فقضت ببطلان عقد البيع، لأنه لم يتم من خلال سمسار، ثم طعن البائع أمام محكمة النقض وطالب في الطعن بصحة البيع، واستند إلى أن حكم الاستئناف مخالف للقانون، وأن محكمة الاستئناف لم تفرق بين تدخل سمسار البورصة في الأوراق المقيدة في البورصة والأوراق غير المقيدة فيها، ونقضت حكم الاستئناف لمخالفته القانون، وأكدت أن نطاق تدخل السمسار هو الأوراق المالية المقيدة في البورصة فقط.

مع ذلك فإننا نحث على قيد الأوراق المالية، كون المشرع أعطى تحفيزات كافية للمستثمرين لقيد أوراقهم المالية في البورصة، وحتى وإن كان وجود الوسيط إجبارياً في التعامل بالورقة المالية إلا أن هناك التزامات كبرى عليه، حيث ألزمته المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بأن "يضمن سلامة العملية التي تتم بواسطته".

إضافة إلى ما ذكرناه من أن وجود الوسيط يوفر المهارة والكفاءة والخبرة والمتطلبات المالية والفنية والإدارية والعلمية التي لا تتوافر عادةً لدى المستثمر العادي، هذا على المستوى الفردي، أما على مستوى المجتمع فيكاد يكون أداء شركات السمسرة في البورصة دليلاً على كفاءة السوق العام وأداء البورصة هو مؤشر على نجاح الاقتصاد، وكذلك التقليل من عمليات ومخاطر الغش والاحتيال وغسيل الأموال وغيرها من المخاطر التي تواجه عمليات تداول الأوراق المالية.

٣- وجود أمان من تغير السعر بشكل حاد

عند تداول الورقة المالية المقيدة في البورصة، يهدف المستثمر إلى الحصول على أعلى معدل ربح من ورقته المالية، فعند شرائها، فهو يريد شراءها بأقل الأثمان، أما عند بيعها، فهو يرغب في بيعها بأعلى الأسعار، صحيح أن هذه العملية تخضع للعرض والطلب وتقلبات السوق، إلا أن ذلك ليس مطلقاً، فالورقة المالية ينبغي أن يتعلّق سعرها الحالي بسعرها في اليوم السابق، ولا بد من وجود تناسب معقول بين السعرين صعوداً وهبوطاً.

لقد أخذ المشرع المصري ذلك في الاعتبار حيث أجاز لرئيس الهيئة إذا طرأت ظروف خطيرة أن يقرر تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية، بأسعار القفل في اليوم السابق على القرار، وتعرض هذه الأسعار على المتعاقدين في جميع بورصات الأوراق المالية، وعلى أن يبلغ القرار فوراً إلى الوزير، ويكون للأخير الحق في وقف تنفيذه^{٢٥٨٨}.

هذا القيد الذي يعتبر صارماً إلا أنه يشكل ضماناً مانعة من حدوث انهيار مفاجئ في الأسعار قد لا يكون مبرراً أو حقيقياً، أو صعوداً وهمي مزيف، وبلا شك فإن ذلك ضار بالسوق، وبإمكان بعض الشركات اختلاق أزمات تهدف منها إلى خلخلة وضع السوق، وهذا الأمر ليس مقصوراً على البورصة المصرية، فبورصة طوكيو في اليابان تتعامل بوضع سقف أيضاً، إلا أن الحد لديهم ١٥%، بينما لا تعرف بورصة نيويورك هذا القيد، وإنما لديها أسلوب آخر يطلق عليه Trading Halt، أي وقف التعامل لمدة معينة لا تتجاوز نصف ساعة قابلة للتجديد^{٢٥٨٩}.

٢٥٨٨ المادة ٢٢ من قانون سوق رأس المال

٤- ينحصر تداول الأوراق المالية المقيدة في البورصة في المكان والزمان المحدد من قبل إدارة البورصة وذلك في مقرها ، وخلال ساعات عملها الرسمية، فلا يجوز التداول خارج ذلك المكان ولا خارج أوقات العمل، ويتم ذلك بطريقة عرض الأوامر بشكل يكفل العلانية وبالبيانات اللازمة للتعريف بالعملة وذلك وفقاً للقواعد التي تقرها الهيئة العامة لسوق المال، وذلك بلا شك يمثل ضماناً يجلب الطمأنينة والثقة للمتعاملين في سوق البورصة، كما يقرر الدور الرقابي لإدارة البورصة على عمليات التداول^{٢٠٩٠}.

٥- لا يجوز للشركة التي قيدت أوراقها المالية في البورصة أن تضع قيوداً تمنع التداول^{٢٠٩١}، إلا أن ذلك لا يخل بالقيود القانونية أو الاتفاقية التي لا تعارض القانون، والتي سيأتي بحثها في محله.

٦- تتقاضى إدارة البورصة مقابلاً عن الخدمات التي تقدمها يلتزم بها كل من البائع والمشتري، قدرها ثمن في الألف من قيمة كل عملية على ورقة مالية مقيدة بالبورصة بحد أقصى قدره مائتان وخمسون جنيهاً، وتتولى شركة السمسرة تحصيل هذه المبالغ لتوريبها إلى البورصة خلال ثلاثة أيام من تاريخ تنفيذ العملية، وفي المقابل تتحصل البورصة على مقابل الخدمات بالنسبة للأوراق غير المقيدة فيها بنسبة واحد في الألف من قيمة كل عملية من كل من البائع والمشتري بحد أقصى خمسة آلاف جنيه، ولا تكون هنا شركة السمسرة هي الملزمة بتحصيل هذه المبالغ على خلاف الأوراق المالية المقيدة^{٢٠٩٢}.

٧- تلتزم الشركة المقيد لها أوراق مالية في البورصة بما يلي :

(أ) موافاة البورصة بالقوائم المالية السنوية المعدة وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية وقواعد المراجعة الدولية وتقرير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات فور اعتمادها من الجمعية العامة للشركة والإعلان عن قرار الجمعية في الصحف اليومية، بالإضافة لذلك موافاة البورصة بالقوائم المالية خلال شهر من إصدارها.

(ب) الالتزام بسداد رسوم القيد السنوية خلال شهر يناير من كل سنة.

(ج) الالتزام بنشر القوائم المالية النصف سنوية بالنسبة لشركات الاكتتاب العام في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار.

(د) الالتزام بالإفصاح الفوري عن الظروف المؤثرة على مركزها المالي ونشرها في صحيفتين واسعتي الانتشار، إحداهما على الأقل باللغة العربية.

(هـ) الالتزام بطبع الصكوك أو الاشتراك في نظام الحفظ المركزي خلال سنتين من تاريخ القيد، وذلك عند قيد صكوك شركات قطاع الأعمال العام بشهادات مؤقتة.

(و) تزويد البورصة بنماذج توقعات من لهم حق التوقيع على الصكوك في حالة تغييرها.

٢٠٩٠ المواد ٨٥ و٨٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

٢٠٩١ المادة ٦٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

٢٠٩٢ المادة ٢ من القرار الوزاري رقم ٤٧٨ لسنة ١٩٩٤ والمعدلة بالقرار رقم ٥٧ لسنة ١٩٩٨

ز) الالتزام بموافاة البورصة بكافة البيانات والمعلومات التي ترغب في الحصول عليها لخدمة المتعاملين في السوق.

هذه الالتزامات تبين بوضوح مدى الدور الفعال الذي تخضع فيه الشركات ذات الأوراق المالية المقيدة في البورصة، لرقابة إدارة البورصة وإحاطتها علماً بموقفها المالي الحقيقي للشركات، بما يؤثر على أسعار أوراقها المالية، وهي تمثل تعزيراً لمبدأ الإفصاح والشفافية الذي يتطلبه سوق الأوراق المالية لأداء مهمته بشكل فعال.

المبحث الثاني

الأوراق المالية محل التداول

بعد أن تعرفنا على كيفية إنشاء الأوراق المالية وقيدتها، سنناقش في هذا المبحث ما هي أنواع هذه الأوراق المالية، لكن قبل ذلك سوف نعمل على تفريقها عن الأوراق الأخرى التي قد تشبه معها، وهي الأوراق النقدية والأوراق التجارية، بالإضافة إلى إيراد عمليات معينة قد تنشئ أو تحول الأوراق المالية، وقبل هذا وذلك، سنقوم بتعريف الأوراق المالية.

تعريف الأوراق المالية

كان من المتوقع عند البحث في نصوص قانون التجارة المصري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ فيما يخص الأوراق المالية وعمليات البنوك والبورصة ألا نجد تعريفاً أو تحديداً للأوراق المالية أو حصراً لأنواعها، حتى عند إفراده عنواناً خاصاً برهن الأوراق المالية، والحال مثل ذلك عند البحث في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية أو القرارات الوزارية المعدلة والمنفذة، فيما عدا أننا نجد أن هذا القانون ولائحته التنفيذية تطرقا بالذكر لأنواع من الأوراق المالية، كالأسهم الاسمية ولحاملها، والسندات وذكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى^{٢٥٩٣}.

والحال كذلك نفسه عند البحث في الأوراق التجارية، حيث نجد أن القانون تعرض بالذکر لعدد من الأوراق التجارية دون أن يحصرها في عدد أو أنواع مقصورة، ويبدو ذلك تساهلاً محموداً من المشرع لإتاحة المجال أمام ما قد يظهر في السوق العالمية والمحلية من مستجدات، يمكن التعامل معها دون تصلب.

لكن المشرع الفرنسي قام^{٢٥٩٤} بتعريف الأوراق المالية بأنها "ذكوك تصدرها الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة، وتنتقل ملكيتها عن طريق القيد في الحساب أو بالتسليم، وكل نوع منها يخول صاحبه حقوقاً متماثلة وهي تمثل حصة في رأس مال الشخص المعنوي أو حق دائني عام على ذمته المالية"، وهذا تعريف جامع يبين أحكام وخصائص الأوراق المالية.

٢٥٩٣ المادة ٧١ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

٢٥٩٤ المادة الأولى من قانون ٢٣ ديسمبر ١٩٨٨ بشأن هيئات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية ونقل نص هذه المادة إلى المادة ١١-٢ من التقنين النقدي والمالي الفرنسي رقم ١٢٢٣ الصادر في ١٤/٢/٢٠٠٠، مشار إليها في جورج ريبير و رينيه رولوبو، المطول في القانون التجاري، لويس فوجال و ميشال جرمان وفيليب ديليبك، ترجمة د علي مقلد، الطبعة الثانية، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، ٢٠١١

في حين نجد أن الفقه تعرض لتعريف الأوراق المالية حيث هناك من عرف^{٢٥٩٥} الورقة المالية بأنها "صك يعطي الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة أو الحقين معاً"، وقد عرفها آخر^{٢٥٩٦} بالقول ان المقصود بالأوراق المالية "صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الدولة أو غيرها من الهيئات العامة"، وأنها^{٢٥٩٧} "صكوك تمثل حق ملكية (أسهم) أو حق دين (سندات) على الجهات التي تصدرها، بحيث تكون لحملة ذات الصك حقوق والتزامات متساوية".

وتتعدد التعريفات، إلا أنها لا تخرج عن إطار عام يحددها بأنها تلك الصكوك التي تصدر عن الدولة أو الجهات الاستثمارية عند الإنشاء أو زيادة رأس المال تمثل حق ملكية أو دائنية يجوز تداولها.

سيكون البحث في مطلبين يخصص الأول منهما لتمييز الأوراق المالية وبعض العمليات عليها، والثاني لدراسة أنواع الأوراق المالية.

المطلب الأول

تمييز الأوراق المالية وبعض العمليات عليها

تتشابه الأوراق المالية مع أوراق أخرى تتعلق بحق مالي يقبل التداول ويستعمل كضمان ويمكن تداوله وله قيمة تتعلق به، من ضمن الأوراق التي قد تتشابه مع الأوراق المالية هي الأوراق التجارية والأوراق النقدية، هذه الأوراق المالية تخضع لعمليات متعددة منها ما يتعلق بإنشائها كالنوريق، وهو خلق أوراق مالية من أصول جامدة فيتم تسهيلها لتصير أوراقاً مالية يمكن تداولها، وكالاستحواذ أو الخصخصة، وهما أسلوبان لانتقال ملكية الأوراق المالية وتداولها وفق طرائق وأشراف خاصة.

نبحث هذين الموضوعين في فرعين، يخصص أولهما للتفريق بين الأوراق المالية وما قد يشتهبه معها، والآخر لدراسة بعض العمليات القانونية التي تجري في إنشاء وتداول الأوراق المالية.

الفرع الأول: التفريق بين الأوراق المالية وأوراق أخرى

يناقش هذا الفرع أمرين، أولهما التفريق بين الأوراق المالية والأوراق التجارية وثانيهما التفريق بين الأوراق المالية والأوراق النقدية.

ذكرنا أن بعض الصفات تشترك فيها الأوراق المالية مع غيرها، من الأوراق التجارية والأوراق النقدية، لكن هناك فروقاً هامة بينها، نوضحها فيما يأتي:

أولاً: التفريق بين الأوراق المالية والأوراق التجارية

٢٥٩٥ د منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ٢٠١٥، ص ٥

٢٥٩٦ د محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، ١٩٩٢، ص ١٠

٢٥٩٧ القاضي أنطوان الناشف وخبيل هندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج ٢، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، ٢٠٠٠، ص ٥٨

مشار إليه في د طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي، ط ١، المركز القومي للدراسات القانونية، القاهرة، ٢٠١٥، ص ٣١٨

ظهر لنا من خلال تعريف الأوراق المالية أنها صكوك تتعلق بحق مالي قابل للتداول، في حين أن الورقة التجارية هي "صك مكتوب وفقاً لأوضاع قانونية محددة تتضمن التزاماً بدفع مبلغ محدد من النقود في تاريخ معين، أو قابل للتعيين وتقبل التداول بالطريقة التجارية"^{٢٥٩٨}.

بهذا نجد تشابهاً كبيراً بين الأوراق المالية والأوراق التجارية في أن كليهما يعتبر صكاً متعلقاً بحق مالي وقابل للتداول، لكن بالرغم من هذا التشابه، إلا أن هناك فروقاً جوهرية وكبيرة بينهما نذكرها فيما يأتي:

١ - من ناحية الإصدار

تصدر الأوراق المالية من الشركات العامة والخاصة أو الحكومة في أوضاع معينة، تم بيانها سابقاً، وهنا لازالت تتشابه مع الأوراق التجارية، غير أن هذه الأخيرة تصدر من الأفراد أيضاً، ولا تقتصر على الشركات أو الحكومة، كما أن الأوراق المالية لها سوق إصدار، بينما لا يوجد سوق مماثلة للأوراق التجارية.

٢ - من ناحية البيانات

تتشابه الأوراق المالية والأوراق التجارية بأنها صكوك مكتوبة، لكن لكل منها بياناته الخاصة التي تختلف عن الأخرى، فالأوراق المالية يجب أن تتضمن بيانات معينة مثل نوع الورقة وقيمتها وتاريخ إصدارها واسم الشركة المصدرة وعنوان المركز الرئيسي وغرضها باختصار ومدتها وتاريخ ورقم محل قيدها بالسجل التجاري، وإذا ما كانت الورقة سهماً فيجب ذكر نوع السهم وخصائصه وقيمه الاسمية وما دفع منها واسم المالك وجنسيته وعنوانه في الأسهم الاسمية وأن تصدر الأوراق من دفاتر ذات أرقام متسلسلة^{٢٥٩٩}، بينما الأوراق التجارية تصدر بها بيانات خاصة مثل اسم الورقة التجارية واسم الساحب وتوقيعه والمسحوب عليه والمستفيد وتاريخ الإنشاء وتاريخ الاستحقاق ومكان الوفاء وما إذا كان أمر الدفع لحاملة أم اسماً^{٢٦٠٠}، ويترتب على عدم ذكر البيانات الأساسية^{٢٦٠١} لورقة تجارية ما، فقدانها لصفحتها التجارية وتصبح مجرد التزام مدني^{٢٦٠٢}.

٢٥٩٨ د سميحة القليوبي، الأوراق التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٧، ود علي سيد قاسم، قانون الأعمال، الجزء الثالث الأوراق التجارية، دار النهضة العربية، الطبعة الثالثة، ٢٠٠٤، ص ٤
 ٢٥٩٩ المادتان ٥، ٣٨ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن قانون سوق رأس المال الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ المنشور بالوقائع المصرية العدد ٨١ (تابع) في ١٩٩٣/٤/٨، وتعديلاتها المتعددة المنشورة بمراجعة أسامة أنور، دار العربي للنشر والتوزيع، ٢٠١٣
 ٢٦٠٠ من خلال نص القانون التجاري اليمني رقم ٣٢ لسنة ١٩٩٢ وتعديلاته
 ٢٦٠١ هناك بيانات قد يتم اغفالها كعدم ذكر تاريخ استحقاق الكمبيالة، فتكون مستحقة بمجرد الاطلاع عليها
 ٢٦٠٢ د ظاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق ص ١٩

٣- من حيث ميعاد الوفاء

يتم الوفاء بالورقة المالية في أوقات محددة أو معينة ينظمها الشخص الذي قام بإصدار هذه الورقة المالية، في حين يتم الوفاء بقيمة الورقة التجارية في تاريخ معين هو تاريخ الاستحقاق، والذي يكون معيناً أو قابلاً للتعيين حسب الحال.

٤- من حيث الحق المكتسب من الورقة

الأوراق المالية قد تمثل حقاً يتجسد في الملكية كالسهم، وقد تمثل حق دائنية كالسندات، بينما تمثل الأوراق التجارية حق دائنية فقط، وحتى هذا التشابه بين الورقة المالية والتجارية في تمثيل الدين على المصدر إلا أنهما يختلفان في أن السندات تعطي فائدة دورية يتقاضاها حاملها حتى يحل موعد الاستحقاق النهائي وهي عادة فترات زمنية متفاوتة، قد تكون قصيرة وقد تطول إلى أن تصل إلى عشرين عاماً أو أكثر، في الوقت الذي إذا منحت الورقة التجارية فائدة -وقد لا تمنح-، فإنها تمنحها لمرة واحدة فقط مع أصل الدين، وفي العادة تستحق الورقة التجارية خلال مدة قصيرة.

٥- من حيث مكان تداولها

يتم تداول الأوراق المالية المقيدة، في سوق معينة هي البورصة، فإذا تم تداولها خارج البورصة كان التعامل باطلاً^{٢٦٠٣}، بينما يتم تداول الأوراق المالية غير المقيدة خارج البورصة، أما الأوراق التجارية فمن الممكن التعامل بها في أي مكان، ولا تحتاج إلى سوق معينة للتعامل بها.

٦- من حيث وجود الوسيط

يوجب القانون حصر عمليات تداول الأوراق المالية عبر الوسطاء وهم السماسرة وجعل التعامل بدونها باطلاً^{٢٦٠٤}، بينما يتم التعامل بالأوراق التجارية بين أطرافها عادةً بشكل مباشر دون اشتراط لوجود وسطاء.

٧- من حيث اعتبارها أداة للوفاء

تعتبر الورقة التجارية أداة للوفاء يسوغ استعمالها بين المتعاملين فتقوم مقام النقود، ويسري ذلك بشكل مقبول قانونياً وعرفياً، في حين لا يجري العرف على قبول التعامل بالورقة المالية على أنها أداة وفاء^{٢٦٠٥}.

٢٦٠٣ بنص المادة ١٧ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال

٢٦٠٤ نصت المادة ١٨ من ذات القانون على أنه ".... ويكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك و إلا وقع التعامل باطلاً، وتضمن الشركة سلامة العملية التي تتم بواسطتها...". ويلاحظ أن هذا الحكم قد نصت عليه قوانين أخرى مثل قانون سوق البحرين للأوراق المالية رقم ٤ لسنة ١٩٨٧ المادة ٤، وكذلك سوق مسقط للأوراق المالية رقم ٥٣ لسنة ١٩٨٨ المادة ٥، وكذلك قانون سوق الكويت للأوراق المالية الصادر بالمرسوم الأميري المعدل بتاريخ ١١/٣/١٩٨٥ في المادة ٤، وكذلك القانون الاتحادي بإنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ المادة رقم ٢٥

٨- من حيث تعيين قيمة الورقة

قيمة الورقة التجارية واضحة وصريحة بتعيين مبلغ المقابل المادي مستحق الوفاء فيها بشكل واضح وصريح ومحدد وهي قيمة ثابتة، لكن الورقة المالية هي وثيقة تسعى للاستثمار وبالتالي فلا يمكن تحديد قيمتها على وجه الدقة، فهي متغيرة السعر حسب المركز المالي للشركة التي أصدرتها وحسب المضاربات والعوامل المتعددة، لذلك لا تقوم البنوك بعمليات الخصم عليها.

ثانياً: الأوراق المالية والأوراق النقدية

الأوراق النقدية هي من أهم ما يمكن التعامل به بين الناس، وهي التي يعرفها العامة بالنقود أو الفلوس أو حتى المال أو غيرها من الألفاظ، ولها أوجه تشابه فيها مع الأوراق المالية كما لها جوانب تختلف معها فيها نبحثها فيما يلي:

١- من حيث مصدر الأوراق

الأوراق النقدية تصدر من الدولة حصراً، ممثلة بالبنك المركزي أو الفيدرالي، وتضمن الدولة قيمة الورقة النقدية بموجب القانون، بينما تصدر الأوراق المالية من قبل الشركات وقد تصدر من الدولة أحياناً في الأحوال التي تم بيانها سابقاً.

٢- من حيث غرض التعامل

يتعامل الناس بالأوراق النقدية باعتبارها ثمناً أو مقابلاً للسلع التي يبيعونها ويشترونها وفي مقابل الخدمات ودفع الأجور وغيرها، وتتحصلها الدولة كضرائب أو رسوم أو غرامات أو عائدات تحت مسميات عديدة، كما يستخدمها الناس والهيئات للإقراض والائتمان والاستثمار وغير ذلك، في حين يكون التعامل بالأوراق المالية بغرض الاستثمار والادخار.

٣- من حيث مكان التداول

يتم التعامل بالأوراق النقدية في أي مكان وفي أي زمان، بينما يتم التعامل بالأوراق المالية المقيدة في البورصة داخل سوق البورصة حصراً، ويكون أي تعامل بهذه الأوراق خارج البورصة باطلاً^{٢٦٠٦}، ما عدا الأوراق المالية غير المقيدة في البورصة، فيتعامل بها أصحابها خارج البورصة كما أسلفنا.

٤ - من حيث ثبات القيمة

٢٦٠٥ د طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق ص ٢٠

٢٦٠٦ المادة ١٨ من قانون سوق راس المال

للأوراق النقدية قيمة ثابتة مكتوبة على متنها، وتعتبر مرجعاً لثمن الأشياء وقيمتها، فيتحدد زيادة الأسعار أو انخفاضها بناء على ثمنها في مقابل الأوراق النقدية، وتختلف قوة الورقة النقدية باختلاف قوة الاقتصاد الكلي للبلد ويتحدد موقع قيمة الورقة النقدية بالنسبة للعملة المختلفة بناء على معطيات محلية ودولية كبيرة، حيث يعتبر سعر صرف العملة هو العنصر المحوري في اقتصاد المالية الدولية كما تعتبر عنصر القطب في الفكر المالي الحديث ولها أهمية بالغة في تعديل وتسوية ميزان المدفوعات للدولة^{٢٦٠٧}، بينما الأوراق المالية متغيرة القيمة، وتتغير قيمتها بالزيادة أو النقص بناء على موقف الشركة المالية المصدرة لها، ويستفيد المستثمرون والمتعاملون بالأوراق المالية من خلال بيعها وشرائها عند اختلاف الثمن زيادةً أو نقصاً.

٥- من حيث وجود الوسيط

لا تحتاج الأوراق النقدية لأية وساطة للتعامل بها، فالبائع يأخذها من المشتري مباشرة، وصاحب الخدمة من المستفيد، والعامل من رب العمل، وغير ذلك، أما الأوراق المالية المقيدة في البورصة، فلا يجوز التعامل ببيعها وشرائها وتداولها إلا عبر وسيط مالي ممثل بشركة سمسة متخصصة في هذا العمل^{٢٦٠٨}.

٦- من حيث إثبات الملكية

الحياسة دليل كافٍ على ملكية الأوراق النقدية كمثل القاعدة العامة في حياسة المنقولات^{٢٦٠٩}، والقول بعكس ذلك يحتاج إلى دليل خاص، في حين أن الأوراق المالية تكون ملكاً للشركة التي أصدرتها، ثم تنتقل ملكيتها إلى المستثمرين عبر القيد في البورصة، ذلك في الأوراق المالية المقيدة في البورصة، أما تلك التي لم يتم قيدها في البورصة، فتنتقل ملكيتها بالتسليم كالقاعدة العامة في الحياسة، إن كانت ورقة مالية غير اسمية، أما إن كانت اسمية فيتم نقل قيدها عبر الشركة التي قامت بإصدارها.

الفرع الثاني: عمليات خاصة بإنشاء وانتقال ملكية أوراق مالية

هناك عمليات معينة خاصة بالأوراق المالية تعمل على إنشائها كالتوريق وعمليات تنقل ملكيتها كالاستحواذ والخصخصة، نلقي عليها الضوء فيما يأتي:

أولاً: التوريق Securitization

التوريق ويطلق عليه أيضاً التسنيدي، هو تجميع لحزمة من القروض أو الديون المتشابهة ذات التدفقات النقدية المستمرة في المستقبل والمضمونة بأصول معينة من أجل بيعها أو حوالتها وإصدار أوراق مالية جديدة ومضمونة بتلك الأصول^{٢٦١٠}.

٢٦٠٧ Ar.m.wikipedia.org/wiki

٢٦٠٨ المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال

٢٦٠٩ حياسة المنقول سند الملكية، قاعدة قانونية متعارف عليها

٢٦١٠ د أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، ط٢، دار السلام للطباعة والنشر، ٢٠١١، ص ٧٩

لم يرد في التشريع المصري تعريف للتوريق، لكنه قام بتعريف شركة التوريق حيث جاء في نص المادة ٤١ مكرر من قانون سوق رأس المال أنها هي الشركة التي تزاوّل نشاط إصدار سندات قابلة للتداول في حدود ما يحال إليها من حقوق مالية ومستحقات آجلة الدفع بالضمانات المقررة لها.

وعرّفت عملية التوريق بأنها "العملية التي يتم من خلالها تحويل مجموعة من الحقوق المالية الآجلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول ببورصة الأوراق المالية عن طريق حوالة تلك الحقوق من صاحبها - المحيل-، وخروجها نهائياً من ذمته المالية إلى شركة قائمة، أو يتم تأسيسها خصيصاً لغرض إصدار أوراق مالية يتم تصنيفها انتمائياً بالنظر إلى القدرة على سداد العوائد وأصل الدين في تاريخ استحقاق هذه الأوراق المالية، والتي يتم طرحها في اكتتاب عام، أو من خلال طرح خاص، على أن يتم سداد المستحقات الناتجة عن هذه الأوراق المالية من أصل وعوائد من التدفقات النقدية المتولدة عن الحقوق المكونة لمحفظه التوريق، وينحصر ضمان حاملي تلك الأوراق في نطاق هذه الحقوق"^{٢٦١١}.

كما يمكن اعتباره "حشداً للأصول التي غالباً ما تكون سندات مديونيات مجمعة لبطاقات ائتمانية Ceidit Card Receivables أو رهون عقارية Mortgages أو إيجارات leases ومقيدة بالميزانية العمومية لشركة أو مؤسسة تمويل، أو عرضها للبيع للمستثمرين كأوراق مالية قابلة للتداول"، وهذا هو التعريف الذي قرره البنك الدولي للإنشاء والتعمير للتوريق^{٢٦١٢}.

بهذا فالتوريق يقوم على تحويل الحقوق المالية المستحقة التي تتدفق من مجموعة الأصول المالية، كالقروض العقارية وقروض السيارات ومستحقات بطاقات الائتمان وغيرها، يتم تحويلها إلى أوراق مالية تكون مضمونة بتلك المجموعة من الأصول.

يجمع التوريق بذلك بين الاقتراض من ناحية والمشتقات من ناحية أخرى، فالأوراق المالية أداة اقتراض، لأنها توزع عائداً سنوياً ثابتاً أو متغيراً بصفة دورية، وهي نوع من المشتقات لأنها تشتق من أداة مالية مباشرة تتمثل في مجموعة الأصول التي تضمن الإصدار.

بناء على ذلك يستوجب توريق الديون قيام البنك منسئ الأصول بطرح أوراق مالية مقابل مجموعة من الديون التي لديه، والمدرّة للدخل كالديون بضمان رهونات على اختلاف أنواعها، أو بيع هذه الديون مباشرة إلى منشآت مالية متخصصة في شراء الديون، وعادة ما تحصل على خصم على قيمة هذه الديون، ثم يقوم بتوريقها في صورة أوراق مالية.

فيعمل على تحويل القروض المصرفية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، وتوفير السيولة اللازمة لمتابعة البنك لنشاطه الاستثماري حيث يقوم من جانبه باسترداد الأموال الناتجة عن بيع الأوراق

٢٦١١ التعريف لأستاذنا الدكتور أحمد فاروق وشاحي، عملية التوريق بين النظرية والتطبيق، دراسة لأحكام القانون المصري والقوانين المقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، دون تاريخ نشر، ص ٤٧، وقد أشار في مؤلفه إلى العديد من الأحكام والأطراف وتفاصيل عملية التوريق وكيفية تنفيذها، وقارن ذلك فيما ورد في التشريع المصري وعدد من القوانين الأخرى

٢٦١٢ د حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون، الممارسة والإطار القانوني، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٧، ص ١٤، وأشار إلى IFC, N٦, Fsinancial Institution, Wold Bank, WASH,

المالية سواء قام هو بتوريقها في البورصة، أو من خلال ما تدفعه الشركة المتخصصة مقابل ما تشتريه من ديون، بما يتيح للبنك منح قروض جديدة وتوظيفات أخرى متشابهة.

يحول التوريق الأصول غير السائلة إلى سائلة، ويعالج مشكلة عدم التوافق في الاستحقاقات بين الأصول والخصوم من خلال تخفيف وضع المديونية بتحويل هذه الديون إلى جانب رأس المال في الميزانية، وهو ما يتيح للبنوك إخراج هذه القروض من ميزانياتها، وبالتالي مساعدتها في تحقيق معدلات كفاية رأس المال، كما يساهم في علاج قصور القدرة التمويلية للمؤسسات ذات القاعدة الرأسمالية المنخفضة، وتنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات مثل العقارات والسيارات وبطاقات الائتمان وغيرها، بالإضافة إلى رفع معدل دوران وكفاءة الدورة المالية وتنويع مخاطر الائتمان للأصول، وتوفير التمويل طويل الأجل، وتقليل تكلفة التمويل من خلال تفعيل اقتصاديات الحجم، وتوسيع قاعدة الممولين والمستثمرين المؤسسين، وكذلك تنشيط سوق المال من خلال تنويع المعروض فيها، وإيجاد منحى عائد للسندات التجارية، وتحسين هيكل المعلومات في السوق، لما تتطلبه عملية التوريق من العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.

إن كانت بدت هذه محاسن لنظام التوريق، فمن ناحية أخرى، فالتوريق لا يخلو من مخاطر تصاحبه، مثل مخاطر الائتمان ومخاطر الضمان ومخاطر الإفلاس، سواء للمصدر أو للحاصلين على القروض، ومخاطر السوق، ومخاطر مؤسسية للجهات العاملة في مجال التوريق، ومخاطر تقلب أسعار الفائدة، ومخاطر الإسراع في السداد والتعجيل في الوفاء بالقروض، بالإضافة إلى مخاطر عدم تماثل المعلومات.

ترجع الجذور الفعلية للتوريق إلى صدور القانون الوطني للإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٣٤، الذي سمح بالتأمين على ديون الرهن العقاري الصادرة عن مقترضين غير حكوميين وسمح بتأسيس هيئة الرهن العقاري.

منذ فترة السبعينات من القرن الماضي ازداد الاهتمام بنشاط التوريق من خلال بيع قروض الرهن العقاري، وبحلول الثمانينات زاد حجم سوق الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية، حيث اعتمدت قروض الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية Home Mortgage على إبرام اتفاق بين الراغبين في شراء المنازل للسكن فيها وبين مؤسسة مالية للإقراض، وبمقتضى الاتفاق يحصل كل فرد على قرض لشراء منزل مع سداد قيمته على أقساط شهرية ورهن العقار لصالح المؤسسة المعنية.

لا تنتظر المؤسسة الممولة حتى تاريخ الاستحقاق لاستعادة قيمة القرض، بل إنها تصدر في مقابلها صكوكاً قابلة للتداول ومضمونة بتلك القروض، وتستخدم حصيلة القروض من فوائد وأقساط في خدمة الصكوك التي تم إصدارها، وتحقيقاً للسهولة في هذه الصكوك عادة ما يصدر الصك بقيمة اسمية صغيرة، كما قد يؤمن عليه من قبل مؤسسة تأمين، وفي حالة فشل المقترض مشتري العقار في الوفاء بما عليه من التزامات، تقوم مؤسسة التأمين بسداد مستحقات الصك، على أن تقوم ببيع العقار والحصول على مستحقاتها^{٢٦١٣}.

لم تقتصر عملية التوريق على ذلك بل شهد عام ١٩٨٢ نقلة نوعية في التوريق مع تفجر أزمة الديون الخارجية في العديد من دول العالم الثالث، وتوقف العديد من هذه الدول عن سداد ديونها وفي مقدمتها المكسيك، وقد تم حل هذه المعضلة من خلال التوريق بتحويل الديون الخارجية إلى سندات، وتم مبادلة القسم الأكبر من ديون المكسيك بسندات لمدة ثلاثين عاماً وتمويل من صندوق النقد والبنك الدوليين، وذلك مقابل تنفيذ المكسيك لبرنامج إصلاح اقتصادي متفق عليه.

عرفت مصر نشاط التوريق من خلال قانون التمويل العقاري رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١، الذي بموجبه يجوز للمول أن يحيل حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل إلى إحدى الجهات التي تباشر نشاط وتلتزم الجهة المحال إليها بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية التي تصدرها في تواريخ استحقاقها من حسيبة الحقوق المحالة.

هناك جزئية تتعلق بطبيعة التوريق، قد تؤثر على تكييف الحوالة كبيع حقيقي للحقوق لم يتطرق إليها المشرع المصري بشكل صريح، ألا وهي الفائض من عملية التوريق بعد تمام سداد السندات من أصل وعوائد، وقد ناشد أستاذنا الدكتور أحمد وشاحي المشرع المصري بالتدخل والإقرار صراحة بحق شركة التوريق في هذا الفائض أو على الأقل تقرير حظر أن يؤول الفائض للمحيل^{٢٦١٤}، كونه قد باع حقوقه المحالة بشكل صريح إلى شركة التوريق.

لا تقوم الشركة الدائنة صاحبة الأصول المسيلة -وفي الغالب تكون بنكاً- بالاستثمار في التوريق بذاتها وإنما في العادة تحيل حقوق التوريق إلى شركة مختصة هي من يشتري حقوق التوريق ويستثمر فيها بضمان الأصول التي تم إصدار وثائق التوريق عليها، يطلق على هذه الشركة اسم كيان الغرض المخصوص، أو ناقل الغرض المخصوص Special Purpose Entity / Vehicle ويطلق عليها اختصاراً SPV/SPE^{٢٦١٥}، ومن مزايا ذلك أن المالك المحيل للحق إن كان بنكاً على سبيل المثال فأفلس، فإن الديون المتعلقة بحقوق التوريق والتي صارت ملكاً للشركة الجديدة ذات الغرض المخصوص التي تم إنشاؤها بغرض التوريق فقط، لا تدخل هذه الديون في تغطية البنك إذ أنها بالتنازل تكون قد خرجت من ذمته، ومن ثم فإن المكتتبين في سندات التوريق لن يعانون من مزاحمة الدائنين الآخرين للبنك، بخلاف لو كان البنك قد قام بنفسه بتوريق الديون فإنه سيظل مالكاً لمحظة الديون، وبالتالي فستدخل في تغطيته وسيترحم المكتتبون مع دائني البنك الآخرين^{٢٦١٦}.

لذلك تسلتزم معظم الأنظمة القانونية اللاتينية والأنجلوسكسونية ضرورة التنازل عن الديون التي تم توريقها إلى تلك الشركة الخاصة التي تم إنشاؤها لذلك الغرض لحماية المكتتبين، وفي نفس الوقت تشديد الرقابة على الديون التي يمكن إخفاؤها بما يعتبر ثغرات محاسبية accounting loopholes، قد تؤدي إلى عواقب وخيمة كذلك التي أدت إلى إفلاس شركة Enron عام ٢٠٠١^{٢٦١٧}.

٢٦١٤ د أحمد فاروق وشاحي، المصدر السابق ص ٢٤١

٢٦١٥ investopedia.com/terms/s/spv.asp

٢٦١٦ د سامي عبد الباقي أبو صالح، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري الواقع والحلول، مرجع سابق، ص ١٣٩

٢٦١٧ Todd Haberly, The Enron Bankruptcy Chapter ١١ Reorganization, Forbes Online ٣ December ٢٠٠١

ثانياً: الاستحواذ Acquisition

تعريف الاستحواذ

هو شكل من أشكال إعادة التنظيم، حيث تستولي شركة قائمة على جميع الحقوق والصلاحيات والالتزامات لشركة أو أكثر من الشركات السالفة التي يجري تصفيتها^{٢٦١٨}.

كما يعني، نقل السيطرة الفعلية على الشركة محل الاستحواذ إلى المستحوذ، ومحصلته نقل ملكية أصول الشركة المستهدفة أو أسهم مالكيها إلى المستحوذ على نحو يمكنه من سيطرته على تسيير شؤونها^{٢٦١٩}، وذلك يقتضي أنه قد لا تنتقل السيطرة القانونية التي تبلغ ٥١% من أسهم الشركة إلى المستحوذ، بل إن نسبة أقل من ذلك قد تمكن المستحوذ من السيطرة فعلياً على الشركة المستحوذ عليها وعلى قراراتها.

يأتي ذلك عن طريق انتقال ملكية أسهم الشركة محل الاستحواذ إلى المستحوذ، وهي طريقة من طرق تداول الأوراق المالية في البورصة، وهو لا يتحقق بمجرد عملية شراء أسهم أو سندات أو أوراق مالية أخرى أو حقوق التصويت، بل يستلزم أن يكون ذلك بقصد السيطرة الفعلية على الشركة المستهدفة، ومن أجل تقنين الاستحواذ والسيطرة عليه.

تكون للمستحوذ أغراض كثيرة من بينها أن يرغب في توسيع نشاطه الأصلي أو إدخال نشاط آخر، والسيطرة على السوق المحلية أو أسواق أخرى قد تمارس نفس النشاط، والدخول إلى أسواق جديدة لا يمكن الدخول إليها إلا عبر الاستحواذ كالسيطرة على بنوك في دولة أجنبية من العسير افتتاح النشاط فيها بشكل مبتدأ، وقد يكون الاستحواذ هو صفقة رابحة بشكل مباشر يحقق المصلحة بمجرد شراء أسناد الشركة.

لكن الاستحواذ قد يؤثر سلباً على حرية المنافسة، إذ قد يؤدي إلى خروج منافسين من السوق المعنية، حيث حاز المستحوذ على الحق في الاحتكار، وهو ما يجب التصدي له بشكل خاص عبر تنظيمه في قانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية، فالقانون المصري الخاص بذلك رقم ٣ لسنة ٢٠٠٥، لم يعطه الاهتمام الكافي، واكتفى ببناء على تعديل المادة ١٩ من القانون المذكور بمقتضى القانون رقم ١٩٠ لسنة ٢٠٠٨، بالزام الأشخاص الذين يتجاوز رقم أعمالهم السنوي في آخر ميزانية مائة مليون جنيه بإخطار جهاز المنافسة لدى اكتسابهم لأصول أو حقوق ملكية أو انتفاع أو أسهم أو إقامة اتحادات أو اندماجات أو استحواذ أو الجمع بين أداء شخصين أو أكثر بذلك.

وتعد شركة SPV هي الأداة القانونية التي تتم من خلالها عملية التوريق، وتتعدد الآليات وتتنوع في دول العالم إذ يوجد من الدول ما يأخذ فيها هذه الأداة شكل صندوق استثمار الديون أي شرائها كفرنسا ولوكسمبورج أو شكل شركة مساهمة كمصر وإيطاليا وسويسرا أو شكل ترست كأمريكا وإنجلترا وألمانيا، للمزيد ينظر د سامي عبد الباقي، تعارض المصالح، المرجع السابق ص ١٣٨ وأشار إلى Claude LAPORT, La titrisation d'actifs en Suisse: Asset- Backed Securitisation, Centre de droit bancaire et financier, ٢٠٠٥, pp ٨٥ et ss

٢٦١٨ The CIS ٢٠١٠ Mode Law "One Joint-Stock Companies" for Central and Eastern European law, article ١٤ p11

٢٦١٩ د هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة، وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال المصري، ط٢، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٣، ص ٢١

لا يُعد هذا النص القصير تنظيمياً كافياً لمكافحة الممارسات الاحتكارية التي قد تنشأ عن الاستحواذ، ولا زال التشريع المصري بحاجة إلى المزيد من التنظيم والمعالجة والتفصيل التشريعي السليم^{٢٦٢٠}.

عروض الشراء الإجبارية والاختيارية

خص المشرع المصري الشركات المقيدة في البورصة والمستهدفة بالاستحواذ بقواعد خاصة، هذه القواعد تهدف إلى حماية المستثمرين في البورصة وتراعي المساواة وتكافؤ الفرص فيما بينهم، كما تراعي استقرار التداول في البورصة وتلافي اضطراب السوق وتعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية، من تلك الخصوصيات التي تنتفع بها تلك الشركات المراد الاستحواذ عليها، أن من يرغب في الاستحواذ على رأسمالها بحيث يتمكن من السيطرة الفعلية عليها، فإنه يقع عليه الالتزام بتقديم عرض لشراء كافة الأسهم من جميع المساهمين دون فئة عن الأخرى^{٢٦٢١}.

وعرض الشراء هذا هو إيجاب ملزم يوجهه المستحوذ إلى حملة الأوراق المالية المستهدفة بالعرض بهدف شراء الأوراق المالية محل العرض^{٢٦٢٢}، وقد عرفه القانون المصري بأنه "العرض المطروح على مالكي الأوراق المالية محل العرض سواء كان مقابل الشراء نقدياً أو مبادلة بأوراق مالية أخرى أو عرضاً مختلطاً، وسواء كان العرض إجبارياً أم اختيارياً"^{٢٦٢٣}.

عرض الشراء الإجباري Mandatory Purchase Offer

يقع الإيجاب أو الإلزام هنا على عاتق مقدم العرض، حيث يلتزم بتقديم عرض شراء للاستحواذ على جميع الأوراق المالية التي تشكل جزءاً من رأس المال أو حقوق التصويت أو السندات التي تخول حائزها الحق في تملك جزء منه، ولا يكون لمقدم العرض الخيار في تقديم العرض من عدمه متى تحققت الشروط التي تلزمه بتقديم العرض.

أما متلق العرض وهم حملة الأوراق المالية فليس عليهم إلزام أو إجبار في شيء، فإن شأؤوا قبلوا العرض وباعوا أوراقهم المالية، وإن شأؤوا رفضوه واحتفظوا بملكيتهم كما هي، كما أن بإمكانهم بيع بعض الأسهم واستبقاء الآخر، فالإلزام هو على من يستحوذ على نسبة معينة تحددها القوانين السارية التي تمكنه من السيطرة فعلياً على الشركة^{٢٦٢٤}.

^{٢٦٢٠} للمزيد حول ذلك ينظر، دهاني سري الدين المرجع نفسه ص ٨، وأشار إلى د خليل فيكتور تادارس، المركز المسيطر للمشروع في

السوق المعنية على ضوء أحكام قوانين حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية-دراسة مقارنة-، دار النهضة العربية، القاهرة،

و ٢٠٠٤-١٢٠٤ PP٨٥٤ (L.G.D.J) ١٩th edition Vegal, L, Du Droit commercial a droit economique

^{٢٦٢١} جاءت أحكام هذا الالتزام في نص المادة ٢٥٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، والتي تتطابق مع قواعد الاستحواذ

الإنجليزية والفرنسية في هذا الشأن

^{٢٦٢٢} برهان سمير راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٥

^{٢٦٢٣} نص المادة ٣٢٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

^{٢٦٢٤} تحدد هذه النسبة في عدد من التشريعات بـ ٣٠% من إجمالي الأسهم ومافي حكمها من حقوق التصويت وحقوق السندات القابلة

للتحويل إلى أسهم، كالقانون الفرنسي والإنجليزي والألماني، أنظر دهاني سري الدين المرجع السابق ص ٢٣

عرض الشراء الاختياري Optional Purchase Offer

يختلف هذا العرض عن سابقه في غرضه وأثره القانوني، حيث أن مقدم عرض الشراء الاختياري لا يستهدف السيطرة الفعلية على الشركة، وبالتالي فلا يكون ملزماً من حيث الأثر بتقديم العرض وإنما يقدمه اختياريًا إذا رغب في شراء عدد من الأسهم أو الأصول في الشركة دون قصد الاستحواذ عليها^{٢٦٢٥}.

أهداف قواعد عروض الشراء

عبر المشرع المصري صراحةً عن أهدافه التي أوردتها بشأن تنظيم قواعد وأحكام عروض الشراء السالف الإشارة إليها، حيث نص في المادة ٣٢٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بأنه "تهدف الأحكام الواردة بهذا الباب إلى ما يلي:

أ- إرساء مبدأ الشفافية الكاملة بما يتفق مع أحكام القوانين واللوائح السارية، وأفضل الممارسات الدولية في هذا الشأن.

ب- حصول مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء والأشخاص المعنية بالعرض على المعلومات الكافية والفرصة المناسبة والتوقيت الملائم لتقييم عرض الشراء واتخاذ القرار الاستثماري بناء على ذلك.

ج- مراعاة المساواة وتكافؤ الفرص فيما بين مالكي الأوراق المالية محل عرض الشراء، وكذلك فيما بين الأشخاص المعنية بالعرض.

٢٦٢٥ عرضت محكمة القضاء الإداري المصرية إلى التفرقة بين عروض الشراء الاختياري والإجباري، وأجملت هذه التفرقة حيث قالت "تتنوع عروض الشراء بالنظر إلى مدى التزام مقدم العرض بتقديم العروض إلى عروض شراء اختيارية وعروض شراء إجبارية، وقد مايز المشرع المصري بين النوعين على النحو السالف بيانه بأحكام الباب الثاني عشر من اللائحة التنفيذية للقانون، والمستفاد منه أنه بينما يكون تقديم عروض مقدمها بموجب أحكام القانون واللائحة، وفيها يتوارى ويتضاعل دور وإرادة مقدم العرض سواء فيما يتعلق بعدد الأسهم التي يلتزم بتقديم عرض الشراء الإجباري عنه أو السلطة النهائية في تحديد السعر الذي تحكمه رقابة السلطة المختصة وفقاً لما يخلوها القانون من سلطات للرقابة على عمليات عروض الشراء، كما أنه من حيث الغرض المتوخى من العرض، فبينما يكون الهدف من عروض الشراء الاختيارية هو الاستحواذ على عدد معين من الأسهم يتيح السيطرة على الشركة المستهدفة في إطار من الشكلية والمساواة فيما بين المساهمين المخاطبين بالعرض، يكون الهدف من عروض الشراء الإجبارية هو، فضلاً عن الاستحواذ للسيطرة، إقامة وضمان نوع من المساواة بين المساهمين من الأقلية في الشركات المقيدة بالبورصة، ومن ثم فإن عروض الشراء الإجبارية إنما تقوم على التزام المساهم الذي تجاوزت ملكيته حداً معيناً من أسهم الشركة التي لها حق التصويت وفقاً لأحكام المادة ٣٥٣ من اللائحة التنفيذية للقانون سالف البيان بتقديم عرض شراء إجباري لما تبقى من أسهم مملوكة للمساهمين الآخرين في الشركة المستهدفة، وهذا الإلزام ولئن كان يخالف مبدأ حرية التعاقد، إلا أنه إجبار يستهدف حماية الأقلية من المساهمين على ألا يجبروا على الإنصياع إلى قرارات تحقق مصالح الأغلبية، كما أنه من ناحية أخرى إجبار يستهدف كذلك مصلحة مقدم العرض بإفصاح المجال أمامه لإكمال سيطرته على الشركة المستهدفة لتطبيق التطوير وتحقيق الخطط المستقبلية، وهو إجبار يتلافى بالدرجة الأولى ظاهرة تجميع أسهم الشركة المستهدفة من خلال عمليات شراء لأسهمها بأسعار متفاوتة على فترات زمنية متعاقبة إخلالاً بمبدأ المساواة بين المساهمين في الشركة المستهدفة طالما لا تتم عروض الشراء الإجبارية إلا بسعر واحد يتعين فيه دوماً ألا يقل عن أعلى سعر دفعة مقدم العرض أو أحد الأشخاص المرتبطة في عرض شراء سابق خلال الاثني عشر شهراً السابقة على تقديم عرض الشراء المعني" حكم محكمة القضاء الإداري، الدائرة السابعة استثمار الصادر في ٢٠١٠/٤/١٠

د- حظر التلاعب في أسعار أسهم الشركة المستهدفة بالعرض، وتلافي اضطراب السوق وتعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية.

ه- مراعاة مصالح الشركة المستهدفة بالعرض، وعدم المساس بأعمالها ومباشرة أنشطتها".
وظالما عبر المشرع عن أهدافه صراحة، فلم يعد للفقه إلا التسليم، فلا اجتهاد مع وجود النص.

تعليق عرض الشراء الإجباري على شرط

أجاز المشرع المصري متفقاً مع ما قرره التقنين الانجليزي ومختلفاً مع القانون الفرنسي، أجاز لمقدم عرض الشراء الإجباري تعليقه على شرط أن يتاح له تملك ٧٥% من رأس المال أو من حقوق التصويت، من جملة الأوراق التي يوافق المساهمون على بيعها، وذلك في حالات الاستحواذ بطريق عرض الشراء بقصد الاندماج، أو ٥١% من رأس المال أو من حقوق التصويت في غير ذلك من الحالات^{٢٦٢٦}.

يكون هذا الشرط المعلق رهناً بموافقة هيئة الرقابة المالية التي لها سلطة تقدير بالموافقة أو الرفض لذلك الشرط، بناء على توافر أو انعدام شروط جدية تبرره، كأن تكون السيطرة الكاملة على الشركة غير ممكنة التحقق بأقل من الاستحواذ على تلك النسبة أو أن من شأن التعليق عدم المساواة فيما بين المساهمين في الشركة المستهدفة أو إهدار مصالحهم، ويراعى في كافة الأحوال عدم الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية، الذي يعد ركناً أساسياً من الأركان التي تقوم عليها سوق مال صحيحة^{٢٦٢٧}.

في هذه الحالة نجد أن عرض الشراء لم يعد إجبارياً بالنسبة لمقدمه، إن لم يتحقق الشرط الذي علق عليه عرضه، وهذا أمر منطقي فإن مقدم عرض الشراء الإجباري إن تقدم بعرضه وكان ملزماً بالشراء ولم يوافق على عرضه سوى نسبة ضئيلة من المساهمين، لا تجعله مستحوذاً على الشركة فيما هو قد امتلك أكثر من ثلث رأس المال فذلك سيجعل إجمالي ما يمتلكه في الشركة بين الثلث وأقل من ٥٠% أو ٧٥%، فإذا تحققت هذه الفرضية فربما سيكون واجباً على مالك هذه الأسهم تقديم عرض جديد مرة أخرى بعد مضي عام، لذلك نرى أن المشرع قد أحسن في ذهابه هذا المذهب، ويعتبر ذلك تشجيعاً لمقدم العرض وضماناً له أن عرضه سيكون متحقق الفائدة.

كما يشترط ألا يقل سعر عرض الشراء الإجباري عن أعلى سعر دفعه مقدم العرض أو أحد الأشخاص المرتبطة في عرض شراء سابق خلال اثني عشر شهراً السابقة على تقديم عرض الشراء المعني، وهذا ما ينسجم مع عدالة البند السابق بجواز تعليق عرض الشراء على شرط جدي^{٢٦٢٨}، مع عدم الإخلال بسعر السهم.

٢٦٢٦ د سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الحديدية الصادرة

بالقرار الوزاري رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٤، ص ٦٤

٢٦٢٧ المصدر نفسه

٢٦٢٨ المادة ٣٥٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

ممارسات غير مشروعة قد تصاحب عرض الشراء

قد تلجأ بعض الشركات إلى أساليب وممارسات غير مشروعة تهدف منها إلى الاستحواذ أو السيطرة على الشركات المستهدفة بالاستحواذ بهدف تقليل أعبائها المالية المخصصة للاستحواذ، أو بعدم وضع المساهمين وضع المساواة أو ممارسات أخرى.

من بين ذلك: تجميع أسهم الشركة المستهدفة بشرائها من البورصة المقيدة بها، ويتم ذلك عن طريق شراء الأسهم من قبل شركات أخرى يتم إنشاؤها من أجل هذا الغرض لتفادي رفض عرض الشراء أو لتفادي أنظمة الاستحواذ، مثال على ذلك ما قامت به شركتا Traflgar et Glen International بعد رفض عرض الشراء المقدم منهما لشراء أسهم شركة Minbea اليابانية بقصد الاستحواذ على ثلثي رأس مال هذه الشركة، من إنشاء شركة باسم Traflgar Glen Ltd، وقد قامت هذه الشركة بتقديم عرض شراء أكثر من ١٠% من أسهم شركة Minbea إلى كل من البنك المركزي الياباني وزير المالية وكذلك لوزير الصناعة^{٢٦٢٩}.

من ضمن الممارسات غير المشروعة التي قد تصاحب عروض الشراء: محاولة شراء أسهم الشركة المستهدفة خارج نطاق العرض أثناء فترة سريان العرض أو قبلها، وكذلك ممارسات قد تكون ناتجة عن تصرفات قانونية تبرم بين كل من مقدم العرض وبعض المساهمين في الشركة، بما يؤدي إلى عدم مساواة المساهمين.

يظهر بجلاء أن مكافحة الممارسات غير المشروعة يكون بطريق تطبيق الحوكمة وتعزيز الشفافية والعمل على تنظيم ورقابة تضارب المصالح.

ثالثاً: الخصخصة Privatization

الخصخصة هي سياسة نقل ملكية المنشآت العامة أو إدارتها من القطاع العام إلى القطاع الخاص، وهي لا تعني الخصخصة إضعاف دور الدولة في المجتمع، والتراجع عن التدخل في الحياة الاقتصادية، لكنها بلجونها إلى ذلك فهي ترنو إلى الانصراف عن أن تكون طرفاً في السوق يعيق حركته، فهي بذلك تتفرغ لتنظيم ورقابة النشاط الاقتصادي بأسره لتحقيق التنمية الاقتصادية، فقد أثبتت التجربة مقدار فشل الدولة في مزاولة النشاط الاقتصادي، وخطأ تدخلها أصلاً كطرف في السوق، والقطاع العام يصبح مثقلاً بمشكلات كبرى وكثيرة تعوق حركته فضلاً عن عدم إيمان القائمين بإدارته وشئونه بمفهوم التنمية الاقتصادية وعدم الإلمام بالقوانين وآليات السوق^{٢٦٣٠}.

٢٦٢٩ د سامي عبدالباقي أبو صالح، المصدر السابق، ص ٢٤٦-٢٤٧، وأشار إلى Pierre VERKHOVSKOY, Acquisitions d'

entreprises au Japon in Les acquisitions d' entreprises, Feduci, ١٩٩٢, p٥١٠

٢٦٣٠ د حسام الدين عبد الغني الصغير، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال للعاملين في إطار البرنامج الحكومي لتوسيع قاعدة ملكية القطاع

الخاص (برنامج الخصخصة)، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٤ ص ٥

المطلب الثاني

أنواع الأوراق المالية

سنقوم بعرض أنواع الأوراق المالية الشائعة في السوق وأهمها، وسيكون ذلك في فرعين يبحث أولهما الأوراق المالية التقليدية، فيما يبحث الآخر الأوراق المالية الأخرى.

الفرع الأول: الأوراق المالية التقليدية

الأوراق المالية التقليدية هي التي جرت العادة على التعامل بها أكثر من غيرها، وهي الأكثر انتشاراً ومعرفة بين جمهور المتعاملين، وهي الأسهم والسندات، بالإضافة إلى الحصص العينية وحصص التأسيس.

١- الأسهم

تعتبر الأسهم من أكثر الأوراق المالية شهرة وشيوعاً، ويبدو ذلك ظاهراً من اهتمام المشرع بتنظيم الأحكام الخاصة بالأسهم حيث ورد ذكرها في المادة رقم ٢ من قانون سوق رأس المال عند الحديث عن تأسيس شركة بتقويمها برأس مال يتم تقسيمه على عدد من الأسهم متساوية القيمة كما يتم إصدار عدد الأسهم عند الرغبة في زيادة رأس مال الشركة.

سننتقل هنا إلى دراسة تعريف السهم وخصائصه وأنواعه فيما يأتي:

تعريف السهم

هناك العديد من التعريفات التي أدلى بها الفقهاء للسهم من بينها أنه "صك يعطي للمساهم في الشركة لتمثيل الحصة التي يشترك بها في رأس المال"^{٢٦٣١}، وأنه صك يمثل حصة الشريك في رأس مال شركة الأموال يخول لصاحبه كافة حقوق الشريك في الشركة سواء من حيث الاشتراك في الإدارة أو الأرباح أو في اقتسام ناتج التصفية^{٢٦٣٢}، وهو يقابل حصة الشريك في شركات الأشخاص أي أن يمثل حق دائنيه قبل الشركة^{٢٦٣٣}.

وفي القانون الانجليزي هناك تعريف قال به القاضي Farwell G^{٢٦٣٤} واشتهر هذا التعريف ليزكره الكثير من فقهاء الانجليز وهو "مصلحة المساهم في الشركة المقومة بمبلغ من النقود تجعل المساهم

٢٦٣١ د سميحة القليوبي، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري، ج ٢، دار النهضة العربية، ٢٠١٢، ص ٣٦٢

٢٦٣٢ د محمد بهجت عبد الرحمن، الموجز في الصكوك التجاري، نظرية الأعمال التجارية، التاجر، عمليات البنوك والأوراق التجارية والشركات التجارية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٨، ص ٢١٨

٢٦٣٣ د هاني صلاح سري الدين، مبادئ القانون التجاري المصري، مقدمة عامة للتعريف بالقانون التجاري ومصادرة نظرية الأعمال التجارية والشركات التجارية والأموال التجارية، ٢٠٠٩، ص ٣٣٠

٢٦٣٤ في قضية (٢٧٩ CH ١٩٠١) Borland's Trustee Vsteel ذكره د يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة، مرجع سابق، ص ٨٦

مسئولاً من ناحية وصاحب حتى من ناحية أخرى، كما ينطوي السهم على سلسلة من التعهدات المتبادلة التي ارتبط بها كافة المساهمين فيما بينهم، فالعقد المتضمن في مواد نظام الشركة هو واحد من الآثار الجوهرية للسهم فالسهم ليس مبلغاً من المال ولكنه مصلحة مقدرة بمبلغ من المال، أساسها الحقوق المختلفة المتضمنة في العقد والتي تشمل الحق في مبلغ من المال لا يقل أو يزيد عن قيمة السهم".

وفي الفقه الفرنسي عرف بعضهم السهم بأنه "حق الشريك في الشركة وفي ذات الوقت الصك المثبت لهذا الحق"^{٢٦٣٥}.

هذه التعريفات تقودنا إلى أن السهم هو صك لا يقبل التجزئة يمكن تداوله يمثل حصة متساوية في ملكية الشركة يرتب حقاً ودينياً لمالكه تجاه الشركة والغير كما يجعله مسئولاً في الوقت ذاته بقدر هذا السهم، وقد يكون اسماً أو لحامله، ومن هذا التعريف، بإمكاننا أن نستخلص الخصائص التي يتمتع بها السهم وذلك عن طريق ما يأتي :

خصائص السهم

للسهم خصائص عديدة منها تساوي القيمة وعدم التجزئة وترتيب الحقوق أو المسؤولية.

أ- تساوي القيمة:

نص القانون^{٢٦٣٦} على أن رأس مال الشركة المساهمة وحصة الشركاء غير المتضامنين في شركات التوصية بالأسهم تقسم إلى أسهم اسميه متساوية القيمة على أن يحدد نظام الشركة قيمة السهم الاسمية بحث لا يقل عن عشرة قروش ولا تزيد عن ألف جنيه، مع ملاحظة أن ذلك يختلف عن ما قرره قانون الشركات الصادر برقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ في مادة ٣ حيث جعل القيمة الأدنى للسهم لا تقل عن خمسة جنيهات.

يقصد بتساوي القيمة هنا هو تساوي قيمة الأسهم في الشركة ذات الإصدار الواحد فمثلاً عند إنشاء الشركة وتقييم قيمتها بالأسهم فإنها تكون متساوية القيمة، إلا أنه يجوز للشركة إصدار أسهم جديد عن طريق زيادة رأس المال بقيمة مغايرة لقيمة الأسهم في الإصدارات السابقة^{٢٦٣٧} وليس المقصود بتساوي القيمة أن جميع حملة الأسهم التي تصدرها الشركة متساوون في الحقوق والالتزامات فهناك أنواع للأسهم كالأسهم الممتازة التي لها حقوق خاصة، ويلاحظ أن القانون حدد القيمة الأدنى

مشار إليه لدى د محمد فريد العريبي، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة ٢٩٢ No Martin, Encycl. Dalloz, No ٢٦٣٥ X

الإسكندرية، ٢٠٠٣، ص ١٨٤

٢٦٣٦ مادة ١ من قانون رأس المال رقم ٩٢ لسنة ٩٥

٢٦٣٧ المادة ١ أيضاً من قانون سوق أسواق المال

والأعلى وترك تقدير قيمة السهم للشركة نفسها بين الحدين وذلك في القانون المصري وقوانين أخرى^{٢٦٣٨}.

الحكمة من تساوي قيمة الأسهم هو تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العامة للشركة وتبسيط عملية توزيع الأرباح على المساهمين وتنظيم سعر السهم في البورصة^{٢٦٣٩} وكذلك تسهيل تجزئه رأس المال يؤدي إلى سهولة التداول وتوزيع موجودات الشركة بعد حلها وتصفيتها^{٢٦٤٠}.

إن القيمة الاسمية للسهم المثبتة عند إصداره قد تختلف عن قيمته الحقيقية أو قيمته عند تداوله، فقيمه الاسمية يتم تحديدها باعتباره جزءاً من مجموع رأس المال بينما تكون قيمته الحقيقية مرتبطة بمدى سلامة مركز الشركة المالي والاقتصادي وتحققها الأرباح من عدمه^{٢٦٤١} وهذا ما يعتمد عليه المضاربون ورواد تداول الأسهم في اختلاف قيمة السهم باختلاف مركز الشركة فيبيعونه أو يشترونه ابتغاء تحقيق الربح.

ب- عدم التجزئة: (عدم قابلية الأسهم للتجزئة) Indivisible

يقصد بهذه الخاصية أن السهم هو أصغر وحدات الملكية في الشركة، والوضع الطبيعي أن يكون له مالك واحد، لكن ربما يكون له أكثر من مالك، فقد تشتري السهم شركة ما وهي عبارة عن مجموعة من المالكين، كما قد يتوفى مالك السهم فتنتقل ملكيته إلى أكثر من وارث أو غير ذلك، ولكن في كل الأحوال وفقاً لمبدأ عدم قابلية الأسهم للتجزئة فإن السهم الواحد لا يتجزأ بين عدد من الأشخاص من ناحية ممارستهم للحقوق أو التزاماتهم بالواجبات التي ترد على السهم فلا يكون أمام الشركة سوى سهم واحد وإن تعدد مالكوه.

فإذا تعدد المالكون أو صار هناك مالكون لأسهم بالشيوخ فإنهم يمثلون في الجمعيات العمومية للشركة بواسطة أحدهم أو بواسطة وكيل واحد عنهم بناءً على اتفاقهم، فإذا اختلفوا فيعين الوكيل من قبل القضاء بناءً على طلب أحد المالكين^{٢٦٤٢}.

ج- القابلية للتداول^{٢٦٤٣}

يقصد بالقابلية للتداول هو أن هناك حرية لمالك السهم في التصرف فيه في أي وقت يريده وذلك إما ببيعه للغير، أو من باب أولى التنازل عنه، ولا بد من مراعاة أن تداول الأسهم بالطريقة التجارية يأخذ في الاعتبار شكل السهم^{٢٦٤٤}، وقابلية الأسهم للتداول هي علاقة فارقة بين شركة الأشخاص وشركة المساهمة (شركة الأموال) فإذا كان هناك مانع في النظام الداخلي للشركة من بيع أو تداول

٢٦٣٨ د أكرم يا ملكي، القانون التجاري، دار الثقافة عمان، ٢٠٠٦ ص ٢١١

٢٦٣٩ د محمد فريد العريني، المرجع السابق، ص ١٨٦

٢٦٤٠ د سميحة القليوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ٢٤٢

٢٦٤١ د أكرم باملكي، القانون التجاري، مكتبة دار الثقافة، عمان، ٢٠٠٦، ص ١٦٢

٢٦٤٢ هذا ما نص عليه القانون الفرنسي الصادر ١٩٦٦ في ١٦٣ فقرة ٢ مشار إليه لدى د إلياس ناصيف ص ٢٣٤

٢٦٤٣ للمزيد أنظر في رسالة يعقوب صرخوه، فقد أفاض في هذا الموضوع

٢٦٤٤ د عاشور عبد الجواد عبد الحميد، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٥ ص ٥٦٢

أسهمهما فهذا يفقدها صفة كونها شركة مساهمة فالحديث عن السهم مرتبط بإمكانية تداوله^{٢٦٤٥}، ويكون التداول في السوق المنظمة (البورصة) إذا ما كان مقيداً فيها، ومن الممكن أن يتم تداوله خارجها (خارج المقصورة) إذا كان السهم غير مقيد في البورصة.

وقد نص المشرع المصري صراحة على قابلية الأسهم للتداول حسب نص المادة ١٣٩ من لائحة قانون الشركات بأن "السهم يكون قابلاً للتداول ولا يجوز النص على عكس ذلك في نظام الشركة".

وليس هناك حاجة لموافقة الشركة على قيام المساهم بنقل ملكية السهم أو تداوله، فهذا حق خالص للمساهم، إلا أن السهم إذا انتقلت ملكيته إلى مساهم آخر وهو سهم اسمي فذلك يستلزم قيده في سجل الشركة ليتم نقله باسم مالكة الجديد، أما إذا كان سهماً لحامله فيجوز تداوله بطريقة التسليم، أو حتى بالتطهير، كما يجوز وضع بعض القيود على مباشرة حق المساهم للتصرف في السهم لكن هذه القيود لا تصل إلى تجريد المساهم من السهم أو مصادرته^{٢٦٤٦}.

د- ترتيب الحقوق والواجبات بناء على ملكية الأسهم

تمت الإشارة إلى أن الأسهم ذات الإصدار الواحد متساوية القيمة، وقد نصت المادة ٥/٤٨ من قانون الشركات المصري على أنه "يجب أن يكون للأسهم من الإصدار الواحد نفس القيمة الاسمية والحقوق والامتيازات".

إن ملكية سهم في شركة ما تمنح الحق لحامله في الحصول على الأرباح التي تجنيها الشركة من مزاوله نشاطها التجاري وفقاً لعدد الأسهم ووفقاً لقواعد توزيع الأرباح القابلة للتوزيع المنصوص عليها في قانون الشركات^{٢٦٤٧}، وكذلك وفقاً لنظام الشركة.

وبالمقابل فإن هناك مسئولية تقوم على عاتق المساهم، ففي حال ترتبت ديون على الشركة فالمساهم يكون مسئولاً عنها، إلا أن مسئولية تكون في حدود ما يملكه من أسهم في رأس مال الشركة ولا يجوز الرجوع عليه بأي حقوق أخرى مهما بلغت ديون الشركة^{٢٦٤٨}.

هـ- عدم التقادم

لا يتقادم حق المساهم بسبب عدم الاستعمال مادامت الشركة قائمة، لأن المساهم يكون صاحب رخصة له الحرية المطلقة في استعمالها ولا يبدأ التقادم إلا منذ اليوم الذي يتحول فيه حق المساهم إلى دين، وذلك عند انتهاء الشركة تصفيتها أو إذا استهلك السهم ودفع رأس المال، مع مراعاة عدم الخلط بين تقادم حق المساهم في السهم وتقادم الحقوق المرتبطة به^{٢٦٤٩}.

٢٦٤٥ د يعقوب صرخوه، المرجع السابق، ص ٢١٦

٢٦٤٦ د محمد فريد العريني، المرجع السابق، ص ١٣٨

٢٦٤٧ رقم ٥٩ لسنة ١٩٨١ وتعديلاته بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ والقانون رقم ٤ لسنة ٢٠٠٥ ولائحته التنفيذية رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢

المنشور بالوقائع المصرية العدد ٤٥ التابع في ١٩٨٢/٦/٢٣

٢٦٤٨ د مصطفى كمال طه، القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، ١٩٩٦م، ص ١٩٥

٢٦٤٩ د يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم وتداولها، مرجع سابق، ص ١٠٢

أنواع الأسهم

للسهم أنواع متعددة تتحدد بالطريقة التي يتم إصداره بها أو بالأثر الذي يختلف فيه عن غيره فمن حيث طبيعة الحصة المقدمة، تنقسم إلى أسهم نقدية وأسهم عينية ومن حيث الحقوق المرتبطة بها فتتقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، ومن ناحية الحق في استردادها لتقسيم إلى الأسهم تمتع وأسهم رأس مال ومن حيث شكلها فتتقسم إلى أسهم اسمية و لحاملها، نتطرق إلى بيان هذه الأنواع فيما يأتي:

١- من حيث طبيعة الحصة المقدمة من المساهمة

(أ) الأسهم النقدية

وهي الأسهم التي يقوم المساهمة بتسليم قيمتها نقداً للشركة، إما عند الاكتتاب أو عند إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس المال، فيحصل المساهم على هذه الأسهم^{٢٦٥٠}، لكن يلاحظ أن المساهم ليس ملزماً بأداء كامل قيمة الأسهم عند شرائها من الشركة، حيث أجازت المادة ٣٢ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ المستبدلة بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ أن يقوم كل مكتتب بأداء ١٠% على الأقل من القيمة الاسمية للأسهم النقدية تزداد إلى ٢٥% خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة أشهر من تاريخ تأسيس الشركة على أن يسدد باقي هذه القيمة خلال مدة لا تزيد عن خمس سنوات، على أن اللائحة التنفيذية لهذا القانون أعطت مواعيد مخالفة للقانون حيث نصت المادة ٨٣ على أنه "إذا لم تكن قيمة الأسهم النقدية مدفوعة بالكامل فيجب أن يتم الوفاء بباقي القيمة خلال عشر سنوات على الأكثر من تاريخ تأسيس الشركة.. إلخ".

وهذا أمر ينبغي إعادة النظر فيه، من ناحية لعدم تطابق المدة في القانون مع لائحته التنفيذية، ومن ناحية أخرى فالمدة طويلة وينبغي إلزام الشركة بالوفاء بقيمة رأس مالها في وقت مبكر، لأنه كيف ستزاول الشركة نشاطها الحقيقي ورأس مالها لم يتم تسديده إلا بعد عشرة أعوام.

هناك قوانين أخرى تلزم تسديد قيمة الأسهم الصادرة بالكامل عند الاكتتاب كالقانون العراقي^{٢٦٥١}.

بالإمكان تقليل المدة والجميع بين المحاسن كمنح مدة كافية للشريك في دفع حصته في رأس المال وإلزام الشركة بالوفاء برأس مالها في أقرب وقت.

(ب) الأسهم العينية:

هي تلك الأسهم التي لا يدفع المساهم قيمتها نقداً، وإنما يتم احتساب قيمتها بناءً على ما قدمه المساهم كحصة عينية في رأس مال الشركة كقطعة أرض مثلاً أو كمعدات أو وسائل نقل أو غيرها^{٢٦٥٢}، كما

٢٦٥٠ حسنة حامد نعمة الله، أسواق الأوراق المالية دراسة نظرية مقارنة، جامعة الزقازيق، كلية الحقوق، ٢٠٠٥ ص ٩٢.

٢٦٥١ المادة ٤/٤٨ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧، مشار إلى لدى على حسين كعود الجميلي، شركات السمسرة في

الأوراق المالية ومسئوليتها، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠١٥، ص ٩٤.

٢٦٥٢ د أحمد محرز، الوسيط في الشركات التجارية، ط٢، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٤، ص ٤٦٧.

أن هذه الحصاة قد تكون معنوية كبراءة اختراع أو اسم تجاري أو علامة تجارية أو خبرة قانونية أو غيرها^{٢٦٥٣}.

بالنسبة لسداد هذه الحصص العينية فيجب تسليمها عند تأسيس الشركة وليس فيها مدة سماح كما في الأسهم النقدية، بل يشترط لصحة الاكتتاب أن يكون الأسهم التي تمثل الحصص العينية قد تم الوفاء بقيمتها كاملة^{٢٦٥٤}، وقد أجاز التعامل بهذا النوع من الأسهم عدة قوانين من منها القانون الفرنسي الصادر في ١٩٦٦/٧/٢٤م في المادة ٢٦٧.

إن تقدير قيمة الحصاة المعنية التي يقدمها المساهم إلى الشركة لا بد أن يحدد بقيمة عادلة تمنع من قيام المؤسسين أصحاب الأسهم من تميمها بثمن أكبر من قيمتها، لاسيما إذا كانت هذه الحصاة قابلة للتممين المتفاوت مثل أن تكون حقاً ذهنياً، لذلك قيد المشرع المصري حق المساهم صاحب الأسهم العينية في تداول هذه الأسهم إلى حين نشر ميزانية الشركة وحساب الأرباح والشركة عن سنتين ماليتين كاملتين^{٢٦٥٥}، في هذه حماية لباقي المساهمين حملة الأسهم النقدية من انهيار قيمة أسهمهم أمام هذه الحصص خصوصاً إذا استطاع المؤسسون القيام بالدعاية لتلك الأسهم العينية ومحاولة الرفع من شأنها، كما أن ذلك سيعتبر تهديداً للغير الذي يتعامل مع الشركة، حيث أن الضمان الوحيد أمامه هو رأس مال الشركة، وفي هذا الصدد قضت محكمة النقض المصرية في حكم لها في ٢ إبريل ١٩٦٨ بأن "المغالاة في تقويم الحصص العينية يؤدي إلى التغرير بأصحاب الأسهم النقدية وإلى جعل رأس مال الشركة ضماناً غير متناسب مع الواقع"^{٢٦٥٦}.

ومن وسائل حماية المساهمين حملة الأسهم النقدية والغير، هناك طريقة تشكيل لجنة لغرض تقويم الحصص العينية، تتألف من خبراء في القانون والمحاسبة في مجال الشركات، تخضع لرقابة المساهمين وجماعة المكتتبين.

حيث نصت المادة ٢٥ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على أنه إذا دخل في تكوين رأس مال شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم أو عند زيادة رأس المال حصص عينية مادية أو معنوية وجب على المؤسسين أو مجلس الإدارة بحسب الأحوال أن يطلبوا إلى الجهة الإدارية المختصة التحقق مما إذا كانت هذه الحصص قد قدرت تقديراً صحيحاً أو تخص بهذا التقدير لجنة تشكل بالجهة الإدارية المختصة برئاسة مستشار بإحدى الهيئات القضائية وعضوية أربعة على الأكثر من الخبراء في التخصصات الاقتصادية والمحاسبية والقانونية والفنية، تحتاجها تلك الجهات، فإذا كانت الحصاة العينية مملوكة للدولة أو لإحدى الهيئات العامة أو شركات القطاع العام، تعين أن يضم إلى اللجنة ممثلين عن وزارة المالية وبنك الاستثمار القومي.. الخ

٢- من حيث الحقوق المرتبطة بها:

تنقسم الأسهم من حيث الحقوق المخولة لحاملها إلى قسمين هما الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

^{٢٦٥٣} د سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ص ٦٥٤

^{٢٦٥٤} المادة ٣١/د من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

^{٢٦٥٥} نص المادة ٤٥ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن الشركات

^{٢٦٥٦} مشار إليه لدى د محمود سمير الشرقاوي، الشركات التجارية في القانون المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٦، ص ١٥٤

أ) الأسهم العادية:

الأصل كما تم ذكره أن الأسهم متساوية القيمة وبهذا فهي ترتب الحقوق والواجبات بناءً على نصيب المساهم من هذه الأسهم في رأس مال الشركة، وهذه هي الأسهم العادية التي لا يسأل فيها المساهم إلا في حدود حقه ويحصل على الأرباح بقدرها^{٢٦٥٧} فالأسهم متساوية القيمة عند الإصدار.

إلا أنه خروجاً على هذا الأصل، فإنه يجوز للشركة إصدار أسهم ممتازة^{٢٦٥٨}، وهذا يجعل أصحاب الأسهم العادية يحصلون على حقوقهم في المرتبة التالية بعد أصحاب الأسهم الممتازة، فهم يحملون النصيب الأكبر من المخاطر التي تتعرض لها الشركة^{٢٦٥٩}.

الأسهم الممتازة:

هذه الأسهم تمنح لمالكيها حقوقاً أكبر من تلك التي يحصل عليها مالكو الأسهم العادية، قد يزيد حق مالك السهم الممتاز إما بصوت أكثر من مالك السهم العادي عند اجتماعات الجمعية العامة للشركة، أو ربح أكبر عند توزيع أرباحها، وعند حصول الحصول الشركة على ديونها من الغير يتم سداد الديون الخاصة بحملة الأسهم الممتازة، وكذلك يحصلون على ناتج فائض التصفية.

ويجيز المشرع المصري إصدار هذا النوع من الأسهم بشرطين:

١. أن يتضمن النظام الأساسي للشركة ما يجيز إصدار هذا النوع من الأسهم.
٢. أن تكون الأسهم الممتازة ذات الإصدار الواحد متساوية في الحقوق والالتزامات.

ويرجع قيام شركة ما بإصدار مثل هذه الأسهم إلى عوامل عدة منها اهتزاز ثقة المتعاملين في الشركة، فتقوم بإصدار هذه الأسهم لجلب العملاء إليها، أو رغبة في زيادة رأس مالها، وربما يمتلكون الشركة في مرحلة التصفية فتقوم الشركة بطرح أسهم ممتازة لمحاولة الوفاء بالديون وتقليل خطر تعرض الدائنين إلى عدم تحصيل حقوقهم^{٢٦٦٠} وقد ترغب الشركة في زيادة رأس مالها، فتقرر إصدار أسهم ممتازة تتمتع بمزايا أفضل لمن يقدم عليها من المساهمين القدامى أو الجدد^{٢٦٦١}.

إلا أننا نجد أن هناك من يحرم إصدار مثل هذه الأسهم كالمشرع الفرنسي والجزائري واللبناني والسوري^{٢٦٦٢}، وذلك لتنافر هذه الخاصية مع إحدى أهم خصائص الأسهم، ألا وهي المساواة في

٢٦٥٧ د على سيد قاسم، قانون الأعمال الجزء الثاني ص ٣٤٦

٢٦٥٨ أجاز القانون المصري إصدارها عند نصه في المادة ٢/٣٥ من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن الشركات حيث جاء فيه "يجوز أن ينص النظام على تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم وذلك بالتصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية على أن تتساوى الأسهم من نفس النوع في الحقوق والمميزات أو القيود"

٢٦٥٩ يعقوب يوسف صرخوه، المرجع السابق، ص ١٠٧

٢٦٦٠ المرجع نفسه ص ١٠٩

٢٦٦١ د فايز نعيم رضوان ود نجيب بكير ود نادية محمد معوض، الوجيز في القانون التجاري، دار النهضة العربية، ٢٠٠٠، ص ٣٩٧

٢٦٦٢ د محمود سمير الشراقي، الشركات التجارية، مرجع سابق ص ١٧٢

الحقوق والواجبات، مع أن هناك من قال^{٢٦٦٣} أن إصدار الأسهم الممتازة لا يؤدي إلى الإخلال بقاعدة المساواة بين الشركاء لأن التفاوت بينهم يرجع إلى أنواع الأسهم فهم يعلمون أن نظام الشركة يتضمن نوعين من الأسهم ولكل مكتب أن يختار ما يشاء من الأسهم وأن يؤدي قيمة ما اكتتبه فيها.

والذي يظهر من خلال استقراء تجارب سابقة أن المؤسسين قد يقومون بمنح أسهم ممتازة كمعاملات لأشخاص أو هيئات غير فاعلة في الأداء التجاري أو الربح وهي إنما تشكل عبئاً على الشركة، ويستحسن إلغاء جواز إصدار هذه الأسهم والبقاء على قاعدة الأسهم المتساوية في القيمة والمتساوية في منح الحقوق والشركات.

٣- من ناحية علاقتها برأس المال

تنقسم الأسهم إلى أسهم رأس مال وأسهم تمتع، وذلك أن الأصل في السهم أنه أحد ركائز رأس مال الشركة، وقائماً داخل موجوداتها منذ تأسيسها وحتى انقضاءها، وهذا هو رأس المال الذي يظل في الشركة ولا ترجع قيمته إلى مالكه إلا بانقضاء الشركة أو تصفيتها أو تنازله عنه إلى الغير^{٢٦٦٤}، إلا أن هناك استثناء على ذلك بأسهم التمتع التي يجوز استرداد قيمتها أثناء حياة الشركة.

أ) أسهم رأس المال

وهي الأسهم التي لا يتسلم صاحبها قيمتها أثناء حياة الشركة وإنما يستفيد من أرباحها، فيظل السهم باقياً دون استهلاك، وذلك طبقاً لمبدأ ثبات رأس المال الذي يمنع الشركة أثناء حياتها من رد قيمة الأسهم للمساهمين، حيث أن رأس المال يمثل الحد الأدنى من الضمان العام المقرر للدائنين والغير^{٢٦٦٥}.

وبما أن الشركة هي شخص معنوي مستقل عن المساهمين فإن رأس مالها بحد ذاته يتمتع بالاستقلالية التي لا يجوز التصرف فيها من ناحية تصفيته إلا بأسلوب المشيع قانوناً، ولا بد أن يظل رأس المال قائماً، فهناك ضوابط وضعها المشرع المصري، باشتراط أن لا يقل رأس مال الشركة المساهمة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام عن خمسمائة ألف جنيه، أما بالنسبة للشركات المساهمة التي لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام وشركات التوصية بالأسهم فيجب ألا يقل رأس مالها المصدر عن مائتين وخمسين ألف جنيه، أما كل من شركات الاشتراك في تأسيس شركات الأموال أو زيادة رؤوس أموالها، أو شركات تنظيم إصدار وتسويق الأوراق المالية أو العامل فيها فيجب ألا يقل رأس المال المصدر عن خمسة ملايين جنيه، وفي كافة أحوال هذه الشركات لا يجوز أن يقل المبلغ المدفوع نقداً عند التأسيس عن الربع^{٢٦٦٦}.

وهذا يعني أن الأصل في السهم هو بقاءه في الشركة وأن يكون السهم هو رأس مال، إلا أن هناك خروجاً عن هذا الأصل بأسهم يتم استهلاكها، فيعطى للمساهم صك باسترداد القيمة الإسمية لأسهمه خلال حياة الشركة، وهي ما تعرف بأسهم التمتع.

^{٢٦٦٣} د أحمد محمد محمود، مرجع سابق، ص ٤٦٩

^{٢٦٦٤} د محمود سمير الشرفاوي، الشركات التجارية، ص ١٧٣

^{٢٦٦٥} د علي سيد قاسم، قانون الأعمال، الجزء الثاني ص ٣٤٦

^{٢٦٦٦} مادة ٦ من القرار رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات

المسئولية المحدودة رقم ٥٩ لسنة ١٥٩ لسنة ١٩٨١

(ب) أسهم التمتع

هي الأسهم التي يمكن استهلاكها واسترداد قيمتها الاسمية أثناء حياة الشركة، وهذا يخول المساهمين المشاركة في أرباح الشركة في الحدود التي يقررها نظام الشركة، كما يخولهم الحق في الاشتراك في إدارة الشركة والحصول على نصيب من الأرباح دون المشاركة في فائض التصفية، إلا بعد رد قيمة أسهم رأس المال لأصحابها^{٢٦٦٧}، لكن هذا السهم في ذات الوقت يقتصر على أموال الشركات التي يلحقها التلف عبر مرور الزمن^{٢٦٦٨}، أو في حالة أن تكون الشركة قد حصلت على امتياز حكومي، فالامتياز عادةً محدد المدة، وهو ما يجيز للشركة استهلاك أسهمها^{٢٦٦٩}.

تكون موجودات الشركة قابلة للزوال أو الاستهلاك، عندما يتعلق نشاطها بالتزام استغلال مورد من موارده الطبيعية، كاستغلال المناجم، أو الأبار، حيث لا يتبقى ما يتقاسمه الشركاء عند تصفية شركتهم، أو أن بعض الأسهم قد استهلكت والأخرى قد بقيت، أو بوجه من أوجه الاستغلال يستهلك بالاستعمال، أو يزول بعد مدة معينة، كالامتياز الذي هو حق استغلال مرفق من المرافق يتم منحه لمدة محددة.

هناك طرق عديدة لسداد قيمة الأسهم أثناء حياة الشركة كأن يتم تسديدها على دفعات، أو يمنح أحد الشركاء جزءاً بالقرعة في كل مرة، أو غير ذلك، ويتم استهلاك الأسهم من أرباح الشركة، أو من الاحتياطي، وليس من رأس المال.

لا بد أن يكون نظام الشركة قد نص على وجود أسهم تمتع، لأنه في حال عدم ذلك، سيبقى الأصل على ما هو عليه، بعدم جواز استهلاك الأسهم خلال حياة الشركة، ولا يجوز للجمعية العامة أن تقرر الاستهلاك عن طريق تعديل النظام، لما في ذلك من مساس بحقوق المساهمين، إلا بقرار من الجمعية العامة غير العادية وبموافقة ثلثي حاملي نوع الأسهم الذي يتعلق التعديل به^{٢٦٧٠}.

٢- السندات

السندات هي أوراق مالية تقوم بعض الشركات بإصدارها بهدف الحصول على أموال إضافية، إما لتوسيع نشاطها، أو لزيادة سيولتها النقدية، وهذا بخلاف طريقة زيادة رأس مال الشركة عن طريق طرح أسهم جديدة، فالسهم يمثل ملكية في أموال الشركة، أما السندات فتتمثل قرضاً لحاملها، فلا يدخل مجموعة من الشركاء الجدد في الشركة يزاخمون مساهميتها الأصليين، وفي ذات الوقت فإن لجوء الشركة إلى الاقتراض من البنوك قد يترتب عليه التزامات مالية كبيرة، وقد تكون تلك القروض محددة المدة بأزمان لا تتناسب مع متطلبات الشركة، لذلك تلجأ بعض الشركات إلى إصدار هذه الأوراق المالية.

سنبحث هنا تعريفها وخصائصها وأنواعها

^{٢٦٦٧} د علي سيد قاسم، قانون الأعمال الجزء الثاني، ص ٣٤٨

^{٢٦٦٨} د هاني صلاح سري الدين، مبادئ القانون التجاري المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٩، ص ٣٣١

^{٢٦٦٩} د علي سيد قاسم، المرجع السابق، ص ٣٤٧

^{٢٦٧٠} استناداً إلى نص المادة ٣٥ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١

تعريف السندات

السند لغة هو ما يعتمد عليه، ويمكن الركون إليه أو الاتكاء عليه، وهو أيضا ما قابلك من الجبل وعلا عن السفح ومعتمد الإنسان^{٢٦٧١}، أما في الاصطلاح، فقد أورد الفقهاء عدة تعريفات من بينها أنه "صك قابل للتداول تصدره الشركة ويتعلق بقرض طويل الأجل، يعقد عادة عن طريق دعوة الجمهور للاكتتاب، ويعطي صاحبه الحق في استيفاء الفوائد السنوية، وفي استرداد قيمته عند حلول الأجل، أو في وقت تعيينه الشركة"^{٢٦٧٢}.

وعرفها آخرون بأنها "هي التي تنتج عن قروض للشركات وتعطي حقا في فائدة ثابتة، وليس لها أرباح أو خسائر الشركة وتمثل ديناً على الشركات التي تصدرها"^{٢٦٧٣}، وهناك من عرفها بأنها "الصك الذي يثبت دين الشركة أمام المقرض"^{٢٦٧٤}.

فيما نجد أن المشرع الفرنسي ممثلاً بقانون الشركات في المادة ٢٨٤ قد عرف السندات بأنها "صكوك قابلة للتداول تصدر من نفس الجهة وتعطي نفس حقوق الدائنين على نفس القيمة الإسمية"^{٢٦٧٥}.

بينما لم يتطرق المشرع المصري إلى تعريف السندات، لكنه أجاز للشركات إصدار أسهم اسمية، حيث نص في المادة ٤٩ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بأن للشركة إصدار سندات اسمية، وتكون هذه السندات قابلة للتداول، ولا يجوز إصدار هذه السندات إلا بقرار من الجمعية العامة وبعد أداء رأس المال المصدر بالكامل، وبشرط أن لا 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...".

كما أن المشرع أجاز أيضا إصدار سندات في المادة ١٢ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال، حيث جاء فيها أنه "يكون إصدار السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى سواء كانت اسمية أو لحاملها بموافقة الجمعية العامة للشركة...". وأن السندات التي تطرح في اكتتاب عام يجب قيدها في جدول بورصات الأوراق المالية في مصر خلال سنة من تاريخ قفل باب الاكتتاب.

يتضح من خلال التعريفات المختلفة أن كل فريق ذهب لبيان خصائص معينة في السندات سواء المظهر الشكلي، أو الأثر الناتج عنها، أو الجهة التي يجوز لها إصدار هذه الورقة المالية، إلا أننا نختار التعريف الذي أورده أستاذنا الدكتور هاني سري الدين حيث عرف السند بأنه "وثيقة مادية قابلة للتداول تصدرها الشركات والمؤسسات ذات الشخصية المعنوية، عن طريق الاكتتاب العام،

٢٦٧١ لسان العرب لابن منظور ص ٣٨٧

٢٦٧٢ نهاد سباعي ووزق الله أنطاكي، الوسيط في الحقوق التجارية البرية، جامعة دمشق، سوريا، ١٩٦٤، ص ٤٦٨

٢٦٧٣ Henry(N) – traite des operation de changes bourse- Bnque- dunor editeur et thon (G) editeur ١٩٢٩ p

مشار إليه لدى د. طاهر شوقي مؤمن المرجع السابق ص ٣٠ ١١٠

٢٦٧٤ د. أكرم ياملكي، القانون التجاري، الشركات، مرجع سابق، ص ٣٠

٢٦٧٥ د. طاهر شوقي مؤمن، المرجع السابق

ويتمثل بقرض طويل الأجل، ويعطي لمالكة الحق في الحصول على فوائد دورية بالإضافة إلى استرداد قيمة الوثيقة المادية عند أجل معين^{٢٦٧٦}، فهذا تعريف شامل لشكل السند وخصائصه وجهات إصداره.

خصائص السندات

للسندات خصائص متعددة، تميزها عن الأسهم وبقية الأوراق المالية، تتشابه فيه مع بعضها وتختلف في البعض الآخر، وأهم ما يجعلها متشابهة، تساوي قيمة الإصدار الواحد وعدم القابلية للتجزئة والقابلية للتداول، لكنها تختلف بكونها قرضاً، ولا تجعل مالكة شريكاً في الشركة، مع بعض الخصائص التي نشير إليها فيما يأتي:

١- **تساوي القيمة الاسمية للسندات في الإصدار الواحد من حيث الحقوق والالتزامات وشروط الإصدار**، ونص المشرع المصري على ذلك حيث جاء في المادة ١٥٩ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بأن تصدر الشركة السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات من ذات الإصدار حقوقاً متساوية لحاملها في مواجهة الشركة.

٢- **تمثل السندات قرضاً جماعياً على الشركة التي طرحت السندات**، ويتساوى مقدار مجموع ما طرحت الشركة من سندات للاكتتاب مع القرض الكلي الذي هو مجموع القيمة الاسمية للسندات، ويكون هذا القرض الجماعي بمثابة دين على الشركة لكنه لا يجيز لمالكي السندات التدخل في إدارة الشركة أو حضور الاجتماعات^{٢٦٧٧} كاجتماع الجمعية العمومية أو غيره، فالسند هو قرض يجيز الحصول على الربح دون التدخل في الإدارة، والقرض لا يمنح الحق في الشراكة على عكس السهم.

٣- **القابلية للتداول**، وهذه إحدى أهم الميزات التي يحظى بها السند بأنه يمكن تداوله في البورصة، إن كان مقيداً فيها، وبالطريقة التجارية المتعارف عليها خارج البورصة، ويكون أسلوب التداول كالمعتاد في السندات الاسمية بأن يتم تداولها عن طريق القيد في سجلات الشركة، بينما يتم تداول السندات لحاملها عن طريق التسليم، وإن كان السند إذنياً أي للأمر فينتقل بطريق التظهير^{٢٦٧٨}.

٤- **عدم القابلية للتجزئة**، فإذا كان للسند أكثر من مالك، فعليهم إنابة ممثل ينوب المالكين تجاه الشركة^{٢٦٧٩}، وإن كان المشرع المصري لم ينص على هذه الخاصية، إلا أن هناك تشريعات فعلت، فقد نص التشريع السوري على أن أسناد القرض وثائق ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، وغير قابلة للتجزئة^{٢٦٨٠}.

٢٦٧٦ د هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء، مرجع سابق ٣٧٢

٢٦٧٧ د منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط٤، توزيع دار المعرفة الجامعية، ٢٠١٥، ص ٤٩٣، ود هاني

دويدار، النظام القانوني للتجارة ص ٥٣٣

٢٦٧٨ د محمد فريد العريني، الشركات التجارية، مرجع سابق ص ٢١٣

٢٦٧٩ د محمود سمير الشرفاوي، مرجع سابق، ص ١٨١

٢٦٨٠ المادة ٢/٥٩ من قانون التجارة السوري ومثله فعل قانون التجارة اللبناني في المادة ١٢٢، مشار إليه في علي الجميلي ص ١٠٧

٥- لا تصدر السندات إلا من الشركات المساهمة والتوصية بالأسهم، دون غيرها من الشركات، ولا يجوز إصدارها قبل أداء رأس المال بالكامل^{٢٦٨١}، وهناك حدود لقيمة السندات المصدرة بحيث لا تزيد قيمتها عن صافي أصول الشركة وقت الإصدار طبقاً لنص المادة ٤٩ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمواد ١٦١ و١٦٢ من لائحته التنفيذية، وعلّة ذلك واضحة، فلا ينبغي أن يتاح للشركة الاقتراض من الجمهور بالسندات قبل أن يستوفى رأس مالها أو أكثر منه، وإلا لكان إنشاء الشركات وسيلة للاستيلاء على أموال الآخرين دون ضمان حقيقي.

أنواع السندات

أوضحنا أن السندات هي أوراق مالية تمثل قرضاً على الشركة، ويسعى المقرض صاحب السند إلى الحصول على عائد من هذه الأوراق المالية، ويكون عائد هذا السند ثابتاً في الحالة التقليدية، لكن الأوساط المالية سعت إلى تطوير هذه العملية وتوسيع قاعدة التعامل بهذا الأسلوب التجاري، وأدى ذلك إلى استحداث أنواع متعددة من السندات، ومن الطبيعي ألا يبقى الحال مقيداً بأنواع محددة دون غيرها، سنتعرض هنا إلى بيان بعض أنواع السندات التي جرت الأسواق على التعامل فيها.

١- **السند العادي ذي الاستحقاق الثابت**: ويطلق عليه السند الاسمي، وهو صك يصدر بقيمة اسمية محددة يقوم المكتتب بدفع القيمة كاملة، ويكون لهذا السند مدة محددة هي فترة القرض التي يستحق مالك السند بعد إنهائها استرجاع قيمة السند التي دفعها، وخلال مدة القرض يحصل المستثمر على فوائد ثابتة كل مدة معينة يحددها الاتفاق^{٢٦٨٢}.

٢- **السند ذي العائد المتغير**: هو نفس السند العادي سوى أنه يختلف عنه في أن الفائدة التي يحصل عليها المستثمر خلال فترة القرض، قد تختلف من مدة إلى أخرى، وهي فائدة غير ثابتة، تختلف باختلاف ما حققته الشركة من أرباح، وهذا النوع من القرض هو المصحوب بالمشاركة في الأرباح^{٢٦٨٣}.

٣- **السند بعلاوة الوفاء**: وقد يسمى أيضاً السند بعلاوة الإصدار، وهذا السند عندما يتم تحديد قيمته عند إصداره، لا يقوم المستثمر بدفع كامل قيمته، بل يدفع أقل من قيمته، على سبيل المثال تكون قيمة السند ألف جنيه، فتصدره الشركة بمبلغ تسعمائة وخمسون جنيهاً، وهو المبلغ الذي يدفعه المستثمر، وتكون هذه الخمسون الجنيه هي علاوة الوفاء أو علاوة الإصدار، فعندما يستعيد المستثمر قيمة السهم عند نهاية القرض فهو يقبض ألف جنيه، بالإضافة إلى أنه يحصل على الفائدة الثابتة خلال مدة القرض، وفي العادة تكون هذه الفائدة أقل من الفائدة التي يمنحها السند العادي^{٢٦٨٤}.

٢٦٨١ فيما عدا حالة إذا كانت السندات مضمونة بكامل قيمتها برهن له الأولوية على ممتلكات الشركة، أو سند مضمون من الدولة، أو السندات المكتتبه بها بالكامل من البنوك التي تعمل في مجال الأوراق المالية، أو الشركات العقارية، وفقاً لشروط خاصة، وهذا ما نصت عليه المادة ٥٠ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١

٢٦٨٢ د سميحة القليوبي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ٧٤٧

٢٦٨٣ د عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، ١٩٩٨، ص ١٩٢

٢٦٨٤ د ثروت عبد الرحيم، الوجيز في القانون التجاري، دار النهضة العربية، ١٩٧٩، ص ٦١٢

٤- **السند المضمون:** وهو سند يصدر بضمان أو رهن أو كفالة، وقد يكون هذا الضمان شخصياً كالكفالة المصرفية أو عينياً كالرهن العقاري^{٢٦٨٥}، وقد تكون هذه السندات مضمونة من قبل الحكومة أو من قبل أحد البنوك أو الشركات لصالح أصحاب السندات^{٢٦٨٦}، تهدف من خلال الضمان إلى تشجيع المستثمرين على الاكتتاب في هذا النوع من السندات، ويحصل المستثمر فيه على عائد ثابت أو متغير بحسب الأحوال، وبكيفية السندات الأخرى، وهذا النوع من السندات وارد بالنص على اسمه في القانون المصري في المادة ١٦٣ وما بعدها من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

٥- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** هي سندات يحق لصاحبها طلب تحويلها إلى أسهم واقتضاء قيمتها كلما طلب ذلك، وهذا يكون منصوصاً عليه في نظام الشركة كي يعلم المساهمون فيها أن شركتهم قد تصدر هذا النوع من السندات، ويجب أن لا تقل قيمة أي من هذه السندات عن قيمة السهم، وتتغير الصفة القانونية لحامل السند عندما يصبح سهماً، فيصير حامله مساهماً في الشركة لا مقرضاً لها، إذا رغب في ذلك^{٢٦٨٧}.

ويكون المساهمون أولى من غيرهم في الحصول على هذه السندات^{٢٦٨٨}، وقد جاء إعطاء الأفضلية للمساهمين في الاشتراك بهذه السندات قياساً على حق أفضليتهم في الاشتراك في أي اكتتاب جديد للشركة، مع جواز إلغاء هذه الأفضلية من قبل الجمعية غير العادية، وهذا ما صدر به القضاء الفرنسي^{٢٦٨٩}.

نظم القانون المصري هذه السندات بشروط هي أن تمضي مدة زمنية تحددها الشركة في نشرة الاكتتاب، وكذلك أن يتم التحويل بموافقة صاحب السند، ومراعاة قواعد زيادة رأس المال، وأن يكون إصدار السندات بقرار من الجمعية العامة غير العادية بناء على اقتراح مجلس إدارة الشركة أو الشركاء المديرين^{٢٦٩٠}.

٦- **السندات ذات النصيب:** هو سند عادي لا يختلف عن هذه السندات ذات العائد الثابت، إلا أن الشركة التي تصدر هذا السند تقوم بإجراء قرعة تمنح إحدى أو بعض السندات الفائزة بالقرعة جائزة مالية كبيرة، ويجري هذا السحب في فترات زمنية قد تكون سنوية أو غير ذلك^{٢٦٩١}، عادة لا تعطي هذه السندات فوائد كبيرة حتى يمكن للشركة دفع الجوائز الكبيرة، من أمثلة هذه السندات تلك السندات التي أصدرها البنك العقاري في مصر^{٢٦٩٢}، وتهدف الشركات من خلال هذه السندات إلى إغراء المستثمرين بالاستثمار في هذه السندات ليرغب كل منهم بالجائزة لنفسه.

٢٦٨٥ د جاك يوسف الحكيم، الشركات التجارية، جامعة دمشق، ٢٠٠٠، ص ٣٧٨

٢٦٨٦ د سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ص ٣٢١

٢٦٨٧ د محمد فريد العريني، مرجع سابق، ص ٢١٥

٢٦٨٨ Picon, oliver-op cit p٨٦ مشار إليه لدى طاهر شوقي مؤمن

٢٦٨٩ جلسة ١٩٨٢/١/١٧، المجلة الاجتماعية ١٩٨٢-٨٢٢٥ مشار إليه لدى الدكتورة سميحة القليوبي ص ٥٥٧

٢٦٩٠ المواد ٥١ من قانون الشركات والمادة ١٦٥ من لائحته التنفيذية، وكذلك المادة ٣٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥

لسنة ١٩٩٢

٢٦٩١ د سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ص ٧٤٧

٢٦٩٢ د محمد أحمد محرز، مرجع سابق، ص ٥١١

٧- **السند الحكومي:** وهو أحد أهم أنواع السندات، وهو الذي تصدره الحكومة، وتهدف من خلاله إلى استجلاب أموال المواطنين بهدف تغطية عجز في مواردها، أو لحاجتها إلى الإنفاق دون وجود أموال كافية في الخزانة العامة، وعادة ما تصدر بسبب عجز الميزانية أو لوجود تضخم^{٢٦٩٣}، أو لظروف مالية أخرى.

وقد تصدر الحكومة هذه السندات على أشكال تتعلق بالمدة، كذلك السندات ذات المديونية قصيرة الأمد قد تكون ثلاثة أشهر ولا تزيد في أجلها عن عام، تسمى أذون الخزينة، وتقوم الدولة ببيع إذن الخزينة بأقل من قيمته الاسمية^{٢٦٩٤}، وفي العادة لا تمنح الحكومة عوائد عن هذه السندات، فيما عدا فارق الثمن الذي يكون بين سعر السند الاسمي وقيمه المدفوعة نقداً.

وهناك سندات أطول أمداً وتسمى سندات الخزينة، وهي أوراق مالية حكومية متوسطة الأجل بين عام إلى خمسة أعوام، وطويلة الأجل تبلغ مدتها أكثر من خمسة أعوام وربما تمتد إلى ثلاثين عاماً، تدفع الحكومة عوائد ثابتة عن هذه السندات سنوياً، لكن يجوز لحامل السند حق التصرف فيه دون الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق^{٢٦٩٥}، طبقاً لمبدأ قابلية السند للتداول.

٣- حصص التأسيس

حصص التأسيس وإن كانت أوراقاً مالية قابلة للتداول لكن التشريع الفرنسي قد ألغى العمل بهذا النوع من الأوراق، واعتبره ممنوعاً منذ مدة طويلة، ونحت المشرع المصري على حذو المثل، وإن كان المشرع المصري قد قيد إصدار وتداول هذه الأوراق الشروط خاصة والخلاصة أن حصص التأسيس هي صكوك تمنح لأشخاص لم يدفعوا رأس مال في الشركة وإنما تقديراً لجهود بذلها في الشركة أو خدمات أو مساعدات لإنجاح إنشاء الشركة، وبهذا يكون حاملوه في وضع أفضل من المساهمين كونهم يشتركون في الأرباح ولا يتحملون الخسارة فهم لم يدفعوا شيئاً^{٢٦٩٦}.

الفرع الثاني: أوراق مالية أخرى

تعاملت الأسواق المالية بالأوراق المالية التقليدية التي تم الحديث عنها كالأسهم والسندات، ومع تطور ونمو الحركة التجارية والسعي لاستجلاب المستثمرين والأموال، لاحظنا أن القائمين على تجارة الأوراق المالية يبتكرون أنواعاً وطرقاً للاستثمار، تضيف خصائص جديدة للورقة المالية، وتغير في أشكالها وأنواعها كما رأينا في الأوراق التقليدية.

وتطور الأمر بإصدار أوراق مالية لها ميزات أخرى في بعض التشريعات والأسواق وهي أوراق مالية مستحدثة، سنتحدث عن ما هو بارز منها كوثائق الاستثمار وشهادات الإيداع وصكوك التمويل.

٢٦٩٣ د منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص ٤٢

٢٦٩٤ المرجع نفسه ص ٥٦

٢٦٩٥ د ظاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص ٣٤

٢٦٩٦ للمزيد ينظر د سميحة القلوبي، الشركات التجارية ط ٤، المرجع السابق ص ٧٢٩، عزيز العكيلي، شرح القانون التجاري الشركات

التجارية ج ٤، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠٠٢، ص ٢٧٩

وثائق الاستثمار^{٢٦٩٧}

وثيقة الاستثمار هي الورقة المالية التي تمثل حصة حامل الوثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق، وهذا حسب تعريف المشرع المصري^{٢٦٩٨}، ولكن بما أن المشرع ينص على الأحكام، ويقوم الفقهاء بالاعتناء بالتعريفات فإننا سنتعرض لتعريفها وخصائصها:

تعريفها: هناك من عرفها بأنها "صكوك تسلمها صناديق الاستثمار مقابل المبالغ النقدية التي يودعها الراغبون في استثمار أموالهم في الأوراق المالية"^{٢٦٩٩}، وعرفها آخر بأنها "أوراق مالية تصدر في صورة وثائق استثمار بقيمة اسمية واحدة في ذات الإصدار، تصدرها صناديق الاستثمار مقابل أموال المستثمرين، وتتخذ الشكل الاسمي أو لحامله، وقابلة للتداول في البورصة"^{٢٧٠٠}، ويمكن الإضافة على هذا التعريف بإضافة المزيد من الخصائص بالقول بأنها تصدر بحد أدنى وأقصى محدد بحكم القانون، والذي يدير نشاط الصندوق جهة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار ويطلق على هذه الجهة اسم مدير الاستثمار.

ومن الواضح أن الوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار هي استثمار مدخرات المكتتبين في هذا النوع من الأوراق المالية التي يصدرها الصندوق، فيستفيد من خدماتها جمهور الناس ممن لا تتوفر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة خاصة من الأوراق المالية بحيث يكون لهم حصة شائعة في محفظة الصندوق^{٢٧٠١}.

وقد أنشئ العمل بهذا الصندوق في التشريع الفرنسي في المادة ٢٨٩ من قانون الشركات الفرنسي الصادر عام ١٩٦٦ المعدل أخيراً في العام ٢٠٠٠ على أنه "تنشأ صناديق الاستثمار من أجل استثمار المدخرات في أنواع مختلفة من الأوراق المالية وتصدر تلك الصناديق وثائق استثمار اسمية أو لحاملها"^{٢٧٠٢}، وعلى غرار ذلك سار المشرع المصري حسب نص المادة ٣٥ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه "يجوز إنشاء صناديق استثمار تهدف إلى استثمار المدخرات والأوراق المالية في الحدود ووفقاً للأوضاع التي تبينها اللائحة التنفيذية".

٢٦٩٧ تختلف وثائق الاستثمار عن كل من شهادات الاستثمار، وعن صكوك الاستثمار، فصكوك الاستثمار هي وثائق تصدرها شركة الأموال لاستثمارها وفقاً للقانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ ولا يجوز تداولها وقيدها في بورصة الأوراق المالية، ويحق لصاحب الصك الاشتراك في الأرباح ويلتزم بالخسائر وفي ناتج حملة تصفية الأسهم وبعد حملة السندات، للمزيد عنها يرجع دسميحة القليوبي، الشركات التجارية ص ٥٩٣، و د أحمد شرف الدين، الدليل القانوني لتوظيف الأموال، كتاب الأهرام الاقتصادي العدد التاسع ١٩٨٨ ص ٢١٦، أما شهادات الاستثمار، فهي عبارة عن صكوك تصدرها الشركات أو البنوك، تكون ذات مدة محددة كثلاث أو خمس سنوات يستردها صاحبها بعد مضي المدة ويكون مصلحته منها هو ما تدره من عوائد شهرية أو فصلية أو سنوية ثابتة أو متغيرة، هي غير قابلة للتداول أو القيد في بورصة الأوراق المالية، ومثال لها ما يصدر عن البنك الأهلي المصري من شهادات استثمار متنوعة.

٢٦٩٨ المادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال

٢٦٩٩ د فايز نعيم رضوان، الشركات التجارية، مكتبة الجلاء بالمنصورة، ط١، ١٩٩٤، ص ٤٦٤

٢٧٠٠ د إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة،

٢٠٠٨، ص ٨٥

٢٧٠١ د أحمد شرف الدين، دليل المدخر للاستثمار في الأوراق المالية (صناديق الاستثمار)، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد ٨١ نوفمبر

١٩٩٤ ص ٦

٢٧٠٢ د سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠، ص ١٨٥

وكان المشرع المصري قد عرف صندوق الاستثمار بأنه "وعاء استثماري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في الاستثمار في المجالات الواردة في هذه اللائحة ويديره مدير استثمار مقابل أتعاب"^{٢٧٠٣}.

إن إنشاء صناديق للاستثمار هو المعنى بإصدار مثل هذه الأوراق يجعل من الحري بنا أن نوضح شروط إنشاء هذا الصندوق، حيث نص المشرع المصري على نوعين من صناديق الاستثمار هما:

١- صندوق استثمار يتخذ شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي وتكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه، أو المتعاملين معه، أو ممن تربطهم علاقة أو مصلحة.

٢- البنوك وشركات التأمين، بإمكانها مزاوله نشاط صناديق الاستثمار بعد الحصول على موافقة البنك المركزي المصري، أو الهيئة المصرية للرقابة على التأمين حسب الأحوال^{٢٧٠٤}.

يهدف المشرع من إصدار هذا النوع من الصكوك إلى زيادة المعروض من الأوراق المالية المتنوعة كي تلائم الأهداف الاستثمارية لمختلف المستثمرين، كما أنها تعد عنصراً فعالاً لتنشيط البورصة^{٢٧٠٥}، كما توفر لضعفاء المستثمرين أداة استثمارية من خلال مشاركة البنوك في الاستثمار في الأوراق المالية، بدلا من استثمار البنوك أموال العملاء في الأوراق المالية بصورة غير مباشرة، من خلال إدارة محافظ الأوراق المالية^{٢٧٠٦}.

خصائص وثائق الاستثمار

لوثائق الاستثمار خصائص تتشابه مع غيرها من الأوراق المالية وتختلف عنها أيضا، نبيها كما يأتي:

- ١- أنها صكوك اسمية^{٢٧٠٧}، تصدر بقيمة واحدة تحدد قيمتها بسعر لا يقل عن عشرة جنيهاً ولا تزيد عن ألف جنيه، ويجب الوفاء بقيمتها كاملة بطريقة نقدية^{٢٧٠٨}.
- ٢- تمنح وثائق الاستثمار لصاحبها حق الاشتراك في إدارة صندوق الاستثمار، لكن هذه الإدارة هي إدارة غير مباشرة، حيث يشترك حملة الوثائق في اختيار مجلس إدارة الصندوق، ويقوم المجلس بدوره باختيار مدير الاستثمار، وهو الشركة المسؤولة عن إدارة أصول والتزامات الصندوق، وهو

٢٧٠٣ المادة ١٧٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

٢٧٠٤ المادة سالفه الذكر

٢٧٠٥ د فايز نعيم رضوان، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص ٤٦٤

٢٧٠٦ د نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٣، ص ٢٥٢

٢٧٠٧ نص المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

٢٧٠٨ لا يجوز أن تكون وثائق الاستثمار عبارة عن حصص عينية أو معنوية أيا كان نوعها، كما أن وثائق الاستثمار لا يجوز أن تكون لحاملها، إلا بشرط موافقة الهيئة العامة لسوق المال وأن لا تزيد قيمة الإصدارات لحاملها عن ٢٥% من مجموع الوثائق المصدرة

الذي يقوم بإدارة الوثائق^{٢٧٠٩}، مع مراعاة أن تشكيل مجلس إدارة صندوق الاستثمار يجب أن يكون ذا أغلبية من غير المستثمرين فيه أو المساهمين أو حملة الوثائق أو المتعاملين معهم^{٢٧١٠}.

٣- لحامل وثيقة الاستثمار الحق في الاشتراك في الأرباح وعليه الالتزام بالخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق بنسبة ما يملكه من هذه الوثائق وقيمتها.

٤- وثائق الاستثمار هي أوراق مالية قابلة للتداول، إذا كانت صادرة عن صندوق استثمار كان قد اتخذ شكل الشركة المساهمة، وهذا هو الأصل إذ أنه يجب أن يتخذ الصندوق شكل شركة المساهمة برأس مال نقدي^{٢٧١١}، وتتولى شركات المساهمة طرح صندوق استثمار أو أكثر وفقاً للضوابط التي تضعها هيئة سوق المال^{٢٧١٢}.

وبهذا يجب التفريق بين صكوك الاستثمار التي تصدرها شركات تلقي الأموال لاستثمارها وفقاً للقانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ التي لا يجوز تداولها أو قيدها في بورصة الأوراق المالية، وإنما يحق لصاحب الصك الاشتراك في الأرباح والخسائر وفي ناتج التصفية قبل حملة الأسهم وبعد حملة السندات.

٥- من أهم الخصائص أن مالك هذه الوثائق هو محدود المسؤولية، فلا تمتد مسؤولية الأموال المستثمرة في وثائق الاستثمار إلى خارج قيمتها.

٦- يوزع ناتج التصفية بين مساهمي شركة الصندوق وأصحاب وثائق الاستثمار في تاريخ التصفية بنسبة رأس مال الشركة المدفوع ورصيد حملة الوثائق في ذلك التاريخ^{٢٧١٣}.

٧- يجوز استرداد قيمتها قبل انقضاء مدتها إذا نصت نشرة الاكتتاب على هذا الحق^{٢٧١٤}.

هذه الوثائق هي إحدى أدوات تنشيط البورصة وتفعيل دور الأسواق المالية وتشجيع المدخرين، وبنبغي الحث على تطويرها وتعدد أشكالها، مثلما حصل مع الأوراق المالية التقليدية، ونتوقع وجود أثر حسن على تطويرها في أداء السوق المالي.

٢ - شهادات الإيداع

كما تم ذكره أن سوق رؤوس الأموال يتجه نحو التطور والتوسع، سعياً لتحقيق أكبر كم من المكاسب، ويكون ذلك من خلال أسواق جديدة وأشخاص ومستثمرين أكثر، ومن خلال أدوات مبتكرة، كان من بينها هذا النوع من الأوراق المالية وهي شهادات الإيداع^{٢٧١٥}، وهذه الأوراق لا

٢٧٠٩ بنص المادة ١٤١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

٢٧١٠ نص المادة ١٤٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

٢٧١١ نص المادة ٣٥ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

٢٧١٢ نص المادة ١٤٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

٢٧١٣ د سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص ١٨٢

٢٧١٤ نص المادة ١٥٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

٢٧١٥ للمزيد وبصفة عامة حول التنظيم القانوني لشهادات الإيداع الدولية، ينظر Fuller, G, The Law and Practice of International

Capital Markets, 2nd edition, ٢٠٠٩, P ٢٣٤-٢٣٦

تكتفي بالسوق المحلية، بل يسعى إلى تسويق الأوراق إلى خارج الحدود، وهناك مستثمرون هم من يبحثون عن الاستثمار في بورصات الدول الأخرى، لذلك كانت هذه الشهادات هي الحل الأنسب للمستثمرين الذين يريدون الاستثمار في بورصات دول أخرى.

هناك شهادات الإيداع الدولية Global Depository Receipt، وهناك أيضا شهادات إيداع مصرية وهي التي تتم بمعرفة أحد البنوك المحلية، والتي تصدر بناء على تعليمات بنك أجنبي يتعامل مع البنك المصري، ويتضمن مقابل أسهم إحدى الشركات المتداولة في أحد البورصات التي يعمل بها البنك الأجنبي، أي إحدى البورصات الأجنبية، وتمثل شهادة إيداع عدداً من الأسهم مودعة لدى البنك الأجنبي، وقد تم قيدت شهادات إيداع مصرية في البورصة (EDRs) اختصاراً لـ Egyptian Depository Receipts، كانت أول تلك الشهادات لأسهم شركة أوراسكوم القابضة للتنمية التي يتم تداولها في بورصة سويسرا^{٢٧١٦}، اسمها "ODH" Orascom Development Holding والمالك المسجل بدفاتر الشركة السويسرية ولدى البورصة السويسرية هو شركة مصر للمقاصة^{٢٧١٧}.

ظهرت شهادات الإيداع أول مرة في عشرينيات القرن الماضي عندما بدأ مستثمرون أمريكيون بشراء أسهم في شركات بريطانية، مستندين على مفهوم معين في القوانين الأمريكية والإنجليزية يقر بوجود فرق بين الملكية القانونية والملكية الانتفاعية، فالملكية الانتفاعية تنقل إلى صاحبها حق التمتع بالشيء المملوك في حين أن الملكية القانونية هي ملكية لأصل الحق، ودخلت هذه المفاهيم في سوق رأس المال المصري تحت مسمى المالك المسجل والملك المستفيد^{٢٧١٨}.

تعريفها

شهادات الإيداع الدولية هي أدوات مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية تقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية، مثل بنك نيويورك Bank of Newyork، أو البنك الألماني Deutsche Bank، وتكون صادرة بعملة أجنبية كالدولار الأمريكي أو غيره من العملات المتداولة في السوق الحرة، مقابل غطاء يقابلها من الأسهم المحلية وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية، ويتم إيداع الأوراق المالية لتلك الشركة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار الذي يكون بنكاً محلياً في العادة، ومن ثم فإنه يتم تداول هذه الشهادات كبديل عن الأوراق المالية الأصلية^{٢٧١٩}.

وهناك من اعتبر ان شهادات الإيداع الدولية هي شهادات يتم إصدارها وتداولها في أكثر من سوق مالي من الأسواق المالية الدولية خاصة في أوروبا، وفقاً لشروط ومتطلبات معينة، وفرق بينها وبين

٢٧١٦ د محمد إسماعيل هاشم، أسواق الأوراق المالية والبورصة المصرية، الجوانب العلمية وأصولها القانونية، العمرانية للطباعة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٥، ص ٥٢

٢٧١٧ د هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة وفقاً لأحكام قانون سوق الأوراق المصري، مرجع سابق، ص ٨٦

٢٧١٨ د صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مركز المساندة القانونية، الطبعة الأولى، ٢٠١٠ ص ٦٨، وقد تعامل المشرع المصري مع هذه الأوراق المالية ونظمها وفقاً للقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ الخاص بالإيداع والقيود المركزي، الصادر بتاريخ ٢٠٠٠/٥/١٨ والمنشور بالجريدة الرسمية العدد رقم ٢٠

٢٧١٩ كتيب صادر عن بورصتي القاهرة والإسكندرية خاص بشهادات الإيداع، بدون ناشر، ص ١

شهادات الإيداع الأمريكية American Depository Receipts ADRs معللا بأن الأخيرة هي الشهادات التي يتم إصدارها وتداولها في الولايات المتحدة الأمريكية مقابل إيداع الأوراق المالية لإحدى الشركات الأجنبية^{٢٧٢٠}.

خصائص شهادات الإيداع

لشهادات الإيداع خصائص، تتشابه وتختلف عن بقية الأوراق المالية، وأهمها ما يأتي:

- ١- **القابلية للتداول:** هذه الميزة هي أحد أهم الأسباب التي تم استحداث هذه الأوراق المالية من أجلها، ومن اللافت أنه يجوز تداولها ليس في البورصات المحلية فقط، بل في البورصات الدولية أيضاً، استناداً إلى ما نصت عليه المادة ٦ من قانون الإيداع والقيود المركزي^{٢٧٢١}.
- ٢- **صدورها بالعملة الأجنبية:** تتميز هذه الأوراق بالاختلاف عن الأوراق الصادرة بالعملة المحلية وصدورها بعملة أجنبية كالدولار الأمريكي وذلك لتسهيل عملية تداولها بين الأسواق العالمية وكذلك لتقليل مخاطر التفاوت في سعر صرف العملة التي قد تواجهها الشركة المصدرة أو المستثمرون الأجانب.
- ٣- **تصدر بناء على اتفاق** بين الشركة المصدرة للأوراق وبنك الإيداع، وهي البنوك المسجلة لدى البنك المركزي المصري، والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وكذلك الشركات الأجنبية التي تمارس نشاط الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، بشرط أن يكون مقرها الرئيس خاضعاً للرقابة^{٢٧٢٢}.
- ٤- بما أن هذه الشهادات دولية، فهي **تقيد بالبورصات العالمية**، وتعتبر بورصة لندن وبورصة نيويورك من أكثر البورصات التي تقيد الأوراق المالية الأجنبية وشهادات الإيداع الدولية^{٢٧٢٣}.
- ٥- تصدر الشهادات مقابل **أسهم اسمية** فقط من ذات النوع والقيمة وتتماثل في الإصدار والعملة، كما تتماثل في مزاياها التي تنتجها، وتحل محل بعضها^{٢٧٢٤}.
- ٦- **يجوز قيد الشهادات باسم شخص معين** يكون هو المالك المسجل، وفي ذات الوقت تكون حقوق هذه الورقة المالية لشخص آخر يسمى المالك المستفيد^{٢٧٢٥}.

٢٧٢٠ د ظاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق ص ٤٧

٢٧٢١ جاء في نص المادة ٦ .." ويقصد ببنوك الإيداع البنوك التي تصدر شهادات إيداع والجهات يتم قيدها وتداولها في بورصات الأوراق المالية المحلية أو الدولية في مقابل ملكيتها مسجلة لأوراق مالية ...". وذلك من القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ بإصدار قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية ولائحته التنفيذية صادرة بقرار وزير التجارة الخارجية رقم ٩٠٦ لسنة ٢٠٠١

٢٧٢٢ استناداً إلى نص المادة ١٩ من قانون الإيداع والقيود المركزي أنف الإشارة إليه

٢٧٢٣ د ظاهر شوقي مؤمن، المرجع السابق ص ٤٨

٢٧٢٤ استناداً إلى نص المادتين ٨ و ٣٤ من قانون الإيداع والقيود المركزي

٢٧٢٥ نصت المادة ٥ من قانون الإيداع والقيود المركزي، على أن لمالك الورقة المالية جميع الحقوق التي تنتجها ملكيتها لها، ويتم إيداع وقيد الورقة باسمه، ومع ذلك يجوز أن تودع الأوراق وتفيد باسم شخص ويكون لشخص آخر أو أكثر الحقوق التي تنتجها، ويطلق على الأول

٧- ليس لحامل شهادات الإيداع الدولية حق التصويت في الجمعيات العامة للشركة رغم أنه مالك أسهم، ذلك لأنها أسهم محلية مقابلة لشهادات الإيداع، لكن له الحقوق المترتبة لمالك الأسهم المحلية من حيث التوزيعات النقدية والعينية، وبيع الأسهم، وصراف الأرباح، والرهن واستخدام حقوق الأولوية، كما أن توزيع الأرباح يكون عن طريق الشركة بالعملة المحلية بعد خصم الضرائب إن وجدت، وذلك بناء على وثائق تقوم الشركة باستحداثها تحل محل صكوك الأوراق المالية^{٢٧٢٦}.

٣- صكوك التمويل

استخدم المشرع المصري في القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ بشأن الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها، صكوك التمويل لأول مرة، وكان دافع المشرع إلى تنظيم هذا النوع من الأوراق المالية هو تفادي العيوب في الأوراق المالية الأخرى التقليدية كالسندات، حيث يعتبر هذا حافظاً لتنشيط المشروعات وحركة الادخار بشكل يتلاءم مع رغبات الأفراد وسوق المال المصري^{٢٧٢٧}، ثم جاء القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال المصري، وأكد على أن صكوك التمويل كورقة مالية من الأوراق التي تصدرها شركات الأموال^{٢٧٢٨}، وجعلها ذات عائد متغير.

صكوك التمويل هي وثائق اسمية أو لحاملها، وقد تكون في شكل قيود حسابية خصوصاً أن شركات تلقي الأموال لاستثمارها نوع من الشركات المساهمة ذات الاكتتاب العام التي تحصل على أموال المستثمرين الراغبين في استثمارها، وتقوم بذلك بالنيابة عنهم وقد نظمها قانون الشركات المشار إليه آنفاً، وخولها إصدار صكوك استثمار وليس صكوك تمويل^{٢٧٢٩}، وقد سبقت الإشارة إلى أن صكوك الاستثمار غير قابلة للتداول.

بالإضافة إلى ذلك فإن شركات تلقي الأموال لا تنشأ أصلاً لغرض تجميع الأموال واستثمارها بما يعني أنها تحصل على الأموال بصفة دورية، أي أنها ليست بحاجة إلى تمويل مشروعاتها عن طريق إصدار صكوك تمويل^{٢٧٣٠}.

تعريفها: عرفت صكوك التمويل من ناحية التركيز على الاكتتاب بأنها "وثائق التمويل المتنوعة التي تصدرها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم مقابل الأموال التي تتلقاها عن طريق الاكتتاب العام من الأفراد أو عن طريق تغطيتها بالكامل بواسطة البنوك وشركات التأمين والشركات الأخرى المرتبطة بذلك"^{٢٧٣١}.

اسم "المالك المسجل" وعلى الثاني اسم "المالك المستفيد" وفي هذه الحالة يلتزم المالك المسجل بالتزامات أمناء الحفظ المنصوص عليها في هذا القانون. والحديث مستفاض في هذه الدراسة، عن هذا الموضوع

٢٧٢٦ استناداً إلى نص المادة ٢٥ من قانون الإيداع والقيود المركزي

٢٧٢٧ د سيد طه بدوي، ص ٨٩

٢٧٢٨ المادة ٣٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

٢٧٢٩ د علي سيد قاسم، قانون الأعمال، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص ٣٩٢-٣٩٤

٢٧٣٠ د سميحة القليوبي، الوجيز في شرح قانون التجارة المصري، مرجع سابق ص ٧٨١

٢٧٣١ د عصام حنفي محمود، صكوك التمويل والاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة، مرجع سابق، ص ٩٦

وهناك تعريف آخر ركز على الفائدة المتغيرة فقال أنها "نوع من السندات التي يجوز للشركات إصدارها للاقتراض عن طريقها من الجمهور نظراً لإحجامه عن الاكتتاب في السندات التي تطرحها الشركات، ولا يحصل حاملها على فائدة ثابتة، وإنما يحصل على عائد متغير لا يجاوز ما حدده البنك المركزي"^{٢٧٣٢}.

وتعريف ثالث ركز على خصائص هذه الورقة المالية بأنها "وثائق تعاقدية متنوعة اسمية أو لحاملها قابلة للتداول في البورصة تصدرها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم بعد أداء رأس المال المصدر بالكامل مقابل الأموال التي تتلقاها لمواجهة الاحتياجات التمويلية لها أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها والتي تعطي لحاملها من ذات الإصدار الواحد حقوقاً متساوية مع حقهم في تحويلها إلى أسهم إذا ما تم الاتفاق على ذلك"^{٢٧٣٣}.

خصائص صكوك التمويل

أهم خصائصها ومميزات هذه الصكوك أنها

١- **قابلة للتداول:** وذلك من أهم الميزات التي تتمتع بها هذه الورقة المالية، وقد أجاز القانون تداولها حيث نصت المادة ٣٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال أنه "تصدر السندات أو صكوك التمويل في شكل شهادات اسمية أو لحاملها قابلة للتداول"، وبهذا فإن طريقة التداول ستكون بطريقة القيد في الدفاتر الخاصة بالشركة المصدرة، إن كانت صكوكاً اسمية، وعن طريق التسليم إن كانت لحاملها.

٢- **يجوز أن تكون هذه الصكوك اسمية أو لحاملها،** استناداً إلى ما نصت عليه المادة ٣٧ من لائحة قانون سوق رأس المال آفة الذكر، وتكون هذه الصكوك متساوية القيمة .

٣- **عدم القابلية للتجزئة،** كبقية الأوراق المالية ذات هذه الخاصية، فإذا انتقلت ملكية الصك إلى أشخاص متعددين، كالانتقال بالإرث أو بغيره، تعين عليهم تحديد شخص واحد ممثلاً أمام الشركة عن مالكي الصك.

٤- **تصدر هذه الصكوك من قبل شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم.**

٥- **لا يتمتع حامل الصك بالحق في الاشتراك في إدارة الشركة أو التصويت على قرارات الجمعية العامة أو الترشيح لعضوية مجلس إدارتها**^{٢٧٣٤}، لكنه يتمتع بالحصول على نصيبه من الأرباح، وعليه الاشتراك في الخسائر.

٦- **العائد متغير،** وبالإمكان أن يزيد هذا العائد الذي يغله الصك، وليس هناك حد أقصى يقيد هذا العائد في القانون المصري، إلا أن سوق المال الذي أتاح المجال للجمعية العامة للشركة أن توافق

^{٢٧٣٢} د ثروت علي عبدالرحيم، مرجع سابق، ص ٦١٨

^{٢٧٣٣} د عصام حنفي محمود، مرجع سابق، ص ١٠١

^{٢٧٣٤} د عصام حنفي محمود، المرجع السابق، ص ١٥٩

على تحديد غلة هذا الصك^{٢٧٣٥}، أما في فرنسا، فلا يتعدى الجزء المتغير في العائد ٤٠% من القيمة الاسمية للصك^{٢٧٣٦}.

الخاتمة

عني هذا البحث بدراسة إنشاء وماهية أدوات التداول، وتبين أن هناك اساليب عدة تصدر بها الأدوات محل التداول، من أهمها الاكتتاب، الذي قد يكون عاماً أو خاصاً، وقد يكون لإنشاء الشركة وتأسيسها، أو لزيادة رأس مالها، كما أن هناك طرقاً أخرى لإصدار الأوراق المالية من بينها إصدار أدون الخزنة والتي تصدرها الحكومة، كما هناك التوريق وهو تسهيل أصول مادية في مقابل أوراق يمكن تداولها، وهناك الخصخصة التي تتم بتقييم أصل مادي بأوراق مالية يمكن تداولها، وهناك أنواع كثيرة للأوراق المالية تم بيانها وخصائصها.

٢٧٣٥ المادة ١٢ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

٢٧٣٦ د طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص ٣٨

مصادر ومراجع البحث

- (١) أحمد سعيد الشهراني، عمليات الأوراق المالية العاجلة والأجلة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧
- (٢) إسماعيل عبد العال السيد، الأدوات والسياسات المستحدثة في أسواق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٨
- (٣) برهان سمير راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٥
- (٤) جورج ريبير و رينيه روبلو، المطول في القانون التجاري، لويس فوجال و ميشال جرمان وفيليب ديلبيك، ترجمة د علي مقلد، الطبعة الثانية، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، ٢٠١١
- (٥) حسنة حامد نعمة الله، أسواق الأوراق المالية دراسة نظرية مقارنة، جامعة الزقازيق، كلية الحقوق، ٢٠٠٥
- (٦) د أحمد شرف الدين، دليل المدخر للاستثمار في الأوراق المالية (صناديق الاستثمار)، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد ٨١ نوفمبر ١٩٩٤
- (٧) د أحمد فاروق وشاحي، عملية التوريق بين النظرية والتطبيق، دراسة لأحكام القانون المصري والقوانين المقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، دون تاريخ نشر
- (٨) د أحمد محرز، الوسيط في الشركات التجارية، ط٢، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٤
- (٩) د أحمد محمد محرز، النظام القانوني لتحول القطاع العام إلى القطاع الخاص (الخصخصة)، النسر الذهبي للطباعة، القاهرة، ١٩٩٥
- (١٠) د أحمد مخلوف، المطول في شرح قانون التجارة المصري الجديد والبورصة المصرية، الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٥
- (١١) د أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، ط٢، دار السلام للطباعة والنشر، ٢٠١١
- (١٢) د أكرم يا ملكي، القانون التجاري، دار الثقافة عمان، ٢٠٠٦
- (١٣) د ثروت عبد الرحيم، الوجيز في القانون التجاري، دار النهضة العربية، ١٩٧٩
- (١٤) د جاك يوسف الحكيم، الشركات التجارية، جامعة دمشق، ٢٠٠٠
- (١٥) د حسام الدين عبد الغني الصغير، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال للعاملين في إطار البرنامج الحكومي لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص (برنامج الخصخصة)، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٤
- (١٦) د حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون، الممارسة والإطار القانوني، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات الخامس عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٧
- (١٧) د خليل فيكتور تادارس، المركز المسيطر للمشروع في السوق المعنية على ضوء أحكام قوانين حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية-دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة
- (١٨) د سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الحديدة الصادرة بالقرار الوزاري رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٤

- (١٩) د سامي عبد الباقي أبو صالح، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري الواقع والخلول- دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، ٢٠١٦
- (٢٠) د سامي محمد الخرايشة، حوكمة شركات المساهمة المدرجة في البورصة، ط١ مطبعة الجامعة الأردنية، ٢٠١٣
- (٢١) د سميحة القليوبي، الأوراق التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٧
- (٢٢) د سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٢
- (٢٣) د سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، ١٩٩٣
- (٢٤) د سميحة القليوبي، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، ٢٠١٢
- (٢٥) د سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠
- (٢٦) د صالح أحمد البربري، بورصة الأوراق المالية والممارسات التي تؤثر في كفاءة أداء وظائفها وقواعد الضبط، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، ٢٠٠١
- (٢٧) د صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مركز المساندة القانونية، الطبعة الأولى، ٢٠١٠
- (٢٨) د طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي، ط١، المركز القومي للدراسات القانونية، القاهرة، ٢٠١٥
- (٢٩) د عاشور عبد الجواد عبدالحميد، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٥
- (٣٠) د عاشور عبد الجواد عبدالحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دراسة في تشريعات مصر والكويت والأردن مقارنة بالنظامين الفرنسي والأمريكي، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥
- (٣١) د عبد الهادي مقل، في بورصة الأوراق المالية وقانون سوق رأس المال، ط٤، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٤
- (٣٢) د عزيز العكيلي، الشركات التجارية في القانون الأردني، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ١٩٩٥
- (٣٣) د عزيز العكيلي، شرح القانون التجاري الشركات التجارية ج٤، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠٠٢
- (٣٤) د عصام حنفي محمود موسى، صكوك التمويل والاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة، دار المسلم، ١٩٩٥
- (٣٥) د عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، ١٩٩٨
- (٣٦) د على سيد قاسم، قانون الأعمال الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٤
- (٣٧) د علي سيد قاسم، قانون الأعمال، الجزء الثالث، الأوراق التجارية، دار النهضة العربية، الطبعة الثالثة، ٢٠٠٤
- (٣٨) د علي البارودي، القانون التجاري، منشأة المعارف بالإسكندرية، ١٩٧٥
- (٣٩) د علي جمال الدين عوض، العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٠

- (٤٠) د علي حسن يونس، الوسيط في الشركات التجارية، دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٦٠
- (٤١) د فايز نعيم رضوان ود نجيب بكير ود نادية محمد معوض، الوجيز في القانون التجاري، دار النهضة العربية، ٢٠٠٠
- (٤٢) د فايز نعيم رضوان، الشركات التجارية، مكتبة الجلاء بالمنصورة، ط١، ١٩٩٤
- (٤٣) د محسن شفيق، الوسيط في شرح القانون التجاري، ج١، دون دار نشر، القاهرة، ١٩٩٢
- (٤٤) د محمد إسماعيل هاشم، أسواق الأوراق المالية والبورصة المصرية، الجوانب العلمية وأصولها القانونية، العمرانية للطباعة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٥
- (٤٥) د محمد بهجت عبد الرحمن، الموجز في الصكوك التجاري، نظرية الأعمال التجارية، التاجر، عمليات البنوك والأوراق التجارية والشركات التجارية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٨
- (٤٦) د محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، ١٩٩٢
- (٤٧) د محمد فريد العريني، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٣
- (٤٨) د محمد كامل أمين ملش، الشركات، تأسيسها، إدارتها، انقضاؤها، دون ناشر، القاهرة
- (٤٩) د محمود سمير الشرفاوي، الشركات التجارية في القانون المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٦
- (٥٠) د مختار أحمد البربري، قانون المعاملات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٦
- (٥١) د مصطفى كمال طه، القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، ١٩٩٦
- (٥٢) د منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط٤، توزيع دار المعرفة الجامعية، ٢٠١٥
- (٥٣) د منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ٢٠١٥
- (٥٤) د نصر علي طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصيلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٣
- (٥٥) د هاني سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة، وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال المصري، ط٢، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٣
- (٥٦) د هاني صلاح سري الدين، مبادئ القانون التجاري المصري، مقدمة عامة للتعريف بالقانون التجاري ومصادرة نظرية الأعمال التجارية والشركات التجارية والأموال التجارية، ٢٠٠٩
- (٥٧) سميحة القليوبي، الشركات التجارية،
- (٥٨) صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية وفقاً للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠

- (٥٩) طاهر شوقي مؤمن، الإطار القانوني لبيع الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٧
- (٦٠) على حسين كعود الجميلي، شركات السمسرة في الأوراق المالية ومسئوليتها، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠١٥
- (٦١) غيث مصطفى الخصاونة، النظام القانوني لتداول الأسهم في شركات المساهمة، دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، ٢٠٠٦
- (٦٢) القاضي أنطوان الناشف و خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج٢، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، ٢٠٠٠
- (٦٣) نهاد سباعي ورزق الله أنطاكي، الوسيط في الحقوق التجارية البرية، جامعة دمشق، سوريا، ١٩٦٤
- (٦٤) هالة كمال محمد إسماعيل، الالتزام بالإيداع والقيود المركزي وفقاً للقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٧
- (٦٥) يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ١٩٨٢

- ٦٦) Aguide to the main market, London on stock Exchang , Jonathan Fisher and Jane Bewsey, The Law of Investor Protortion supra
- ٦٧) Fuller,G, The Law and Practice of International Capital Markets, ٢nd edition, ٢٠٠٩
- ٦٨) The CIS ٢٠١٠ Mode Law "One Joint-Stock Companies" for Central and Eastren European law, article ١٤ p١١
- ٦٩) Todd Haberly, The Enron Bankruptcy Chapter ١١ Reorganization, Forbes Online ٣ December ٢٠٠١
- ٧٠) Vegal, L, Du Druit commercial a droit economique (L.G.D.J) ١٩th edition ٢٠١٠
- ٧١) Zelnski Robert and Hollowly Nigel, Unequal Equities, ١٩٩١