



جمهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة ميسان / كلية القانون
الدراسات العليا/ القانون الخاص

التنظيم القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

(دراسة مقارنة)

رسالة تقدم بها الطالب

علي محسن عبيد الزبيدي

إلى مجلس كلية القانون - جامعة ميسان

وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في القانون الخاص

بإشراف

أ.م.د. عمر ناطق يحيى

استاذ القانون التجاري والبحري المساعد

الاية القرآنية

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ
تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ

صِدْقَةُ اللَّهِ الْعَلِيِّ الْعَظِيمِ

(٢٩٠ النساء)



... الأهداء ...

إلى

الرجل الذي انتشل آمالنا من الخيبة والضياع فأقر الامن في صدورنا

الانسان الذي أعاد طموحنا من اجل بناء الحياة بالقوة والاصرار والعزيمة

الحكيم الذي صبر معنا وصبرنا من أجل عراق جديد متحد بأطيافه وتنوع شعبه

الشجاع الذي انتزع البلاد من فم الضياع والنهاية المأساوية وكتب طريقاً جديداً للخلاص

اهدي بحثي وجهدي وبضاعتي المزجاة إلى مرجع الطائفة الأعز الاعلى السيد

علي الحسيني السيستاني





شكر والتقدير

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله الاول بلا أول كان قبله، والآخر بلا آخر يكون بعده، الذي قصرت عن رؤيته
أبصار الناظرين، وعجزت عن نعته أو هام الواصفين. اللهم صل على سيدنا محمد وعلى آل سيدنا محمد
كما صليت على سيدنا إبراهيم وعلى آل سيدنا إبراهيم ، وبارك على سيدنا محمد وعلى آل سيدنا محمد
كما باركت على سيدنا إبراهيم وعلى آل سيدنا إبراهيم في العالمين إنك حميد مجيد.

وبعد:

اتقدم بوافر الشكر والامتنان إلى استاذي المشرف الاستاذ المساعد **الدكتور عمر ناطق يحيى الحمداني** لكل ما أولاني به من رعاية واهتمام واحترام، ولكل ما قدمه لي من توجيه و
مساعدة كانت عوناً لي في انجاز هذه الرسالة فلم يدخر جهداً في مساعدتي، فكان شرفاً لي أن اكون
احد تلاميذه، داعياً العلي القدير أن يزيده رفعة وتوفيقاً.

وأتوجه بوافر الشكر والتقدير لكل أساتذتي الافاضل في كلية القانون / جامعة ميسان لما
قدموه من معرفة وعلم ممزوج بالمودة والاحترام فكان ما انتهلت منهم في السنة التمهيدية من
معرفة خير عون في اتمام كتابة رسالتي.

و اقدم عظيم شكري للأخوة والاخوات العاملين في مكتبة كلية القانون / جامعة ميسان،
ومكتبة العتبة العلوية، ومكتبة العتبة الحسينية.

واتقدم بالشكر إلى أفراد عائلتي لما تحملوه معي من عناء اثناء مسيرة دراستي في السنة
التمهيدية وعند كتابة رسالتي، وشكري إلى زملائي الذين كانوا خير عون وسند. واخيراً اتقدم بوافر
الشكر والتقدير لكل من توجه لي بكلمة طيبة متمنياً لي التوفيق وداعياً لي بالخير .

والله ولي التوفيق

الباحث





المستخلص

بالرغم من خطورة عملية الشراء فإن الشركة المساهمة قد تلجأ في بعض الأحيان إلى شراء الأسهم الصادرة عنها لأغراض متنوعة ومشروعة كاتجاه نية الشركة إلى توزيع الأسهم المشتراة على العاملين، أو لمنع وقوع انخفاضات فجائية غير متوقعة في قيمة الأسهم في البورصة، أو لقيام الشركة القابضة بشراء بعض أسهم الشركات التابعة لها لأسباب اقتصادية مختلفة تقدرها إدارة الشركات القابضة، أو قد تكتسب الشركة أسهمها نتيجة كونها خلفاً عاماً لأحد المساهمين دون تدخل إرادتها، أو لغرض رصد الأسهم المشتراة بوصفها أسهما لضمان إدارة أعضاء مجلس إدارة الشركة أو المدراء أو الشراء لحساب الغير كبنك يشتري بعض أسهمه من البورصة لحساب أحد العملاء، أو بقصد بيعها ليقدم بعض العملاء.

وبالإضافة الى ما سبق ذكره من اسباب ومبررات لعمليات شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها، نرى بأنه الاحداث والتطورات الأخيرة التي طرأت على الأسواق المالية العالمية وموجة الهبوط الحادة التي شهدتها البورصات العربية والأجنبية جراء جائحة كورونا (كوفيد- 19) تعد دافعا مهماً في زيادة عمليات شراء الأسهم من جانب الشركات المصدرة، ومن جانب اخر تعتبر هذه العملية وسيلة من وسائل مقاومة عروض الشراء العدائية، ومهما كانت الفائدة التي تحققها الشركة من عملية شرائها للأسهم الصادرة عنها، ويقدر ما لهذه العملية من اهمية بالغة سواء بالنسبة للشركة او المساهمين او للسوق، فإنه لا يجوز اطلاقاً أن تضر بالغير وبصفة خاصة بدائنين الشركة، كما انه لا يجوز أن تضر بالمساهمين ويجب ان تكون عملية الشراء متفقة مع مصلحة الشركة، ولذلك لا بد من السماح للشركة من القيام بهذه العملية للاستفادة من فوائدها مع ضرورة أحاطتها بإطار تشريعي لتجنب الوقوع في مخاطرها،

فالخوف من لجوء الشركة لشراء الأسهم الصادرة عنها كوسيلة لخداع جمهور المتعاملين في الأوراق المالية له ما يبرره نتيجة للآثار السلبية التي تنتج عن هذا الشراء، غير أن عملية شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها لها أيضا جوانب ايجابية .



المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
أ	الآية القرآنية
ب	الاهداء
ت	شكر والتقدير
ث	المستخلص
ج - خ	فهرست المحتويات
7 - 1	المقدمة
87 - 8	الفصل الأول : ماهية عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
45 - 10	المبحث الأول : مفهوم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
25 - 11	المطلب الأول : تعريف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وتمييزها عما يشته به
15 - 11	الفرع الأول : تعريف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
25 - 15	الفرع الثاني : تمييز عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة عما يشته به



45 – 26	المطلب الثاني : اسباب عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
37 – 27	الفرع الأول : جائحة (كورونا) (كوفيد 19) مبرراً لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
45 – 38	الفرع الثاني : شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لمواجهة عروض الشراء العدائية
87 – 46	المبحث الثاني : عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بين الحظر والاباحة
66 – 47	المطلب الأول : الموقف التشريعي من عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
54 – 47	الفرع الأول : موقف التشريع العراقي من عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
66 – 55	الفرع الثاني : موقف التشريعات المقارنة من عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
87 -67	المطلب الثاني : الاستثناءات الواردة على قاعدة حظر شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
79 – 68	الفرع الأول : حالات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة التي يترتب عليها إلغاء الأسهم المشتراة
87 – 80	الفرع الثاني : حالات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة التي لا يترتب عليها إلغاء الأسهم المشتراة
170 – 88	الفصل الثاني : الاحكام القانونية لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
132 – 89	المبحث الأول : الآلية القانونية لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
111 - 90	المطلب الأول : متطلبات عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
101 – 90	الفرع الأول : شروط صحة عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة



111 – 102	الفرع الثاني : اجراءات عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
132 – 112	المطلب الثاني : مصادر تمويل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وطرق تنفيذها
123 – 113	الفرع الأول : مصادر تمويل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
132 – 124	الفرع الثاني : طرق تنفيذ عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
170 – 133	المبحث الثاني : الاثار القانونية التي تترتب على عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
152 – 134	المطلب الاول : اثار عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة على الأسهم المشتراة
143 – 135	الفرع الأول : مصير الأسهم المشتراة
152 – 143	الفرع الثاني : الحقوق المرتبطة بالأسهم المشتراة
170 – 152	المطلب الثاني : اثار عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة على وضع الشركة وتقييمها
161 – 153	الفرع الأول : اثار عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة على وضع الشركة
170 – 162	الفرع الثاني : تقييم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة
178 – 171	الخاتمة
192 – 188	قائمة المصادر والمراجع
	المستخلص باللغة الانكليزية

المقدمة

موضوع البحث :

غالباً ما تؤسس الشركات المساهمة الموكل إليها النهوض بالمشاريع الضخمة واسعة النطاق لتعيش مدة طويلة، ومن ثم فإن مواجهتها للمتغيرات والظروف الاستثنائية التي تطرأ خلال مسيرة حياتها باللجوء إلى أدواتها التقليدية المتعارف عليها، كتحسين خدماتها أو تحفيز العاملين فيها اصبح صعباً أو شبه مستحيل، مما استدعى وجود أدوات وعمليات خاصة على درجة من التطور والمرونة تستخدمها عند الضرورة .

وظهرت في هذا السياق عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها بوصفها إحدى هذه الادوات المتميزة، فبعد أن كان ينظر إليها بوصفها إحدى العمليات التي تحيطها الربية لابتعادها من الناحية النظرية عن أغراض الشركة الأساسية، ناهيك عن احتمالات مساسها برأس مال الشركة، أصبحت اليوم من أهم العمليات التي تتم في أغلب أسواق الأوراق المالية المتطورة، وجزءاً لا يتجزأ من سياسية الشركات العالمية الكبرى، وذلك لما تحققه عملية الشراء هذه من فوائد كثيرة لا يمكن أنكارها سواء بالنسبة للشركة أو المساهمين أو للسوق .

فبالنسبة للشركة فإن هذه العملية تعد وسيلة من وسائل الادارة الحديثة، وهي أيضاً وسيلة من وسائل مقاومة العناصر الخارجية المعادية للمشروع (كالاستحواذ العدائي)، ومن فوائدها قد تقوم الشركة بشراء الأسهم ثم إعادة بيعها وهذا يعد استثماراً مربحاً للغاية.

وأما بالنسبة للمساهمين فهي تؤدي إلى خلق قيمة سعرية للسهم سواء بالنسبة للمساهمين البائعين أو الباقين في الشركة .

وبالنسبة للسوق فإن عملية شراء الأسهم من قبل الشركة المصدرة تؤدي إلى تنشيط السوق وتوفير سيولة اضافية له، الامر الذي ينعكس إيجاباً على السوق بسبب حركة التداول للأسهم، إذ من المعروف كلما تنوعت وتعددت العمليات في سوق الأوراق المالية، فهو في الغالب يعطي مؤشراً على التطور والنضج التشريعي والاقتصادي للسوق .



وأخيراً فإنه يمكن للشركة أن تقوم بشراء أسهمها لتوزيعها على العاملين فيها، وذلك بهدف تشجيعهم على الاهتمام بالشركة وبذل غاية جهدهم في سبيلها .

وعلى الرغم من أهمية هذه العملية للشركة والمساهمين والسوق، إلا أنها من جانب آخر تعد عملية خطيرة، خاصة إذا تم تمويلها بأموال مقتطعة من رأس المال نفسه أو ما يؤخذ في حكمه، إذ يصبح رأس مال الشركة في جزء منه صورياً، مما يعرض مصالح الدائنين للخطر، لأنه يعد تخفيضاً مستتراً لرأس المال من دون اتباع الاجراءات المقررة لذلك قانوناً، بالإضافة إلى ذلك فإنه تنفيذ هذه العملية يعد مجالاً رحباً للإخلال بمبدأ المساواة في المعاملة بين المساهمين؛ إذ تؤدي إلى تقرير امتيازات للبعض على حساب الآخر، يضاف إلى ذلك لجوء بعض الشركات إلى المضاربة على أسهمها مستهدفة بذلك خلق طلب زائف على هذه الأسهم في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها ارتفاعاً غير واقعي .

وعليه فإن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لا يجوز حظرها بصفة مطلقة ؛ لأنها- وكما رأينا - كعملية تشكل خطورة خاصة، إذ تسيطر الشركة فيها على جزء من رأس مالها، إلا أنها تتطوي على فوائد عدة يجب الاستفادة منها، ولكن في الوقت نفسه يجب أن لا تترك للشركة مطلق الحرية في شراء أسهمها من دون قيد أو شرط، ووضعها في إطار تشريعي ينظمها ويسمح بلجوء الشركات إليها من دون الوقوع في مخاطرها ولذلك حاولت التشريعات المقارنة الحد من حالات التلاعب بالأسعار والاحتيايل التي قد تتحقق عند شراء الأسهم من قبل الشركة المصدرة لها وذلك بوضع ضوابط وشروط معينة للقيام بهذه العملية .

اهمية البحث :

إن أهمية أي موضوع تنبع مما يعود من نفع على المجتمع نتيجة تناول هذا الموضوع بالبحث والدراسة دون غيره، فأهمية هذه الدراسة تنبع من أهمية عملية الشراء نفسها سواء بالنسبة للشركة أو المساهمين أو السوق، فبالنسبة للشركة فإن هذه العملية تعد وسيلة من وسائل الإدارة الحديثة، وهي أيضاً وسيلة من وسائل مقاومة



العناصر الخارجية المعادية للمشروع (كالاستحواذ العدائي)، ومن فوائدها قد تقوم الشركة بشراء الأسهم ثم إعادة بيعها وهذا يعد استثماراً مربحاً للغاية.

واما بالنسبة للمساهمين فهي تؤدي إلى خلق قيمة سعرية للسهم سواء بالنسبة للمساهمين البائعين أو الباقين في الشركة .

وبالنسبة للسوق فإن عملية شراء الأسهم من قبل الشركة المصدرة تؤدي إلى تنشيط السوق وتوفير سيولة اضافية له، الامر الذي ينعكس ايجاباً على السوق بسبب حركة التداول للأسهم، إذ من المعروف كلما تنوعت وتعددت العمليات في سوق الأوراق المالية، فهو في الغالب يعطي مؤشراً على التطور والنضج التشريعي والاقتصادي للسوق .

كما أن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة تعد من الموضوعات التي أثارت الكثير من النقاش في الفقه ، نظراً لما تنطوي عليه هذه العملية من إيجابيات وسلبيات تتلخص في المنافع والمساوئ القانونية والاقتصادية الناجمة عنها بالنسبة لدائني الشركة والمساهمين فيها وحتى بالنسبة للشركة نفسها، وتفاوت أهميتها وخطورتها بحسب ما ترمي إليه الشركة من وراء شرائها لأسهمها والغرض المراد تحقيقه من هذه العملية، وإذا كان بعض التشريعات قد أجازتها ، فإنها لم تُجزها الا بشروط وضوابط صارمة تضمن عدم انحراف الشركة عن غرضها الفعلي وانصرافها إلى المضاربة في شراء الأسهم، بدلاً من ممارسة نشاطها الحقيقي الذي قامت من أجله .

واخيراً تكمن أهمية الدراسة في أن الشركات تلعب لاسيما المساهمة منها دوراً بارزاً وكبيراً في عملية التنمية الاقتصادية والتجارية للدولة بما لها من تأثير مباشر على السياسة العامة في الدولة ولذلك نجد الدولة تولي هذا الموضوع أهمية فائقة من خلال التنظيم القانوني لهذه الشركات، ونتيجة للواقع العملي والحاجة الملحة للتطورات المستجدة التي تطرأ على عالم التجارة أصبح من الضروري تنظيم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة والوقوف على التنظيم القانوني لعملية الشراء، تلك العملية التي بمقتضاها تسيطر الشركة على



جزء من رأسمالها والتي تعدُّ عملية خطره، كما لا ينكر أن هذه العملية تنطوي على بعض الفوائد إذا ما اتبعت فيها الطرق الصحيحة التي يرسمها القانون .

اسباب اختيار البحث :

- نقص الدراسات والبحوث التي تتعلق بموضوع شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها في العراق،.
- تقديم دراسة قانونية وافية عن شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها تلبية حاجة المكتبات العراقية وكذلك المختصين في سوق العراق للأوراق المالية .
- تحديد مفهوم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، نظراً لأن العديد من الفقه وبعض التشريعات العربية تخلط بين عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وعملية استهلاكها لهذه الأسهم .
- الكشف عن الغموض الذي يعتري القواعد القانونية التي تحكم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها وإزالة هذا الغموض .
- على الرغم من الأهمية الكبيرة لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها إلا ان المشرع العراقي في قانون الشركات النافذ رقم (21) لسنة (1997) المعدل، والقانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة (2004) أغفل ذلك تماماً، في حين نجد إشارة إليه فقط في قانون المصارف العراقي رقم (74) لسنة (2004) دون تنظيم خاص .
- حاجة هذه العملية للتنظيم ووضع ضوابط لها حتى تحقق الغاية منها وبما يمنع سوء استغلالها
- خطورة عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة على الشركة والمساهمين والدائنين، وما يثيره من جوانب قانونية مهمة، فقد اخترته موضوعاً لهذه الدراسة .



مشكلة البحث :

مهما كانت الفائدة التي تحققها الشركة من عملية شرائها لأسهمها، وبقدر ما لهذه العملية من أهمية بالغة سواء بالنسبة للشركة أم المساهمين أم للسوق، فإنه لا يجوز إطلاقاً أن تضر بالغير وبصفة خاصة بدائيي الشركة، كما أنه لا يجوز أن تضر بالمساهمين ويجب أن تكون عملية الشراء متفقة مع مصلحة الشركة، ولذلك لا بد من السماح للشركة من القيام بهذه العملية للاستفادة من فوائدها مع ضرورة أحاطتها بإطار تشريعي لتجنب الوقوع في مخاطرها، فالمشكلة تكمن هنا في خطورة هذه العملية ذلك إنها تعرض الدائنين للخطر إذا ما نفذت بدون الإلمام بما يتطلبه القانون لإتمام هذه العملية فضلاً على أنها قد تؤدي إلى الأضرار بالشركة والمساهمين والمتعاملين معها من الغير وقد تخلق اضطراباً في سوق الأوراق المالية .

وتحت هذه الاشكالية يمكن طرح عدة تساؤلات وأهمها :

1- إلى أي مدى تتجه الشركات العالمية لعمليات شراء الأسهم الصادرة عنها قبل وبعد جائحة (كورونا)

؟ (COVID19)

2- ما هي الأغراض التي يجوز للشركة المصدرة، استخدام الأسهم المشتراة لتحقيقها ؟

3- الأصل في عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة محظورة، فما هو الأساس القانوني لهذا

الحظر؟ وما هي الاستثناءات الواردة عليه ؟

4- الأصل لا يجوز المساس برأس مال الشركة في تعاملاتها بشكل عام وفي موضوع شراء الأسهم الصادرة

عنها بشكل خاص . فهل يجوز الشراء من رأس مال الشركة ؟ فإذا كانت الإجابة نعم، فهل توجد نسبة

معينة لا يجوز تجاوزها ؟

5- هل يجوز الاحتفاظ بالأسهم المشتراة ؟ وإلى أي مدى؟ وما هي الضوابط التي تحكمها؟

6- ما هو مصير الحقوق المرتبطة بالأسهم المشتراة، بعبارة أخرى هل يكون للشركة المشتريّة الحقوق نفسها

التي تكون للمساهم العادي كمالك للسهم ؟



نطاق البحث :

أن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها، له وجهات متعددة منها، قانونية، واقتصادية، ومالية الا اننا سنحدد نطاق بحثنا في شراء الشركة لأسهمها بالوجهة القانونية، اذ نتناول القانون العراقي وقوانين الدول المقارنة المتعلقة بموضوع الرسالة (التنظيم القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة)، قانون الشركات الانجليزي لسنة 2006، قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981) المعدل بالقانون رقم (3) لسنة 1998، قانون الشركات المصري رقم (4) لسنة 2018 بتعديل بعض أحكام قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة بالقانون رقم (159) لسنة (1981)، قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992، قانون الشركات الاردني رقم (22) لسنة 1997 وتعديلاته، قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة 1997 المعدل وقانون المصارف العراقي رقم 94 لسنة 2004 والقانون المؤقت لسوق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 والتعليمات الخاصة به ، وكذلك جميع التعليمات واللوائح المتعلقة بجميع القوانين المذكورة .

ونشير هنا أنه اختيار القانون الانجليزي والقانون المصري والقانون الاردني للمقارنة بالقانون العراقي لم تأت من فراغ، إذ من المعلوم أن القانون الانجليزي والقانون المصري يعدان من اعرق القوانين وأكثرها ثراء، يضاف إلى ذلك أن القواعد الخاصة بعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة قد خضعت لمراجعة عميقة وحظيت باهتمام المشرعين الانجليزي والمصري والاردني .

منهجية البحث :

اعتمدنا في هذه الرسالة " التنظيم القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة " الاسلوب المقارن للتشريعات محل الدراسة والمتمثلة بالتشريع الانجليزي والمصري والاردني مع بيان موقف المشرع العراقي من شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، وتحديداً في قوانين الشركات وسوق الأوراق المالية والتعليمات واللوائح



التنفيذية الخاصة بها، وكذلك ايراد آراء الفقهاء في المسائل المختلف فيها، وترجيح أحد الآراء مع بيان أسباب الترجيح وإعطاء وجهة نظرنا في تلك المسائل .

خطة البحث :

سوف نقوم بدراسة موضوع البحث - التنظيم القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة - من خلال تقسيمه على فصلين نخصص الفصل الاول لبيان ماهية عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها اما الفصل الثاني لتوضيح الاحكام القانونية لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها ثم نختم بحثنا بما توصلنا اليه من نتائج وتوصيات ، وذلك على النحو الآتي :

الفصل الاول : ماهية عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

المبحث الاول : مفهوم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

المبحث الثاني : عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بين الحظر والاباحة

الفصل الثاني: الاحكام القانونية لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

المبحث الاول : الالية القانونية لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

المبحث الثاني : الاثار القانونية التي تترتب على عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة



الفصل الأول

ماهية عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها

تمهيد وتقسيم:

أن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها تعد عملية خطيرة ومتميزة، ففي الوقت الذي تنطوي فيه على مخاطر بالغة الأهمية على الشركة والدائنين والمساهمين فيها، فإن تنفيذها يحقق للشركة والمساهمين، بل وللسوق أيضاً الكثير من الفوائد القانونية والاقتصادية والمالية.

ففي الحقيقة هناك أهمية كبرى لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها من عدة جوانب اقتصادية وقانونية، إذ إن استخدام المشروع لأمواله مع توفير حرية التصرف فيها، يعد مسألة على جانب كبير من الأهمية من الناحية الاقتصادية، ذلك أنه - كقاعدة - حتى يصل المشروع إلى توازنه الاقتصادي يجب أن يتحقق له الربحية من ناحية، والاستخدام والاستغلال الأمثل لأمواله من ناحية أخرى، وهذا النوع من التوازن في الشركات المساهمة يكون من الصعب جدا تحقيقه، لأنه في حقيقة الأمر تعد الأموال عنصرا مهما وعنصر قوة لمركز الشركة، إلا أنها تعد عبئا ثقيلاً عليها، كما أنها قد تكون سببا لتعرض الشركة لمخاطر كبيرة إذا واجهتها ظروف اقتصادية سيئة قد يضعف انتمان الشركة نتيجة لذلك، مما يشجع الشركات الأخرى المنافسة على محاولة انتهاز هذه الأوضاع لصالحها، ويدفع الشركة إلى تضيق دائرة نشاطها حتى تتمكن من مسايرة ظروف السوق الجديدة، إذ تفكر كثيرا في اكتساب ملكية أسهمها الصادرة منها حتى تستعيد جزءاً من توازنها الاقتصادي أو الاحتفاظ به على الأقل⁽¹⁾.

وكقاعدة عامة فإنه لجوء الشركة إلى شراء أسهمها تعد طريقة استثنائية تلجأ إليها العديد من الشركات لأغراض مختلفة، ولأن هذه الطريقة تحيطها العديد من الشبهات، إذ قد تتخذ سبيلاً لخلق رواج زائف لأسهم هذه

(1) د. اميرة صدقي، النظام القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها، دار النهضة العربية، القاهرة، (1993)، ص



الشركات وبيعها بعد ذلك بأكثر من قيمتها الحقيقية وإظهار ملاءة وقوة مركزها المالي بما قد يجافي الواقع وبالتالي خداع المتعاملين في الأوراق المالية، غير أن رغبة الشركة في الشراء قد تستند لأسباب ومبررات منطقية ومشروعة بعيدة تماماً عن هذا الاحتمال المشار اليه. ولتوضيح ذلك ارتأينا تقسيم هذه الفصل إلى مبحثين رئيسيين، اذ نتناول في المبحث الاول : مفهوم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها، ونوضح في المبحث الثاني : عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بين الحظر والاباحة.



المبحث الاول

مفهوم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها

تمهيد وتقسيم:

تعد عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة إحدى العمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية، والتي بمقتضاها تسيطر الشركة على جزء من رأس مالها، وتوصف بأنها عملية ذات خطورة، إذ أنها تعرض مصالح الدائنين والمساهمين للخطر، لذلك ينبغي عنده تنفيذها الالتزام بالقواعد والتعليمات القانونية، لذا عمدت اغلب التشريعات إلى تنظيمها، وهو الأمر الذي انعكس إيجابياً على سوق الأوراق المالية، فمن المعروف كلما تنوعت وتعددت العمليات والممارسات في السوق فهي في الغالب تعطي مؤشراً على التطور التشريعي والاقتصادي للسوق. وسنحاول في هذا المبحث أن نحدد ما المقصود بعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها وذلك من خلال التعريف بها، وتميزها عما يشتهر بها من عمليات أخرى تقوم بها الشركة (المطلب الاول) ثم نوضح ما مدى تأثير الإزمات على الشركة المصدرة ودفعها لشراء أسهمها، (المطلب الثاني)



المطلب الاول

تعريف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها وتميزها عما يشته به

إن بيان المقصود بعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها يتطلب هنا بيان التعريف بهذه العملية وذلك من خلال استعراض أهم التعريفات سواء على المستوى التشريعي أو الفقهي، كما قد يخط البعض عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة مع بعض المفاهيم والمصطلحات والتي من شأنها احداث العديد من المغالطات والخلط بينها، وهذه ما يتطلب منا تمييز هذه العملية عما يشته به. وعلى ذلك سيقوم الباحث في هذا المطلب ببيان تعريف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة (الفرع الاول) وتميزها عما يشته به من مفاهيم في (الفرع الثاني)

الفرع الأول

تعريف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

لغرض التعريف بعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لابد من بيان موقف تشريعات دول المقارنة من التعريف أولاً ومن ثم عرض اهم تعريفات الفقه ثانياً

أولاً : تعريف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وفقاً للاصطلاح القانوني

لم يتطرق المشرع المصري سواء في قانون الشركات رقم (159) لسنة (1981) ولائحته التنفيذية أما في قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 ولائحته التنفيذية إلى تعريف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة على الرغم من تنظيمه لهذه العملية⁽¹⁾ وحسناً فعل المشرع المصري بعدم أيراد تعريف لعملية الشراء، فليس من مهمة المشرع ايراد التعاريف بل يفسح المجال للفقه للقيام بهذا الدور .

(¹) انظر المادة (48) من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة 1981، والمادة (149) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري .



الا انه اشار في دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها إلى انه "يقصد بعمليات أسهم الخزينة عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها ويطلق على الأسهم التي يتم إعادة شرائها بواسطة الشركة (أسهم الخزينة) (1)

وعلى النهج ذاته سار المشرع الانجليزي⁽²⁾ والأردني⁽³⁾ فعلى الرغم من تنظيمهم لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بنصوص خاصة إلا أنهما لم يردا تعريفاً لعملية الشراء وهو نهج محمود.

الا ان المشرع الاردني أوردَ تعريفاً لأسهم الخزينة وذلك في المادة الثانية من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة أنها (الأسهم الصادرة عن الشركة والمعاد شراؤها من خلال السوق من قبل الشركة) (4)

وتخلط بعض القوانين بين مفهوم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة ومفهوم "أسهم الخزينة" فالقانون السوري عرف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بأنها "عملية شراء الشركة لأسهم الخزينة الخاصة بها"⁽⁵⁾. وقد أكد ذلك حينما عرف أسهم الخزينة بأنها " الأسهم الصادرة عن الشركة والمشتراة من قبلها" (6)

ولإزالة الخلط بين عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة ومفهوم أسهم الخزينة ، علينا أن ندرك أن شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها هي الوسيلة لتكون أمام أسهم الخزينة، اي أن أسهم الخزينة هي النتيجة من عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها.

⁽¹⁾ انظر دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية بالبورصة المصرية، 2010، متوفر في موقع البورصة المصرية .

⁽²⁾ قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)، الجزء (18) .

⁽³⁾ قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة (1997) المعدل،

⁽⁴⁾ تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها (اسهم الخزينة) لسنة (2014) والمعدلة بموجب قرار مجلس المفوضين رقم (2015 /218)

⁽⁵⁾ انظر المادة (1) من القرار 56 الصادر عن مجلس المفوضين في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية عام (2011) المتعلق بتعليمات شراء الشركات المساهمة للأسهم الصادرة عنها " أسهم الخزينة "

⁽⁶⁾ المادة (1) من القرار (56) الصادر عن مجلس المفوضين



اما بالنسبة للمشرع العراقي، فهو الآخر لم يقم بتعريف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، بل لم ينظم عملية شراء الشركة لأسهمها في قانون الشركات رقم (21) لسنة (1997) المعدل⁽¹⁾ ولا في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة (2004) ولا في التعليمات الخاصة به، ولكن قد اشار اليها قانون المصارف العراقي رقم (94) لسنة (2004) في المادة (36) إذ نصت على أن (لا يجوز لأي مصرف ان يمنح عميلا اي ائتمان بما في ذلك القروض والسلف أو ان يقدم له ضماناً مكفولاً بأسهم العميل في المصرف ولا يجوز للمصرف ان يشتري أسهمه هو الا بموافقة مسبقة من البنك المركزي العراقي) يتبين لنا من نص هذه المادة انه المشرع العراقي لم يعرف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، واقتصرت هذه الاشارة على المصارف دون سواها.

ثانيا : تعريف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وفقاً للاصطلاح الفقهي

بما إن اغلب القوانين لم تعرف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، وهو نهج محمود فليس من مهمة المشرع ايراد تعريفات للمصطلحات القانونية، إذ فسح المجال للفقهاء لإيراد تعريف لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، فقد عرفها جانب من الفقهاء أنها تعني (قيام الشركة بشراء جانب من الأسهم التي سبق لها اصدارها وبسعرها السائد في السوق)⁽²⁾ .

وعرفها فقهاء آخرون بأنه (عقد بيع تحصل بمقتضاه الشركة على الأسهم المباعة بسعرها في سوق الأوراق المالية، وبمجرد إتمام البيع لا يكون للبائع " المساهم " الحق في الحصول على أسهم تمتع وذلك لانقطاع

(¹) في حين قانون الشركات العراقي الملغي رقم (31) لسنة 1957 نظم عملية شراء الاسهم من جانب الشركة المصدرة في المادتين (102_ 103) حيث تنص المادة (102) منه "لا يجوز للشركة ان تشتري اسهمها لحسابها الخاص ما لم تقرر الهيئة العامة ذلك . ولا يتم الشراء الا من الاحتياطي ، وتعتبر الاسهم التي تشتري على هذا الوجه مستهلكة ولا تصدر اسهم تمتع بدلها " وتنص المادة (103) " ا - اذا قررت شركة غرضها استثمار امتياز او انحصار او مرفق عام ان تستهلك اسهمها وفق المادة السابقة فعليها ان تمنح اصحاب الاسهم التي يتقرر شراؤها اسهما تدعى اسهم التمتع وان يتم الشراء بالقرعة سنويا .

ب - يتمتع اصحاب اسهم التمتع بجميع الحقوق التي يتمتع بها اصحاب الاسهم العادية عدا الفائدة المعينة في نظام الشركة واسترداد قيمة السهم الاسمية عند تصفية الشركة. " القانون منشور في الوقائع العراقية ، العدد 4035، التاريخ (1957/1/9) ،

(²) د .سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1988، ص 721



صلته كلياً بالشركة) (1) ويلاحظ بأنه هذا التعريف أعتمد على التميز بين عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة التي تترتب عليها انتهاء العلاقة بين الشركة والبائع " المساهم " ، وبين عملية استهلاك الشركة لأسهمها التي تقوم على رد القيمة الاسمية للأسهم، ومنح أسهم تمتع للبائع " المساهم" مقابل هذا الرد ، وبالتالي يؤدي إلى عدم انقطاع صلته بالشركة في حالة استهلاك الأسهم .

وعرفها بعض من الفقهاء بأنها " قيام الشركة بشراء أسهمها المدرجة في البورصة عندما تكون الأسهم مقيمة أقل من قيمتها الفعلية أو عند توفر نقد إضافي لا تحتاجه الشركة، وقد تحتفظ بها الشركة لتعيد بيعها أو إعدامها لتخفيض رأس المال، وبالتالي يؤدي ذلك إلى ارتفاع قيمة الأسهم المتبقية"(2)

ويبدو أن هذا التعريف حاول أن يتناول عملية شراء الأسهم من جانب الشركة كأداة تستخدمها الشركات في المحافظة على المستويات السعرية لأسهمها المدرجة في السوق وتحقيق قدر من التوازن خصوصاً في حالة هبوطها إلى ما دون أسعارها العادلة.

وقد عرفت عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة ايضاً بأنها "قيام الشركة المصدرة والمدرجة بشراء أسهمها من سوق الأوراق المالية ، والاحتفاظ بها بوصفها أسهم خزينة لمدة حددها القانون ، لتحقيق الغرض من الشراء ، ويتم كل هذا على وفق شروط و اجراءات نص عليها التشريع"(3)

وعرفها آخرون بأنها " إجراء تقوم من خلاله الشركة بشراء أسهمها من مساهميها " (4) ويلاحظ على هذا التعريف أن حاول إعطاء صورة عامة ومبسطة عن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة.

(1) د. محمد فريد العريني ، الشركات التجارية (المشروع التجاري الجماعي بين وحدة الاطار القانوني وتعدد الاشكال)، دار الجامعة الجديد، 2007، ص 196

(2) رامي سميح، شراء الشركات لأسهمها يُعزز الثقة في الأسواق، مقال منشور على الانترنت على الموقع www.zawya.com/mena/ar/markets/story ، اخر زيارة 15 / 2 / 2022، س 11 صباحا

(3) د. سماح حسين الركابي، ماهية شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة) بحث منشور في مجلة جامعة بابل للعلوم الإنسانية، كلية القانون، جامعة بابل، المجلد 28، العدد 4، 2020، ص 155

(4) What is a company share buyback and how does it work ?

بحث منشور على الانترنت ، تاريخ الزيارة 15 / 2 / 2022 / الساعة الرابعة عصرا www.solegal.co.uk



مما تقدم يمكن لنا أن نعرف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بأنها (قيام الشركة بشراء الأسهم التي سبق لها اصدارها وطرحها للتداول في سوق الأوراق المالية من المساهمين وبسعرها السائد السوق، وذلك بقصد إلغائها أو الاحتفاظ بها "كأسهم خزينة" لاستخدامها لأغراض مختلفة، وبمجرد أتمام عملية الشراء تنقطع الصلة بشكل نهائي بين الشركة والبائع " المساهم ")

الفرع الثاني

تمييز عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة عما يشتهب بها

قد يخلط البعض عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة مع بعض المفاهيم والمصطلحات والتي من شأنها احداث العديد من المغالطات والخلط بينها وبين هذه المفاهيم مثل : عملية استهلاك الأسهم، أو الاكتتاب بالأسهم، أو اتفاقية إعادة الشراء (الريبو)، ولذلك كان لابد من التطرق إلى هذه المفاهيم من أجل ازالة الخلط بينها وبين عملية شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها.

وعليه سوف نتطرق إلى عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وتميزها عما قد يشتهب بها وذلك بشكل مفصل وعلى النحو الآتي:

أولاً : تمييز عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة عن عملية استهلاك الأسهم

يخلط البعض بين عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وبين عملية استهلاك الأسهم، وخاصة إذا كان المقابل المدفوع في الاستهلاك أو في الشراء يمثل توزيعاً مسبقاً لموجودات الشركة وأرباحها⁽¹⁾.

ويقصد بالاستهلاك قيام الشركة بدفع القيمة الاسمية للمساهم أثناء حياة الشركة وقبل حلها وانقضائها، واستهلاك الأسهم عملية استثنائية، إذ ان الاصل انه لا يجوز للشركة أن ترد للمساهم قيمة أسهمه الا بعد حلول

(¹) د. حسين فتحي، التنظيم القانوني لاسترداد وشراء الشركة لأسهمها، دار النهضة العربية، 1996، ص 100 ، د. محمد مصطفى عبد الصادق مرسي، الشركات التجارية في ضوء قانون الشركات المصري ونظام الشركات السعودي الجديد (دراسة تحليلية) الطبعة الأولى، دار الفكر والقانون، 2018، ص 219 وما بعدها



أجلها وتصفيته وتقسيم موجوداتها، ولأن السهم يمثل حصة الشريك فليس من حقه أن يسترد حصته ما دامت الشركة قائمة (1)

ومع ذلك فقد تلجأ الشركة إلى استهلاك أسهمها لأسباب ضرورية،⁽²⁾ ويتجلى ذلك في حالة ما إذا كانت موجودات الشركة مما يستهلك بالاستعمال بمرور الزمن، كالشركات التي يكون موضوعها استغلال مورد من موارد الثروة الطبيعية كاستغلال محجر أو منجم ينتهي بعد مدة معينة وتخشى الشركة الا تبقى لها أموال كافية عند انتهاء المشروع لدفع قيمة رأس المال إلى المساهمين فتعمد أثناء حياتها إلى استهلاك رأس المال باستعمال جزء من أرباحها لهذا الغرض، كذلك تلجأ الشركة إلى استهلاك أسهمها إذا كانت حاصلة على امتياز من الحكومة - كشركات الكهرباء والمياه - لأجل محدود تصحيح أموالها بحلول الاجل ملكاً للحكومة التي منحت الامتياز، فيضمن الاستهلاك في هذه الحالة رد قيمة رأس المال إلى المساهمين أثناء حياة الشركة ، وتلجأ أيضاً إلى هذا الاستهلاك إذا كانت حالة الشركة مزدهرة وحققت أرباحاً كثيرة إذ ترى مناسباً أثناء حياتها وفاء التزامها بدفع قيمة الأسهم إلى المساهمين من دون الانتظار إلى موعد انقضائها وتصفيته⁽³⁾.

ففي هذه الصور لا تنتظر الشركة إلى أن تنفذ المناجم أو المحاجر، أو تنقضي مدة الامتياز الممنوح لها، فإنها لن تجد عندئذ مورداً تدفع منه قيمة الأسهم، ويصبح من المستحيل على المساهمين الحصول على قيمة أسهمهم عند انقضاء الشركة، لذا تلجأ هذه الشركة إلى استهلاك جزء من أسهمها ، أي رد قيمتها الاسمية عاماً بعد عام، حتى إذا ما انقضت مدتها تكون قد استهلكت جميع الأسهم ، أي ردت قيمتها لجميع المساهمين (4).

(1) د. محمد مصطفى عبد الصادق مرسي، استهلاك الشركة لأسهمها، بحث منشور في مجلة جامعة جازان للعلوم الانسانية، جامعة جازان، 2019، ص 46 وما بعدها ، د. محمد فريد العريني، المصدر السابق، ص 193

(2) د. هاني صلاح سري الدين، د. سامي عبد الباقي ابو صالح، الشركات التجارية الخاصة في القانون المصري الجديد (شركات المساهمة) دار النهضة العربية ، 2009، ص 53

(3) د. حسين عطا حسين، أنواع الأسهم، بحث منشور في مجلة القانون والاقتصاد الصادرة عن جامعة القاهرة، كلية الحقوق، العدد 77، 2007، ص 28

(4) د. حسين فتحي، المصدر السابق ، ص 102 . د. محمد فريد العريني، المصدر السابق، ص 193



وقد نصت المادة (35) من قانون الشركات المصري⁽¹⁾ على أن: " لا يجوز إصدار أسهم تمتع الا بالنسبة إلى الشركات التي ينص نظامها على استهلاك أسهمها قبل انقضاء أجل الشركة بسبب تعلق نشاط الشركة بالتزام استغلال موارد الثروة الطبيعية أو مرفق من المرافق العامة مفتوح لها لمدة محدودة أو بوجه من أوجه الاستغلال بما يستهلك أو يزول بعد مدة معينة "

الا أن اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري اشترطت أن تدفع قيمة الأسهم المستهلكة من الأرباح أو الاحتياطات القابلة للتوزيع، ولا يترتب على استهلاك الأسهم تخفيض رأس المال، فلا يجوز الاستهلاك من رأس المال، إعمالاً لمبدأ ثبات رأس المال وعدم جواز المساس به، فإذا عمدت الشركة إلى اقتطاع جزء من رأس المال لاستهلاك الأسهم، جاز للدائنين المطالبة باسترداد ما اقتطعت، كذلك يجب أن توقف عملية الاستهلاك إذا لم تحقق الشركة في عام ربحاً ولم يكن لديها احتياطي قابل للتوزيع⁽²⁾.

والاستهلاك لا يعني رد المال الذي قدمه المساهم للشركة، لأن رأس المال يعد الضمان العام لدائني الشركة فلا يمكن رده للمساهمين، ولا يعد الاستهلاك إذا نظرنا إلى أنه يتم عن طريق الاقتطاع من الأرباح توزيعاً استثنائياً للأرباح، إذن ليس من حق الشركة أن تعطي لبعض المساهمين أرباحاً أكثر من البعض الآخر، ولكنه في حقيقة الأمر عبارة عن رد معجل لقيمة السهم مأخوذ من نصيبه المتخلف عن التصفية المستقبلية للشركة،⁽³⁾ الا أن جانب من الفقه يرى أن الاستهلاك هو توزيع لنصيب استثنائي من الأرباح⁽⁴⁾.

(1) منشور في الجريدة الرسمية، العدد_40، في اكتوبر 1981 .

(2) المادة (114) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981)

(3) ابو زيد رضوان، شركات المساهمة وفقاً لأحكام القانون رقم (159) لسنة (1981) والقطاع العام، دار الفكر العربي، 1983، ص 120، د. محمد فريد العريني، الشركات التجارية المشروع التجاري الجماعي بين وحدة الإطار القانوني وتعدد الاشكال، المصدر السابق، ص 193

(4) د. مصطفى كمال طه، شركات الأموال، مؤسسة الثقافة الجامعية، 1998، ص 72



ويحصل أصحاب الأسهم المستهلكة على أسهم تمتع⁽¹⁾ تخولهم الحق في الاشتراك في إدارة الشركة وفي الحصول على نصيب من الأرباح بالقدر المنصوص عليه في نظام الشركة، ولكنه لا يعطيهم الحق في المشاركة في فائض التصفية الا بعد رد قيمة أسهم رأس المال لأصحابها⁽²⁾.

وعلى وفق المادة (١١٥) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري⁽³⁾، يتم استهلاك الأسهم، إما بطريقة القرعة وإما بطريقة استهلاك نسبة معينة من قيمة الأسهم كل عام بشكل تدريجي.

وعادةً، يتم استهلاك بطريقة القرعة، إذ تقوم الشركة باختيار مجموعة من الأسهم سنويًا لتتولى شراءها إلا أن هذه الطريقة غير عادلة ومن شأنها الإخلال بمبدأ المساواة بين المساهمين فضلاً عن كونها قد تؤدي إلى إلحاق الضرر بأصحاب الأسهم التي لم تستهلك ، وبخاصة في الحالات التي تتعرض فيها الشركة للخسارة أو هلاك موجوداتها ، وتمنعها من الاستمرار في عملية الاستهلاك.

وأما الطريقة الأخرى هي رد جزء من القيمة الاسمية لجميع الأسهم سنويًا، إذ يتم الاستهلاك الكلي علي المدى الزمني الذي يحدده نظام الشركة، وفي جميع الأحوال يجب أن يتم الاستهلاك والاداء على وجه المساواة بالنسبة لكل نوع من أنواع الأسهم .

بعد أن بينا استهلاك الأسهم تبين لنا الفرق بين استهلاك الأسهم وبين عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، فالعمليتان وإن اتفقتا في كونهما عمليتين استثنائيتين، فإنهما يختلفان اختلافاً جذرياً،

(¹) وتعرف اسهم التمتع بأنه الأسهم التي حصل صاحبها على قيمتها الاسمية أثناء حياة الشركة ودون انتظار الى موعد حل الشركة وتصفيتها. انظر - د. سميحة القليوبي ، المصدر السابق، ص 710

(²) المادة (118) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم (159)، لسنة (1981) وانظر - د. عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية شركات الاشخاص والأموال والاستثمار، ج2، ط2، المركز القومي للإصدارات القانونية، 2015، ص

585

(³) ، منشور في الوقائع المصرية _ العدد 145، في 23 يونيو، 1993



فالاستهلاك يعني رد قيمة السهم الاسمية للمساهم (البائع) قبل انتهاء أجل الشركة وتصفيته، ويحصل المساهم على أسهم تمتع مقابل الرد تخوله الحقوق ذاتها التي تخوله إياها أسهم رأس المال⁽¹⁾، أما عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة فتعني " قيام الشركة بشراء جانب من الأسهم التي سبق لها إصدارها وبسعرها السائد في السوق " (2)

- فيتمثل الاختلاف بالأساس القانوني لكلتا العمليتين، ويقصد بالأساس القانوني تلك النصوص والشروط الواردة في قوانين الشركات وأنظمتها ولوائحها والتي تمنحها الحق باتخاذ قرار الشراء أو الاستهلاك، فيشترط لصحة عملية الاستهلاك أن يكون هناك نص في نظام الشركة يسمح لها باستهلاك أسهمها، بعكس عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة فلا يشترط النص عليها في نظام الشركة وإنما يكفي موافقة الهيئة العامة العادية أو غير العادية، وذلك حسب ما إذا كان من شأن عملية شراء الشركة تعديل نظام الشركة أم لا (3).

- ويظهر الاختلاف الآخر من ناحية تمويل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وعملية الاستهلاك، فنجد أنه في عملية شراء الشركة لأسهمها يمكن تمويل العملية سواء من رأس المال نفسه أو الاحتياطي القانوني، وذلك متى كان الهدف من عملية الشراء هو تخفيض رأس مال الشركة، أما إذا كان الهدف غير تخفيض رأس مال الشركة، كأن تسعى الشركة إلى توزيع الأسهم المشتراة على العاملين

(1) د. محمد فريد العريني، الشركات التجارية المشروع التجاري الجماعي بين وحدة الإطار القانوني وتعدد الاشكال، المصدر السابق، ص 193

(2) د. سميحة القليوبي، المصدر السابق، ص 432

(3) د. محمد محب الدين قرياش، النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، أطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2004، ص 8، د. هيثم الطاس، استهلاك الشركة لأسهمها من الوجهة القانونية، بحث منشور في مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد 1، 2018، ص 192



لديها، فإنه يمكن تمويل عملية الشراء من الأرباح أو الاحتياطي الحر⁽¹⁾، وذلك بخلاف عملية

الاستهلاك التي لا بد أن تدفع قيمة السهم المستهلكة من الأرباح أو الاحتياطات القابلة للتوزيع.⁽²⁾

- ويعد اختلاف المركز القانوني للمساهم بعد اتمام كلتا العمليتين من أكثر الفوارق وضوحاً إذ إن في

عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة تتقطع الصلة بين المساهم (البائع) وبين الشركة ولا

يعطي المساهم (البائع) أي صك يتمتع بمقتضاه بحقوق المساهم التي تنتهي تماماً، فانقطاع صلة

المساهم بالشركة تعد نتيجة حتمية لشرائها أسهمه، إذ يصبح غريباً عنها فلا يستحق أرباح بعد أتمام

عملية البيع ولا حق له بالاشتراك في هيئاتها أو التصويت فيها، وذلك خلافاً للوضع بالنسبة لاستهلاك

السهم؛ إذ يعطى المساهم أسهم تمتع والذي يبقى محتفظاً بصلته بالشركة وبصفته مساهماً، وهذا النوع

من الأسهم يعطى له مقابل الأسهم المستهلكة، ومن ثم يكون له الحق في حضور الجمعيات العمومية

للشركة والتصويت فيها واقتضاء نصيب من الأرباح، بل وفي موجودات الشركة بعد الوفاء بقيم الأسهم

للمساهمين الذين لم يتم استهلاك أسهمهم⁽³⁾.

- إن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة هي في الواقع ظاهرة عرضية في معظم الأحيان بينما

يتم التخطيط لاستهلاك الأسهم في الشركات منذ وقت مبكر لقيام الشركة وعلى مدى مدة زمنية طويلة

(4)

- وأخيراً، لا يترتب على عملية استهلاك الأسهم تخفيض رأس المال، بخلاف عملية شراء الشركة للأسهم

الصادرة عنها فإن الشركة بقيامها بعملية الشراء قد تهدف أحياناً إلى تخفيض رأس المال⁽⁵⁾

(¹) المادة (48) من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981)

(²) المادة ١١٤ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981)

(³) د. يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي، اطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه،

كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 1982، ص 136، د. هيثم الطاس، المصدر السابق، ص 193

(⁴) د. حسين فتحي، المصدر السابق، ص 106

(⁵) د. فوزي محمد سامي، الشركات التجارية الأحكام العامة والخاصة (دراسة مقارنة)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان ، 2010،



ثانياً : تمييز عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة عن عملية الاكتتاب بالأسهم

يقصد بالاكتتاب " تصرف قانوني يقتني بموجبه المكتتب عدداً من أسهم الشركة يدفع ما يقابلها من المبلغ

المطلوب مع التعهد بقبول ما ورد في عقد الشركة " (1).

أو يقصد به " انضمام الشخص إلى عقد الشركة بتقديمه قيمة السهم ويعطي المكتتب مقابلاً لذلك سهماً

يكتسب به صفة الشريك بعد اتمام إجراءات التأسيس " (2).

وعلى هذا فإن الاكتتاب يمثل تصرفاً قانونياً يلتزم بمقتضاه شخص يسمى المكتتب بشراء سهم أو أكثر من

أسهم الشركة، ودفع قيمته الاسمية في المواعيد والنسب المحددة بعقدتها ونظامها الاساسي، ويصبح مساهماً

بالشركة (3).

أما عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة فالمقصود بها " قيام الشركة بشراء جانب من الأسهم

التي سبق لها إصدارها وبسعرها السائد في السوق " بعد أن بينا المقصود بالاكتتاب نوضح الفوارق بين العمليتين

وهي :

- إن عملية الاكتتاب تتم بعد تسجيل الشركة في سجل "مسجل الشركات"، إذ تتم إجراءات التأسيس ومنها

طرح أسهم الشركة إلى الاكتتاب العام،(4) أما عملية شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها فتتم بعد مباشرة

الشركة أعمالها وطرح أسهمها للتداول في سوق الأوراق المالية (البورصة) .

- إن عملية الاكتتاب بأسهم الشركة تكون من قبل الغير (الجمهور) أو من قبل الشركاء، ويختلف الامر

في هذا الصدد إذا كان الاكتتاب عاماً أو خاصاً(5)، إذ إن عملية الاكتتاب هي عبارة عن عقد بيع بين

(1) د. لطيف جبر كومانبي، الشركات التجارية (دراسة قانونية مقارنة) مكتبة السنهوري، بغداد، 2009، ص 145

(2) د. سمحة القليوبي، الشركات التجارية، ج2، ط2، القاهرة، 1993، ص 270

(3) د. عزيز العكلي، الوسيط في الشركات التجارية، دار الثقافة، عمان، 2008، ص 201، د. شفيق محسن، الوسيط في

القانون التجاري، الجزء الاول، دار النهضة العربية، القاهرة، 1957، ص488، د. هيثم الطاس، المصدر السابق، ص 193

(4) د. فوزي محمد سامي، المصدر السابق، ص 307

(5) ونشير هنا بأن قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة (1997) المعدل يأخذ بالاكتتاب العام فقط



المكتتب والشركة، أما عملية شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها فلا تتم من قبل الجمهور وإنما من قبل الشركة ذاتها، بما تملك من ذمة مالية مستقلة عن ذمة الشريك، إذ تخرج هذه الأسهم من ذمة الشريك وتدخل في الذمة المالية للشركة⁽¹⁾.

- إن عملية تمويل الاكتتاب تكون من قبل الجمهور ومن أموالهم الخاصة، أما عملية تمويل شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة فهي تختلف حسب الهدف الذي تسعى الشركة إليه من القيام بعملية الشراء، فإذا كان هدفها تخفيض رأس مالها يمكن للشركة تمويل العملية من رأس المال نفسه أو الاحتياطي القانوني، أما إذا كان هدفها غير تخفيض رأس مالها " مثلاً أن يكون هدفها توزيع الأسهم المشتراة على العاملين لديها كجزء من نصيبهم من الأرباح" فيمكن تمويل عملية الشراء من خلال الأرباح والاحتياطي الحر.

- من حيث المركز القانوني للشخص الذي يقوم في الاكتتاب بالأسهم، فهو يصبح شريكاً في الشركة بمجرد شرائه للأسهم وحصوله على شهادة الأسهم، ومن ثم فهو يتمتع بالمركز القانوني نفسه للمساهم من إذ حصوله على الأرباح والتصويت ومسؤوليته عن ديون الشركة، أما المركز القانوني للشركة التي قامت بشراء أسهمها، فإن الأسهم التي تحصل عليها لا تتمتع بأي حقوق في الأرباح ولا تشارك في التصويت ولا في اجتماعات الهيئة العامة للشركة⁽²⁾.

- أن الاكتتاب الذي يتم بين المكتتب والشركة يعد عقد إذعان وفقاً لرأي بعض الفقهاء⁽³⁾ ذلك لأن المكتتب يقبل الانضمام إلى الشركة بواسطة الاكتتاب في الأسهم من دون أن يكون له الحق في مناقشة الشروط

(1) د. مفلح القضاة، الوجود الواقعي والوجود القانوني للشركة الفعلية في القانون المقارن، أطروحة دكتوراه، مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، سنة 1958، ص 417

(2) انظر المادة (48) من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981) المعدل بالقانون رقم (4) لسنة (2018)، والمادة (8) من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها " اسهم الخزينة " لسنة (2014) والمعدلة بموجب قرار مجلس المفوضين رقم (218/2015) والمادة (726) من قانون الشركات الإنجليزي لسنة (2006) الجزء 18

(3) د. محمود سمير الشرقاوي، المشروع متعدد القوميات والشركات القابضة، مجلة القانون والاقتصاد، جامعة القاهرة، 1975، ص 149، د. اكرم ياملكي، القانون التجاري الشركات دراسة مقارنة، دار الثقافة للنشر والتوزيع الاردن، 2006، ص 160، د. الياس نصيف، موسوعة الشركات التجارية، ج7، تأسيس الشركة المغلقة، منشورات الحلبي الحقوقية، 2000، ص 233



التي ترد في نشرة الاكتتاب أو في عقد الشركة أو نظامها الاساسي⁽¹⁾، أما عقد شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، الذي يتم ما بين الشركة وما بين الشريك فهو من عقود الخيار،⁽²⁾ إذ لا يجوز للشركة أن تجبر الشريك على بيع أسهمه، إنما هو يتم عادة في سوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن الامر يخضع للعرض والطلب، فللشريك الحرية في أن يبيع أسهمه للشركة أو للغير، إذ يجب على الشركة مراعاة مصلحة المساهمين عند اتخاذ القرار بشراء أسهمها أو بيعها .

ثالثاً : تمييز عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة عن اتفاقية إعادة الشراء (الريبو)

تمثل اتفاقيات اعادة الشراء (Repos) أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ اليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية، وبمقتضى هذا الاسلوب يلجا التاجر إلى أحد السماسرة ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين الذين يبحث عن فرصة لإقراض أموالاً فائضة لديه، ووفقاً للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر _ بصفة مؤقتة _ أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم في الوقت نفسه بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق من المستثمر ذاته، بسعر أعلى قليلاً من السعر الذي باع له به هذه الأوراق، على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر . وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر، وعودة الاموال إلى المستثمر، ويعد فرق القيمة بين عقد البيع وبين عقد الشراء بمثابة فائدة على الاموال المقترضة، وإن كان هذا لا يمنع من إمكانية إبرام عقدي البيع والشراء بذات القيمة ، على أن يحصل المستثمر على فائدة يحدد معدلها مسبقاً⁽³⁾.

(1) د. عزيز العكلي، المصدر السابق، ص 203

(2) يقصد بعقود الخيار : (عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الاول (البائع) أن يعطي للطرف الثاني (المشتري) الحق وليس الالتزام لشراء أو بيع اوراق مالية معينة بسعر معين ولأجل معين يدفع المشتري ثمناً مقابل تمتعه بذلك الحق ويقبضه البائع مقابل تعهده والتزامه)، د. زكريا سلامه عيسى، الاثار الاقتصادية لأسواق الاوراق المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 150، د. اسراء فهمي ناجي، ماهية عقد الخيار وموقف القانون العراقي منه، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، كلية القانون، جامعة كربلاء، السنة 5، العدد الاول، 2013، ص 150 وما بعدها

(3) د. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002، ص 55



وبقصد باتفاقية إعادة الشراء بأنها " عملية بيع أوراق مالية مع الاتفاق في الوقت نفسه على إعادة شرائها

بسعر اعلى وبوقت محدد (1)"

فاتفاقية إعادة قائمة على أساس قيام البائع ببيع أوراق مالية إلى المشتري على أن يتعهد بشراء الأوراق

المالية نفسها بعد مدة محددة وبثمن اعلى من ثمن الشراء (2).

فالبائع يهدف من خلال اتفاقية إعادة الشراء للحصول على السيولة النقدية، فهو يبيع الأوراق المالية بقصد

الحصول على ثمنها النقدي من المشتري، ثم في موعد الاجل يسترد البائع أوراقه المالية بثمن أعلى من الثمن

الاول، والفرق بين الثمنين هو تكلفة التمويل على البائع، ويسمى عائد اتفاقية الشراء (3).

وفي البدء تم استخدام اتفاقات إعادة الشراء من قبل القطاع المصرفي، إذ تلجأ المصارف إلى إبرام عقد

الريبو مع البنك المركزي في الغالب عندما تكون بحاجة إلى سيولة نقدية فتقوم ببيع أوراق مالية تملكها بثمن

محدد له وتتعهد بإعادة شراء تلك الأوراق بعد مدة محددة عادةً ما تكون يوم واحد أو بضعة ايام قليلة وهو ما

يعرف بالريبو قصير الاجل، أو تكون لمدة اطول قد تصل إلى شهر أو اكثر وهو ما يعرف بالريبو طويل الاجل،

وثمن اقل من ثمن البيع والفرق بين الثمنين يمثل العائد للبنك المركزي (4).

مما سبق يبدو موضع التشابه بين عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وبين اتفاقية إعادة

الشراء (Repo) فكلاهما يقومان على فكرة بيع الشركة لأوراقها المالية تليها عملية شراء للأوراق المالية ذاتها

التي كانت تمتلكها، الا أن هناك فوارق جوهرية يمكن تلخيصها بالاتي (5).

(1) The Repurchase Agreement Refined: GCF Repo, Volume 9, Number 6 June 2003,p:10

(2) د. سماح حسين الركابي، المصدر السابق، ص 160

(3) يوسف بن عبد الله الشبيلي : اتفاقية إعادة الشراء (الريبو و الريبو العكسي) و بدائلها الشرعية ، مجلة جامعة الشارقة للعلوم

الشرعية والقانونية ، العدد 2، المجلد 10 .2013 ، ص 165

(4) د. منير ابراهيم هندي، المصدر السابق، ص 56

(5) د. سماح حسين الركابي، المصدر السابق، ص 161



- أن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة من المساهمين تتم وفق مستجدات تطراً لأسباب معينة خلال حياة الشركة، أي أن الشركة المساهمة عندما تقوم ببيع أسهمها إلى الجمهور في الاكتتاب العام، فإنها لا تتعهد بإعادة شراء تلك الأسهم منهم مرة أخرى، في حين يكون في اتفاقية إعادة الشراء - الريبو - تعهد من الشركة البائعة بإعادة شراء الأوراق المالية المباعة من المشتري خلال مدة محددة.
- تقوم الشركة المساهمة بشراء الأسهم الصادرة عنها من المساهمين بسعرها المتداول في سوق الأوراق المالية في يوم الشراء، اما في عملية الريبو فتلتزم الشركة المشتريّة بدفع ثمن محدد للبائع يتم الاتفاق عليه مسبقاً.
- تتم عملية شراء الشركة لأسهمها على وفق تشريعات خاصة بسوق الأوراق المالية ، في حين تتم عملية اتفاقية إعادة الشراء (الريبو) على وفق تشريعات منظمة لهذه العملية (1).

(1) حيث نجد أن اتحاد أسواق المال الدولي الريبو قد وضع نموذج لهذا الاتفاقية سميت باتفاقية إعادة الشراء العالمية الاساسية في سنة 2011، اما على مستوى التشريعات نجد أن التشريع الاردني فقد نظم إجراءات اتفاقية إعادة الشراء في المادة/ ثالثاً" من تعليمات إصدار البنك المركزي شهادات ايداع / مذكرة رقم (99/93) بتاريخ 24/8/1993 (54) ، والمشرع العراقي هو الآخر أشار إلى اتفاقية إعادة الشراء لكن في سوق النقد في الفقرة/ ع- اولاً - المادة/73 من تعليمات تسهيل تنفيذ قانون المصارف رقم (94) لسنة (2004) والتي نصت على أن(عند بيع اصول مالية الريبو "اعادة البيع او اعادة الشراء على المصرف الافصاح في هذه الحالة....)، دون أن يبين إجراءات و شروط هذه الاتفاقية، انظر د. سماح الركابي، المصدر السابق، ص 161



المطلب الثاني

اسباب عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

اشرنا سابقاً إلى ان لجوء الشركة إلى شراء الأسهم الصادرة عنها تعد طريقة استثنائية تلجأ اليها العديد من الشركات لأغراض مختلفة، ولأن هذه الطريقة تحييطها العديد من الشبهات، إذ قد تتخذ سبباً لخلق رواج زائف لأسهم هذه الشركات وبيعها بعد ذلك بأكثر من قيمتها الحقيقية وإظهار ملاءة وقوة مركزها المالي بما قد يجافي الواقع وبالتالي خداع المتعاملين في الأوراق المالية، غير أن رغبة الشركة في الشراء قد تستند لأسباب ومبررات منطقية ومشروعة بعيدة تماماً عن هذا الاحتمال المشار اليه، فقد تهدف الشركة من عملية الشراء إلى تحقيق التوازن الاقتصادي، فتقوم الشركة بشراء الأسهم الصادرة عنها من المساهمين لتخفيض رأس مالها وذلك عندما يكون رأس المال اكبر من حاجتها⁽¹⁾. وقد يكون الهدف من عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة تحصيل الشركة لحقوقها أو بقصد الوفاء بها،⁽²⁾ وقد تكون الغاية من عملية الشراء خلق سوق للسهم أو لخلق طلب إضافي على أسهم الشركة⁽³⁾ وتلجأ الشركات إلى هذه الآلية في حالة انخفاض أسعار أسهمها لأسباب غير مرتبطة بأداء الشركة ذاتها⁽⁴⁾.

(¹) د. عبد الحكم محمد عثمان، الشركات التجارية في دولة الامارات العربية، مطابع البيان التجارية، 1996، ص 423 ، د. عبد الفتاح مراد، موسوعة الشركات، الجزء الاول، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، 334 وما بعدها ، د. رحاب محمود داخلي، الجمعيات العمومية ودورها في ادارة الشركات المساهمة في ضوء آراء الفقه واحكام القضاء، الطبعة الاولى، دار النهضة العربية، 2011، ص 273 ، د حلمي عبد الفتاح البشبيشي، د. سيد احمد عبد العاطي، محاسبة شركات الأموال، 2007، ص 116 ، محمد خليفة راشد محمد الشحومي، النظام القانوني للاستحواذ على اسهم الشركات المساهمة (دراسة مقارنة) اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2017، ص 363

(²) عماد محمد امين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة (دراسة مقارنة)، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2005، ص 384

(³) Amy K. Dittmar. Why Do Firms Repurchase Stock? by The University of Chicago. Journal of Business, vol. 73, no. 3 .P 331

(⁴) ولشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة أغراض اخرى منها:

- استخدامها كبديل لأجراء توزيعها كأسهم مجانية على مساهميها بدلاً من التوزيعات النقدية في حالة توقع إدارة الشركة أن يكون لها تأثير ايجابي على اسعار اسهم الشركة في سوق الأوراق المالية =



فضلاً عما سبق ذكره من اسباب ومبررات عمليات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة ، نرى بأنه الاحداث والتطورات الاخيرة التي طرأت على الأسواق المالية العالمية وموجة الهبوط الحادة التي شهدتها البورصات العربية والاجنبية جراء جائحة (كورونا) (كوفيد- 19) تعد دافعا مهماً في زيادة عمليات شراء الأسهم من جانب الشركات المصدرة، ومن جانب اخر تعد هذه العملية وسيلة من وسائل مقاومة عروض الشراء العدائية، ومن اجل توضيح هذين السببين بشي من التفصيل سوف نقسم هذه المطلب إلى فرعين:

الفرع الاول : جائحة (كورونا) (كوفيد 19) مبرراً لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

الفرع الثاني : شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها لمواجهة عروض الشراء العدائية

الفرع الاول

جائحة (كورونا) (كوفيد 19) مبرراً لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

لم تكن هناك اية معالم أو دلالات لوجود ازمة صحية عالمية مطلع عام (2020) وكانت التوقعات الاقتصادية لا تزال متفائلة على الرغم انخفاض توقعات النمو الاقتصادي العالمي خلال اشهر النصف الاول (2020).

ومع تنامي التصريحات المتسارعة والمعلومات الضبابية في شهري شباط وآذار (2020) عن مصير العالم في ظل عدم اليقين من موضوعة الوباء ثم الجائحة المعروفة (Covid-19) ظهرت في البداية تصرفات عالمية أحادية الجانب مثل غلق الحدود وتوقف الطيران ثم قرارات حظر التجوال الشامل في وقت بقيت بلدان

=- استخدام الفائض النقدي المتاح لدى الشركة الذي لا يتوفر أمامها فرص لاستثماره
- يساهم شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة في إثراء المساهمين عن طريق زيادة توزيعات الارباح نتيجة توزيع الأرباح المحققة على عدد اقل من الأسهم القائمة .
- تستخدم هذه الآلية في شراء أسهم المساهمين الراغبين في الخروج من الشركة، فقد يرغب مساهم في بيع اسهمه والخروج من الشركة ورفض خلفه أو أي مساهم اخر شراء الأسهم فتقوم إدارة الشركة بشراء الأسهم لحسابها.
- تستخدم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة كوسيلة لاختيار الشركاء واستبعاد الأشخاص غير المرغوب فيهم. انظر في أسباب لجوء الشركة الى عملية شراء الأسهم الصادرة عنها دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق " اسهم الخزينة" 2010، الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر



أخرى دون اتخاذ أي قرار، بدأ الاقتصاد العالمي يعاني من خسائر واضحة جراء الاغلاق الكلي والجزئي للحدود ومنع السفر الا في الحالات الانسانية والصحية.

في المقابل شهدت الأسواق المالية العالمية انهيارات متلاحقة في أسعار الأسهم وفي أسعار الدولار وفي أسعار النفط.

فقد أدت إجراءات الحجر الصحي في الدول إلى توقف العديد من القطاعات، أهمها قطاع الصناعة، السياحة والنقل، ثم اعلن صندوق النقد الدولي عن دخول العالم في ركود كبير، وتراجع النمو الاقتصادي العالمي، وارتفاع نسب البطالة. كل هذا، أدى إلى انخفاضات حادة في الأسواق المالية العالمية . (1)

فمنذ ظهور فيروس (كورونا) بمنطقة ووهان الصينية، والعالم يعيش حالة من الفزع والخوف، وسرعان ما انتشر هذا الفيروس في مختلف دول العالم، مؤديا إلى ظهور أزمة اقتصادية عالمية لم تسلم منها أي دولة سواء الدول المتقدمة أو النامية، وبحكم الترابط العالمي بين اقتصاديات الدول، أدت إلى دخول الاقتصاد العالمي في حالة من الركود الشديد، إذ ترتب على الانتشار الهائل للجائحة حول العالم، وجود تأثيرات سلبية في كل القطاعات بما في ذلك القطاعات الاقتصادية وعلى رأسها أسواق المال، ففي ظرف دقائق وساعات، خسرت البورصات العالمية ملايين الدولارات، في موجة تسونامي مالية لم يتوقعها أحد. (2)

لم تكن جائحة (كورونا) هي الاولى من نوعها بوصفها أزمة كان لها تأثيرها السلبي على أسواق المال، فقد سبقها العديد من الازمات، إذ شهد القرن العشرين انتشار وباء الانفلونزا الاسبانية عام (1918) تلاها انتشار لفيروس الانفلونزا الاسبانية عام (1957) وانتهاء بأنفلونزا هونج كونج (1968). بينما شهد العالم خلال القرن (21) اربع ازمات تمثلت في انتشار فيروسات تسببت في شلل كامل لحركة التجارة والسفر حول العالم، بداية من

(1) ميلود بن خيرة، سعيدة طبيب، أثر جائحة فيروس كورونا (covid-19) على الاقتصاد العالمي، بحث منشور في مجلة بحوث الإدارة والاقتصاد، مجلد 2، العدد 2، 2020، ص 10

(2) حمزه غربي، عيسى بدروني، الأسواق المالية الأوروبية في ظل جائحة كورونا -دراسة تحليلية مقارنة، بحث منشور في مجلة الاقتصاد الصناعي، الجزائر، المجلد 10، العدد 2، 2020 ، ص 2 وما بعدها



متلازمة الالتهاب التنفسي الحاد (سارس) (2002)، ثم أنفلونزا الطيور (2009)، متلازمة الشرق الاوسط التنفسية 2012، واييولا في (2013)، وانتهاءً بجائحة (كورونا) (2020).⁽¹⁾

تأثرت كل القطاعات الاقتصادية وغيرها على مستوى دول العالم بما سبق الحديث عنه من ازمات متتابة، الا أن تأثير جائحة (كورونا) (Covid-19) كان هو الاشد تأثيراً، فكل هذه الازمات كان لها نطاق جغرافي محدد، دون توسع مادي، وكذلك إطار زمني بلغت خلاله الذروة ثم توقفت، الا أن فيروس (كورونا) أثبت أنه غير قابل للسيطرة، فهو ينتشر في كافة بقاع العالم ليترك آثاره على معظم الاقتصاديات، وكذلك ليس هناك إطار زمني واضح من المحتمل أن ينتهي خلاله هذا الوباء كغيرها من الازمات التي شهدها العالم.⁽²⁾

وبعد تفاقم تفشي فايروس (كورونا) (covid-19) بشكل كبير، وتزامنا مع الحجر الصحي واتخاذ إجراءات مقيدة لحركة التنقل، فقد شهد سوق أهم سلعة عالمية وهو النفط صدمة كبيرة، فهو يعد سلعة أساسية في الاقتصاد العالمي، إذ يمثل مصدراً رئيسياً لتكوين الناتج ودعم التنمية الاقتصادية، إذ انخفض إلى أدنى قيمة له منذ سنة (1991)، إذ بلغ برميل النفط الخام في العقود الآجلة (28.20) دولار أمريكي يومي (29 و31) مارس (2020)، وذلك لعدة أسباب، أهمها نقص الطلب العالمي على النفط بسبب تباطؤ الاقتصاد العالمي الناجم عن جائحة (كورونا)، وكمثال توقف المقاطعات الصناعية الصينية التي كانت تستهلك 10 مليون برميل يوميا، وأيضا بسبب دخول أكبر دولة مصدرة للنفط وهي المملكة العربية السعودية في حرب أسعار مع روسيا، الامر الذي أدى إلى انهيار التحالف بين منظمة أوبك (OPEC) وروسيا⁽³⁾، فضلاً عن ذلك حدث انخفاض حاد للمؤشرات القياسية للبورصات العالمية، إذ انخفض كل من مؤشر (داكس) وهو المؤشر الرئيسي لبورصة فرانكفورت، ومؤشر (IBEX 35) وهو المؤشر الرئيسي لبورصة مدريد والبورصة الرئيسية في

(1) أسامه بدر ، محمد سالم، تأثير انتشار جائحة كورونا على قطاعات سوق الأسهم في مصر (القطاعات الراحبة والخاسرة) بحث منشور على الأنترنت، تاريخ الزيارة (28 / 2 / 2022) الساعة 3 مساءً

https://caf.journals.ekb.eg/article_166210_82ddd226c5647d0f5416c8a29ee7fd52.pdf

(2) ميلود بن خيرة، سعيدة طيب، المصدر السابق، ص 11

(3) حمزه غربي، عيسى بدروني، المصدر السابق، ص 5



إسبانيا بنحو (4%!) بسبب المخاوف المتزايدة بشأن فيروس (كورونا)، وسجلت مؤشرات سوق الأسهم الأمريكية المختلفة، بما في ذلك ناسداك... ومؤشر (S&P 500) ومتوسط داو جونز الصناعي. أكبر انخفاض لها منذ عام (2008)، إذ انخفض مؤشر " (داو جونز)" ⁽¹⁾ بمقدار (١,١٩١) نقطة في فبراير (2020)، وكانت أسهم شركات السفر وأسهم التكنولوجيا من بين الأكثر تضرراً. إذ انخفض سهم مجموعة الخطوط الجوية الأمريكية (8.5%) وتراجع أسهم وفيسبوك (٤.٥%) في نفس الشهر، وايضا انخفض مؤشر (فوتسي 100) واحد من أكبر مؤشرات الأسهم البريطانية، إذ يضم أسهم أكبر مائة شركة بريطانية في بورصة لندن بنسبة أكثر من (3%) وفي مارس من العام نفسه شهدت مؤشرات أسواق الأوراق المالية في منطقة آسيا انخفاضاً كبيراً إذ تراجع مؤشر نيكاي 225 في بورصة طوكيو إلى أكثر من (20%) وهو الانخفاض الاشد في (52) أسبوعاً، وتراجعت أيضاً الأسهم الاسترالية، إذ انخفض مؤشر (S & P / ASX 200 بنسبة ٧,٣٦%) ⁽²⁾

كما سجل المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية (EGX30) في مارس (2020) انخفاضاً لأدنى مستوى منذ ثلاث سنوات ونصف السنة، وتسجيله خسائر يومية غير مسبوقه منذ عام (2012) ⁽³⁾

وكد فعل للاضطرابات المالية العالمية التي سببها انتشار فيروس (كورونا) (covid-19) ومع هبوط المؤشرات الرئيسية للبورصات العربية والعالمية، فقد ازدادت عمليات شراء الأسهم من جانب الشركات المصدرة، - وذلك لتقليل المعروض من أسهمها، وبطبيعة الحال عندما يقل عرض الشي يرتفع سعره - وخصوصاً بعد

⁽¹⁾ مؤشر داو جونز الصناعي (بالإنجليزية: Dow Jones Industrial Average) أو كما يُعرف اختصاراً بـ دجيا (بالإنجليزية: DJIA) أو مؤشر داو - هو مؤشر صناعي لأكبر (30) شركة صناعية أمريكية في بورصة نيويورك. أنشأ مؤشر داو جونز في (26 مايو 1896). وهو أقدم مؤشر في العالم وكان يحتوي في البداية على أكبر (12) شركة صناعية أمريكية، وبدأت أعداد الشركات المدرجة بالتزايد حتى وصل إلى رقم ثابت وهو (30) شركة في عام (1928). ومن الشركات التي تم إدراجها في المؤشر في الألفية الجديدة (أبل وشيفرون وبنك أمريكا وسيلز فورس وفيزا،) للمزيد انظر الموقع الرسمي لمؤشر داو جونز الصناعي <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/dow-jones-industrial-average> ، تاريخ

الزيارة 2020/3/1، الساعة 10 صباحاً

⁽²⁾ أثر فيروس كورونا على أسواق المال عالمياً، بحث منشور في مجلة آفاق الاقتصادية الصادرة عن مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار التابع لمجلس الوزراء المصري، العدد 10، 2021، ص 69

⁽³⁾ (انتريز يوليو 2020)



تدخل تشريعات الدول واصدارها حزمة من الاجراءات والتسهيلات وتعديل الاحكام المنظمة لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، بهدف توفير مزيد من المرونة والدعم لأسواق الأوراق المالية، وبما لا يؤثر سلباً على التداولات في السوق المالي، ومن اجل دعم الثقة وبث الطمأنينة لدى المستثمرين لتخفيف حدة تلك التأثيرات وتعزيز استقرار الأسواق المالية، باعتبارها إحدى الركائز الرئيسية لاستقرار المالي ودعامة أساسية للاقتصاد الوطني.

وبعد هبوط المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية (EGX30) في مارس (2020) لأدنى مستوى منذ ثلاث سنوات ونصف السنة، وتسجيله خسائر يومية غير مسبوقه منذ عام (2012)، اصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية إجراءات استثنائية بصفة مؤقتة، تعديلاً للأحكام المنظمة لعمليات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة من خلال الشركات المقيدة بالبورصة والواردة بالمادة رقم (51) ⁽¹⁾ من قواعد القيد بالاستثناء من مدة الاخطار المسبق والتي كانت مقرره بثلاثة أيام عمل على الاقل قبل الموعد المقترح، إذ سمحت الهيئة للشركات المقيدة بالبورصة المصرية اخطار إدارة البورصة في اليوم ذاته المقترح لتنفيذ عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة _ بدلاً من اخطارها قبل ثلاثة ايام من تنفيذ العملية_ من خلال السوق المفتوح وبسعر الورقة المالية خلال جلسة التداول وعلى الا تتجاوز الكمية المطلوب شرائها للنسبة المقررة قانوناً وهي 10% من أسهم الشركة، ويتعين على الشركة الافصاح للهيئة والبورصة في نهاية كل يوم عمل بما وصلت إليه نسبة أسهم الخزينة المشتراة، والتوقف عن الشراء عند الوصول للحد الاقصى المسموح به قانوناً والافصاح فوراً عن ذلك وفقاً للقواعد والاجراءات المتبعة في هذا الشأن، وسوف تعلن الهيئة عن موعد انتهاء العمل بتلك الاجراءات

⁽¹⁾ المادة (51) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية لسنة 2014، تنص على (تلتزم الشركة التي ترغب في شراء جانب من أسهمها (أسهم الخزينة) أن تخطر البورصة برغبتها وذلك وفقاً للنموذج المعد بالبورصة والمعتمد من الهيئة وذلك قبل الموعد المقترح للتنفيذ بثلاثة أيام عمل على الأقل ما لم تجز الهيئة في الحالات التي تقدرها التنفيذ دون التقيد بهذه المدة ، ويجب أن يتضمن الإخطار على الأخص مبررات تعامل الشركة على أسهمها ونوع التعامل وكمية الأسهم المطلوب التعامل عليها والسعر المحدد لذلك والفترة المحددة للتنفيذ وشركة السمسرة المنفذة ومصدر تمويل عملية الشراء والأثر المتوقع للتعامل على مؤشرات أداء الشركة ...)



الاستثنائية⁽¹⁾ كما يحق لها إيقاف تلك الاجراءات لأي من الشركات بما يضمن صحة وسلامة التعاملات على الورقة المالية⁽²⁾.

واشارت الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، إلى أن هذه الاجراءات تأتي في ضوء الاحداث والتطورات الاخيرة التي طرأت على الأسواق المالية العالمية وموجة الهبوط الحاد التي شهدتها البورصات العربية والاجنبية، كما أن تبسيط الاجراءات الخاصة بعمليات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة تهدف أيضًا إلى حماية السوق المصرية وحماية حقوق المتعاملين فيها⁽³⁾.

مما تقدم نلاحظ أن ازمة تفشي فيروس (كورونا) (COVID-19) ، المستمرة ساهمت بشكل كبير في اتجاه الشركات المصرية نحو عمليات شراء الأسهم الصادرة عنها، وذلك لدعم أسهمها في ظل هبوط أسعارها بسبب التداعيات السلبية الناتجة عن انتشار الفيروس، وبهدف خلق الطلب على الأسهم والحد من تراجع الاسعار وتقليل حجم المعروض منها للتداول.

وبشكل عام وعلى مدى العقدين الماضيين، ازدهرت عمليات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بصورة هائلة في العديد من الأسواق العالمية، إذ ازدادت عمليات الشراء بعد أن خففت الولايات المتحدة الامريكية من التعليمات المنظمة لتلك الممارسات عام (1982)، ليتبعها كل من اليابان في عام (1984) والمانيا عام (1986)، لتصبح بعد ذلك أجراء شائع الحدوث في الأسواق المالية العالمية⁽⁴⁾.

(¹) ومن خلال متابعتنا للقرارات الصادرة عن الموقع الرسمي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية لم تعلن الهيئة عن إيقاف العمل بهذه الاجراءات الاستثنائية حتى لحظة كتابة هذه الاسطر.

(²) كتاب دوري رقم (13) لسنة (2020) الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية . وانظر اسامة مجدي ابو العلا، أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بأعاده شراء أسهمها (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المصرية، بحث منشور في مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، جامعة الاسكندرية، كلية التجارة، المجلد4، العدد 3 2020، ص 14

(³) بدون اسم مؤلف، أسهم الخزينة ودورها في الحد من الآثار السلبية لجائحة كورونا لشركات التأمين، بحث منشور في الموقع الرسمي " لبنوك مصر " 2020 /<http://www.febgate.com/> تاريخ الزيارة 2022/3/3، الساعة العاشرة صباحاً

(⁴) محمد حبيبة، العلاقة بين قرار اعاده شراء الأسهم وقيمة الشركة من منظور محاسبي في ضل جائحة كوفيد -19 (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، بحث منشور في مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، جامعة الإسكندرية، كلية التجارة، 2021، ص 8



وعلى عكس ما يجري عالمياً، كانت عمليات شراء الأسهم من جانب الشركات المصدرة لها أمراً نادراً في السوق المصرية وليس أمراً معتاداً، وذلك حتى اصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية تلك الاجراءات الاستثنائية المؤقتة، إذ ادى قرار الهيئة إلى موجة شراء غير مسبوقه، إذ سارعت أكثر من (20) شركة مدرجة بالبورصة المصرية بشراء الأسهم الصادرة عنها من السوق، بنسب تراوحت من (0.5% إلى 2.5%) من الأسهم المطروحة منذ قرار "الرقابة المالية". وشمل ذلك العديد من الشركات الكبرى بالبورصة، وذلك عندما وجدت أن الأسهم مقومة بأقل من قيمتها⁽¹⁾. وتعد " الشركة القابضة المصرية الكويتية " أولى الشركات المدرجة في البورصة التي تقدمت بطلب شراء الأسهم الصادرة عنها بعد قرار الهيئة العامة للرقابة المالية تعديل القوانين المنظمة لهذا المجال، إذ أخطرت الشركة إدارة البورصة المصرية رسمياً عن رغبتها في شراء (17.5) مليون سهم من أسهمها خلال المدة من 1 مارس (2020) إلى 2 يونيو من نفس العام⁽²⁾.

كما أن شركة مدينة نصر للإسكان والتعمير هي الأخرى قامت بشراء (7) ملايين سهماً من أسهمها، تمثل 0.5% من اجمالي رأس مال الشركة منذ انهيار السوق في مارس (2020) جراء جائحة (كورونا) " كوفيد-19" وقال مدير علاقات المستثمرين بشركة مدينة نصر للإسكان والتعمير انها كانت فرصة جيدة للشراء، إذ كان السعر منخفضاً للغاية، وكان لدينا أموال إضافية⁽³⁾.

ومن الشركات الأخرى التي أعلنت قيامها بعمليات شراء الأسهم الصادرة عنها، أوراسكوم للتنمية مصر، إذ أخطرت (شركة أوراسكوم) للتنمية إدارة البورصة المصرية شراء (11.3) مليون سهماً من أسهمها، خلال شهرين ابتداء من (4) مارس (2020)، ونفذت أوراسكوم للتنمية في (4) مارس أول عملية للشراء وذلك على عدد (42) ألف سهم تقريبا، وفي (11) مارس أفصحت شركة أوراسكوم للتنمية مصر عن تنفيذ ثاني

(¹) انتربرايز 2020 ، <https://enterprise.press/ar/> تاريخ الزيارة (2022 /3/5) س الواحدة مساءً ، وانظر ايضا المصدر السابق نفسه، ص 9

(²) انتربرايز 2020 / <https://enterprise.press/ar/> تاريخ الزيارة (2022 /3/5) س الواحدة مساءً ،

(³) انظر مجلة المال الاقتصادية المصرية، <https://almalnews.com> تاريخ الزيارة 2022 /3/5 س الواحدة ظهراً



عملية شراء على أسهمها وذلك على عدد (75) ألف سهم تقريباً،⁽¹⁾ وايضاً من الشركات التي أعلنت قيامها بعمليات شراء الأسهم الصادرة عنها شركة (جي بي أوتو)⁽²⁾، وبالم هيلز للتعمير⁽³⁾ .

ولعل اهم الشركات التي قامت بعمليات شراء أسهم أسهمها خلال مدة تفشي جائحة (كورونا)، هما شركة مايكروسوفت، ثاني أكبر شركة أمريكية مدرجة، اشترت 5.8 مليار دولار من أسهمها في تلك المدة، وشركة أبل، التي أنفقت أكثر من غيرها على أسهمها بين شركات " مؤشر ستاندرد آند بورز 500"⁽⁴⁾ أعادت شراء ما قيمته (16) مليار دولار من الأسهم⁽⁵⁾ .

وبالمقابل استجابت الاردن خلال أوج أنتشار الجائحة بتدابير طارئة على مستوى السياستين المالية والنقدية، ادت إلى التقليل من حدة تأثير الجائحة⁽⁶⁾ .

(¹) انظر مجلة المال الاقتصادية المصرية، <https://almalnews.com> / تاريخ الزيارة 2022 /3/5 س الواحدة والنصف ظهراً
(²) أعلنت شركة "جي بي أوتو" لصناعة السيارات عن رغبتها في شراء 10 ملايين سهم من أسهمها، خلال الفترة من (2) مارس (2020) حتى 2 أبريل من نفس العام، ونفذت شركة "جي بي أوتو" أول عملية شراء في (3) مارس على (310) ألف سهماً من اسهمها، ثم أعلنت عن تنفيذ ثاني عملياتها بعد تسهيلات الرقابة المالية وذلك على 407 ألف سهم يوم 4 مارس (انتربرايز 2020)

(³) حيث أعلنت شركة «بالم هيلز للتعمير» عن رغبتها في شراء (62.3) مليون سهماً من اسهمها خلال الأسبوعين الممتدين من (2) إلى 15 مارس 2020.) (انتربرايز 2020)

(⁴) ستاندرد آند بورز (S&P 500) هو مؤشر أسهم يضم 500 شركة كبرى مدرجة في السوق الأمريكي. تدار من قبل وكالة التصنيف المالي ستاندرد آند بورز الامريكي، انظر <https://admiralmarkets.com/ar/education/articles/trading-instruments/tadawul-s-p500>، تاريخ الزيارة 2020/3/4، س 10 صباحاً

(⁵) ريتشارد هندرسون، إعادة شراء الأسهم الشركات الأمريكية لم تغير عاداته، مقال منشور في جريدة العرب الاقتصادية الدولية، 2020، على الموقع <https://www.aleqt.com> ، تاريخ الزيارة 2022/3/7/ س 10 صباحاً

(⁶) وفيما يلي عرضاً لأهم هذه الإجراءات: 1- ضخ سيولة إضافية في الاقتصاد الوطني بقيمة 1,050 مليون دينار من خلال: أ- تخفيض الاحتياطي النقدي الإلزامي على الودائع لدى البنوك من (7% إلى 5%) الأمر الذي وفر سيولة إضافية للقطاع =المصرفي بمبلغ (550) مليون دينار أردني، مما زاد من قدرة البنوك على الإقراض ومكنها من تخفيض أسعار الفائدة التي تتقاضاها على التسهيلات الممنوحة للأفراد والشركات. علماً أنها المرة الأولى التي يخفض فيها البنك المركزي الاحتياطي النقدي الإلزامي منذ عام (2009). ب- إجراء اتفاقيات إعادة شراء مع البنوك بمقدار (500) مليون دينار لآجال تصل لسنة بهدف توفير الاحتياجات التمويلية للقطاعين العام والخاص. النقدية بما مجموعه (150) نقطة أساس وبمعدل (1.5%) وقد قامت البنوك بالاستجابة الفورية لهذا التخفيض من خلال تخفيض أسعار الفائدة لديها.

2- تخفيض أسعار الفائدة على كافة أدوات السياسة دون انتظار تواريخ الاستحقاقات التعاقدية.



كما أصدرت هيئة الأوراق المالية والسلع الامارتية⁽¹⁾ في (20) مارس (2020) إجراءات استثنائية للشركات المساهمة العامة الراغبة في شراء الأسهم الصادرة عنها وأوضحت الهيئة أن هذه التسهيلات تسري حتى (30) يونيو المقبل، إذ يتوجب على الشركات المساهمة العامة الراغبة في شراء الأسهم الصادرة عنها من المساهمين والحصول على أي من الاستثناءات التالية من القرار التقدم بطلب إلى الهيئة في هذا الشأن، وتتضمن حزمة الاستثناءات من القرار رقم (40) لسنة (2015) بشأن الضوابط والاجراءات المتعلقة بشراء الشركة لأسهمها بقصد بيعها التي اقرتها الهيئة ما يأتي⁽²⁾:

1- استثناء من نص المادة (1/ثالثاً/3): التي تنص على «الامتناع عن شراء الشركة لأسهمها خلال مدة (15) يوماً قبل (3) أيام بعد الافصاح عن بياناتها المالية أو أي معلومات جوهرية⁽³⁾ من شأنها التأثير في سعر السهم صعوداً أو هبوطاً» وذلك بشرط الا يكون أي من أعضاء مجلس إدارة الشركة أو مديرها التنفيذيين أو أي من الموظفين المطلعين طرفاً في عملية الشراء أو البيع بصورة مباشرة أو غير مباشرة.

3- بالنسبة للعملاء الأفراد والشركات المتضررين من الجائحة، فقد تم الطلب من البنوك تأجيل أقساط التسهيلات الائتمانية الممنوحة لهم دون فوائد تأخير أو عمولات إضافية وذلك خلال العام 2020 ثم تم تمديد هذه الاجراء حتى نهاية عام 2021. انظر تقرير الاستقرار المالي، على الموقع <https://www.cbj.gov.jo> تاريخ الزيارة 2022/3/12 س الرابعة عصرًا (1) ونشير هنا بأنه المشرع الإماراتي عالج عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة في المادة (219) من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم 2 لسنة 2015 والتي تنص (1- لا يجوز للشركة أن ترتهن أسهمها أو أن تشتري تلك الأسهم إلا إذا كان الشراء لتخفيض رأس المال أو لاستهلاك الأسهم، وعندها لا يكون لتلك الأسهم صوت في مداوات الجمعية العمومية ولا نصيب في الأرباح.

2- استثناء من حكم البند (1) من هذه المادة يجوز للشركة التي مضي على تأسيسها كشركة مساهمة عامة سنتين ماليتين على الأقل شراء نسبة من أسهمها لا تتجاوز (10 %) من الأسهم الممثلة لرأس مالها بقصد إعادة بيعها وفقاً للشروط والإجراءات التي يصدر بها قرار من مجلس إدارة الهيئة، ولا يكون للأسهم المشتراة بقصد بيعها صوت في مداوات الجمعية العمومية ولا نصيب من الأرباح إلى أن يعاد بيعها)، واستناداً لهذا المادة صدر قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 40 لسنة 2015 بشأن الضوابط والإجراءات المتعلقة بشراء الشركة لأسهمها بقصد بيعها.

(2) الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية والسلع الامارتية، www.sca.gov.ae/ar تاريخ الزيارة 2022 /2/29 س الواحدة مساءً

(3) ويقصد بالمعلومات الجوهرية " بأنها بيانات أو أحداث تتعلق بالشركة المصدرة للأوراق المالية أو بالورقة المالية ذاتها وبالتالي تؤثر على سعر الورقة المالية في سوق الأوراق المالية وعلى قرار المستثمر بشأن تداول هذه الأوراق في السوق" للمزيد انظر د. جعفر كاظم جبر. د. عمر ناطق يحيى، المعلومة الجوهرية في سوق الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك، المجلد 10 العدد 39، 2021، ص 6



2- استثناء من المادة (1/ثالثاً/1) التي تنص على «الاعلان للجمهور عن عملية الشراء في صحيفتين يوميتين محليتين واسعتي الانتشار إحداهما باللغة العربية على الأقل، ومضي مدة لا تقل عن (14) أربعة عشر يوماً بين تاريخ الاعلان عن رغبة الشركة في الشراء وتاريخ التنفيذ الفعلي للشراء»،

3- واستثناء من المادة (1/أولاً/2) التي تنص على «موافقة الجمعية العمومية للشركة بموجب قرار خاص على عملية الشراء بقصد إعادة البيع».

ويرى خبراء أن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة في ظل الوضع الراهن تعد قراراً استثمارياً جيداً يساهم في دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التراجعات التي تشهدها بسبب الاوضاع العالمية الناجمة عن فيروس «(كورونا)» وخصوصاً أن غالبية الأسهم اصبحت عند مستويات سعرية أقل بكثير من قيمتها العادلة.⁽¹⁾

كما وافقت إدارة الهيئة على تسهيل طرق التصرف في الأسهم المشتراة بما يتماشى مع نص المادة (219) من قانون الشركات التجارية رقم 2 لسنة 2015 والمتعلقة بشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وتمثل طرق التصرف بما يأتي :

1- للمساهمين مقابل توزيعات الارباح النقدية في حال موافقة الجمعية العمومية على توزيع أسهم الخزينة مقابل توزيعات الارباح النقدية.

2- للمساهمين الراغبين في شرائها عند عرض الشركة تلك الأسهم عليهم.

3- لمستثمر أو لعدد من المستثمرين لقاء مقابل نقدي.

4- لموظفي الشركة وفقاً لبرامج تحفيز موظفي الشركة.

ويتعين على الشركات المساهمة العامة التي أشرت أسهمها وترغب في التصرف فيها بأي من طرق التصرف المذكورة أعلاه الرجوع إلى الهيئة في هذا الشأن.⁽¹⁾

(1) رامي سميح، الأوراق المالية تطور آلية شراء الشركات المدرجة لأسهمها، مقال منشور في صحيفة البيان الاقتصادية الاماراتي، 2020، تاريخ الزيارة 2022/3/2، س 10 صباحاً <https://www.albayan.ae/economy/capital-markets>



ولغرض حماية حقوق المتعاملين وحماية حملة الأسهم اتخذت هيئة الأوراق المالية ومجلس محافظي سوق العراق للأوراق المالية مجموعة من القرارات لمواجهة تأثيرات covid_19 في اذار (2020) واهمها (2):

1- ايقاف نشاط التداول في سوق العراق للأوراق المالية أثناء حظر التجوال التام بسبب جائحة (كورونا).

2- تقليص عدد جلسات تداول الأسهم من 5 جلسات إلى 3 جلسات اسبوعياً

3- تقليل نسبة تغير أسعار الأسهم المتداولة عند الارتفاع 10%

واخيراً نرى بأنه اهم الاسباب التي ساهمت في ازياج ممارسات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها خلال مدة انتشار الفيروس تتمثل بدعم أسعار الأسهم، إذ تساعد عمليات شراء الأسهم من جانب الشركات المصدرة لها في دعم سعر سهم الشركة (ولو مؤقتاً فقط) - من خلال تقليل عدد الأسهم المتاحة للتداول، وإخراج الباعة المذعورين من السوق، إذ إن هناك أناس يصابون بحالة من الذعر ويبيعون السهم بأي سعر، وهذا بالطبع يجعل المستثمرين الآخرين متوترين، لذلك تتدخل الشركات وتشتري حصة من أسهمها من السوق المفتوحة فتتخلص من عمليات البيع المذعور. كما أن تراجع الاسعار جعل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة أمراً مغرياً في حد ذاته، بالإضافة إلى ان تدخل التشريعات لتيسير اللوائح والتعليمات المنظمة لهذه الممارسات كان أيضاً عاملاً محركاً وراء الزيادة الكبيرة في عمليات شراء الأسهم من جانب الشركات المصدرة لها.

(1) الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتية، www.sca.gov.ae/ar تاريخ الزيارة 2/ 2022/3/ 11 صباحاً
(2) الخبير طه أحمد عبد السلام المدير التنفيذي لسوق العراق للأوراق المالية . زاهدة طه احمد. الخبير جيمي أفهم توما، قواعد سوق الأوراق المالية وتكنولوجيا المعلومات، 2021، ص 83



الفرع الثاني

شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لمواجهة عروض الشراء العدائية

يعرف العرض العام بالشراء⁽¹⁾ بأنه (عملية بواسطتها يقوم شخص طبيعي أو اعتباري بأعلام مساهمي شركة معينة عن طريق الاعلان برغبته في الاستحواذ على ما يملكونه من أسهم مقابل سعر يدفع نقدا أو بمبادلة أسهم، وذلك متى كانت هذه الأوراق المالية صادرة عن شركات مقيدة ببورصة الأوراق المالية أو شركات طرحت أوراقا مالية من خلال اكتتاب عام أو من خلال طرح عام ولو لم تكن مقيدة ببورصة الأوراق المالية)⁽²⁾

⁽¹⁾ عرف القانون المصري في المادة (326) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري رقم (95) لسنة 1992 " العرض العام بالشراء " بأنه ((العرض المطروح على مالكي الأوراق المالية محل العرض سواء كان مقابل الشراء نقديا او مبادلة بأوراق مالية اخرى او عرضا مختلطاً، وسواء كان العرض اجباريا او اختياريا)) ، ويعد المشرع الانجليزي اول من نظم عروض الشراء بغرض الاستحواذ على الشركات والسيطرة عليها، ولكن هذا التنظيم لم يكن من فعل المشرع وإنما بمبادرة من مصارف تجارية تشرف على طرح الاصدارات الجديدة للأسهم مقابل تقاضي رسم يتم الاتفاق عليه أو تحدهه لائحة البنك، وقد خصص قانون الشركات الانجليزي النافذ 2006 الجزء 28 منه لمعالجة الاستحواذ انظر د. سامي عبد الباقي صالح، النظام القانون لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية " دراسة مقارنة" ط1، دار النهضة العربية، 2006، ص 8، وبمطالعة التشريع الأردني في مجال الشركات تبين لنا تناوله، بالباب الحادي عشر من القانون رقم 22 لسنة 1997 شركات أردني ما يعرف بمصطلح " تملك الشركات" دون استخدامه لمصطلح " الاستحواذ على الشركات" بالرغم من أن كلاهما وجهان لعملة واحدة، فالتملك يعني الاستحواذ، فهما مصطلحان مترادفان لغتا واصطلاحا، خاصة في نطاق الشركات.

اما بالنسبة للقانون العراقي، وبالرجوع الى قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة، (1997) فلم يتم بتعريف الاستحواذ، بل انه لم يتم بتنظيم الاستحواذ في نصوص قانونية خاصة، ولكن قد اشار اليه في بعض النصوص القانونية، على سبيل المثال اشار الى مسمى (المسيطرين) في المادة (الاولى / ف 3) وعرفهم بأنهم " مالكي أغلبية الأسهم والمسيطرين على شؤونها فعليا " اذا قد ينشأ عن السيطرة استحواذاً ، وايضا نصت تعليمات الافصاح في سوق العراق للأوراق المالية، انه (اذا كانت الشركة المدرجة تمتلك اكثر من 5% من رأسمال شركة أخرى فيجب إصدار البيانات المالية السنوية بشكل موحد إضافة الى البيانات الخاصة بالشركة. كما أن القانون المؤقت لأسواق الاوراق المالية رقم (74) لسنة (2004) هو الاخر لم ينظم عرض الشراء، ولذلك ندعو المشرع العراقي الى تنظيم عملية عرض الشراء في نصوص خاصة، خصوصا وانه اشار الى السيطرة أو الاستحواذ ضمنا حيث عبر عنه (بالحيازة المؤهلة) في قانون المصارف العراقي رقم (94) لسنة (2004) وذلك في المادة (22) منه

⁽²⁾ د. سامي عبد الباقي ابو صالح، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق راس المال المصري الواقع والحلول، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016، ص 215.



وهناك من عرف عرض الشراء العام على انه " الافصاح الموجه إلى المساهمين في الشركة المعنية، يتقدم به شخص بشراء نسبة معينة من أسهمهم بشكل علني، والذي يكون أما نقدياً أو مبادلة أسهم بأسهم أو بشكل مختلط على أن يلاقي قبولاً من لدى المساهمين لإتمام عرض الشراء" (1)

فالمقصود بعروض الشراء هي طلب لشراء أسهم إحدى الشركات المساهمة بنسبة معينة، وبالتالي يبدو أن هنالك شبه بين عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة والعروض العامة للشراء، خاصة وأن الشراء في كلتا العمليتين يتم بصورة عرض موجه إلى مساهمي الشركة المصدرة لشراء أسهمها القائمة من خلال سوق الأوراق المالية، كما أن العرض في كليهما يتم بصورة عرض لعدد محدد من الأسهم لتحقيق الغرض الذي من أجله تم تقديم العرض، بالإضافة إلى أن عملية الشراء في كليهما تتطلب موافقة خاصة من هيئة الأوراق المالية، وعلى الرغم من أوجه التشابه بين العمليتين إلا أن هنالك اختلافات بين الاثنين تتمثل بالاتي: (2)

- إن عرض الشراء في عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة يتم من الشركة المصدرة نفسها لشراء أسهمها القائمة في سوق الأوراق المالية، في حين يكون العرض من الغير في عملية عرض الشراء العام.

- تتعدد وتختلف الاغراض أو المبررات في عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة كما بينا سابقاً، في حين أن السيطرة أو الاستحواذ (3) على الشركة المستهدفة هو الغرض أو الهدف الاساسي من عرض الشراء العام.

- أن عرض الشراء في عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لا يكون الا اختياريًا، في حين قد يكون العرض اختياريًا أو اجباريًا في عرض الشراء العام.

(1) د. علي طلال هادي، الاعتبار الشخصي واثره بالنسبة لتأسيس وتداول الاسهم والحصص في شركات الاموال، دار النهضة العربية، القاهرة، 2012، ص 32

(2) د. سماح حسين الركابي، مرجع سابق، ص 162

(3) يعرف الاستحواذ بأنه " عملية سيطرة شركة على شركة اخرى من خلال شراء اصول الشركة المستهدفة او معظم اسهمها كي تتمكن من التحكم بإدارتها وتصبح بيد المستحوذ " استاذنا د. عمر ناطق، الجوانب القانونية لبعض العمليات المرتبطة بسوق الاوراق المالية ، ط1 ، دار النهضة العربية ، مصر ، 2018، ص 24



وتتبع الشركات المساهمة اسلوب الاستحواذ لتنفيذ استراتيجية التوسع خارج نطاق الشركة من أجل تكوين تكتلات اقتصادية كبيرة، تهيمن من خلالها على إدارة الشركة المستحوذ عليها فتسيطر على القرارات والتصويت فيها بالشكل الذي يجعل الشركة المستهدفة بالاستحواذ عليها تابعة إلى حد كبير لإدارة الشركة المستحوذة، إذ تتلشى استقلاليتها في ظل السيطرة المالية والادارية من قبل الشركة المستحوذة.⁽¹⁾

فالاستحواذ يعد أحد وسائل تركيز المشروعات وتكوين كيانات اقتصادية كبيرة قادرة على مواجهة الكيانات الأخرى، سواء على المستوى المحلي أو الدولي، وقد تحقق هذه الكيانات الاقتصادية بعض المكاسب متى توافرت معها بعض العوامل الأخرى التي تتمثل في القدرة على القيام بالمشروعات العملاقة ويصعب أن تقوم بها الكيانات الصغيرة، ولكن تكوين مثل هذه الكيانات قد يؤدي إلى خلق قوى احتكارية أو شبه احتكارية، مما يؤثر على حرية المنافسة ونشوء ظاهرة الاحتكار التي من شأنها الاضرار بالمستهلك⁽²⁾، الذي يحصل على سلعة ذات جودة أقل وسعر أعلى، كما قد تضر بالمنتج الصغير الذي ربما يفقد وحدته الاقتصادية سواء بخروجها من السوق أو إفلاسها وبالتالي قلة عدد المنشآت المتخصصة في قطاع ما،⁽³⁾ كما يؤثر على حجم العمالة، إذ تؤدي عمليات الاستحواذ إلى تركيز المشروعات ودمجها وان استمرار هذا العمليات بدون ضابط يؤدي إلى خلق قوة احتكارية، وبالتالي يقضي على المشروعات الصغيرة وتقليص عدد العمال .

فضلاً عن ذلك أن الشركات المستحوذة في الغالب تكون ذات تقنيات تكنولوجية عالية والتي تعتمد على الآلات وهو الأمر الذي يؤدي بدوره إلى تقليص عدد العمال أيضاً، والغاء بعض الوظائف، وهذا ما يفسر رغبة

(1) د. زينة غانم عبدالجبار والمستشار هدي عبدالله الحساني، الاستحواذ علي الشركات المساهمة بين التبعية والاستقلال، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية والسياسية، جامعة . ديالى، المجلد الرابع، العدد الأول، 2018، ص 69

(2) عرفت المادة (1) من قانون حماية المستهلك رقم 1 لسنة 2010، المستهلك : بأنه الشخص الطبيعي او المعنوي الذي يتزود بسلعة او خدمة بقصد الافادة منها .

(3) نهاد احمد ابراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، اطروحة مقدمة الى مجلس، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 2013 ، ص 474



المدراء التنفيذيين في الشركات المستهدفة عدم حدوث عمليات الاستحواذ وذلك لتخوفهم من فقدان وظائفهم بعد اتمام عملية الاستحواذ،⁽¹⁾ كما أن لعمليات الاستحواذ تأثيراً على حركة الاستثمار، فعادةً ما يفضل المستثمر الاجنبي طريقة الاستحواذ على مشروعات قائمة أو الاندماج معها وذلك نقادياً للإجراءات القانونية الطويلة المطلوبة لإنشاء مشروعات جديدة، وعليه يكون الاستحواذ إحدى الوسائل الجاذبة للاستثمار المباشر، الا أنه يبقى التخوف دائماً من سيطرة المستثمرين الاجانب على المشروعات الوطنية.⁽²⁾

ويرى البعض⁽³⁾ " أن الاستحواذ نوع من الاستبدال يمكن تسميته بالاستبدال الاقتصادي إذ يقوم فرد أو مجموعة بالسيطرة على إدارة إحدى الشركات وهو ما يؤدي إلى التحكم في الأسواق سواء من خلال السلعة التي تنتجها الشركة أو الخدمة التي تقدمها، وقد تؤدي هذه السيطرة إلى الاحتكار وهو الامر الذي لا يستفيد منه سوى المستحوذ ويضر بمصالح الشركات الاخرى وحققها في المنافسة المشروعة وحق الجمهور في الحصول على سلعة أو خدمة ما بسعر معقول وجودة عالية " .

وعموماً لعمليات الاستحواذ عدة أنواع، وتختلف هذه الانواع باختلاف المعيار المتخذ اساساً للفرقة فاذا نظرنا إلى مقابل الوفاء في عرض الشراء فنجد المقابل ام ان يكون نقدياً أو تبادلياً أو مختلطاً ، واذا نظرنا إلى رضا أو عدم رضا الشركة المستحوذ عليها فيكون الاستحواذ ودياً أو عدائياً اما بالنسبة إلى مدى الالتزام المستحوذ بتقديم عرض الاستحواذ فيكون اما اختيارياً أو اجبارياً وقد يكون الاستحواذ كلياً أو جزئياً بحسب كمية الشراء واخيراً قد يكون الاستحواذ على الأسهم أو على الاصول حسب نوع المشتري.⁽⁴⁾

وما يهمننا هنا هو مدى رضا أو عدم رضا الشركة المستحوذ عليها، فعرض الاستحواذ يكون ودياً اذا كان بالتفاوض والاتفاق والتراضي مع اعضاء مجلس الادارة في الشركة المستهدفة بالاستحواذ، اما العرض العدائي

(1) د. طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ علي الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، 2009، ص 54 وما بعدها

(2) نهاد احمد ابراهيم السيد، المصدر السابق، ص 478

(3) د. طاهر شوقي مؤمن، المصدر السابق، ص 9

(4) د. عمر ناطق ، الجوانب القانونية لبعض العمليات المرتبطة بسوق الاوراق المالية ، ط1 ، دار النهضة العربية ، القاهرة،

2018، ص 56



فيكون بشكل مفاجئاً اي من غير تفاوض للوصول إلى اتفاق على شروط الشراء، إذ يقوم الراغب في الشراء بتقديم إعلان إلى مساهمي الشركة المستهدفة، يخطرهم برغبته في شراء الأسهم التي يمتلكونها، كلاً أو جزءاً مع تحديد كمية الأسهم التي يرغب في شرائها وسعر الشراء، وهذا السعر غالباً يكون أعلى من سعر السوق لغرض تشجيع المساهمين على بيع أسهمهم لصاحب العرض، والعرض العدائي يتحقق عادة في الحالات التي يكون فيها مقدم العرض على علم ودراية بأحوال الشركة كما لو كان احد المساهمين الرئيسيين فيها أو احد اعضاء مجلس الادارة أو كان شركة منافسة على دراية قوية بوضع منافسيها .⁽¹⁾

فالاستحواذ بشكل عام يتحقق بحصول المستحوذ على نسبة مؤثرة من أسهم شركة اخرى، بما يضمن له السيطرة والهيمنة عليها، فاذا لم يحظَ عرض الاستحواذ بموافقة مجلس إدارة الشركة المستهدفة، فإنه يوصف بأنه استحواذ عدائي، واذا كان للاستحواذ سواء كان ودياً ام عدائياً مزايا⁽²⁾، فإنه لا يخلو من مخاطر أو مثالب،

⁽¹⁾ د. هاني صلاح سري الدين، التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة، ط2 ، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013، ص 52 . د . ابراهيم اسماعيل الربيعي و . م . م . نهى خالد المعموري، التنظيم القانوني لعرض الشراء الاجباري ، بحث منشور مجلة كلية التربية الأساسية للعلوم التربوية والانسانية، جامعة بابل، العدد 37، 2018، ص 624 . د . طاهر شوقي مؤمن، المصدر السابق، ص 36

⁽²⁾ يحقق الاستحواذ مزايا عديدة للمستحوذ نوجزها بالاتي:

1- تحقيق السيطرة الكاملة على قرارات مجلس الإدارة من خلال التحكم في تعيينهم أو انتخابهم وهو ما يتم من خلال الاستحواذ الكلي .

2- الاشتراك في قرارات مجلس الإدارة من خلال الاستحواذ الجزئي

3- الوصول إلى التكامل بين نشاط الشركة المستهدفة ونشاطه بما يخدم الخطط التوسعية.

4- تحقيق الاحتكار في نشاط ما من خلال السيطرة على الشركات المنافسة في السوق

5- الاشتراك في شركة قائمة دون الدخول في الإجراءات اللازمة لتأسيس شركة جديدة

6- الحصول على الأرباح أو جزء منها في شركة واحدة حققت نتائج جيدة في السنوات الأخيرة أو منتظر تحقيقها في المستقبل .

7- الحصول على شركات متعثرة لتنفيذ عمليات إعادة التقييم وإعادة الهيكلة، وتقادي دخولها في إجراءات الإفلاس.

8- الحصول على شركة تستخدم تكنولوجيا جديدة متقدمة يمكن الاستفادة منها في سائر الشركات الأخرى التي تتشكل منها المجموعة

9- تحقيق هدفه في توسعة سوقه وتقليل منافسيه . انظر أ. د. صبري نوفل، ايجابيات الاندماج والاستحواذ وسلبياتهما، بحث منشور في مجلة الاقتصاد والمحاسبة، نادي التجارة، العدد 663، 2016، ص 8 وما بعدها، و د. طاهر شوقي مؤمن، المصدر السابق، ص 62، و د. زينة غانم عبد الجبار، المصدر السابق، ص 21، و د. عمر ناطق، الجوانب القانونية لبعض العمليات المرتبطة بسوق الاوراق المالية، المصدر السابق، ص 42 وما بعدها



فبالإضافة إلى تأثيره على حرية المنافسة وحجم العمالة وحركة الاستثمار، فقد يكون الاستحواذ ضاراً بمصالح الشركة في احوال اخرى، فقد لا تتناسب خطط المستحوذ مع أهداف الشركة وخطتها المستقبلية، كما أنه المستحوذ قد لا يهدف لتطوير الشركة على المدى الطويل بل يكون مضارباً، أو يتخذ قرارات استثمارية من شأنها الحاق ضرر بالشركة أو العاملين فيها. (1)

وهذا ما يدفع مجلس الادارة في الشركة المستهدفة إلى اتخاذ وسائل دفاعية أو اجراءات مضادة من اجل احباط محاولة الاستحواذ والحفاظ على استقلال الشركة، وهذه الوسائل منها ما اجازه القانون ومنها ما منعه اي أن هذه الاجراءات المضادة منها قانونية(2)

(1) آلاء يعقوب يوسف، الضوابط القانونية لسلطة مجلس إدارة الشركة المستهدفة في مواجهة الاستحواذ العدائي "دراسة مقارنة في القانونين الاماراتي والامريكي"، بحث منشور في مجلة الشريعة والقانون، العدد 84، 2020، ص 131 وما بعدها منشور على الموقع https://scholarworks.uaeu.ac.ae/sharia_and_law/vol2020/iss84/3

(2) تتمثل الاجراءات القانونية التي اجازها القانون لشركة المستهدفة بما يأتي :

- اصدار بيان توضح فيه رأي مجلس ادارتها فور نشر معلومات جوهرية خاصة بعرض الشراء خلال خمسة عشر يوماً من النشر ويجب ان يشمل البيان مدى جدوى العرض ونتائجه وأهميته للشركة والمساهمين والعاملين فيها
- يجوز للشركة تطبيق القيود الاتفاقية على تداول اسهمها بشرط ان يتم النص عليها في النظام الاساسي .
واهم القيود التي ترد على تداول الاسهم :

- 1- اشتراط عدم التنازل للأفراد والجماعات الذين ينافسون الشركة
- 2- تقرير حق الافضلية للمساهمين في الشركة لشراء الاسهم بالأولوية على غير المساهمين خلال مدة محددة
- 3- شرط الموافقة : وبموجب هذا الشرط يلزم الحصول على مجلس ادارة الشركة او الجمعية العامة حسب النظام الاساسي لشركة عند بيع او تنازل المساهم عن اسهمه وقبول دخول المتنازل اليه شريكا في الشركة .
 - تحول الشركة المساهمة الى شركة توصية بالأسهم .
 - تعزيز حقوق التصويت للمساهمين .
 - تقوية شروط انعقاد الجمعيات العامة .
 - زيادة مديونية الشركة : ويسمى هذا الاسلوب حبات الدواء السامة .
 - تقوية العلاقة مع المساهمين.
 - زيادة رأس المال 0
 - إصدار شهادات الاستثمار وسندات المشاركة .

- الاندماج ، ويعد الحل الاخير للشركة المستهدفة متى ما واجهت عملية الاستحواذ العدائي وهو حل قد يبدوا افضل من الخضوع للمستحوذ . انظر . بداح حمدان المطيري ، الاستحواذ على ادارة الشركات بواسطة الاسهم ، رسالة ماجستير قدمت الى مجلس كلية الدراسات القانونية العليا ، جامعة عمان ، 2008 ، ص 126، د. طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص 67 ، =



ومنها غير قانونية⁽¹⁾ .

وقدر تعلق الامر بموضوع بحثنا، قد تلجأ الشركة إلى شراء الأسهم الصادرة عنها، كآلية قانونية لمواجهة عروض الشراء العدائية، وذلك بتقليل الأسهم المعروضة للتداول، الامر الذي يرفع أسعارها في البورصة وبالتالي زيادة تكلفة الاستحواذ، والذي قد يدفع صاحب العرض العدائي إلى الانسحاب من العرض العام وفشل عملية الاستحواذ واحتفاظ الشركة باستقلاليتها ، إذ تقوم الشركة المستهدفة بالدخول إلى سوق الأوراق المالية عن طرق عرض عام مضاد لشراء أسهمها، يتضمن غالباً سعراً أكثر من ما هو معروض في العرض العام من الشركة الراغبة بالاستحواذ، وذلك بهدف جذب فئة صغار المساهمين ومنع الشركات المنافسة من شراء أسهم هذه الفئة، ومن ثم تقوم الشركة بإلغاء هذه الأسهم أو الاحتفاظ بها لفترة معينة حتى تتخلص من هذه العروض.⁽²⁾

ومما تقدم فإنه القدرة على تحييد التهديدات المتمثلة بمحاولات الاستيلاء غير المرغوب فيها. وخاصة عمليات

الاستحواذ العدائية تعد دافعاً مهما للجوء إلى عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة.

=نهاده احمد ابراهيم السيد، المصدر السابق، ص 648 وما بعدها ، د. عمر ناطق ، الجوانب القانونية لبعض العمليات المرتبطة بسوق الاوراق المالية، المصدر السابق ، ص 71

(¹) وتتمثل هذه الاجراءات بما يأتي :

- قيام الشركة بفرض قيود او وضع عراقيل تحول بين مالكي الاوراق المالية محل العرض وتقييمها وفقاً لأسس التقييم السليم .
- القيام بأي اجراء او تصرف مما يعد حدثاً جوهرياً ضار بالشركة منذ تاريخ نشر قرار الهيئة باعتماد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات وحتى تاريخ اعلان نتيجة العرض .
- اتخاذ قرار بزيادة راس المال او اصدار سندات قابلة للتحويل الى اسهم متى كان من شأنها جعل الاستحواذ مرهقاً او مستحيلاً .
- ما لم يكن قرار الزيادة قد تم اتخاذه قبل مضي ثلاثين يوماً على الاقل من تاريخ نشر قرار الهيئة باعتماد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات 0
- اتيان اعمال او تصرفات يكون من شأنها المساس بشكل جوهري بأصول الشركة او زيادة التزاماتها او اعاقة تطوير الشركة مستقبلاً

- اتخاذ اجراءات دفاعات الحبة السامة دون الحصول على تفويض من حملة الاسهم. انظر المراجع السابقة

(²) Patrick A GAUGHAN, Mergers, acquisitions, and corporate restricting, John Wiley & Sons ،INC ، New York ،third edition,2002 ،p 170.



وكقاعدة عامة " لا يجوز للشركة المستهدفة بالعرض أو الاشخاص المرتبطين (1) خلال مدة سريان عرض الشراء، أن تقوم بصورة مباشرة أو غير مباشرة بشراء الأوراق المالية الصادرة عنها، والتي تشكل جزءا من رأس المال أو تعطي الحق في تملك جزء منه، ومع ذلك يجوز للشركة المستهدفة بالعرض الأسهم الصادرة عنها خلال مدة سريان العرض إذا كان ذلك تنفيذا لقرار الهيئة العامة للشركة، وكان ذلك القرار سابقا في صدوره على تاريخ نشر قرار الهيئة باعتماد مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات " (2)

ويرى البعض (3) أن استخدام اسلوب شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة كآلية لتوقى عروض الاستحواذ يكتنفه العديد من المحاذير، منها ما يؤدي إليه ذلك من ضرورة إلغاء الشركة لهذه الأسهم أو تصرفها فيها بشكل عاجل طبقا لما يراه القضاء وجانب من الفقه ذاته باعتبار أن ذلك الشراء يؤدي إلى اتحاد ذمة الشركة فتصبح دائما ومدينا في أن واحد، من جانب آخر فإن نطاق شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها محدود بعدد قليل من الأسهم لن يؤدي في الغالب إلى تثبيط همة تلك العروض العدوانية للإستحواذ على أسهم الشركات .

(1)) وقد عرفت المادة (326) من اللائحة التنفيذية لقانون راس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، الأشخاص المرتبطة بأنهم " الأشخاص الذين يجمع بينهم اتفاق بغرض الاستحواذ أو السيطرة الفعلية على إحدى الشركات الخاضعة لأحكام هذا الباب ، سواء كان هذا الاتفاق مكتوباً أو غير مكتوب، وبعد من الأشخاص المرتبطة الأشخاص الطبيعيين وأي من أقاربهم حتى الدرجة الثانية، والأشخاص الاعتبارية والكيانات والاتحادات والروابط والتجمعات المالية المكونة من شخصين أو أكثر التي تكون غالبية أسهم أو حصص إحداهما مملوكة مباشرة أو بطريق غير مباشر للطرف الآخر ، أو يكون مالكة شخصاً واحداً، كما يعد من الأشخاص المرتبطة الأشخاص الخاضعون للسيطرة الفعلية الشخص آخر " .

(2)) المادة (351) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 ، وانظر د. محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة- دراسة مقارنة، الطبعة الاولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، 2014، ص 415

(3)) د. حسين فتحي، الأسس القانونية لعروض الأستحواذ على إدارات الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة ، 1998، ص 85



المبحث الثاني

عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بين الحظر والاباحة

تمهيد وتقسيم:

الاصل أن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة محظورة، إذ لا يجوز للشركة أن تكون مساهمة لنفسها، ولما تتطوي عليه عملية الشراء هذه من تخفيض مستتر لرأس المال من دون اتباع الاجراءات المقرر لذلك، ولخشية لجوء الشركة إلى هذه الطريقة للمضاربة أو دعم أسعارها المنهارة في السوق، فضلاً عن حماية حقوق دائني الشركة والمساهمين فيها، إذ أن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة تؤدي إلى الاخلال بتوزيع رأس المال بين المساهمين، وخلق اقلية من المساهمين يمكن أن تتضرر من تصرفات مجلس إدارة الشركة. وإذا كان التشريع المصري قد حظر عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة كقاعدة عامة، فإنه اجاز للشركات شراء الأسهم الصادرة عنها استثناءً. في حين اجاز كل من التشريع الانجليزي والاردني للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها، الا انها ربطا هذه الاجازة بقيود وشروط معينة. وهذا ما سوف نعالجه في مطلبين، يتناول الاول الاساس القانوني لحظر عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة في القانون العراقي والقوانين المقارنة، بينما يعالج الثاني الاستثناءات الواردة على قاعدة حظر شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة ، وذلك على النحو الاتي :



المطلب الاول

الموقف التشريعي من عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

يقصد بالموقف التشريعي أو الاساس القانوني لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، تلك النصوص والشروط الواردة في قوانين الشركات وأنظمتها ولوائحها وتعليماتها والتي تمنحها الحق باتخاذ قرار الشراء، وسوف نوضح الموقف التشريعي من عملية الشراء وذلك من خلال فرعين، نوضح في الاول موقف التشريع العراقي من عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة ، وفي الثاني موقف التشريعات المقارنة من عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة.

الفرع الاول

موقف التشريع العراقي من عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

لم ينظم المشرع العراقي عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، في قانون الشركات رقم (21) لسنة (1997) المعدل، ولا في القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية رقم (74) لسنة (2004) ولا في التعليمات الصادرة عنه، في حين نجد لها اشارة مقتضبة في قانون المصارف رقم (94) لسنة 2004، ولذلك سنحاول توضيح موقف المشرع العراقي من عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة في ضوء أحكام قانون الشركات العراقي الملغي رقم (31) لسنة 1957⁽¹⁾، والاستعانة بالقواعد العامة في قانون الشركات النافذ، ومن ثم التطرق لنص المادة (36) من قانون المصارف اعلاه التي أجازت للمصارف شراء أسهمها⁽²⁾.

(¹) الوقائع العراقية، العدد 4035، في 19/1/1957

(²) تنص المادة (36) من قانون المصارف العراقي رقم (94) لسنة (2004) " لا يجوز لأي مصرف ان يمنح عميلا اي ائتمان بما في ذلك القروض والسلف او ان يقدم له ضمانا مكفولا باسهم العميل في المصرف ولا يجوز للمصرف ان يشتري اسهمه هو الا بموافقة مسبقة من البنك المركزي العراقي ."



اجاز المشرع العراقي في قانون الشركات الملغي رقم (31) لسنة 1957 للشركات شراء الأسهم الصادرة عنها، وذلك بموجب المادتين (103/102) منه.

إذ تنص المادة (102) على " لا يجوز للشركة أن تشتري أسهمها لحسابها الخاص ما لم تقرر الهيئة العامة ذلك . ولا يتم الشراء الا من الاحتياطي وتعد الأسهم التي تشتري على هذا الوجه مستهلكة ولا تصدر أسهم تمتع بدلها "

فبمقتضى المادة (102) كان للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها تنفيذاً لقرار هيئتها العامة، على أن تمول صفقة الشراء من الاحتياطي، ثم تقوم الشركة باستهلاك الأسهم المشتراة، ولا تصدر أسهم تمتع بدل عنها . ولم يكن في وسع الشركة المصدرة في حينها إعادة بيع الأسهم ثانية، من أجل أن لا تندفع الشركة إلى القيام بمضاربات على الأسهم لا تحمد عقبائها (1).

في حين نصت المادة (103) منه على " أ- اذا قررت شركة غرضها استثمار امتياز أو انحصار أو مرفق عام ان تستهلك أسهمها وفق المادة السابقة فعليها ان تمنح اصحاب الأسهم التي يتقرر شراؤها أسهما تدعى أسهم التمتع (2) وان يتم الشراء بالقرعة سنويا .

ب- يتمتع اصحاب أسهم التمتع بجميع الحقوق التي يتمتع بها أصحاب الأسهم العادية عدا الفائدة المعينة في نظام الشركة واسترداد قيمة السهم الاسمية عند تصفية الشركة "

ومما تقدم يبدو ان المشرع العراقي في قانون الشركات الملغي قد خلط بين عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وعملية استهلاك الشركة لأسهمها (1)، بما نص عليه في نهاية الفقرة (أ) من المادة 103 من أنه يتعين على الشركة أن تمنح أصحاب الأسهم التي تم شراؤها أسهما تسمى أسهم تمتع .

(1) د. احمد ابراهيم البسام، الشركات التجارية في القانون العراقي، ط2، بغداد، مطبعة العاني، 1967، ص 197

(2) ونشير هنا بأنه قانون الشركات العراقي النافذ لم ينص أو يشير الى أسهم التمتع اطلاقاً



فضلاً عن ذلك أجاز المشرع العراقي في قانون الشركات العراقي الملغى رقم (31) لسنة 1957 إيراد قيود اتفاقية في نظام الشركة إذ ورد نصان في هذا القانون يمكن الاستفادة منهما على جواز إيراد هذه القيود ومنها نص الفقرة (أ) من المادة (٧٦) إذ نصت على أنه "1- إذا كان البيع أو نقل الملكية مخالفاً لأحكام القانون أو النظام" وكذلك نص المادة (١٢٤) التي بينت حقوق المساهم ونصت على أنه "...حق التصرف بالأسهم مع مراعاة الاحكام الخاصة بذلك في القانون أو نظام الشركة " فيتضح لنا من هاتين المادتين أن المشرع أجاز للشركة المساهمة أن تضع لنفسها نظاماً أساسياً، ويمكن لها أن تدرج به قيود اتفاقية تحد من حرية تداول الأسهم، ومن بينها قيد شرائها لأسهمها للمحافظة على طابع الاعتبار الشخصي في الشركات المساهمة مثلاً، فتجيز لنفسها شراء الأسهم الصادرة عنها لكي تحول دون دخول اشخاص غير مرغوب فيهم سواء في الشركات ذات الطابع العائلي التي يقتصر الاكتتاب بأسهمها على ذوي القربى أو شركة وطنية تحايل سيطرة الاجانب عليها ولذلك تقيد حرية المساهم في التصرف بأسهمه للآخرين بالشراء . وتضمن لنفسها الحق بشراء هذه الأسهم متى أراد المساهم بيع هذه الأسهم للغير عن طريق شراء الشركة المصدرة لتلك الأسهم⁽²⁾.

اما بالنسبة لقانون الشركات العراقي النافذ رقم 21 لسنة 1997 المعدل، ولدى قراءة نصوصه لم نجد نصاً صريحاً يشير إلى حظر عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، ولكن لدى امعان النظر جيداً بنصوص هذا القانون نجد أن الاباحة في انتقال الأسهم جاءت على سبيل الحصر إلى مساهم اخر في الشركة أو إلى الغير وذلك في المادة (64) منه مع فرض بعض القيود على البائع في البند أولاً وثانياً وثالثاً من المادة

(1) ويعتبر اختلاف المركز القانوني للمساهم بعد اتمام كلتا العمليتين من اكثر الفوارق وضوحاً إذ ان في عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة تنقطع الصلة بين المساهم (البائع) وبين الشركة ولا يعطي المساهم (البائع) أي صك يتمتع بمقتضاه بحقوق المساهم التي تنتهي تماماً، فانقطاع صلة المساهم بالشركة تعتبر نتيجة حتمية لشرائها أسهمه، بحيث يصبح غريباً عنها فلا يستحق ارباح بعد اتمام عملية البيع ولا حق له بالاشتراك في هيئاتها أو التصويت فيها، وذلك خلافاً للوضع بالنسبة لاستهلاك السهم؛ حيث يعطي المساهم الذي يظل محتفظاً بصلته بالشركة وبصفته كمساهم أسهم تمتع، وهذا النوع من الأسهم يعطى له مقابل الأسهم المستهلكة، ومن ثم يكون له الحق في حضور الجمعيات العمومية للشركة والتصويت فيها واقتضاء نصيب من الأرباح، بل وفي موجودات الشركة بعد الوفاء بقيم الأسهم للمساهمين الذين لم يتم استهلاك أسهمهم . انظر د. يعقوب يوسف صرخوه، المصدر السابق، ص 136، د. هيثم الطاس، المصدر السابق، ص 193

(2) د. احمد ابراهيم البسام، المصدر السابق، ص 132



المذكورة نفسها، والتي تنص على " في الشركة المساهمة والمحدودة ، للمساهم نقل ملكية أسهمه إلى مساهم آخر أو إلى الغير مع مراعاة ما يأتي :

أولاً - لا يجوز لمؤسسي الشركات المساهمة نقل ملكية أسهمهم لغيرهم الا في الحالات الآتية :

1 . مرور سنة واحدة على الاقل من تاريخ تأسيس الشركة

2 . توزيع ارباح لا تقل عن (5%) خمسة بالمائة من راس المال الاسمي المدفوع.

ثانياً - علقته.

ثالثاً- لا يجوز للمساهم من القطاع الخاص نقل ملكية أسهمه :

1 . اذا كانت مرهونة أو محجوزة أو محبوسة بقرار قضائي

2 . اذا كانت شهادتها مفقودة ولم يعط بدلها

3 . اذا كان للشركة دين على الأسهم المراد نقل ملكيتها

4 . اذا كان من تنقل اليه ملكية الأسهم ممنوعاً من تملك أسهم الشركات بموجب قانون و قرار صادر من جهة

مختصة

وبمفهوم المخالفة أن المشرع العراقي قد حظر عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، وإذ أن

المشرع العراقي قد أوجب على الشركات القيد في سوق العراق للأوراق المالية واعتبر العمليات التي تجري خارج

سوق العراق للأوراق المالية عمليات غير قانونية ، وان العمل في هذا السوق يجري وفقاً لقانون سوق الأوراق

المالية والتعليمات الخاصة به وقانون الشركات، إذ لا يمكن للشركات المقيدة في سوق العراق للأوراق المالية أن

تعمل خلاف قانون هذه القوانين، وبالتالي لا يمكن للشركات شراء الأسهم الصادرة عنها⁽¹⁾.

(1) د. مرتضى حسين السعدي، النظام القانوني لشراء الشركة المساهمة لأسهمها" دراسة مقارنة"، بحث منشور في مجلة العلوم

القانونية والسياسية، كلية القانون، الجامعة المستنصرية، المجلد الرابع، العدد الاول، 2015، ص 17



أما قانون المصارف العراقي رقم 94 لسنة ٢٠٠٤، فقد أجازت المادة (36) منه عملية شراء الأسهم في القطاع المصرفي إذ نصت على أنه " لا يجوز لأي مصرف أن يمنح عميلاً أي ائتمان بما في ذلك القروض والسلف أو أن يقدم له ضمان مكفولاً بأسهم العميل في المصرف ولا يجوز للمصرف أن يشتري أسهمه هو الا بموافقة مسبقة من البنك المركزي العراقي"، ويتبين من نص المادة (36) أنها قد أجازت عملية الشراء في حالة استثنائية في القطاع المصرفي إذ أجازت للمصرف الذي يأخذ شكل شركة مساهمة أن يشتري أسهمه بشرط صدور موافقة مسبقة من البنك المركزي العراقي بوصفه الجهة الرقابية على عمل المصارف استناداً للمادة (40) من قانون البنك المركزي العراقي رقم (56) لسنة 2004⁽¹⁾.

ومن الجدير بالذكر أن المشرع العراقي كان يلزم المصارف أن تأخذ شكل شركة مساهمة بموجب المادة (٢١٠) من قانون الشركات الا أن سلطة الائتلاف المؤقتة بموجب أمرها المرقم (64) لسنة ٢٠٠٤ قصرت هذا الالتزام على شركات التأمين وإعادة التأمين وشركات الاستثمار المالي فقط ولم تعد المصارف ملزمة بأن تأخذ شكل شركة مساهمة وهذا يعني إمكانية أن تتكون شركة مصرفية تضامنية أو مشروع فردي محدود المسؤولية أو غير محدود المسؤولية إذ أصبح النص كالآتي " يجب على الشركات التي تمارس أي من النشاطات التالية أن تكون شركة مساهمة :1. التأمين وإعادة التأمين. 2- الاستثمار المالي ."

(¹) حيث تنص المادة (40) من قانون البنك المركزي العراقي على " يكون للبنك المركزي العراقي وحدة دون غيره سلطة اتخاذ كافة الاجراءات اللازمة لترخيص وتنظيم عمل المصارف والاشراف عليها وعلى فروعها من اجل امتثال جميعها لأحكام هذا القانون و القانون المصرفي وله كذلك سلطة المعاينة خارج مقر البنك وفروعه التابعة له وسلطة فحص وتفتيش حاملي التراخيص وفروعهم التابعة لهم في مواقع عملهم بالطريقة التي يختارها البنك المركزي العراقي وفي الوقت الذي يختاره كم يكون للبنك المركزي العراقي وحده دون غيره سلطة مطالبة المصارف والفروع التابعة لها بتقديم كافة المعلومات المتعلقة بشؤون البنك والفروع التابعة له وعمالته التي قد يحتاج اليها البنك المركزي العراقي وله علاوة على ذلك سلطة القيام بعمل تصحيحي وفق لما ينص عليه هذا القانون والقانون المصرفي من اجل تطبيق الهيئات المرخصة والفروع التابعة لها لتلك القوانين وامتثالها لأي لوائح تنظيمية او معايير او ارشادات او توجيهات يكون البنك المركزي العراقي قد اصدرها فيما يتعلق بتنفيذه لمثل هذه القوانين ولا يكون لأي اجراء تتخذه اي جهة تابعة للحكومة غير البنك المركزي العراقي فيما يتعلق بتنظيم نشاطات الاقراض والاعتماد الخاصة بالمصارف اي صفة قانونية ."



ويعتقد البعض⁽¹⁾ أن السبب في منح المصرف صلاحية شراء أسهمه، هو هبوط أسعار الأسهم في الاعوام (٢٠٠٤ - 2005) بسبب الوضع الأمني وهجرة رؤوس الاموال العراقية، لذلك أجيّزت عملية شراء الأسهم في القطاع المصرفي لكونه أهم القطاعات إذ يمثل 80% من حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية. فالسماح للمصارف بشراء الأسهم الصادرة عنها يشجعها على الاستثمار في هذا القطاع، وذلك لأن اقيامها على شراء أسهمها يسهم في خلق طلب على هذه الأسهم وبالتالي تثبيت اسعارها أو رفعها وهذه ما يسهم في تعزيز المناخ الاستثماري في البلاد.

وانتقد البعض نص المادة (36) من قانون المصارف العراقي وذلك لأنها اقتضت اجازتها لعملية الشراء على المصارف فقط، هذا من جانب ومن جانب اخر لم تشر هذه المادة إلى شروط أو اجراءات عملية الشراء ، باستثناء شرط الحصول على موافقة البنك المركزي المسبقة⁽²⁾.

ولاحظنا ومن خلال لقائنا بالخبير (جيمي أفهم) مدير قسم العلاقات العامة في سوق العراق للأوراق المالية⁽³⁾، أنه لا يوجد تطبيق عملي لنص المادة (36) من قانون المصارف العراقي، ولم يمنح البنك المركزي العراقي موافقة لأي مصرف على شراء الأسهم الصادرة عنه، ويرى البعض⁽⁴⁾ ان سبب ذلك هو أن منح الموافقة للمصرف لشراء الأسهم الصادرة عنه يعني بشكل عام تخفيض رأس المال والمضاربة في سوق الأوراق المالية في الوقت الذي اصدر فيه البنك المركزي تعليمات للمصارف بزيادة رأس المال إلى (250) مليار دينار عراقي خلال ثلاث سنوات⁽⁵⁾.

(1) د. مرتضى حسين السعدي، المصدر السابق، ص 20

(2) د. سماح حسين الركابي، المصدر السابق، ص 154

(3) جرى اللقاء في سوق العراق للأوراق المالية في بغداد بتاريخ 29 /3/ 2022 الساعة 11 صباحا

(4) د. مرتضى حسين السعدي، المصدر السابق، ص 21

(5) صدرت هذه التعليمات بموجب قرار مجلس إدارة البنك المركزي بالجلسة المرقمة (1454) المنعقدة بتاريخ ٢٠١٠٢١١٨ حيث قرر المجلس ألزام المصارف بزيادة رأس مالها إلى (٢٥٠) مليار دينار عراقي خلال ثلاث سنوات وبقوة (١٠٠) مليار خلال سنة واحدة من قرار المجلس، (١٥٠) مليار خلال سنتين من قرار المجلس،(٢٥٠) مليار خلال ثلاث سنوات، وفي حال عدم استكمال



وفي الختام نشير بأنه نشاط سوق العراق للأوراق المالية يعتمد على المظلة القانونية التي توفرها القوانين العراقية التي توضح حقوق وواجبات المتعاملين بالأوراق المالية وعلى التعليمات والقواعد المفسرة للبنود القانونية، ومن أجل تطوير وتعديل هذه القوانين وبهدف تحفيز متطلبات التنمية الاقتصادية والانتقال إلى اقتصاد السوق واستجابة للتطورات الاقتصادية والمالية وبما يتفق مع المعايير الدولية، قدم سوق العراق للأوراق المالية العديد من المقترحات، والتي لم ترى النور حتى وقت كتابة هذه السطور سواء على شكل تشريع أو تعليمات. وتتمثل هذه المقترحات بالآتي:

- السماح للشركات المساهمة شراء نسبة من أسهمها - أسهم الخزينة - وفقا لقواعد تحدد النسب والأسباب والآليات. وأسهم الخزينة هي الأسهم الصادرة من الشركة المساهمة يعاد شراؤها بناء على موافقات أصولية وافصاح متخصص من قبل ذات الشركة من خلال التعامل بالسوق. ومن أهم شروط الية الشراء الآتي:

- أ. احتساب معدل التداول اليومي: وهو المعدل اليومي لعدد الأسهم المتداولة لسهم الشركة خلال الشهر الذي يتم الاعلان فيه عن شراء أسهم الخزينة مطروحا منه عدد الأسهم المنفذة من قبل المتعاملين الآخرين مقسوما على عدد أيام التداول خلال الشهر.
- ب. ان لا يتجاوز عدد الأسهم المراد شراؤها نسبة 5% - 10% من عدد الأسهم المكتتب بها للشركة. وان لا يزيد المبلغ المخصص للشراء عن الارباح المدورة المتحققة والاحتياطيات عدا الاحتياطي القانوني
- ت. ان لا يتم تمويل مبلغ الشراء عن طريق الاقتراض.
- ث. كما لا يتم تمويله عن طريق زيادة راس المال الا بعد مرور سنة على الاقل من آخر زيادة لراس المال وتسجيل أسهم الزيادة في مركز الايداع.

رأس المال إلى الحد المطلوب في غضون المدة المحددة تلغى الإجازة الممنوحة للمصرف استنادا لإحكام الفقرة (د1) من المادة(3) من قانون المصارف رقم (94) لسنة 2004



ج. التزام الشركة بالإفصاح السنوي والفصلي للهيئة والسوق. واستحصال موافقة الهيئة العامة للشركة ومصادقة البنك المركزي المسبقة اذا كانت الشركة مصرفية.

ح. ان لا يتجاوز معدل الشراء اليومي نسبة 25% من المعدل اليومي للشراء الاعتيادي من قبل المستثمرين.

خ. لا تتمتع أسهم الخزينة بحق استلام أرباح ولا حق التصويت في الهيئة العامة.

د. مدة الاحتفاظ بأسهم الخزينة باسم الشركة هي 6-18 شهراً⁽¹⁾.

وفي ظل هذه النقص التشريعي نأمل من المشرع العراقي أن يعالج موضوع شراء الأسهم من جانب

الشركة المصدرة على غرار التشريعات المقارنة، لما لهذا الموضوع من أهمية في الواقع العملي والذي ينعكس

بدوره على اقتصاد الدولة بصورة عامة .

(¹) الخبير طه أحمد عبد السلام المدير التنفيذي لسوق العراق للأوراق المالية . زاهدة طه احمد. الخبير جيمي أفهم توما، قواعد سوق الأوراق المالية وتكنولوجيا المعلومات، صادرة عن سوق العراق للأوراق المالية 2021، ص 104



الفرع الثاني

موقف التشريعات المقارنة من عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة.

وضحنا في الفرع الاول أنه يقصد بالموقف التشريعي او الأساس القانوني لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، النصوص أو الشروط الواردة في قوانين الشركات وانظمتها ولوائحها والتي تمنحها الحق في اتخاذ قرار الشراء، وفي هذا الإطار سوف نعرض احكام القوانين المقارنة ذات الصلة. وذلك في ثلاث فقرات على النحو الآتي:

أولاً: موقف القانون الانجليزي

سابقاً كان ممنوعاً تماماً على الشركة شراء الأسهم الصادرة عنها. اما الان فيُسمح للشركات بعمليات شراء واسترداد الأسهم⁽¹⁾ الصادرة عنها، وذلك وفقاً لقواعد مقيدة ومفصلة تماماً.⁽²⁾

تقرر المادة (684) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)⁽³⁾، إمكانية إصدار الشركة لأسهم قابلة للاسترداد من أي فئة، وهذه الأسهم تكون قابلة للاسترداد إما في تاريخ معين أو عند حدوث واقعة معينة أو تبعاً لرغبة الشركة أو المساهمين، ويجب لإصدار هذه الأسهم أن يكون نظام الشركة قد نص على منحها هذه

(¹) وهنا لا بد أبتداء التمييز بين «الشراء» و« الاسترداد»: فالشراء يتطلب اتفاق الأطراف (المساهم والشركة) والتقاء ارادتهما على تملك الأسهم بيعاً وشراءً، بحيث لا يمكن اجبار أحد الأطراف على بيع أسهمه او شراء أسهم الطرف الاخر وبالنتيجة فانه لا بد من ابرام اتفاق يتضمن بيع وشراء الأسهم بين المساهم والشركة، الا انه وبالمقابل، فان الاسترداد محكوم بالشروط والاحكام المسبقة والمحددة في نظام الشركة والتي بموجبها يتم الاسترداد، فإذا ما تحققت تلك الشروط - ودون حاجة لوجود اتفاق يتزامن مع عملية الاسترداد- فإن الاسترداد يتحقق وذلك كون الشروط محددة مسبقاً في النظام. انظر المحامي فراس ملحس، استرداد الأسهم القابلة للاسترداد، قراءة في قانون الشركات الاردني، مقال منشور في مجلة الرأي، متوفر على الموقع التالي، تاريخ الزيارة 7/10/2022 الساعة العاشرة مساءً

<https://alrai.com/article/>

(²) القانون النافذ حالياً هو قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006) (الجزء الثامن عشر .) مقال باللغة الانجليزية بعنوان (Can a company buy its own shares) منشور على الموقع التالي ، تاريخ الزيارة، 2022 /3/17، س الواحدة مساءً

<https://www.companylawclub.co.uk/can-a-company-buy-its-own-shares>

(³). متوفر على الرابط التالي <https://www-legislation-gov>



السلطة وأن يشتمل قرار إصدارها بوضوح على أنها قابلة للاسترداد، وتحظر المادة نفسها على الشركات إصدار أسهم قابلة للاسترداد فقط دون غيرها .

وتطلق المادة (690) يد الشركة في شراء أي أسهم لها ولو كانت غير قابلة للاسترداد، شريطة مراعاة أي قيود أو موانع قد نصت عليها لوائح الشركة، الا أن الشركة لا تستطيع شراء أسهمها إذا كانت الأسهم التي ستبقى بحوزة الشركة هي فقط أسهم قابلة للاسترداد أو أسهم خزينة،⁽¹⁾ كما أن المادة (709) من قانون الشركات الانجليزي أجازت للشركات المحدودة الخاصة أن تقوم بعملية شراء واسترداد الأسهم الصادرة عنها وتمويل هذه العمليات من رأس المال،⁽²⁾ مع مراعاة اي قيود نصت عليها لوائح الشركة.

ووفقاً لقانون الشركات الانجليزي، يجوز للشركة المصدرة شراء الأسهم الصادرة عنها اما عن طريق عملية شراء من خارج السوق أو عملية شراء من السوق.⁽³⁾

- عملية الشراء من خارج السوق: الفرض هنا أن الشراء يتم بعيداً عن البورصة اي السوق المنظمة، إذ يجوز لأي شركة إجراء "عملية شراء خارج السوق" لأسهمها عن طريق التعاقد مع واحد أو أكثر من المساهمين المعينين،⁽⁴⁾ ، ولا يجوز للشركة أن تقوم بعملية شراء الأسهم الصادرة عنها بموجب عملية

(1) وتعرف أسهم الخزينة: " بأنها الاسهم التي سبق للشركة إصدارها وطرحها للتداول ثم عادت واشترتها من الغير بقصد الاحتفاظ بها تمهيداً لبيعها لاحقاً أو إلغائها " ولذلك سميت اسهم خزينة، ويطلق على باقي اسهم الشركة الأخرى اسم " الأسهم القائمة" ولكن لا تعد اسهم الخزينة اسهمناً ملغاة، انما مقيدة الحقوق أو مجمد التأثير خلال مدة احتفاظ الشركة بها. ينظر . عمار يوسف مرهج، التنظيم القانوني لأسهم الخزينة وفقاً للقانون السوري، بحث منشور في مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، جامعة تشرين، المجلد 37، العدد 3، 2015، ص 345

(2) حيث أن الاصل في القوانين المقارنة، يتم تمويل عمليات شراء الاسهم من جانب الشركات المصدرة من الارباح القابلة للتوزيع أو حصيلة الاصدار الجديد للاسهم، وسوف نؤجل توضيح ذلك الى المطلب الاول من الفصل الثاني

(3) المادة (693) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)

(4) مقال باللغة الانجليزية بعنوان (Can a company buy its own shares) منشور على Company Law Club ، تاريخ الزيارة، 2022 /3/17، س الواحدة مساءً على الموقع



شراء من خارج السوق الا في حالة وجود عقد تم التصديق والموافقة عليه قبل اتمام عملية الشراء، ويجب أن تتم الموافقة على العقد بقرار عادي في اجتماع عام.⁽¹⁾

- عملية الشراء من السوق: يسمح قانون الشركات الانجليزي للشركات بشراء الأسهم الصادرة عنها والمدرجة بالبورصة، بشرط الموافقة المسبقة بموجب قرار عادي من الشركة، وهذا الموافقة أو الصلاحية يمكن أن تكون عامة أو مقتصرة على عملية شراء أسهم من فئة خاصة، ويمكن ان تكون مشروطة أو غير مشروطة، ويجب أن يحدد ذلك القرار الحد الاقصى للأسهم المصرح بشرائها، وكذلك يحدد السعر الادنى والسعر الاقصى الذي يجوز أن يتم دفعة نظير هذه الأسهم، كما يجوز إلغاء أو تغيير أو تجديد الصلاحية من وقت لآخر بموجب قرار صادر من الشركة.⁽²⁾

وإذا أصدرت الشركة أسهما قابلة للاسترداد طبقا للمادة (684) وفشلت في استردادها أو أصدرت قرارا بالموافقة على شراء أسهمها ولم تحترم اتفاقها مع المساهم البائع فإن للأخير الحق في رفع دعوى الاخلال بالالتزام العقدي الا أن ذلك لا يخوله الحق في مطالبة المحكمة منحه ما يسمى «الوفاء المطابق» Specific performance وهو أمر يصدره القاضي ضد من لم يوف بالتزامه العقدي بأداء ما يلتزم به طبقا للعقد تماما.⁽³⁾

ثانياً: موقف القانون المصري

نظم قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981) لأول مرة عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة ، إذ وضع قاعدة عامة بحظر هذا الشراء، وذلك في المادة (48) من القانون التي تنص على أنه " إذا حصلت الشركة بأية طريقة على أسهمها، فلا يجوز لها استهلاكها الا في حالة إنقاص رأس المال واتباع الاجراءات المقررة لذلك ، كما اضافت في فقرتها الثانية ، انه يتعين على الشركة أن تتصرف في هذه

(1) المادة (694) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)، ونشير هنا بأنه هذه المادة كانت تتطلب قرار خاص للموافقة على عقد الشراء، ولكن تم تعديله بموجب لوائح قانون الشركات لسنة 2013 .

(2) المادة (701) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)

(3) يماثل ذلك التنفيذ العيني في القانون المصري والاردني والعراقي، انظر د. حسين فتحي، التنظيم القانوني لاسترداد وشراء الشركة لأسهمها، المصدر السابق، ص 72



الأسهم للغير في مدة أقصاها سنة من تاريخ حصولها عليها، ويجوز للشركة شراء بعض أسهمها لتوزيعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم في الأرباح "

وفي ظل هذه المادة استقر الفقه المصري على أن الاصل هو حظر عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، ويرجع السبب في هذا الحظر ⁽¹⁾، إلى تخوف المشرع من الخطورة التي تنطوي عليها العملية، فقد تتدفع الشركات إلى إجراء مضاربات على أسهمها، وايضاً لما تؤدي اليه هذه العملية من تخفيض مستتر لرأس المال دون اتباع الاجراءات المقررة لذلك ⁽²⁾.

الا ان هذا الحظر لم يكن مطلقاً بل ترد عليه الاستثناءات التي نصت عليها المادة (149) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري، وهي شراء الشركة لأسهمها بقصد تخفيض رأس المال أو لتوزيع الأسهم المشتراة على العاملين فيها أو بسبب رفض الموافقة على المتنازل اليه .

وعندما صدر القانون رقم /3/ لسنة ١٩٩٨ ، عدل أحكام المادة /48/ المذكورة أعلاه ليصبح نصها كالآتي:

" إذا حصلت الشركة بأية طريقة على جانب من أسهمها تعين عليها أن تتصرف في هذه الأسهم للغير في مدة أقصاها سنة من تاريخ حصولها عليها، والا التزمت بإنقاص رأس مالها بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم وباتباع الاجراءات المقررة لذلك . ويجوز للشركة شراء بعض أسهمها لتوزيعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم في الأرباح " .

⁽¹⁾ وقد أوضحت أحكام القضاء المصري الغاية من هذا الحظر بأنه منع التلاعب بسعر الورقة المالية بالبورصة، والدخول في مضاربات غير مشروعة، وإعطاء صورة غير حقيقية عن سعر هذه الورقة لتحقيق أكبر قدر من الربح المادي للأفراد المحظور عليه شراء أسهم الشركة، بما يسبب أضرارا سلبية على الاقتصاد المصري، مما يستوجب معه ردع هذه الفئة المتلاعب بالبورصة المصرية حرصاً على توفير مناخ الاستقرار والطمأنينة لحاملي الأوراق المالية بالبورصة . محكمة القاهرة الاقتصادية، الجنحة رقم (3557)، لسنة (2009) (جلسة 30 /6/ 2012)

⁽²⁾ انظر د. مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1997، ص 253، د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 219، د. محمد قرياش، المصدر السابق، ص 39



وبعد ذلك صدر قرار وزير الاقتصاد رقم (75) لسنة (1998) بتنفيذ بعض أحكام القانون رقم /3/ لسنة (1998) ، ونصت المادة الاولى منه على أنه " إذا حصلت الشركة المساهمة أو التوصية بالأسهم بأية طريقة على جانب من أسهمها وجب عليها إخطار الهيئة العامة لسوق المال بذلك، كما يتعين عليها عند إعداد قوائمها المالية وفي جميع حالات الإفصاح التي تنشرها أو تعلنها أن تبين ما حصلت عليه من أسهمها ونسبته إلى رأس المال المصدر وتاريخ حصولها عليه . ويطلق على ما تحتفظ به الشركة من أسهمها أسهم خزينة وعلى باقي الأسهم أسهم قائمة " .

كما نصت المادة الثالثة من القرار نفسه على أنه " على الشركة أن تتصرف أسهم الخزينة قبل مضي مدة لا تزيد على سنة ميلادية من تاريخ حصولها عليها ، والا التزمت بدعوة الهيئة العامة غير العادية للشركة خلال الثلاثين يوماً التالية لمضى تلك المدة لإنقاص رأس مال الشركة بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم ، وذلك وفقاً للإجراءات المقررة لدعوة الجمعية ولإنقاص رأس المال "

ونصت المادة (12) من القرار الوزاري المذكور نفسه على أنه " يلغى كل نص يخالف أحكام هذا

القرار "

أن أول ما يلاحظ على صياغة المادة (48) من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة ((1981)) بعد تعديلها أنها لم تستلزم شروطاً معينة للقيام بهذه العملية، كما انها لم تحدد الكمية أو النسبة التي يسمح للشركة بشرائها، واشترط فقط على الشركة أن تتصرف في هذه الأسهم للغير في مدة أقصاها سنة من تاريخ حصولها عليه .



أن هذا التعديل الذي ادخله المشرع المصري على المادة (48)، جعل جانباً من الفقه المصري يذهب إلى القول إلى أن المشرع قد أراد بهذا التعديل إطلاق حرية الشركة في شراء الأسهم الصادرة عنها⁽¹⁾ ويبدو أنهم استندوا في رأيهم على امرين:

- أنهم فسروا عبارة "بأية طريقة" الواردة في النص المعدل ، على أنها تعني (في أي حالة أو لأي سبب) ⁽²⁾ مما يعنى إطلاق حرية الشركة في شراء أسهمها دون التقيد بأسباب معينة (كتحفيض رأس المال أو توزيع الأسهم المشتراة، أو رفض الموافقة على المتنازل اليه)
- إلغاء نص المادة (149) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري 159 / (1981) التي تحدد الحالات الحصرية التي يجوز فيها للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها⁽³⁾ وذلك بموجب المادة (12) من القرار الوزاري رقم 75 لسنة 1998، والتي الغت كل نص يخالف أحكامه،

وأنتهى اصحاب هذا الرأي إلى أن المشرع، قد أراد بهذا التعديل تمكين الشركة من المحافظة على استقرار سعر السهم، فسمح لها أن تدخل كموازن للأسعار في سوق الأوراق المالية.⁽⁴⁾

الا أننا نتفق مع جانب من الفقه⁽⁵⁾ الذي يرى أن هذا الرأي محل نظر للأسباب الآتية :

(1) المستشار رجب عبد الحكيم سليم، شرح قانون الشركات، ط2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 519، د. محمد فريد العريني، المصدر السابق، ص 197، حيث يرى " ان المادة (48) من قانون الشركات المصري رقم 159 / 1981 بعد تعديلها بالقانون رقم 3 لسنة 1998 قد أسقطت كلياً الاحالة إلى اللائحة التنفيذية للقانون 159 لسنة 1981 لتبين الحالات التي يجوز فيها للشركة شراء أو استرداد أسهمها، ومادام الأمر كذلك فإن التعديل الذي أورده القانون رقم 3 لسنة 1998 لا يقتصر فحسب على صياغة المادة 48 من القانون رقم 159 لسنة 1981 ، بل يتضمن كذلك إلغاء صريحا لنص المادة 149 من اللائحة التنفيذية لهذا القانون الأخير

(2) د. محمد فريد العريني، القانون التجاري (النظرية العامة للشركة) شركات الاشخاص والاموال، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص 247

(3) أشار الى هذه الرأي د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، ط1، مركز المساندة القانونية، 2001، ص 325

(4) د. محمد فريد العريني، القانون التجاري، المصدر السابق، ص 281

(5) د. صالح البربري، المصدر السابق، 326 وما بعدها ، د. محمد قرياش، المصدر السابق، ص 39 وما بعدها



- قلنا بأن اصحاب هذا الرأي قد فسروا عبارة " بأية طريقة" الواردة في نص المادة (48) بعد تعديلها، وكذلك في القرار الوزاري رقم (75) لسنة 1198 على أنها تعني " باي حالة أو لأي سبب " وهذا ما دفعهم للاعتقاد بأن المشرع المصري قد أخذ بمبدأ " حرية الشركة في شراء الأسهم الصادرة عنها"، وفي الواقع أن كلمة " طريقة " الواردة في النص المذكور لا تعني "الحالات التي يسمح فيها للشركة بشراء أسهمها، وبالتالي فهي لا تعني الإباحة، فكلمة طريقة تعني الوسيلة أو الاجراء، وهي تختلف عن الحالات التي يسمح فيها للشركة بالشراء، والتي يقصد بها الاسباب المبررة للشراء. (1) وبناء على ذلك فإن ما ورد في المادة (48) يعني طريقة الحصول على الأسهم وليس الحالات التي يجوز فيها للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها.

والدليل على هذا الاختلاف في المعنى نجده في نص المادة 48 نفسه قبل التعديل إذ كانت تنص على " إذا حصلت الشركة بأي طريقة على أسهمها فلا يجوز لها استهلاكها الا في حالة انقاص رأس المال واتباع الاجراءات المقررة لذلك، ويتعين على الشركة أن تتصرف في هذه الأسهم للغير في مدة أقصاها سنة من تاريخ حصولها عليها، ويجوز للشركة شراء بعض أسهمها لتوزيعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم في الارباح . وتحدد اللائحة التنفيذية تنظيم أوضاع وإجراءات ذلك والحالات التي يجوز فيها للشركة شراء أو استرداد أسهمها " فالمشرع استخدم في الفقرة الاولى من هذه المادة عبارة " إذا حصلت الشركة بأي طريقة على أسهمها " وفي الفقرة الثانية منها، " تحدد اللائحة التنفيذية الحالات التي يجوز فيها للشركة شراء أو استرداد أسهمها " وهذا يؤكد أن المشرع يعي جيداً الفرق بين " طريقة الحصول على الأسهم " وبين الحالات التي يجوز فيها للشركة ذلك . (2)

(1) مقال بعنوان ، مخاطر شراء الشركة لأسهمها، منشور في الاهرام الاقتصادي في 30 ديسمبر ٢٠٠٢ العدد ١٧٦ ، الموقع على الانترنت : <http://ik.ahram.org.eg/ik/2002/9/30/invb1.htm> . تاريخ الزيارة 20/3/2022/ س العاشرة صباحاً

(2) د. صالح البربري، المصدر السابق، ص 326 وما بعدها . مقال بعنوان مخاطر شراء الشركة لأسهمها، منشور في الاهرام الاقتصادي في 30 ديسمبر ٢٠٠٢ العدد ١٧٦ ، الموقع على الانترنت : <http://ik.ahram.org.eg/ik/2002/9/30/invb1.htm> . تاريخ الزيارة 20/3/2022/ س العاشرة صباحاً



- وبناء على هذا الاختلاف المعنى بين كلمة (طريقة) وكلمة (الحالات) فلا يمكن القول بأن المادة (١٤٩) من اللائحة التنفيذية والتي حددت الحالات الحصرية التي يجوز فيها للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها، قد ألغيت بموجب المادة (١٢) من القرار رقم (75) لسنة ١٩٩٨ والتي نصت على أنه " يلغي كل نص يخالف أحكام هذا القرار " ذلك لأن هذا القرار تناول طريقة الحصول على الأسهم (المادة الاولى منه) بينما نجد أن المادة (١٤٩) لم تتعرض " للطريقة " ، بل نظمت " الحالات " التي يجوز فيها للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها ، وبالتالي فإن المادة (١٤٩) ليست مخالفة لهذا القرار وإنما هي مكملة له. (1)

- إن صياغة المادة (48) بعد تعديلها لا تختلف عما كانت عليه قبل التعديل ، الا في نقطة واحدة وهي أن المشرع حذف عبارة " فلا يجوز لها استهلاكها الا في حالة إنقاص رأس المال واتباع الاجراءات المقررة لذلك " واستعاض عنها بعبارة " و الا التزمت بإنقاص رأس مالها وبمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم واتباع الاجراءات المقررة لذلك، فهل هذا التعديل الطفيف يفيد بأن المشرع قد أطلق حرية الشركة لشراء الأسهم الصادر عنها؟

يجيب على هذا التساؤل جانب من الفقه، بأنه هذا التعديل لم يكن بسبب رغبة المشرع في الاخذ بمبدأ حرية الشركة في شراء الأسهم الصادرة عنها، انما بسبب الرغبة في تلافي النقد الذي كان موجهاً إلى المادة (48) قبل تعديلها من أنها تخطئ بين عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وعملية استهلاكها لها . (2)

- كذلك نصت الفقرة الثانية من المادة (48) بعد تعديلها على أنه " ويجوز للشركة شراء أسهمها لتوزيعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم في الارباح " . أليس هذا استثناء من المبدأ العام، بمنع شراء الشركة لأسهمها، والذي كرسته الفقرة الاولى من المادة 48 المذكورة، فلو كانت الفقرة الاولى من هذه

(1) د. صالح البربري، المصدر السابق، ص 327 وما بعدها .

(2) د. ابو زيد رضوان، المصدر السابق، ص 123



المادة قد كرست مبدأ حرية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة (لأي سبب) لما كان هناك حاجة لنص الفقرة الثانية منها .

ويضاف إلى ذلك أن المذكرة الايضاحية للقانون رقم (3) لسنة (1998)، جاءت خالية من أي اشارة صريحة إلى أن المشرع قد اراد بهذا التعديل اطلاق حرية الشركة في شراء الأسهم الصادرة عنها (1) .

كانت المادة (48) بجميع فقراتها من قانون الشركات تنظم احكام عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، وذلك قبل استبدالها بالمادة الثالثة من القانون رقم (4) لسنة (2018) (2) بتعديل بعض أحكام قانون الشركات رقم (159) لسنة (1981)، إذ اضافت بعض الاحكام في حالة شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة قصد منها المشرع وضع عدة ضوابط لصالح الشركة والمساهمين، وسوف نشير إلى هذه الاحكام :

- حدد المشرع بالفقرة الاولى من المادة (48) نسبة (10%) من إجمالي الأسهم المصدرة من الشركة كحد أقصى لشراء الشركة لأسهمها، إذ تنص الفقرة الاولى من المادة (48) المشار إليها أنه : ولا يجوز أن تحصل الشركة بأية طريقة على جانب من أسهمها يجاوز (10%) من إجمال الأسهم المصدرة ". وخيراً فعل المشرع بوضع هذا الحد، وذلك منعاً من استقلال الشركة عدم وجود حد أقصى وتلجأ لشراء أسهمها كما تشاء مما قد يضر بمصالح الشركة والمساهمين والدائنين بصفة خاصة.

- وطبقاً للفقرة الثانية من المادة (48) اشترط المشرع على الشركة عند شرائها للأسهم الصادر عنها أن تخطر الهيئة بذلك في موعد لا يجاوز ثلاثة أيام عمل. كما أوجب على الشركة التصرف في تلك الأسهم خلال مدة لا تتجاوز سنة من تاريخ حصولها عليها والا التزمت بانقاص رأسمالها بمقدار القيمة الاسمية لتلك السهم، مع اتباع الاجراءات وفقاً للاتحة، والا كان للجهة الادارية القيام بنفسها بإجراءات تخفيض

(1) فكل ما ورد بالمذكرة الايضاحية للقانون المذكور " هو أن المادة (48) اعيدت صياغتها بحيث صار على الشركة التي تحصل على أسهمها بأي شكل أن تتصرف فيها خلال سنة واحدة، وألا التزمت بانقاص رأس المال " انظر . المستشار رجب عبد الحكيم سليم، المصدر السابق، ص 505

(2) منشور في الوقائع المصرية، العدد 2 مكرر، في 16 يناير 2018



رأسمال الشركة المخالفة وذلك بعد مضي ثلاثين يوماً من تاريخ إنذار الشركة طبقاً للإجراءات التي تحددها اللائحة . وفي ذلك تنص الفقرة الثانية من المادة (48) على أنه: " فإذا حصلت الشركة بأية طريقة على جانب من الأسهم في الحدود المشار إليها بالفقرة السابقة وجب عليها إخطار الهيئة بذلك في موعد لا يتجاوز ثلاثة أيام عمل، ويتعين عليها أن تتصرف فيها للغير في مدة لا تتجاوز سنة من تاريخ حصولها عليها والا وجب عليها إنقاص رأسمالها بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم وذلك وفقاً للإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون .

وإذا تقاعست الشركة عن القيام بإنقاص رأسمالها وفقاً للفقرة الثانية، تولت الهيئة اتخاذ إجراءات إنقاص رأسمال الشركة بعد مضي ثلاثين يوماً من تاريخ إنذارها بذلك طبقاً للإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون ."

وبهذا النص حسم المشرع عدة نقاط كي لا تلجأ الشركة إلى الأضرار بالدائنين في تقاعسها عن اتخاذ إجراءات بيع الأسهم خلال سنة من تاريخ شرائها ويقلل رأس المال بقيمته الأصلية دون إنقاص رأس المال مما يضع ائتماناً وهمياً للشركة. كما أن منح الجهة الإدارية المختصة سلطة اتخاذ إجراءات إنقاص رأس المال له أثر فعال في حماية الشركة والمساهمين والغير.⁽¹⁾

ونصت الفقرة الرابعة من المادة (48) على حكم كان قائماً في ذات النص قبل تعديله بقانون (4) لسنة (٢٠١٨) إذ تنص الفقرة الرابعة على أنه " ويجوز الشركة شراء بعض أسهمها لتوزيعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم في الأرباح ."

(1) د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار الاهرام للنشر والتوزيع والاصدارات القانونية، 2022، ص 724 . د. محمد علي السويلم، شركات الاموال _ دراسة مقارنة _ ، دار المطبوعات الجامعية، 2021، ص 400



ثالثاً: موقف المشرع الاردني

أما السند القانوني لإجازة عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة في القانون الاردني فهو ما ورد بنص المادة (98 / هـ) من قانون الشركات الاردني رقم (22) لسنة (1997) ⁽¹⁾، إذ نصت على أنه: "يجوز للشركة المساهمة العامة شراء الأسهم الصادرة عنها وبيعها وفقاً لأحكام قانون الأوراق المالية والانظمة والتعليمات الصادرة بموجبه". ولا شك أن هذا نص واضح وصريح لإجازة قيام الشركة المساهمة العامة بشراء الأسهم الصادرة عنها، وفقاً لتلك القواعد القانونية الواردة في قانون الأوراق المالية والانظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه .

ويؤكد نص المادة (9/أ/175) من قانون الشركات الاردني رقم (22) لسنة (1997) هذا الامر، إذ نصت على أن: "تختص الهيئة العامة للشركة المساهمة العامة في اجتماعها غير العادي بالنظر في مناقشة الامور التالية واتخاذ القرارات المناسبة بشأنها 9 - شراء الشركة لأسهمها وبيع تلك الأسهم وفقاً لأحكام هذا القانون والتشريعات النافذة ذات العلاقة" فقد أعطت المادة السابقة الهيئة العامة صلاحية إقرار عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة من خلال اجتماع غير عادي يعقد لهذه الغاية .

يتضح مما تقدم أن المشرع الاردني اعطى الحرية الكاملة للشركة المساهمة العامة في التصرف تجاه ما تصدره من أسهم، فأجاز لها شراءها واعادة بيعها، وذلك حسب ما جاء بنص المادة (98 / هـ) من قانون الشركات الاردني .

واستناداً لنص المادة (98 / هـ) من قانون الشركات الاردني صدرت (تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها " أسهم الخزينة " لسنة (2014) والمعدلة بموجب قرار مجلس المفوضين رقم (218) لسنة (2015)) وقد وضعت هذه التعليمات بعض القواعد القانونية التي تبين عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وتمويل هذه العملية وشروط الشراء والاثار القانونية التي تترتب على ذلك .

(¹) منشور في الجريدة الرسمية رقم 4204، الصفحة 2038، 1997/5/15



إذ اشترطت المادة (6) منه لشراء الأسهم من قبل الشركة أن يكون من خلال السوق، وعلى هذا فإن الشركات غير المقيدة بالبورصة أو الشركات التي ترغب في شراء أسهمها بنسبة تتجاوز (10%) من رأس المال تخضع لمبدأ الحظر، والجدير بالذكر بأن مبدأ الحظر يسري على جميع أنواع الأسهم سواء عادية أو ممتازة .

كما أن المادة (68 مكرر) من قانون الشركات الاردني اجازت " للشركة المساهمة الخاصة شراء الأسهم التي سبق وان اصدرتها ولها اما اعادة اصدار أو بيع هذه الأسهم بالسعر الذي يراه مجلس الادارة مناسباً أو الغائها وتخفيض رأس مالها بمقدار هذه الأسهم حسب الاسس المبينة في نظامها الاساسي وهذه الباب، ولا تؤخذ الأسهم التي تمتلكها الشركة بعين الاعتبار لغايات توافر النصاب في اجتماعات الهيئة العامة و لاتخاذ القرارات فيها، وذلك مع مراعاة احكام قانون الأوراق المالية والانظمة والتعليمات الصادرة بموجبة " .



المطلب الثاني

الاستثناءات الواردة على قاعدة حظر شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

اتضح لنا في المطلب السابق أن الاصل في القانون المصري⁽¹⁾ هو حظر عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، في حين اباح قانون الشركات الانجليزي والاردني عملية الشراء وذلك وفقاً لقواعد مقيدة ومفصلة تماماً، اذ انهما لم يتركا الامر لمطلق حرية الشركات بل على العكس فقد حرصا على وضع القيود والشروط والاجراءات، وذلك لاعتبارات متعددة كان أهمها ضرورة المحافظة على مبدأ ثبات رأس مال الشركة وكذلك عدم السماح لها بالمضاربة على أسهمها⁽²⁾، وتفادياً لما قد تؤدي اليه عمليات الشراء من نتائج سيئة واضطرابات في اسواق الأوراق، الا أنه بالرغم من خطورة هذه العملية، فلا شك في أنها تعد عملية مفيدة في بعض الحالات، فإلى جانب استخدامها كوسيلة لتخفيض رأس المال فإنها تعد إحدى وسائل مشاركة العاملين في المشروعات التي يعملون فيها، ويضاف إلى ذلك، أنه يمكن عن طريق شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، تسهيل انتقال الأسهم متى كان هناك قيود على تداولها، إذ لا يكون المساهم حبيساً لأسهمه وأمام هذه الفوائد، أورد التشريع المصري عدة استثناءات على هذه الاصل، وإذا امعنا النظر في هذه الاستثناءات فأننا نستطيع تصنيفها إلى مجموعتين حسب الغرض من عملية الشراء، المجموعة الاولى : تشمل الحالات التي سمح فيها المشرع للشركة بشراء الأسهم الصادرة عنها على أن تقوم بإلغاء الأسهم المشتراة مباشرة بعد الانتهاء من عملية الشراء، أما المجموعة الثانية تشمل الحالات التي سمح فيها المشرع للشركة بشراء الأسهم الصادرة عنها

(1) الاصل في القانون الفرنسي هو حظر عملية شراء الأسهم من جانب الشركات المصدرة وذلك وفقاً للمواد (206 - 225) من قانون التجارة الفرنسي لسنة 1966 المعدل .

(2) المضاربة في سوق الأوراق المالية اما أن تكون مشروعة ويقصد بها : "عملية بيع او شراء للأوراق المالية في سوق الأوراق المالية يقوم بها شخص خبير في السوق اعتمادا على توقعاته بتقلب الأسعار، بغية الحصول على ربح" د. عمر ناطق يحيى، الجوانب القانونية لبعض العمليات المرتبطة بسوق الاوراق المالية، المصدر السابق، ص 160 ، او مضاربة غير مشروعة ويقصد بها: ويقصد بها "العمليات التي يقوم فيها المضارب بأفعال من شأنها إحداث ارتفاع أو انخفاض مصطنع في الأسعار بناء على طرق احتيالية للتلاعب في الأسعار وإحداث تموجات شديدة في الحدود القصوى بطرق مفتعلة بغرض الاستفادة من فروق الأسعار . فهذه المضاربة تستهدف الإخلال بقاعدة العرض والطلب القائمة على مبدأ احترام المنافسة والعدالة في تكوين الأسعار. انظر د.

طاهر شوقي مؤمن، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007، ص 146



دون أن يفرض عليها إلغاء هذه الأسهم المشتراة. وبناء على ذلك سيتم بحث هذه الحالات في فرعين مستقلين .

الفرع الاول : حالات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة التي يترتب عليها إلغاء الأسهم المشتراة

الفرع الثاني : حالات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة التي لا يترتب عليها إلغاء الأسهم المشتراة

الفرع الاول

حالات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة التي يترتب عليها إلغاء الأسهم المشتراة

وتندرج تحت هذه المجموعة الاستثناءات التي يجوز فيها للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها على ان

تقوم بإلغاء الأسهم المشتراة مباشرة وبمجرد إتمام عملية الشراء وهذه الحالات هي :

أولاً: شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بقصد تخفيض رأس المال

هناك عدة أسباب تجعل الشركة تخفض رأس مالها، فقد يكون التخفيض بسبب أن رأس مالها يزيد عن

حاجات نشاطها، إذ يبقى جزء منه معطلا دون استثمار، أو إذا أصيبت الشركة بخسارة لا مجال في تعويضها

من الأرباح المستقبلية⁽¹⁾، ولتخفيض رأس مال الشركة عدة طرق من بينها شراء الأسهم من جانب الشركة

المصدرة .

لم ينص المشرع الانجليزي صراحة على شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بغرض تخفيض رأس

المال، إذ اشارت المادة (641) من قانون الشركات الانجليزي النافذ إلى أنه " يجري تخفيض رأس مال الشركة

بقرار خاص مدعوم ببيان الملاءة المالية⁽²⁾ وبقرار تأكيد من المحكمة المختصة". يتبين من النص أنه لا يوجد

أمام الشركة سوى اتباع طريقة واحدة لتخفيض رأس مالها وهي المنصوص عليها في المادة المذكورة .

(1) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 223

(2) بيان الملاءة المالية : يقصد به الادلاء بأراء جميع مديري الشركة ، فيما يتعلق بوضع الشركة في تاريخ البيان ، بأنه لا يوجد وضع يتبين من خلاله أن الشركة غير قادرة على تسديد ديونها ، أو إذا كان هنالك نية لبدء تصفية الشركة في غضون اثنتا عشرة شهراً من ذلك التاريخ، فستكون الشركة قادرة على سداد ديونها بالكامل في غضون اثنتا عشرة شهراً من بدء التصفية، وعند



الا أن المشرع الانجليزي اشار في المادة (706) من قانون الشركات إلى انه اذا قامت شركة بشراء أسهمها، يجوز لها الاحتفاظ بها " كأسهم خزينة" أو الغائها وبالتالي تخفيض رأس المال بمقدار القيمة الاسمية للأسهم الملغاة.

وقد حرص المشرع الانجليزي على حماية حقوق دائني الشركة في حالة تخفيض الشركة لرأس مالها من خلال شراء الأسهم الصادرة عنها، إذ سمح للدائنين الاعتراض على قرار التخفيض، اذا كان هنالك احتمالاً حقيقياً بأن يؤدي التخفيض إلى عدم قدرة الشركة على الوفاء بديونها⁽¹⁾، وتفصل المحكمة في قائمة الدائنين الذين يحق لهم الاعتراض، ولهذا الغرض فإن المحكمة يجب عليها التأكد من أسماء هؤلاء الدائنين ومبالغ ديونهم، وقد تنشر المحكمة اخطارات وتحدد يوماً أو اياماً محددة يطالب من خلالها الدائنين غير المدرجين في القائمة بإدخالهم أو استبعادهم من حق الاعتراض على قرار تخفيض رأس المال⁽²⁾.

وفي حالة اخفى احد موظفي الشركة، سواء بقصد أو بتهور اسم دائن يحق له الاعتراض على تخفيض رأس المال، أو حرف طبيعة أو مبلغ الدين، أو كان على علم بأي اخفاء أو تحريف من هذا القبيل، يكون مسؤولاً عن هذا ويعاقب بغرامة لا تتجاوز الحد الاقصى القانوني⁽³⁾.

واشترطت المادة (648) من قانون الشركات الانجليزي على المحكمة أن لا تؤكد قرار تخفيض رأس المال، الا بعد أن تتيقن من أن الدائنين الذين يحق لهم الاعتراض على قرار التخفيض، تم الحصول على موافقتهم على التخفيض أو تسديد ديونهم .

وفيما يتعلق بموقف القانون المصري، فقد عالج المشرع المصري استثناء الحظر المفروض على الشركة بشراء الأسهم الصادرة عنها لتخفيض رأس مال الشركة في المواد من (106-111)، والمادتين (١٤٩ / ١٤١)

تكوين هذه الآراء، يجب على المديرين مراعاة جميع التزامات الشركة (بما في ذلك أي التزامات طارئة أو محتملة). انظر المواد)

642- 644) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)

(¹) المادة (646 / أ) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)

(²) المادة (646 / 2-3) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)

(³) المادة (647 / 1-2) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)



من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم 159 لسنة (1981) وتعديلاته⁽¹⁾، إذ حددت المادة 106 من قانون الشركات المصري ، طرق تخفيض الشركة لرأس مالها، وذلك من خلال ثلاث حالات هي: تخفيض القيمة الاسمية للسهم، وتخفيض عدد الأسهم، وشراء الشركة لبعض أسهمها وإعدامها.

وفي حالة تخفيض الشركة رأس مالها من خلال شراء بعض الأسهم الصادرة عنها، يجب على الشركة احتراماً لمبدأ المساواة بين المساهمين، أن توجه طلب الشراء إلى جميع المساهمين بإعلان ينشر في صحيفة الشركات أو في صحيفتين يوميتين أحدهما على الأقل باللغة العربية مع إخطار المساهمين بمضمون هذا الاعلان على عناوينهم المبينة بسجلات الشركة، ويتعين ان يشمل الاعلان المشار إليه اسم الشركة وشكلها وعنوان مركزها الرئيسي، ومقدار رأس المال المصدر، وعدد الأسهم المطلوب شراؤها، والتمن المعروض للسهم، وكيفية أداء الثمن والمدة التي يظل عرض الشركة قائماً خلالها بما لا يقل عن ثلاثين يوماً، والمكان الذي يتم فيه للمساهم ابداء رغبته في البيع⁽²⁾.

وعالجت المادة (110) من اللائحة التنفيذية حالة زيادة أو نقصان طلبات بيع الأسهم عن القدر المطلوب شراؤه اذ نصت على " إذا زادت طلبات بيع الأسهم المقدمة من المساهمين على القدر الذي تطلب الشركة شراؤه ، وجب تخفيض عدد الأسهم المشتراة من كل مساهم بما يتناسب مع مقدار ما يملكه من أسهم الشركة.

أما إذا قلت طلبات البيع عن القدر المطلوب شراؤه من الأسهم، فلمجلس الادارة أو الشريك أو الشركاء أو المديرين بحسب الاحوال إما إعادة الاجراءات مع رفع سعر البيع وإما الشراء من السوق حسبما يحقق مصلحة الشركة."

⁽¹⁾ القانون رقم (159) لسنة (1981) ، والمعدل بالقانون رقم (3) لسنة (1998) ، وبالقانون رقم (94) لسنة (2005)، وبالقانون رقم (4) لسنة (2018)

⁽²⁾ المادة (109) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981) وتعديلاته



وبدیهی أن الشركة لا تلجأ إلى شراء الأسهم الا إذا كانت قيمتها في البورصة تعادل قيمتها الاسمية أو تقل عنها، أما إذا كانت قيمة الأسهم مرتفعة في البورصة، فالعملية تعود على الشركة بالخسارة، لأنها تضطر إلى شراء الأسهم بالسعر المرتفع ولا تخفض رأس المال الا على أساس قيمة الأسهم الاسمية .

ويجب على الشركة أن تتصرف في الأسهم المشتراه للغير في مدة لا تتجاوز سنة من تاريخ حصولها عليها والا يجب عليها إنقاص رأسمالها بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم، وذلك وفقا للإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون، وإذا تقاعست الشركة عن القيام بإنقاص رأسمالها وفقا للفقرة السابقة، تولت الهيئة اتخاذ إجراءات إنقاص رأسمال الشركة بعد مضي ثلاثين يوما من تاريخ إنذارها بذلك طبقا للإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون، ولا يعد تصرفا للغير قيام الشركة بالتصرف في الأسهم المشار إليها للشركات التابعة (1).

وعليها أن تقوم بإلغاء ما حصلت عليه من أسهم وذلك بالتأشير على شهادة الأسهم بسجلات الشركة بما يفيد الإلغاء وإخطار بورصات الأوراق المالية بذلك (2)

وأجازت المادة (141) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1998) للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها، سواء كان لتخفيض رأس المال أم لأسباب أخرى منصوص عليها في القانون.

كما نصت المادة الاولى من قرار وزير الاقتصاد رقم (75) لسنة (1998) بشأن تنفيذ بعض أحكام القانون رقم (3) لسنة (1998) على جواز شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بشرط إخطار الهيئة العامة للرقابة المالية بذلك، وأن تفصح عن ذلك في قوائمها المالية، وتعلن ما حصلت عليه من أسهمها ونسبته إلى رأس المال المصدر وتاريخ حصولها عليه.

(1) المادة (48) من القانون رقم (159) لسنة (1981)، المعدل بالقانون رقم (4) لسنة (2018)

(2) المادة (111) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري



ونصت المادة الثالثة من القرار نفسه على أن تتصرف الشركة في أسهمها التي اشترتها قبل مضي مدة لا تزيد على سنة من تاريخ حصولها عليها، والا التزمت بدعوة الهيئة العامة غير العادية للمساهمين لتخفيض رأس مال الشركة بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم .

وأما موقفه من حماية حقوق دائني الشركة في حالة تخفيض الشركة لرأس مالها من خلال شراء أسهمها، فقد رسم لهم طريقاً للحفاظ على حقوقهم إذ اجاز للدائنين الذين نشأت حقوقهم قبل نشر قرار تخفيض رأس المال ، الاعتراض على قرار تخفيض رأس مال الشركة ما لم يكن التخفيض مترتباً على خسارة منيت بها الشركة . ويجوز للشركة أن ترد إلى الدائنين المعترضين حقوقهم ، أو أن تقدم لهم الضمانات اللازمة لأداء حقوقهم في مواعيدها، وإذا لم يلقَ هذا العرض قبولهم فعليهم اللجوء إلى القضاء، وفي جميع الاحوال لا يجوز للدائنين الذين نشأت حقوقهم بعد نشر قرار التخفيض الاعتراض على تخفيض رأس المال (1).

اما المشرع الاردني فلم ينص قانون الشركات رقم (22) لسنة (1997) على شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بغرض تخفيض رأس المال إذ نصت الفقرة (ب) من المادة (١١٤) على " يجرى التخفيض في رأس المال المكتتب به بتنزيل قيمة الأسهم بإلغاء جزء من ثمنها المدفوع يوازي مبلغ الخسارة في حالة وجود خسارة في الشركة أو بإعادة جزء منه إذا رأت أن رأس مالها يزيد عن حاجته "، مؤدى ذلك أن المشرع حدد طريقتين لتخفيض رأس المال ليس من بينها الشراء بقصد التخفيض.

الا أنه تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة (2014) المعدلة، أشارت إلى أن شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها يتم لغرض الحفاظ على اسعار أسهم الشركة في السوق من خلال عملية البيع، كما قد يؤدي هذا الشراء إلى تخفيض رأس المال وذلك من خلال نص المادة (13) من التعليمات والتي جاء فيها: " مع مراعاة

(¹) المادة (113) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981)



احكام المادة (12/ب)⁽¹⁾ وفي حال عدم بيع أسهم الخزينة ضمن المدة المنصوص عليها في هذه التعليمات ولأسباب مبررة على الشركة تحديد طريقة التصرف بهذه الأسهم بإحدى الطرق التالية:⁽²⁾

أ- تخفيض رأس المال برصيد أسهم الخزينة وفقاً للإجراءات المنصوص عليها في قانون الشركات خلال شهر من انتهاء هذه المدة ."

كما أنه المادة (15) من هذه التعليمات "استثنت الشركات التي ترغب بشراء الأسهم الصادرة عنها لغرض تخفيض رأس المال من الشروط الواردة في هذه التعليمات، وبذلك يكون للشركة عنده تخفيض رأس مالها الخيار بين اللجوء إلى شراء أسهمها أو اللجوء إلى أي طريق اخر تراه مناسباً وفقاً للمادة (114) من قانون الشركات .

ووفقاً لنص المادة (115/ب) من قانون الشركات الاردني رقم (22) لسنة (1997) وحرصاً على مصلحة الدائنين، يقوم المراقب بتبليغهم برغبة الهيئة العامة في تخفيض رأسمال الشركة المكتتب به، وتنتشر هذه الرغبة في صحيفتين يوميتين محليتين على نفقة الشركة، وأجاز المشرع للدائنين الاعتراض خطياً على قرار تخفيض رأسمال الشركة خلال مدة (30) يوماً من تاريخ نشره، فينظر المراقب في هذه الاعتراضات ويقوم بتسويتها، وإذا لم يتمكن المراقب من تسوية الاعتراضات التي قدمت اليه خلال (30) يوماً من تاريخ انتهاء المدة المحددة لتقديمها فيحق للدائنين الاعتراض على قرار المراقب خلال مدة (30) يوماً من تاريخ انتهاء المدة

(¹) المادة(12) من تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة (2014) المعدلة، نصت على أنه :

أ- في حال عدم بيع أسهم الخزينة خلال المدة المحددة في هذه التعليمات يتعين على الشركة اعلام الهيئة بأسباب ذلك قبل (30) يوم على الأقل من انتهاء هذه المدة

ب- للمجلس وبناء على طلب مبرر من الشركة، تمديد فترة الاحتفاظ بالأسهم للمدة التي يراها مناسبة وفقاً لما تقتضيه المصلحة العامة.

(²) وقد حددت التعليمات مدة احتفاظ الشركة بالأسهم المشتراة في المادة (9) منها بنصها : يجب أن لا تقل فترة الاحتفاظ بأسهم الخزينة عن ستة أشهر من تاريخ آخر عملية شراء وأن لا تزيد عن ثمانية عشر شهراً من نفس التاريخ .



المحددة للتسوية لدى المحكمة المختصة، ، وتأخذ هذه الدعوة الصفة المستعجلة⁽¹⁾، ويجب على المراقب وقف إجراءات التسوية إذا تبلغ بإشعار من المحكمة أن الدائنين تقدموا بدعوى، حتى صدور حكم قطعي من المحكمة، وفقاً لنص المادة (115 / ج) من قانون الشركات الاردني رقم (22) لسنة 1997

كذلك لا يجوز للشركة المساهمة العامة التي ترغب بتخفيض رأسمالها عن طريق شراء الأسهم الصادرة عنها، أن يقل هذا التخفيض عن الحد الأدنى المقرر لرأس المال الشركة، وفقاً لنص المادة (95) من قانون الشركات الاردني⁽²⁾.

وليس في قانون الشركات العراقي ذي الرقم 21 لسنة 1997 المعدل الا اسلوب واحد لتخفيض رأس المال، وهو إنقاص عدد أسهم الشركة بمقدار مبلغ التخفيض الذي حدده قرار الهيئة العامة،⁽³⁾ فقد جاء قانون الشركات العراقي خالياً من أي نص يجيز اتباع طريقة شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة كطريق لتخفيض رأس مال الشركة.

⁽¹⁾ لا يوجد في القانون تعريف للقضاء المستعجل، لذا يعرف اغلب فقهاء القانون " الاستعجال " على انه الخطر الحقيقي المحقق بالحق المراد المحافظة عليه باتخاذ اجراءات سريعة والذي يلزم درؤه بسرعة (ويشترط فيه : وجود قاعدة تحمي حقاً يطلب المدعي حمايته . أما الشرط الثاني فهو وجود خطر التأخير اي ان يوجد خوف من احتمال وقوع ضرر اذا لم يحصل المدعي على الحماية القضائية بالقضاء المستعجل . انظر د. ضياء شيت خطاب، الوجيز في قانون المرافعات المدنية، بغداد، 1973، ص 159 د. ادم وهيب الندوي، المرافعات المدنية، العاتك لصناعة الكتاب، القاهرة، ص326 فالقضاء المستعجل يقصد به الفصل في المنازعات التي يخشى عليها من فوات الوقت، فصلاً مؤقتاً لا يمس أصل الحق، وإنما يقتصر على الحكم باتخاذ إجراء وقتي ملزم للطرفين بقصد المحافظة على الأوضاع القائمة أو احترام الحقوق الظاهرة، أو صيانة مصالح الطرفين المتنازعين .

⁽²⁾ حيث بينت المادة (95) من قانون الشركات الاردني، أن الحد الأدنى لرأس المال الشركة المساهمة العامة المحددة يجب ألا يقل عن (500.000) دينار أردني، وميزت هذه المادة بين نوعين من رأس المال، الأول: وهو رأس المال المصرح به؟ حيث يجب ألا يقل عن (500.000) دينار أردني، والثاني: رأس المال المكتتب به، ويجب ألا يقل عن (100.000) دينار أردني أو (20%) من رأس المال المصرح به أيهما كثر، وبالتالي فإن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة تقع فقط مع رأس المال المكتتب به فعلاً وليس على رأس المال المصرح به، لأن المشرع الأردني ألزم بنص الفقرة (95 / ب) أن يسدد الجزء غير المكتتب به خلال مدة ثلاث سنوات من تسجيل الشركة، وفي حالة عدم تسديده تتبع الإجراءات القانونية في هذا الشأن .

⁽³⁾ المادة (59 / اولاً) من قانون الشركات العراقي " في الشركة المساهمة والمحدودة، يتم تخفيض راس المال بإلغاء اسهم فيها تساوي قيمتها المبلغ المراد تخفيضه من راس المال، ويكون الالغاء بنسبة مساهمة كل عضو في الشركة الى اقرب سهم صحيح "



ونرى بانه لا يجوز اتباع هذه الطريقة في ظل قانون الشركات العراقي استناداً إلى نص المادة (59/

أولاً) منه إذ لا يوجد امام الشركة سوى طريقة واحدة وهي المنصوص عليها في المادة المذكورة .

والمشرع العراقي هو الاخر سعى لحماية دائني الشركة من تخفيض رأس مال الشركة، إذ نصت المادة

(59/ ثالثاً) من قانون الشركات العراقي رقم 21 لسنة 1997 على :

" بعد اتخاذ قرار التخفيض، تتخذ الاجراءات الاتية:

1- يرفع رئيس مجلس الادارة في الشركة المساهمة والمدير المفوض في الشركة المحدودة قرار التخفيض

إلى المسجل ويرفق به جدولاً مصدقاً من مراقب الحسابات يبين ديون الشركة واسماء الدائنين وعناوينهم ،

وكذلك دراسة اقتصادية وفنية بمسوغات التخفيض .

3- اذا استنتج المسجل ان تخفيض راس مال الشركة كان قانوني، ينشر اعلان التخفيض في النشرة وفي

صحيفتين يوميتين، ويتيح لكل دائن أو مطالب بحق على الشركة حق الاعتراض لديه على قرار

تخفيض راس مال الشركة خلال 30 يوماً من تاريخ نشر الاعلان.

فاذا وقع اعتراض خلال المهلة القانونية من دائن للشركة، وجب على المسجل السعي لتسوية هذه

الاعتراضات رضائياً وبالطريقة التي يراها مناسبة، وذلك خلال ثلاثين يوماً من تاريخ انتهاء مدة الاعتراض . واذا

لم يتوصل المسجل إلى تسوية الاعتراضات وجب عليه احوالها مع جميع المستندات والمعاملات المتعلقة بها إلى

المحكمة المختصة خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ انتهاء مدة التسوية الرضائية، ويعد النظر في الاعتراضات

من الامور المستعجلة . (1)

(1) المادة (60/ اولاً وثانياً) من قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة (1997) المعدل



فاذا توصلت المحكمة إلى تسوية الاعتراضات أو اذا اقتنعت بكفاية الضمانات المقدمة من الشركة، تصدر قرارها بتأييد قرار التخفيض اما اذا لم يتم التوصل إلى تسوية الاعتراضات ولم تكن ضمانات الشركة كافية، تقرر المحكمة الغاء التخفيض أو تقرر تخفيضاً جزئياً، لا يضر حقوق المعترضين ويكون قرارها باتاً . " (1)

ثانياً: شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة نتيجة رفض الموافقة على المتنازل اليه

أهم الخصائص التي تميز شركات الاموال عن شركات الاشخاص قابلية الأسهم للتداول ومن ثم حرية المساهم في التصرف بأسهمه (2)، ويعد التنازل عن الأسهم عن طريق التداول من الحقوق الاساسية والجوهرية للمساهم إذ لا يجوز حرمانه منه، وكل نص يتضمنه العقد الاساسي أو النظام الاساسي للشركة بجرمان المساهم كلياً من هذا الحق يقع باطلاً وكأنه لم يكن، أو تفقد الشركة صفتها كشركة مساهمة لتصبح من شركات الاشخاص، الا أن مبدأ حرية التداول ليس مطلقاً بل يرد عليه بعض القيود شريطة الا يؤدي إلى حرمان المساهم من حق التنازل عن أسهمه؛ وهذه القيود بعضها قانوني، أي تجد مصدرها في نص القانون ذاته، وبعضها اتفاقي أي مصدره النظام الاساسي للشركة (3).

وقد جرى العمل في الشركات المساهمة على إدراج قيود على تداول أسهمها في نظام الشركة الاساسي لتمكين المساهمين من التمتع بحق الافضلية في شراء الأسهم المتنازل عنها لغير المساهمين، وفي مثل هذه الحالات تشترط الشركة في نظامها موافقة مجلس الادارة أو الهيئة العامة على المساهمين الجدد المتنازل إليهم، وهو ما يطلق عليه " شرط الموافقة " (4) والذي بموجبه لا يستطيع المساهم التنازل عن أسهمه إلى الغير الا

(1) المادة (61 / اولاً) من قانون الشركات العراقي رقم 21 لسنة (1997) المعدل

(2) د. فوزي محمد سامي، المصدر السابق، ص 373

(3) القيود الاتفاقية: هي قيود تدرج في نظام الشركة ذاته أو خارجه، ويجب أن لا تصل هذه القيود إلى حد حرمان المساهم من حق التنازل بحرية عن أسهمه، وإلا فإن مثل هذه الشروط تكون باطلة، لتفصيل أكثر انظر: د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، المصدر السابق، ص ٧٥4 وما بعدها ، د. يعقوب صرخوه، المصدر السابق، ص 335

(4) ويختلف شرط الاسترداد عن شرط الموافقة في أن الشرط الأخير يضع طرفين في مواجهة بعضهما معاً، هما المتنازل والمتنازل اليه من جانب، والشركة من جانب آخر، والشركة قد توافق على التنازل أو ترفضه، وهي تباشر حق الاعتراض على شخص المتنازل إليه عن طريق مجلس الإدارة، أو مجلس الرقابة أو المديرين. أما شرط الاسترداد فهو لا يجعل من الشركة سوى وسيط بين



بموافقة الشركة، ويمكن الوقوف على أهمية شرط الموافقة في نظام الشركة، إذ يعد وسيلة للحد من دخول أشخاص أجنب كـشركاء في رأس المال الشركة، إذ لا يستطيع هؤلاء الدخول في الشركة ويصبحون مساهمين الا بعد الحصول على الموافقة المسبقة من الجهة المختصة بالشركة، وفي الاغلب تكون الجهة المختصة هي مجلس إدارة الشركة؛ نظراً لسرعة وسهولة انعقاده (1).

ولم يورد المشرع الانجليزي في قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006) أي نص يفيد بأن الشركة المساهمة قد تشتري الأسهم الصادرة عنها نتيجة رفضها الموافقة على انتقال الأسهم إلى المتنازل اليه. الا ان بموجب المادة (684) اجازة للشركات اصدار أسهم قابلة للاسترداد، ويكون خيار الاسترداد للشركة أو المساهم، وتعد عملية الاسترداد إحدى الطرق التي تتبناها الشركات من أجل إعادة الاموال النقدية إلى المساهمين في الشركة .

فهي طريقة لإعادة شراء الأسهم من جانب الشركة ولكنها تختلف عن عمليات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة التقليدية، فالأسعار التي يمكن للشركات إعادة شراء هذه الأسهم القابلة للاسترداد بها قد تم تحديدها بالفعل خلال وقت إصدار تلك الأسهم (2). ويوفر إصدار الأسهم القابلة للاسترداد مرونة الشركة للاختيار ما إذا كانت تريد شراء الأسهم الصادرة عنها أو استردادها (3).

المتنازل والمتنازل اليه من جانب، والمساهمين من جانب آخر، أي أن المساهمين الآخرين هم الذين يتدخلون فوراً وبطريق مباشر في عملية التنازل والشركة لا تتخذ بنفسها مبادرة استرداد الأسهم محل التنازل، ولا تعطي موافقتها على عملية التنازل ولا تباشر بشأنها حق الاعتراض ولا تقوم بأي دور ايجابي في هذه العملية . د. حسني المصري، مدى حرية الانضمام الى الشركة والانسحاب منها، دار الفكر العربي، القاهرة، 1985، ص 94

(1) د. صفوت ناجي بهنساوي، شرط الموافقة في انظمة الشركات المساهمة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص 6

(2) (مقال بعنوان " الاسهم القابلة للاسترداد " ، منشور على الموقع ، تاريخ الزيارة 2022/4/2 ، الساعة الواحدة مساءً

<https://ar.seychellesartprojects.org/441-redeemable-preference-shares>

(3) مثلاً على ذلك. لنفترض أن الشركة كان لديها خياراً لاسترداد اسهمها بسعر 2000 دولاراً في الإطار الزمني المحدد مسبقاً. فاذا كانت هذه الأسهم يتم تداولها بالسوق بسعر أكثر من السعر القابل للاسترداد . فهنا تقوم الشركة باسترداد اسهمها، وبالعكس اذا كان سعر الاسترداد المحدد مسبقاً اكثر من سعرها السائد بالسوق تقوم بشراء أسهمها بدلاً من استردادها . وبهذه الطريقة ، تتمتع الشركة بقدر أكبر من المرونة إذا أصدرت أسهمًا قابلة للاسترداد، للاختيار بين الشراء أو الاسترداد



وعالج المشرع المصري شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة نتيجة رفض الموافقة على المتنازل اليه، في المادتين (141 / 149) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم (159) لسنة ((1981)) ، إذ حددت المادة (141) احكام واجراءات هذه الموافقة، فنصت في الفقرة الاولى منها على " يوجه مالك الأسهم طلبا إلى الشركة للموافقة على بيع أسهمه، ويجب أن يتضمن الطلب اسمه وعنوانه وعدد الأسهم موضوع التنازل ونوعها والتمن المعروف لشرائها، ويتم توجيه الطلب أما بالبريد المسجل، أو بتسليمه مباشرة إلى مركز الشركة الرئيسي مع اخذ الايصال الازم بتاريخ التسليم .

وجاء في الفقرة الثالثة منها، اذا اعترض مجلس ادارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرون بحسب الاحوال على البيع، وجب عليه أن يتخذ أحد الاجراءات الاتية خلال ستين يوما من تاريخ ابلاغ صاحب الشأن بالاعتراض : 1 - تقديم متنازل اليه آخر سواء من المساهمين أو من غيرهم ليشتري الأسهم ٢٠ - شراء الأسهم سواء لتخفيض رأس المال أو لغير ذلك من الاسباب المنصوص عليها في القانون أو هذه اللائحة، ويتم حساب الثمن بالطريقة التي ينص عليها النظام " (1) .

ومن خلال النص السابق ذكره نجد أن المشرع يلقي على عاتق الشركة عند رفض الموافقة على المتنازل إليه شراء الأسهم محل التنازل أو تقديم مشتر آخر لها سواء من المساهمين أو من الغير .
وسمحت المادة (149 / ج) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها في حالة وجود شرط الموافقة، ورفضت الشركة الموافقة على الشخص المتنازل اليه .

أما في القانون الاردني فلا يوجد في قانون الشركات نص قانوني يمنع أو يجيز للشركة المساهمة العامة اعمال شرط الموافقة . ومع ذلك نجد أن قانون الشركات الاردني رقم (٢٢) لسنة (١٩٩٧) المعدل بالقانون رقم (35) لسنة (٢٠١٠) قد أجاز بشكل واضح وصريح للمساهم في الشركة المساهمة الخاصة أن يتنازل عن

(1) ويرى جانب من الفقه أن مدة (60) يوماً تعد طويلة نوعاً ما وتضع قيداً من حيث المدة على حرمان المساهم من تداول أسهمه، ويفضل أصحاب هذا الرأي أن لا تزيد هذه المدة على ثلاثين يوماً. للمزيد انظر: د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، المصدر السابق، ص ٧٨٦



أسهمه للغير بالبيع أو خلافه دون أخذ موافقة الشركة والمساهمين أو مجلس الإدارة ما لم ينص نظام الشركة على خلاف ذلك، وهذا ما نصت عليه المادة (٨٣/هـ مكرراً)؛ إذ جاء فيها: " لا يتوقف تنازل المساهم عن أسهمه في الشركة المساهمة الخاصة بالبيع أو خلافه على موافقة الشركة أو المساهمين أو مجلس الإدارة ما لم ينص نظام الشركة على خلاف ذلك، ولا يكون لأي فرد أو حق أولوية متعلقة بأي سهم لم يتضمنه نظام الشركة الاساسي أو سجل المساهمين اثر تجاه أي شخص لم يعلم به " .

وفيما يتعلق بموقف قانون الشركات العراقي من شرط الموافقة، فنجده خالياً من اية احكام بشأن هذا الشرط في الشركة المساهمة الخاصة، اما الشركة المحدودة فهي محكومة بقواعد حق الاسترداد⁽¹⁾، والذي يعرف بأنه " حق مساهمي الشركة المحدودة في شراء الأسهم المرغوب ببيعها للغير خلال وقت يحدد اعتباراً من تاريخ ابلاغهم بالرغبة بالبيع للغير " (2)

والسؤال الذي يطرح نفسه هل يجوز في ظل قانون الشركات العراقي إدراج شرط الموافقة في النظام الاساسي للشركة المساهمة ؟ بينا انه لا يوجد نص قانوني يمنع ذلك أو يجيزه، وفي تقديرنا يمنع إدراج شرط الموافقة في النظام الاساسي للشركة المساهمة، ويعزى ذلك إلى عدة أسباب منها أن الاصل في الأسهم قابليتها للتداول الحر هذا من جهة ومن جهة أخرى أن شرط الموافقة يمثل قيوداً لحرية التداول فهي استثناء وخروج على الاصل السابق ولا يجوز التوسع في تطبيق الاستثناء.

(1) المادة (65) من قانون الشركات العراقي رقم 21 لسنة (1997)

(2) عباس مرزوك فليح العبيدي، التصرف بالأسهم والحصص في الشركات بيعاً أو هبة، اطروحة مقدمة الى مجلس كلية القانون، جامعة بغداد، 1997، ص 65



الفرع الثاني

حالات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة التي لا يترتب عليها إلغاء الأسهم المشتراة

وتتضمن الحالات التي يجوز فيها للشركة بعد القيام بعملية شراء الأسهم الصادرة عنها، أن تحتفظ بهذه

الأسهم المشتراة لمدة معينة دون الحاجة إلى إلغائها. وهذه الحالات هي:

أولاً: شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بقصد توزيعها على العاملين فيها

قد تقوم الشركة ورغبة منها في زيادة اهتمام العاملين بالمشروعات التي تقوم بها الشركة، وتشجيع

العاملين لديها على أن يصبحوا ليس فقط عاملين بالشركة بل تحويلهم من عاملين إلى مساهمين وشركاء.

وقد اخذ المشرع الانجليزي بهذا المبدأ، إذ أجازت المادة (693)⁽¹⁾ من قانون الشركات الانجليزي

للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها لتوزيعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم في الأرباح. ولتسهيل الامر

على الشركات التي تتبنى مخطط أو نظام اثابة العاملين لتتمكن من إعادة شراء أسهمها الصادرة عنها، خففت

اللوائح المعدلة للقانون الانجليزي الاحكام القانونية لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة.⁽²⁾

- فالأصل أنه عندما تشتري الشركة أسهمها الخاصة، يجب دفع قيمة الأسهم عند الشراء، وذلك بموجب

المادة (2/692) وبالتالي منع الدفع بالتقسيط عند القيام بعملية الشراء. الا أن تم تعديل هذا المادة إذ

اجازت للشركات شراء الأسهم الصادرة عنها بالتقسيط عملاً بنظام حصة العاملين .

- ايضا تم تعديل القواعد العامة بشكل طفيف فقط لتمويل عملية الشراء من رأس المال لأغراض نظام

حصة العاملين، إذ يجب استخدام أي أرباح قابلة للتوزيع متاحة أولاً ، ويجب على المديرين إصدار بيان

الملاءة المالية، وأن يتم التصريح بدفع رأس المال بموجب قرار خاص⁽³⁾ ومع ذلك ، تم تخفيف القواعد

(¹) ادرجت هذه المادة بموجب لوائح (2013) المعدلة لقانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)

(²) دخلت لوائح (2013) المعدلة لقانون الشركات الانجليزي (2006) (الجزء 18) حيز التنفيذ في (30 أبريل 2013).

(³) انظر المادة (713) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006) " متطلبات عملية الدفع من رأس المال " وانظر ايضاً

Buyback of Shares، Oury Clark ، بحث منشور على الموقع التالي =



من إذ عدم الحاجة إلى بيان داعم من قبل مدققي حسابات الشركة ، ولا يلزم الاعلان عن الدفع المقترح من رأس المال في الجريدة الرسمية أو في إحدى الصحف الوطنية أو عن طريق الكتابة إلى جميع الدائنين.⁽¹⁾

أما القانون المصري فهو الاخر اخذ بهذا المبدأ، إذ نصت المادة (2/48) من قانون الشركات المصري على أنه: "يجوز للشركة شراء بعض أسهمها لتوزيعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم من الأرباح"، فقد جعل للعاملين بالشركة نصيباً في الأرباح النقدية التي يتقرر توزيعها، وبالتالي مشاركة العاملين في أرباح المشاريع التي تقوم بها الشركة، وتحدد الهيئة العامة بناء على اقتراح من مجلس الإدارة بما لا يقل عن 10% من هذه الأرباح ولا يزيد على مجموع الأجر الثانوي للعاملين بالشركة،⁽²⁾ وبالتالي فإنه يجوز للشركة بدلاً من أن توزع على العاملين لديها الأرباح المستحقة لهم نقداً، تقوم بدل ذلك بشراء الأسهم الصادرة عنها وتوزيعها عليهم .

وقد نصت المادة (48/مكرراً)⁽³⁾ من قانون الشركات المصري على أنه: "مع عدم الاخلال بالنظام القانوني لتوزيع الأرباح، يجوز أن يتضمن النظام الاساسي للشركة نظاماً أو أكثر لإثابة أو تحفيز العاملين والمديرين بالشركة من خلال تملكهم بطريق مباشر أو غير مباشر لجزء من أسهمها، وذلك وفقاً للطرق والقواعد

<https://www.ouryclark.com/resource-library/quick-guides/corporate/buyback-of-shares.html> =

تاريخ الزيارة 1 / 4 / 2022 / الساعة الثالثة مساءً

(1) حيث أن الاصل وفق المادة (713) يجب على الشركة الإعلان عن الدفع من رأس المال في صحيفة London Gazette أو في إحدى الصحف الوطنية أو عن طريق الكتابة إلى كل دائني للشركة، وذلك في غضون أسبوع واحد من القرار الخاص .

(2) المادة 41 من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981) المعدل

(3) هذه المادة مضافة بالقانون رقم (94) لسنة (2005) ، منشور في الجريدة الرسمية، العدد 24 (مكرر) في (21 / 6 / 2005)



والاجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون، وتتولى الهيئة العامة للرقابة المالية إعداد النماذج ومراجعة العقود التي يتم إبرامها في هذا الشأن" (1).

هذا، وقد نصت المادة (١٤٩) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري على حالات شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها، وهي حالات جاءت على سبيل الحصر من بينها: "إذا كان الشراء بقصد التوزيع على العاملين بالشركة سواء كنصيب في الأرباح أو الزيادة بنسبة المشاركة "

وكان على مجلس الإدارة أن يقوم بتحديد الشروط الواجب توافرها بالعامل لتلقى هذه الأسهم؛ سواء من إذ الكفاءة أو الاقدمية، كما أنه يحدد الحد الأدنى للمدة التي لا يجوز فيها للعامل التصرف في هذه الأسهم؛ وأيضاً يحدد المدة التي يتاح فيها للعامل اختيار الشراء إذ لا تقل عن ثلاثين يوماً، (2) إلا إن المشرع قد استحدث نظاماً لإثابة العاملين والمديرين بشركات المساهمة، وذلك من خلال المواد (151/151 مكرراً/ ١٥٢/ ١٥٢ مكرراً) (3) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (159) لسنة ((1981))، وذلك بهدف تشجيع العاملين والمديرين بهذه الشركات ومحاولة زيادة فعالية نشاطهم داخل الشركة تحقيقاً لمزيد من النجاح للإنتاج والتنمية، وتتلخص هذه الاحكام طبقاً للمادة (151) والتي تقرر " أنه بمراعاة أحكام المواد (196 /150/149) من اللائحة التنفيذية لقانون 159 لسنة ١٩٨١، يجوز أن يتضمن النظام الاساسي للشركة المساهمة نظاماً أو أكثر لإثابة وتحفيز العاملين أو المديرين أو كليهما، وذلك من خلال منحهم أسهما مجانية أو بيعهم أسهما بشروط مميزة، أو بتمليكهم جزءاً من أسهم الشركة بعد انقضاء أجل محدد ."

(1) ونرى أن المشرع المصري حسناً فعل بإضافة المادة (48 مكرر) من قانون الشركات والتي اجازت أن يحصل المديرين على جزء من اسهم الشركة كنصيب في الأرباح، مثلهم في ذلك مثل العمال، في الوقت الذي كان القانون يقصر هذا الحق على العمال فقط .

(2) المادة (151) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري

(3) المادتان (١٥1)(١٥2) من اللائحة التنفيذية مستبدلتان بقرار وزير الاستثمار رقم ٢٨٢ لسنة ٢٠٠٥ والمنشور بالوقائع

المصرية العدد رقم ١٩٨ في 2005 /8/31



ومن خلال المادة (151) السابق ذكرها يتضح أنه يجب مراعاة المواد (196/150/149) من اللائحة ذاتها، وهي المواد الخاصة بشراء الشركة للأسهم الصادرة عنها ومدة احتفاظ الشركة بالأسهم المشتراة⁽¹⁾. وما يترتب على هذه الأسهم من حقوق وقواعد توزيع الأرباح، وأن نظام إثابة العاملين والمديرين المشار إليه أمر جوازي للشركة قد تأخذ به في نظامها الاساسي من عدمه، وأن للشركة أن تأخذ بأنظمة الإثابة والتحفيز كلها أو إحداها، كما أن للشركة إشراك المديرين والعاملين معا أو بالاكتهاء بتوفير هذه الحوافز لأي طائفة منها فقط، ويجب عند الاخذ بهذه الانظمة الالتزام بأحكام هذه الانظمة.

وفي القانون الاردني ومن خلال قراءة التعليمات الخاصة بشراء الشركة المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها نجد أن المشرع الاردني لم ينص على إمكانية قيام الشركة بشراء أسهم الأسهم الصادرة عنها بقصد توزيعها على العاملين لديها، الا أن المادة (13) من التعليمات قد نصت على أنه: " في حال عدم بيع أسهم الخزينة ضمن المدة المنصوص عليها في هذه التعليمات⁽²⁾، فإن على الشركة تحديد طريقة التصرف بهذه الأسهم إما بتخفيض رأس المال برصيد أسهم الخزينة أو التوزيع على مساهمي الشركة (تنزيلاً من الأرباح المدورة أو الاحتياطي الاختياري أو علاوة الاصدار) "، يتضح لنا من خلال هذا النص أنه يجوز للشركة الاحتفاظ بالأسهم المشتراة لمدة لا تقل عن ستة أشهر من تاريخ آخر عملية شراء قامت بها ولا تزيد على ثمانية عشر شهراً من التاريخ نفسه، وبخلاف ذلك يجب على الشركة أما إلغاء الأسهم المشتراة وتخفيض رأس المال أو توزيع الأسهم المشتراة على مساهمي الشركة، الا إن الشركة تستطيع الطلب من الهيئة تمديد مدة الاحتفاظ بالأسهم للمدة التي

(1) حيث تنص المادة (150) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري على أن " لا يجوز أن تحتفظ الشركة بما تحصل عليه من أسهمها لأكثر من سنة ميلادية ، ومن بينها الأسهم التي حصلت عليها لتنفيذ أحد أنظمة إثابة أو تحفيز العاملين أو المديرين بعد انتهاء الفترة المحددة لتنفيذ هذه النظم ، ويجب عليها أن تتصرف في هذه الأسهم إلى العاملين بها أو إلى الغير بحسب الأحوال أو أن يتم تخفيض رأس المال بنهاية هذه السنة كحد أقصى وإعدام تلك الأسهم ... "

(2) اذ حددت المادة (9) من التعليمات مدة احتفاظ الشركة بالأسهم المشتراة حيث نصت على : يجب أن لا تقل فترة الاحتفاظ بأسهم الخزينة عن ستة أشهر من تاريخ آخر عملية شراء وأن لا تزيد عن ثمانية عشر شهراً من نفس التاريخ .



تراها مناسبة وفقاً لما تقتضيه المصلحة العامة.⁽¹⁾ ولشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وتوزيعها على العاملين فيها عدة مزايا :

1- يؤدي توزيع الشركة لجزء من أسهمها على العاملين فيها إلى توسيع قاعدة الملكية، وزيادة نسبة المساهمة العمالية، فتندمج القوة العمالية مع رأس المال بما يساهم في ازدهار الشركة .

2- تشكل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة وتوزيعها على العمال آلية للإصلاح الاجتماعي في المجتمع، إذ يترتب عليها استمرار العاملين في الشركة والحفاظ على المركز القانوني لهم، ومنع تسريحهم إذا بيعت أسهم الشركة لمستثمر أو مستثمرين أجانب أو حتى محليين . وفي القانون العراقي⁽²⁾ لا يوجد نص خاص بتوزيع الأسهم على العاملين .

ولكن السؤال الذي يثور هنا، من هي الجهة المختصة بإصدار قرار الشراء ؟

بموجب قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)، لا يجوز للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها، عملاً بنظام حصة العاملين الا بموجب قرار خاص صادر عن الهيئة العامة غير العادية يمنحها صلاحية الشراء، وهذا الصلاحية قد تكون عامة أو قد تكون مقتصرة على شراء أسهم من فئة معينة⁽³⁾، ولكن لتسهيل الامر على الشركات التي تتبنى نظام ائابة العاملين اجازت لوائح (2013) المعدلة لقانون الشركات للشركة شراء أسهمها بقصد توزيعها على العاملين بقرار عادي صادر في اجتماع عام⁽⁴⁾.

(¹) تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها " اسهم الخزينة" لسنة (2014) ، والمعدلة بموجب قرار مجلس المفوضين رقم (218 / 2015) بتاريخ 3 / 11 / 2015)

(²) الا أن المادة (74 / اولاً) من قانون الشركات العراقي رقم 21 لسنة (1997) أشارت الى امكانية استخدام احتياطي الشركة من اجل تحسين أوضاع العاملين فيها، حيث نصت على " يستخدم الاحتياطي لأغراض توسيع وتطوير اعمال الشركة، ومن اجل تحسين اوضاع العاملين فيها، ومن اجل الاشتراك في مشاريع لها علاقة بنشاط الشركة، ومن اجل المساهمة في حماية البيئة وبرامج الرعاية الاجتماعية ... "

(³) المادة (693) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)

(⁴) (المقال المشار اليه سابقاً (Can a company buy its own shares) ، منشور على الموقع تاريخ <https://www.ouryclark.com/resource-library/quick-guides/corporate/buyback-of-shares.html>

الزيارة، 2022 / 4 / 5، س الواحدة مساءً



اما في القانون المصري، لم يحدد قانون الشركات، أو لائحته التنفيذية، الجهة المختصة بإصدار القرار بشراء الأسهم بقصد توزيعها على العاملين بالشركة، ولذلك، فيجوز لنا أن نتساءل عما إذا كان يشترط لذلك صدور قرار من الهيئة العامة غير العادية ؟ أو أنه يكفي صدور قرار من الهيئة العامة العادية أو مجلس إدارة الشركة ؟

أن الاجابة على هذا التساؤل يجب أن تكون بالنفي بمعنى أنه لا يشترط صدور القرار بشراء الأسهم في هذا الغرض من الهيئة العامة غير العادية وذلك على خلاف الحل المتبع بالنسبة لشراء الأسهم بقصد تخفيض رأس مال الشركة (1)، ذلك أن شراء الأسهم بقصد توزيعها على العاملين يتم تمويله من الأرباح الصافية التي يتقرر توزيعها عليهم حسب ما جاء بالمادة (2/48) من قانون الشركات المصري، وهذا يعني أن هذا الشراء لا يمس إطلاقاً رأس مال الشركة، فهو بالتالي لا يؤدي إلى تخفيض رأس المال، ومن ثم لا يتطلب تعديل نظام الشركة، فيكفي إذن صدور القرار بالشراء عن الهيئة العامة العادية وهي أيضاً الجهة المختصة بتحديد نصيب العاملين في الأرباح والتي يتقرر توزيعها في الحدود التي نص عليها القانون، غير أن مجلس الادارة يتمتع بالعديد من الصلاحيات عند توزيع الأسهم على العاملين (2)، فهو يختص بتحديد الشروط الواجب توافرها في العاملين لتلقي الأسهم من ناحيتي الكفاءة والاقدمية، وتحديد المدة التي لا يستطيع من خلالها العاملون التصرف بهذه الأسهم وتحديد المدة التي يتاح فيها لهم اختيار شراء أسهم الشركة إذ لا تقل عن ثلاثين يوماً، وكذلك الطريقة التي يتم بها تحديد الثمن.

ولكن كل هذا قبل أن يصدر قرار وزير الاستثمار المصري رقم (٢٨٢) لسنة (٢٠٠٩) ، إذ أضيفت المادة (151 مكرراً) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات مصري رقم (159) لسنة (1981) والتي أوجبت عند الاخذ

(1) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 232

(2) المادة (151) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981



بأي من أنظمة الإثابة أو التحقير العاملين والمديرين، صدور قرار من الهيئة العامة غير العادية للشركة، وعلى مجلس الإدارة أن يرفق باقتراحه اختيار أو تطبيق أحد أنظمة الإثابة والمحددة بالمادة ذاتها (1).

ثانياً: شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بقصد إعادة التوازن لأسعار أسهم الشركة

قد تلجأ الشركة إلى شراء من الأسهم الصادرة عنها ليس بقصد إلغائها أو اعدامها، وإنما للحفاظ على توازن أسعار هذه الأسهم في سوق الأوراق المالية وحماية اسعار أسهم هذه الشركة من الانهيار.

لم ينص القانون الانجليزي في قانون الشركات لسنة (2006) على حق الشركة في شراء الأسهم الصادرة عنها بقصد إعادة التوازن إلى أسعار أسهم الشركة .

أما في القانون المصري، فقد رأينا أن حالات الشراء التي نصت عليها المادة (149) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات هي حالات جاءت على سبيل الحصر وليس من بينها حالة شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة بقصد إعادة التوازن لأسعار الأسهم.

الا أن بعض الفقه المصري⁽²⁾ يرى أن المشرع ادخل تعديلاً هاماً على قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981) وذلك بموجب القانون رقم (3) لسنة (1998)، يجوز بمقتضاه للشركة الحصول على أسهمها بأي طريقة، كما يرى هذه الجانب من الفقه أن المشرع اراد بهذا التعديل تمكين الشركة من المحافظة على استقرار سعر الأسهم فسمح لها بأن تدخل كموازن للأسعار في سوق الأوراق المالية عند انخفاضها، وذلك بالعمل على رفع السعر إلى معدله الطبيعي، الا أن ذلك، ومع افتراض حسن النية في الشركات، يتعارض مع آلية العرض والطلب، إذ إن تحسين سعر السهم سيكون في هذه الحالة عن طريق إحداث طلب (مفتعل) مما يزيف آلية تحديد السعر، كما أننا بذلك نضيف إلى الشركة المصدرة للأسهم وظيفة صانع السوق. وقد حدثت

(1) وهذه ما اكدته المادة (50) من قواعد قيد وشطب الاوراق المالية بالبورصة المصرية لسنة 2014 المعدلة بموجب قرار مجلس

ادارة الهيئة رقم 138 لسنة 2016، للمزيد انظر د. سميحة القليوبي، المصدر السابق، ص 421

(2) د. وجدي رفيق، المصدر السابق، ص 304 ، د. محمد فريد العريني، الشركات التجارية " المشروع التجاري والجماعي بين وحدة

الاطار القانوني وتعدد الاشكال"، المصدر السابق، ص 197



تلك التجربة بالفعل، عندما هبط سعر سهم مدينة الانتاج الاعلامي إلى خمسة عشر جنيها للسهم بعد أن جاوز ثمنه سبعين جنيها وطلب المسؤولون من البنك الاهلي المصري التدخل لرفع سعر السهم وذلك بشراء أربعة ونصف مليون سهم بسعر خمسة وعشرين جنيها للسهم بدلا من خمسة عشر جنيها، وبالفعل تم الاعلان عن ذلك بالصحف، وتمت عملية الشراء، ولكن لم يستمر الوضع سوى بضعة أشهر عاد السهم بعدها إلى الانخفاض مرة أخرى ليصل عند حد ١٣ جنيهاً وقد حقق بعض العالمين ببواطن الامور أرباحا طائلة من وراء هذا الاجراء الاخير (1).

اما القانون الاردني فلا يوجد نص يمنع أو يجيز للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها بقصد إعادة التوازن للأسعار وكذلك الحال بالنسبة للقانون العراقي .

وهناك بعض التشريعات اجازت صراحة للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها بقصد اعادة التوازن للأسعار في سوق الأوراق المالية، فقد نصت المادة (3/217) من قانون الشركات الفرنسي الصادر في 4 يوليو 1996 على جواز شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة من اجل ضبط السوق بالنسبة إلى أسهم الشركات المسعرة في البورصة(2) .

(1) د. صالح البربري، المصدر السابق، 329

(2) . كذلك المادة (175) من قانون الشركات الكويتي رقم (97) لسنة (٢٠١٣) قبل إلغائها بموجب القانون رقم (1) لسنة ٢٠١٦، للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها بقصد الحفاظ على توازن أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية، إذ نصت على " أنه يجوز للشركة أن تشتري أسهمها لحسابها في الحالات الآتية:

1- أن يكون ذلك بغرض المحافظة على استقرار سعر السهم، وبما لا يجاوز النسبة التي تحددها الهيئة من مجموع أسهم

الشركة

2- تخفيض رأس المال.

3- عند استيفاء الشركة لدين مقابل هذه الأسهم.

4- أية حالات أخرى تحددها الهيئة



الفصل الثاني

الاحكام القانونية لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

تمهيد وتقسيم :

على الرغم مما تنطوي عليه عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة من فوائد كثيرة من النواحي القانونية والاجتماعية والاقتصادية والمالية، كما رأينا سابقاً، الا أنها تتعارض مع بعض المبادئ التي تسيطر على قانون الشركات وبصورة خاصة مبدأ ثبات رأس المال ومبدأ المساواة بين المساهمين ومبدأ مصلحة الشركة، لذلك فإن السماح بها يقتضي إحاطتها بالمزيد من الشروط والاجراءات التي من شأنها أن تكفل المحافظة على هذه المبادئ الاساسية في قانون الشركات، وفرض الجزاء الذي يترتب على مخالفتها، وعند إثارة مسألة شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، يلزم إلقاء الضوء على الموارد المالية الصالحة للإنفاق على عمليات الشراء أي مصادر تمويل هذه العمليات .

ولا شك أن هنالك آثار قانونية عدة تترتب على شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، وهذه الآثار قد تكون ايجابية وقد تكون سلبية، ومن جهة أخرى فإن السماح للشركة بشراء الأسهم الصادرة عنها من شأنه أن يطرح مشكلة شائكة أخرى تتعلق بمصير الأسهم المشتراة ، وإذا كان يجوز للشركة الاحتفاظ بها أم أنه يتوجب عليها دائماً أن تقوم بإلغائها وإذا كان يجوز للشركة الاحتفاظ بالأسهم المشتراة، فهل يكون للشركة الحقوق نفسها التي تكون للمساهم العادي كمالك للسهم.

ولذلك سوف نقسم هذا الفصل إلى مبحثين: نتناول في الاول الآلية القانونية لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، ثم ندرس في الثاني الآثار القانونية التي تترتب على عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة



المبحث الاول

الالية القانونية لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

تمهيد وتقسيم:

إن لجوء الشركة إلى عملية شراء الأسهم الصادرة عنها يمثل طريقاً استثنائياً تلجأ إليه الكثير من الشركات لأغراض مختلفة، ومع ذلك فإن هذا الطريق تحيط به العديد من الشبهات، فقد يتخذ كوسيلة للتلاعب بالأسعار⁽¹⁾، ولذلك تحرص العديد من التشريعات على إحاطة هذا الاسلوب من التعامل في الأسهم بكثير من القيود التي من شأنها أن تكفل المحافظة على المبادئ الاساسية في قانون الشركات، وفي ظل ذلك يسمح للشركة بأن تشتري الأسهم الصادرة عنها مع مراعاة تلك القيود أو الالتزام ببعض الاجراءات، والتي لا تسمح للشركات باستخدام برامج شراء أسهمها كوسيلة للتلاعب بأسعار الأسهم الصادرة عنها. وعلى ذلك، سوف نقوم بدراسة متطلبات عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة في المطلب الاول، ومصادر تمويل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وأساليب تنفيذها في المطلب الثاني .

(1) قد يلجأ المتلاعبون بأسعار الأوراق المالية في البورصة إلى استخدام حيل وأساليب معينة لتحقيق مآربهم منها اتفاقات التلاعب في أسعار الأوراق المالية ويتم عن طريق الاتفاق بواسطة شخصين أو أكثر لإحداث تغيرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، وقد تشمل هذه الاتفاقات على وسطاء وعاملين في بعض الشركات التي لها أوراق مالية متداولة، ويتم ذلك من خلال ترويج إشاعات عن سوء حالة شركة معينة، أو من خلال قيام الوسطاء باستغلال ثقة عملائهم والإيعاز إليهم بالتخلص من ورقة ظل هذا المناخ الذي يتسم بزيادة العرض يتوقع أن تتجه القيمة السوقية للورقة نحو الانخفاض حتى تصل إلى أدنى حد ممكن، وحينئذ يسعى المتفقون على ذلك لشرائها، وبعد امتلاك جميع الأوراق المتداولة أو معظمها يبدأ هؤلاء في نشر معلومات عن تحسن ملحوظ في أدائها، ويسعى الوسطاء إلى إقناع عملائهم بشراء تلك الأوراق فيزداد الطلب وتبدأ القيمة السوقية للورقة بالارتفاع، فيسارع هؤلاء إلى إبرام صفقات صورية عليها حتى يسود الاعتقاد أن هناك تعاملًا نشطًا على تلك الورقة، مما يؤدي إلى المزيد من التحسن في قيمتها السوقية، عندئذ يسعى التنظيم إلى التخلص مما يمتلكه من أوراق محققاً الربح لأعضائه عن طريق النصب والاحتيال . ينظر استاذنا: د عمر ناطق يحيى ، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2011، ص 295 وما بعدها، د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، الصدر السابق، ص 287



المطلب الاول

متطلبات عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

تعد عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة عملية متميزة وتحقق الفائدة لكل من الشركة والمساهمين، بل وللسوق أيضاً، الا أنها وبالرغم من أهميتها تتطوي على مخاطر بالغة الأهمية، ومهما كانت الفائدة التي تحققها الشركة نتيجة مباشرة هذه العملية الا أنه لا يجوز إطلاقاً أن تضر بالغير وخاصة (دائني الشركة)، ولا بالمساهمين ايضاً، وفوق كل هذا يجب أن تكون عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة متفقة مع مصلحة الشركة، ومن جهة اخرى لا بد من احاطة عملية الشراء بالإجراءات المشددة للحد من مخاطرها.

لذلك سوف نتناول شروط صحة عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة في الفرع الاول، وثم نوضح اجراءات عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة في الفرع الثاني

الفرع الاول

شروط صحة عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

اشترط الفقه والقضاء⁽¹⁾ لصحة عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة عدة شروط تستهدف حماية مصلحة الدائنين (مبدأ ثبات رأس المال) وحماية مصلحة المساهمين (مبدأ المساواة بين المساهمين) وحماية مصلحة الشركة.

(1) قبل التنظيم التشريعي لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، لم يكن المشرع الفرنسي يحظر هذه العملية، فقد اجاز الفقه والقضاء الفرنسيان عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة استنادا الى القاعدة الاصولية: " إن كل ما لم يحظره القانون يعتبر جائزاً ومشروعاً " انظر د. محمد قرياش، المصدر السابق، ص 191



أولاً: حماية مصلحة الدائنين (مبدأ ثبات رأس المال)

القاعدة العامة التي تحكم اغلب التشريعات تقضي بأن لا يسترد المساهمون ما دفعوه من حصص في رأس مال الشركة الا بعد انقضاء الشركة وتصفيتها، حتى إن مسمى هذا المبدأ " ثبات رأس المال" لا ينسجم والهدف الذي يسعى المبدأ إلى تحقيقه، إذ يفهم من مصطلح " ثبات رأس المال" أن يظل رأس مال الشركة ثابتاً معزولاً في حساب مصرفي ولا يمكن استخدامه، على العكس من ذلك تستطيع الشركة ومنذ اليوم الاول لتأسيسها أن تستخدم كل رأس مالها أو بعضه بما يعود عليها بالنفع وفي حدود غرضها وفقاً للأنظمة المراعية، ولكن الامر الذي يجب أن تمتنع الشركة عن القيام به هو إرجاع أموال للمساهمين من رأس المال قبل أن توفي الشركة بديون الدائنين.

وفي حقيقة الامر، فإنه إذا كانت سياسة شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة تحقق لها بعض المزايا فإنها تشكل في الوقت نفسه خطورة، فالخطورة التي تحققها هذه العملية على دائني الشركة، هو أن تخفيض رأس مال الشركة بشراء الأسهم الصادرة عنها يؤدي إلى تخفيض ضمان دائني الشركة، مخالفة بذلك لمبدأ ثبات رأس المال (1).

فلا يجوز إطلاقاً للشركة أن تستخدم في تمويل الشراء أموالاً مقتطعة من رأس مالها نظراً لأهمية دور رأس المال في نطاق الشركات المساهمة، وأيضاً كي لا تضر بذلك حقوق الدائنين، لأن رأس المال كقاعدة عامة هو الحد الأدنى من الضمان المقرر لدائني الشركة وهو الضمان الاساسي ولكن ليس الوحيد، لأن الضمان الحقيقي لدائني الشركة هو أصول الشركة، أي مجموعة أموالها المادية والمعنوية .

(1) د. د. عماد محمد امين السيد، المصدر السابق، ص 434



وعليه، فإن رأس المال يجب أن يخضع لمبدأ الثبات الذي يعني عدم جواز رد رأس المال إلى المساهمين أثناء حياة الشركة سواء بصورة مباشرة أو عن طريق اللجوء لأساليب ملتوية كتوزيع أرباح صورية على المساهمين، ومبدأ ثبات رأس المال هو مبدأ استقر عليه الفقه والقضاء حتى ولو لم يرد نص صريح على ذلك⁽¹⁾. فالمتفق عليه أنه لا يجوز للشركة كقاعدة أن تقوم بشراء الأسهم الصادرة عنها بأموال مقتطعة من رأس مالها، وسواء تم مباشرة من جانب الشركة أو بطريقة غير مباشرة، بأسماء مستعارة من جانب المديرين، إلا أنه لما كان مبدأ ثبات رأس المال ليس مطلقاً، إذ يجوز للشركة تعديل رأس مالها بالزيادة أو النقصان، بشرط اتباع الاجراءات المقررة قانوناً، فقد أجاز الفقه والقضاء للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها بأموال مقتطعة من رأس مالها متى كان هدفها من ذلك هو تخفيض رأس مالها، أما إذا لم تتخذ الشركة الاجراءات التي تطلبها القانون في هذه الخصوص فإن عملية الشراء تكون محلاً للبطلان⁽²⁾.

كما أجاز الفقه للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها متى كان الغرض منها الوفاء بديون الغير، لأنه ما دام أن رأس المال هو ضمان الدائنين، فإن استعماله لوفاء حقوق هؤلاء عن طريق شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها وتسليمها لهم على سبيل الوفاء بمقابل يكون جائزاً⁽³⁾. وأيضاً يجوز للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها بقصد بيعها وتحقيق الأرباح طالما أن مصلحة الدائنين تتحقق في هذه الحالة بزيادة ضمانهم، ولا يكون الشراء باطلاً حتى ولو جاء ثمن البيع معادلاً لثمن الشراء، ما دام النقص الحاصل في رأس المال قد أعيد جبره بكامله، والا فإن الشراء لا يكون صحيحاً إلا بصورة جزئية؛ أي في حدود المبلغ الذي وصل إليه رأس المال بعد إعادة تكوينه⁽⁴⁾.

(1) مشار إليه لدى : د . محمد قرياش، المصدر السابق، ص 195

(2) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 29

(3) د. محمد فريد العريني، القانون التجاري (النظرية العامة للشركة) شركات الاشخاص والاموال، المصدر السابق، ص 541 وما بعدها . د. زيد ابو رضوان، المصدر السابق، ص 448

(4) د. محمد قرياش، المصدر السابق، ص 197



وقد سار المشرعان الانجليزي والمصري⁽¹⁾، على نهج الفقه والقضاء السابق، ففي جميع حالات الشراء بقصد إلغاء الأسهم المشتراة، فإنه - كما رأينا سابقاً⁽²⁾ - يجب على الشركة أن تقوم بإلغاء الأسهم المشتراة وتخفيض رأس مالها تبعاً لذلك، وما دامت نتيجة عملية الشراء هي تخفيض رأس المال، سواء بصورة اختيارية (كما في حالة تخفيض رأس المال لسبب آخر غير الخسائر) أو بصورة إجبارية (كما في حالة رفض الموافقة على المتنازل إليه)، فليس هناك ما يمنع الشركة من تمويل عملية الشراء بأموال مقتطعة من رأس مالها⁽³⁾، مع اعطاء الدائنين الذين نشأت حقوقهم قبل التخفيض حق الاعتراض عليه⁽⁴⁾.

أما في القانون الاردني فيتضح أن تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة ٢٠١٤ المعدلة أجازت استخدام رأس مال الشركة المساهمة العامة في تمويل عملية شراء الأسهم الصادرة عنها في حالة واحدة، وهي إذا ما رغبت الشركة في تخفيض رأس مالها؛ إذ يستخدم المبلغ المخفض من رأس مال الشركة في تمويل عملية شراء هذه الأسهم، والدليل على ذلك أن الفقرة الثانية من المادة (15)⁽⁵⁾ من تعليمات الشراء لم تقيد الشركة بإعمال تلك التعليمات عند تخفيض رأس مالها، وبالتالي يجوز مخالفة ما ورد بنص المادة (4)⁽⁶⁾ منها إذ يتم استخدام رأس المال في عمليات التمويل وليس فقط الاحتياطي أو الأرباح.

(1) سوف نتناول بالتفصيل موقف التشريعات من مصادر تمويل عمليات شراء الأسهم الصادرة عن الشركة في الفرع الثاني من هذا المطلب

(2) ص 68 من هذه الرسالة

(3) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 188

(4) راجع ما سبقه بحثه، اعتراض الدائنين على قرار تخفيض رأس المال، ص 70 من هذه الرسالة

(5) حيث نصت المادة (١٥) من التعليمات الخاصة بشراء أسهم الخزينة لسنة (٢٠١٤) المعدلة والصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية على أن: " تستثنى الشركات التي ترغب بشراء الأسهم الصادرة عنها من خلال السوق لغايات تخفيض رأس المال من الشروط الواردة في هذه التعليمات، وينطبق عليها الأحكام التنظيمية لعملية شراء الشركة لأسهمها الصادرة عنها (أسهم الخزينة) لغايات تخفيض رأس مالها الصادرة عن المجلس بموجب قراره رقم (45/٢٠١١) بتاريخ 2011/2/2 "

(6) حيث تشترط المادة (4 / ف 2) من تعليمات شراء اسهم الخزينة لسنة 2014 الصادرة عن هيئة الاورق المالية الاردنية، ان يتم تمويل عملية الشراء من الأرباح المتحققة والاحتياطات الأخرى عدا الاحتياطي الاجباري.



ثانياً: حماية مصلحة المساهمين (مبدأ المساواة فيما بينهم)

لا يكفي لصحة شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة مراعاة حقوق الدائنين على النحو السابق، بل يجب فوق ذلك المحافظة على حقوق المساهمين وذلك باحترام قاعدة المساواة في المعاملة فيما بينهم .

وفي هذا الخصوص، فقد اتفق الرأي على أنه يشترط لصحة عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة أن تتم بقصد تحقيق مصلحة مجموع المساهمين، فلا يجوز أن تؤدي إلى توافر أي نوع من عدم المساواة في المعاملة فيما بينهم، أو إلى تقرير امتيازات لبعض منهم دون البعض الآخر، ويفترض هذا المبدأ، قيام المساواة في الحقوق والالتزامات المرتبطة بالأسهم المتشابهة ذات القيم المتساوية، على أنه لا يقصد بالمساواة أن تكون هنالك مساواة مطلقة فيما بين المساهمين، بل المقصود أن تكون هنالك مساواة نسبية فيما بينهم (1).

ويؤثر شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة على مركز المساهمين إلى حد كبير، إذ تؤدي عملية الشراء إلى رد قيمة الأسهم المشتراة إلى المساهم البائع إذ تزول عنه صفة الشريك ويفقد حقوقه الممنوحة له ويتخلص من التزاماته تجاه الشركة في الوقت نفسه، وفي هذا ضرر لباقي المساهمين الذين يحرمون من مساهمة (المساهم البائع) في تحمل نصيبه من الخسائر التي قد تتعرض لها الشركة مستقبلاً، بينما ينفرد هؤلاء بمواجهة هذه الخسائر (2).

وبناء على ذلك لا يجوز للشركة تفضيل شراء الأسهم التي لم تسدد قيمتها بالكامل على شراء الأسهم التي سددت بالكامل، إذ يؤدي ذلك إلى التفرقة في معاملة المساهمين (3).

ومن مظاهر رعاية مصالح المساهمين أن الشركة لا يجوز لها إجبار الشريك على بيع أسهمه التي يملكها إلى الشركة، أو أن تقوم بأية ضغوط تدفعه إلى بيع أسهمه، ولا شك أن عملية الشراء عبر سوق الأوراق

(1) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 37-38

(2) د. محمد قرياش، المصدر السابق، 211

(3) د. حسني المصري، المصدر السابق، ص 135



المالية (البورصة) تحقق هذا المبدأ ولا يتعارض مع حرية المساهم في تداول أسهمه، تلك القيود التي تفرض على المساهم لبيع أسهمه وفقاً لما يرد في عقد الشركة المساهمة أو نظامها الأساسي؛ كشرط الافضلية أو شرط موافقة مجلس الادارة على المشتري، وضماناً لتحقيق مبدأ المساواة وعدم تفضيل مصلحة الشركة على مصلحة المساهمين، أوجب المشرع الانجليزي أن تتم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة عبر سوق رأس المال الوطني⁽¹⁾، ولا يجوز للشركة المصدرة شراء أسهمها من خارج البورصة الا بموجب عقد يتم وفقاً لقرار يصدر من الشركة المشترية في اجتماع عام⁽²⁾.

ومن إذ طرق الشراء، يجب على الشركة اتباع الطريقة التي من شأنها السماح لجميع المساهمين بالاشتراك في عملية الشراء، ويكون باستطاعة الجميع عرض أسهمهم للبيع، فلا يجوز للشركة شراء الأسهم الصادرة عنها عن طريق الاتفاق المباشر⁽³⁾ بينها وبين المساهمين البائعين، أو عن طريق اختيار الأسهم محل الشراء عن طريق القرعة مثلاً، بل يجب أن يتم الشراء عن طريق عرض عام⁽⁴⁾ يوجه إلى جميع المساهمين⁽⁵⁾.
ومن مظاهر رعاية مصالح المساهمين ايضاً، وجوب تسديد ثمن الأسهم المشتراة إلى المساهم البائع بشكل فوري، إذ اشترطت المادة (691) من قانون الشركات الانجليزي على الشركة المصدرة عند قيامها بشراء الأسهم الصادرة عنها دفع قيمة الأسهم عند الشراء، وتجدر الاشارة إلى أن الثمن الذي يتم الشراء على اساسه يتحدد على وفق الفرضين الآتيين: فأما أن يحدد النظام الاساسي للشركة هذا الثمن أو يبين كيفية تقديره، أو لا

(¹) انظر المواد (701 - 708) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)

(²) انظر المواد (693 - 700) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)

(³) فالشراء بالتراضي أو بالاتفاق، لا يعد متفقاً مع مبدأ المساواة بين المساهمين، لأنه لا يعطي كافة المساهمين فرصة للاشتراك في العملية فلا يمكن اللجوء اليه إلا اذا نص نظام الشركة عليه ويكون بذلك قد وافق باقي المساهمين بصورة مسبقة على هذا الشراء، د. محمد قرياش، المصدر السابق، ص 215 . ويرى البعض ان الشراء بالاتفاق جائز متى صاحبه اجراءات كافية للنشر والاعلان عن العملية بحيث يتمكن الجميع من عرض اسهمهم للبيع. د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 43

(⁴) فضلاً عن الطرق المتقدمة هنالك طرق اخرى لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، كالشراء عن طريق البورصة والشراء عن طريق المزاد العلني. وسوف نؤجل بحثهن الى المطلب الثاني من هذا الفصل

(⁵) د. معن عبد الرحيم جويحان، النظام القانون لتخفيض رأس مال شركات الأموال الخاصة " دراسة مقارنة"، ط1، دار الحامد

للنشر والتوزيع، الاردن، (2008)، ص 188



يحدد ذلك، وفي هذه الحالة يجب أن يكون ثمن شراء الأسهم هو الثمن العادل أي الثمن الذي يتفق والقيمة الحقيقية للسهم، وتكون عندئذ أسعار البورصة هي الوسيلة المثلى لمعرفة أسعار الأسهم⁽¹⁾.

كما انه عدم المساواة يتضح بين مركز الشركة وبين المساهمين فيها، لأن قوة مركزها وبما يتوافر لها من معلومات غير متاحه غالباً للمساهمين، يسمح للشركة المصدرة التلاعب بأسعار الأسهم، لذلك أوجب المشرع المصري على الشركة "أن توجه طلب الشراء إلى جميع المساهمين بإعلان ينشر في صحيفة الشركات أو صحيفتين يوميتين إحداهما على الأقل باللغة العربية، مع إخطار المساهمين بمضمون هذا الاعلان على عناوينهم المبينة بسجلات الشركة، ويتعين أن يشمل الاعلان المشار إليه اسم الشركة، وشكلها، وعنوان مركزها المعروض للسهم، ومقدار راس المال المصدر، وعدد الأسهم المطلوب شراؤها والتمن المعروض للسهم وكيفية اداء الثمن والمدة التي يظل عرض الشركة قائماً خلالها بما لا يقل عن ثلاثين يوماً والمكان الذي يتم فيه للمساهم ابداء رغبته في البيع " (2).

وقد حرص المشرع الاردني على مبدأ المساواة بين المساهمين في حالة قيام الشركة بشراء الأسهم الصادرة عنها، إذ أوجب أن تتم عملية الشراء عبر سوق الأوراق المالية، وايضا منع بصورة صريحة شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة عن طريق الصفقات⁽³⁾ وذلك لأن الشراء بتلك الطريقة قد يلحق الضرر بالمساهم البائع، وقد يكون هناك ضغوط كثيرة من الشركة على المساهمين من أجل شراء ما يملكون من أسهم، أضف إلى ذلك أن الشراء عن طريق الصفقات يؤدي إلى الاخلال بمبدأ المساواة، وبالتالي لا يعطي للمساهمين كافة الفرص للاشتراك في عملية الشراء .

(1) د. محسن شفيق، المصدر السابق، ص 662. د. يعقوب يوسف صرخوه، المصدر السابق، ص 202

(2) المادة (109) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981)

(3) المادة (6/د) من تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة (2014)



كما نجد أن المشرع العراقي حرص على حماية مصالح المساهمين بصورة عامة إذ اشار إلى أن قانون الشركات رقم (21) لسنة (1997) يهدف إلى " حماية حاملي الأسهم من تضارب المصالح ومن سوء تصرف مسؤولي الشركة ومالكي اغلبية الأسهم فيها والمسيطرين على شؤونها فعليا " (1).

ثالثاً: حماية مصلحة الشركة

تعد عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، إحدى طرق إدارة الشركة لأموالها، فضلاً على أنها تعد من وسائل المقاومة ضد العناصر الخارجية التي قد تقضي كلياً على الشركة أو على الاقل قد تشل نشاطها وتمنعها من التطور والازدهار، ولذلك فمن المتفق عليه أن قيام الشركة بعملية الشراء، لا بد من أن يكون المقصود به تحقيق مصلحة الشركة نفسها، وبالتالي لا بد من توافر شروط إضافية تستهدف الدفاع عن مصلحة الشركة، فيجب أولاً أن يصدر قرار شراء الأسهم من السلطة المختصة في الشركة، وثانياً أن يكون الهدف من هذا القرار أو المقصود به تحقيق مصلحة الشركة (2).

أولاً: السلطة المختصة بإصدار قرار الشراء

يقوم النظام التقليدي لإدارة الشركات المساهمة على اساس توزيع سلطات الادارة بين هيئات متعددة ومتدرجة بالسلطات، فهناك مجلس الادارة الذي يتولى إدارة الشركة لتحقيق الغرض الذي تكونت من أجله الشركة، وله في سبيل ذلك القيام بجميع التصرفات التي تتطلبها هذه الادارة، وهناك الهيئة العامة العادية التي تجتمع مرة كل سنة على الاقل لمناقشة تقرير مجلس الادارة واعتماده عن كل سنة مالية منتهية، وتوجد الهيئة العامة غير العادية وتعد اعلى هيئات الادارة وهي مصدر السلطات في الشركة وهي وحدها تملك سلطة تعديل نظام الشركة (3).

(1) المادة (1 / ف 3) قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة 1997

(2) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 52

(3) د. لطيف جبر كومانبي، المصدر السابق، ص 210 وما بعدها



واستقر الرأي على أن تحديد الجهة المختصة بإصدار قرار الشراء يتوقف على ما إذا كانت عملية الشراء

تقتضي تعديل نظام الشركة أم لا :

وعليه، فإذا كانت عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة تقتضي تعديل نظام الشركة فإنه يجب

أن يصدر قرار الشراء من الهيئة العامة غير العادية باعتبارها الهيئة المختصة بتعديل النظام، ويتحقق ذلك في

الفروض التالية (1):

1- إذا كان تمويل عملية الشراء من رأس مال الشركة أو الاحتياطي القانوني (2)، فيجب صدور القرار من

الجمعية العمومية غير العادية، لأنها مصحوبة بتخفيض رأس المال، وتخفيض رأس المال يتطلب

تعديل نظام الشركة وهو ما يستدعي تدخل الهيئة العامة غير العادية .

2- إذا تم تمويل عملية الشراء من الاحتياطي النظامي المخصص لغرض آخر غير شراء الشركة للأسهم

الصادرة عنها، فهنا نكون أمام تعديل حقيقي لنظام الشركة، وهو ما يتطلب تدخل الهيئة العامة غير

العادية .

3- إذا تم تمويل عملية الشراء من الأرباح أو الاحتياطيات القابلة للتوزيع وكان الهدف من عملية الشراء هو

إلغاء الأسهم المشتراة، فهنا نكون أمام إحدى طرق استهلاك رأس المال في حالة عدم وجود نص في

نظام الشركة، وهنا يلزم تدخل الهيئة العامة غير العادية، فالاستهلاك عن طريق شراء الأسهم يؤدي إلى

تعديل القواعد الخاصة بتوزيع الأرباح، وهو إجراء يتشابه وتعديل عقد الشركة .

(1) د. محمد قرياش، المصدر السابق، ص 232 وما بعدها

(2) يقصد بالمال الاحتياطي المال الذي تجنيه الشركة من أرباحها الصافية لمواجهة الخسارة التي قد تصيب الشركة في إحدى السنوات أو القضاء لحاجات التي قد تبدو في المستقبل أو لتقوية ائتمان الشركة والاحتياطي أما ان يكون قانونياً يفرضه القانون وما ان يكون نظامياً يشترط نظام الشركة وأما ان يكون اختيارياً أو حراً تقرره الجمعية العامة . د. وجدي شفيق، المصدر السابق، ص



بينما إذا كانت عملية شراء الأسهم لا تتطلب تعديل نظام الشركة فهنا يجب أن يصدر القرار من الهيئة العامة العادية، فهي صاحبة الاختصاص وليس الهيئة العامة غير العادية، ويتحقق ذلك متى تم تمويل عملية الشراء من الأرباح أو الاحتياطات الحرة، بشرط أن لا يكون الهدف من الشراء هو إلغاء الأسهم المشتراة .

ولا يجوز كقاعدة عامة تخويل مجلس إدارة الشركة سلطة تقرير شراء الأسهم ، ذلك أن عملية الشراء تعد من العمليات غير العادية التي تتطوي على جانب من الخطورة، إذ أنه لا يجوز أن يترك أمر تقريرها لمجلس الإدارة الذي تنحصر وظيفته في القيام بأعمال إدارة الشركة . ومع ذلك، يجوز بنص خاص في نظام الشركة تخويل المجلس بعض السلطات التي تدخل في اختصاص الجمعية العمومية العادية وذلك بشرط عدم المساس باختصاصات الجمعية العمومية غير العادية، أما إذا قام المجلس بإصدار قرار الشراء دون تفويض بذلك على النحو السابق ، فالأصل هو أن هذا القرار غير سليم، ويجوز الطعن فيه بالبطلان، ومن الناحية العملية، كثيرا ما تكلف الجمعية العمومية العادية، مجلس الإدارة بأن يقوم بشراء مجموعة من أسهم الشركة في البورصة، وفوق ذلك، يجوز للجمعية غير العادية، عندما تصدر قرارها بتخفيض رأس مال الشركة، أن تخول مجلس الإدارة سلطة شراء مجموعة من الأسهم والغائها⁽¹⁾، إلا أن سلطاته في جميع هذه الأحوال لا تخل بالمبدأ العام السابق، فهي تعد مجرد سلطات تنفيذية بحتة، كما أن المجلس يعد عند مباشرتها مجرد وكيل عن الجمعية، بمعنى أن سلطاته تكون محددة بالشروط المتعلقة بالمهمة المكلف بها .

وقد تبني المشرعان الانجليزي⁽²⁾ والمصري غالبية القواعد السابق بيانها⁽³⁾ ، أما في القانون الاردني فنجد ومن خلال تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة ٢٠١٤ المعدلة، أن المشرع الاردني قد أوجب على الشركة

(١) VEAUX-FOURNERIE (paulette) L'acqmsition de ses propres actions ou parts sociales par la société émettrice, thèse Rennes 1953.P 245

(٢) انظر المواد (694 _ 708) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)، حيث أن سلطة الموافقة في جميع الأحوال هي الجمعية العامة، ولكن يلزم أن تصدر الموافقة من الجمعية العامة غير العادية، إذا تم تنفيذ البرنامج خارج السوق، أما إذا كان تنفيذ برنامج الشراء من البورصة ، فيلزم موافقة الجمعية العامة العادية للشركة .

(٣) انظر المادة (105) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981) والمواد (151 - 152) من اللائحة ذاتها والتي تم استبدالهن بقرار وزير الاستثمار المصري رقم (٢٨٢) لسنة (٢٠٠٥) والمنشور بالوقائع المصرية العدد رقم



المساهمة العامة التي ترغب في شراء أسهم خزينة ووفقاً للمادة (5/أ) من التعليمات أن يصدر قرار الشركة المساهمة العامة بشراء الأسهم الصادرة عنها من قبل الهيئة العامة للشركة في اجتماع غير عادي، وهذا ما أكدت عليه المادة (175/أ ف 9) من قانون الشركات الاردني رقم (22) لسنة (1997) المعدل، إذ جاء فيها:
أ- " تختص الهيئة العامة للشركة المساهمة العامة في اجتماعها غير العادي بالنظر في مناقشة الامور التالية واتخاذ القرارات المناسبة بشأنها....

9- شراء الشركة لأسهمها وبيع تلك الأسهم وفقاً لأحكام هذا القانون والتشريعات النافذة ذات العلاقة "، وهذا البند أضيف إلى الفقرة (أ) بالتعديل الوارد على القانون بموجب القانون المؤقت رقم (40) لسنة (2002).

ثانياً: صدور قرار الشراء في اطار مصلحة الشركة

لا يكفي لكي تكون عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة صحيحة أن تصدر من الجهة المختصة في الشركة، بل يجب أيضاً أن يكون القرار الذي تصدره الشركة بشأن عملية الشراء متماشياً مع مصلحة الشركة، وبالتالي فإن قرار الشراء يجب أن يكون منصبا على مصلحة الشركة، وليس أن يكون الهدف منه تحقيق مصالح شخصية لبعض المساهمين من أصحاب النفوذ إذ يتم تفضيل مصلحة هؤلاء على حساب ضرر المساهمين الآخرين، ولا سيما الاقلية منهم وبشكل يتعارض مع المصلحة العامة للشركة⁽¹⁾.

وهنا يثار سؤال ما المقصود بمصلحة الشركة ؟

اختلف الفقه في هذه المسألة⁽²⁾ فمنهم من يرى أن مصلحة الشركة هي مصلحة مجموع الشركاء، ومنهم من يرى أنها مصلحة الشخص المعنوي⁽¹⁾، وذهب فريق ثالث مؤيداً بالقضاء⁽²⁾ إلى أن مصلحة الشركة هي

(١٩٨) في 31 / 8 / 2005 /) ، وكذلك المادة (50) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية لسنة (2014) المعدلة بموجب قرار مجلس إدارة البيئية رقم (138) لسنة (2016).

(1) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 60

(2) أنظر عرض هذه الآراء على وجه التفصيل ، عبد الرحيم بنبعيدة، مفهوم مصلحة الشركة كضابط لتحديد اختصاصات ومسئولية مجلس الإدارة والجمعيات العامة، أطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 2000 ص 32 وما بعدها



مصلحة المشروع، إذ أنهم يعرفون مصلحة الشركة بأنها مصلحة الشخص الاعتباري نفسه أي المشروع باعتباره كيان اقتصادي مستقل له أهداف خاصة ومتميزة عن تلك التي تكون للمساهمين والعاملين والدائنين والموردين والعملاء ولكنها تتطابق مع مصلحتهم العامة والمشاركة والتي هي ضمان ازدهار واستمرارية المشروع، وهذا يعني، أن أي قرار يصدر عن الأجهزة الادارية في الشركة لا يعد صحيحاً الا إذا صدر في إطار مصلحة المشروع لتأمين استمراريته وازدهاره .

ومن جهتنا فإننا ننفق مع البعض (3) في تأييد هذا الرأي، وبصورة خاصة في موضوع شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها، ذلك لأن قرار الشراء قد يكون متفقاً مع مصلحة جميع الشركاء سواء البائعين منهم أم غير البائعين، ولكنه ينطوي على ضرر كبير بالمشروع، إذ يحرمه من الاموال اللازمة لمتابعة نشاطه وازدهاره، وهو ما يتحقق على وجه الخصوص، عندما يكون الهدف من الشراء هو إلغاء الأسهم المشتراة وتخفيض رأس المال، إذ تكون الشركة في هذه الحالة قد تهربت من حد الـ 10 %

(1) الشخص المعنوي هو كائن يتكون من مجموعة أشخاص أو أموال يطلق عليها القانون الشخصية المعنوية، وهي وسيلة للتشبيه بينها وبين الشخصية الطبيعية للأفراد، ذلك أنها صلاحية الشخص لاكتساب الحقوق والالتزام بالواجبات. للمزيد انظر د. باسم محمد صالح، د. عدنان احمد ولي العزاوي، القانون التجاري والشركات التجارية، المكتبة القانونية، بغداد، 1989، ص 43

(2) paris, 22 mai 1965, Rev. soc. 1965, p. 288

(3) د. محمد قرياش، المصدر السابق، ص 239



الفرع الثاني

اجراءات عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

ذكرنا سابقاً إن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة تتطوي على مخاطر بالغة الأهمية، إلا أن على الرغم من ذلك سمحت بها التشريعات المقارنة فكان لا بد له من إحاطتها بشروط واجراءات مشددة، والتي تهدف إلى الحد من مخاطرها⁽¹⁾. لذلك ينبغي على الشركة التي ترغب بشراء الأسهم الصادرة عنها من سوق الأوراق المالية (البورصة) أن تتبع اجراءات معينة حددها المشرع، والتي تعد الضمانة الحقيقية لإتمام عملية الشراء دون حدوث حالات التلاعب والاحتيايل. وتتمثل هذه الاجراءات بالاتي :

أولاً : اجازة الهيئة العامة للشركة

إذا رغبت الشركة المصدرة شراء الأسهم الصادرة عنها في إطار الادارة المالية لرأس مالها، فيجب أن ترخص الهيئة العامة لمجلس إدارة الشركة إجراءات هذا الشراء، وفي السابق كان القانون الانجليزي يميز بين عملية الشراء فيما إذا كانت من خارج السوق أو من البورصة إذ كانت الهيئة العامة هي التي تمنح الترخيص، ولكن يلزم أن يصدر الترخيص من الهيئة العامة غير العادية إذا تم تنفيذ البرنامج خارج السوق، أما إذا كان تنفيذ برنامج الشراء من البورصة، فيلزم موافقة الهيئة العامة العادية للشركة، إلا أنه بموجب اللوائح المعدلة للقانون الانجليزي لسنة (2013) أصبحت الهيئة العامة العادية هي صاحبة الاختصاص في جميع الاحوال⁽²⁾.

أما في القانون المصري فنجد أن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة من هيئة الرقابة المالية لسوق المال اشترطت في الاخطار الصادر من الشركة التي ترغب في شراء الأسهم الصادرة عنها للبورصة، أن يكون مرفقاً به محضر اجتماع مجلس إدارة الشركة، على أنه يجب على مجلس إدارة الشركة

(1) تطرقنا سابقاً الى الشروط الواجب على الشركة المصدرة مراعاتها عند القيام بعملية شراء الأسهم الصادرة عنها، انظر ص 94

(2) المقال المشار اليه سابقاً "Can a company buy its own share" موجود على الموقع التالي

<https://www.companylawclub.co.uk/can-a-company-buy-its-own-shares>



عرض الامر على الهيئة العامة غير العادية للشركة إذا تجاوزت مدة الاحتفاظ بالأسهم ستة أشهر لتقرير ما يتبع في شأنه ⁽¹⁾، وهذا ما أكده قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (11) لسنة (٢٠١٤) المعدل بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٣٨) بتاريخ (27 /11/ 2016).

الا أن المشرع الاردني اشترط على الشركة التي ترغب في شراء الأسهم الصادرة عنها التقدم بطلب خطي للحصول على موافقة هيئة الأوراق المالية، على أن يرفق بالطلب قرار الهيئة العامة للشركة في اجتماعها غير العادي المتضمن الموافقة على شراء وبيع الأسهم الصادرة عنها، وذلك حسب المادة (5) من التعليمات الخاصة بشراء أسهم الخزينة لسنة (٢٠١٤) المعدلة .

• مضمون الترخيص

يجب أن يتضمن الترخيص الصادر عن الهيئة العامة، أولاً وقبل كل شيء، تحديدا للهدف من عملية الشراء، صحيح إن المشرع لم يلزم الهيئة العامة، بل ترك لها حرية اختيار هذا الهدف، الا أن إطلاق حرية الهيئة العامة في اختيار الهدف شيء وضرورة تحديدها لهذا الهدف في الترخيص الصادر عنها شيء آخر، ذلك أنه من الضروري أن يكون المساهمون عالمين بالهدف الذي يريد المديرون تحقيقه من خلال عملية الشراء، ومن الاهداف التي يمكن للجمعية العامة أن تحدها في الترخيص الصادر عنها، على سبيل المثال لا الحصر، التخلص من الاموال الزائدة عن حاجة الشركة، أو إعادة التوازن لرأس المال، أو لأجل الاستثمار ⁽²⁾ .

(1) بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري (هيئة الرقابة المالية) رقم 30 لسنة ٢٠٠٢، وكانت المادة (34) من الإجراءات التنفيذية لقواعد القيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة في أغسطس ٢٠١٦ قد اشترطت على الشركة الراغبة في شراء أسهم الخزينة أن تقوم بإخطار البورصة بمحضر الجمعية العامة غير العادية المتضمن قرار التخفيض فوراً وقبل بداية جلسة تداول اليوم التالي على الأكثر.

(2) د. محمد قرياش، المصدر السابق، ص 144



وفي القانون الانجليزي فأن الترخيص قد يكون عاماً أو مقتصرأ على شراء أسهم من فئة معينة،

وقد يكون مشروطاً أو غير خاضعاً لأي شروط⁽¹⁾، الا أن هذا الترخيص يجب أن يتضمن :

- تحديد الحد الاقصى للأسهم المأذون أو المصرح بشرائها، ولم يحدد قانون الشركات الانجليزي الحد

الاقصى للأسهم التي يجوز للشركة المصدرة شرائها، على عكس القانون المصري والاردني.

- تحديد الحد الادنى والحد الاقصى للسعر الذي يجوز أن يتم دفعة مقابل هذه الأسهم⁽²⁾.

ويجوز إلغاء أو تغيير أو تجديد هذا الترخيص من وقت لأخر بموجب قرار صادر عن الشركة، ويجب أن يحدد

القرار الصادر بشأن منح أو تغيير أو تجديد الترخيص، التاريخ الذي يتم فيه انتهاء هذه الترخيص، والذي يجب

أن لا يتجاوز الخمس سنوات من تاريخ صدور هذا القرار⁽³⁾ .

أما في القانون المصري فيجب أن يتضمن الاخطار الصادر من الشركة الراغبة في شراء الأسهم

الصادرة عنها والموجهة للهيئة العامة للرقابة المالية مبررات تعامل الشركة على أسهمها ونوع التعامل وعدد

الأسهم المطلوب التعامل عليها، والسعر المحدد بذلك، والمدة المحددة للتنفيذ، وشركة السمسرة (الوساطة)

المنفذة، ومصدر تمويل عملية الشراء، والاثر المتوقع للتعامل على مؤشرات أداء الشركة⁽⁴⁾، و أول ما نلاحظ

على صياغة المادة (48) من قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة ((1981)) المعدل بالقانون رقم 4

(¹) المادة (2 / 701) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)

(²) ويتم ذلك وفق الفقرة السابعة من المادة (701) من قانون الشركات الانجليزي، اما عن طريق تحديد مبلغ معين أو تحديد اسس معينة على اساسها يتم تحديد المبلغ " وفي كل الاحوال لا يجوز الرجوع الى تقدير أو رأي أي شخص "

(³) المواد (693 / 701) من قانون الشركات الانجليزي

(⁴) وذلك حسب المادة (51) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية وفقا لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم 11 لسنة

(٢٠١٤) والمعدلة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٣٨) لسنة (٢٠١٦) .



لسنة (2018) ⁽¹⁾ انها حددت النسبة التي تستطيع الشركة شراءها إذ لا تتجاوز (10%) من اجمالي الأسهم المصدرة.

وهي النسبة نفسها التي اشترطها المشرع الاردني من خلال المادة (4) من التعليمات الخاصة بشراء أسهم الخزينة لسنة ٢٠١٤ المعدلة إذ اشترطت أن لا يتجاوز عدد الأسهم المراد شراؤها (10%) من عدد الأسهم المكتتب بها للشركة .

كما أنه المادة (5) من التعليمات ذاتها اشترطت على الشركة التي ترغب بشراء الأسهم الصادرة التقدم بطلب خطي للحصول على موافقة الهيئة وفقاً للنموذج المعد لذلك مرفقاً به :

قرار هيئتها العامة في اجتماعها غير العادي المتضمن الموافقة على شراء وبيع أسهم الخزينة على أن يتضمن القرار ما يلي: الحد الاقصى لنسبة الأسهم التي تنوي الشركة شراؤها، مبرر الشراء، المبالغ المخصصة للشراء.

ثانياً : موافقة الهيئة العامة للأوراق المالية

على الشركة المصدرة التي ترغب بشراء الأسهم الصادرة عنها، أن تقوم بتقديم طلب أو اخطار إلى الهيئة العامة في سوق الأوراق المالية، يتضمن رغبتها في شراء الأسهم الصادرة عنها، وعلى الرغم من عدم نص المشرع الانجليزي على هذا الاجراء فأنا نتصور أن الشركة لن تتمكن من شراء أسهمها دون تقديم مثل هذا الطلب، خاصة وأنها ملزمة بتقديم بيانات معينة تتعلق بعملية الشراء وكذلك بيانات ومعلومات تتعلق بالإفصاح عنها، والتي من المستبعد أن تكون شفوية .

في حين الزم المشرع المصري الشركة التي ترغب في شراء جانب من أسهمها (أسهم الخزينة) أن تخطر البورصة برغبتها وذلك وفقاً للنموذج المعد بالبورصة والمعتمد من الهيئة وذلك قبل الموعد المقترح للتنفيذ بثلاثة أيام عمل على الأقل ⁽¹⁾ .

⁽¹⁾ كانت المادة (48) قبل تعديها لم تحدد الكمية أو النسبة التي يسمح للشركة بشراؤها حيث نصت المادة على عبارة " جانب من أسهمها" دون تحديد لمقدار هذا الجانب، إلا أن المادة (51) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية قد حددت النسبة التي تستطيع الشركة شراءها بحيث لا تتجاوز نسبة أسهم الخزينة نسبة 10 % من إجمالي أسهم الشركة المقيدة .



وهو ما قرره المشرع الاردني الذي نص على ما يأتي (على الشركة التي ترغب بشراء أسهم الخزينة

التقدم بطلب خطي للحصول على موافقة الهيئة وذلك وفقاً للنموذج المعد لذلك...⁽²⁾)

ولا يكفي الطلب المقدم من الشركة المصدرة السماح لها بشراء الأسهم الصادرة عنها من سوق الأوراق

المالية، ما لم تصدر موافقة من هيئة الأوراق المالية، فالموافقة دليل على استكمال الشركة لكل الشروط التي

قررها التشريع المنظم لشراء الشركة للأسهم الصادرة عنها، ولم ينص التشريع الانجليزي على هذا الاجراء، في

حين يشترط دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق الصادر عن الهيئة العامة

للقابة المالية المصرية الحصول على موافقة الهيئة العامة قبل تنفيذ عملية الشراء وذلك بناء على مذكرة

معلومات تقدمها الشركة المصدرة، أما التشريع الاردني فقد منح صلاحية منح الموافقة أو الرفض إلى مجلس

مفوضي الهيئة⁽³⁾ إذ نص على أن يصدر مجلس المفوضين قراره بالموافقة أو الرفض..⁽⁴⁾

وإذا كانت هيئة الأوراق المالية تملك صلاحية الرفض أو الموافقة على شراء الأسهم من جانب الشركة

المصدرة، فهل توجد مدة محددة تلتزم بمقتضاها الهيئة بإعلان قرارها ؟ وهل يمكن الاعتراض على هذا القرار؟

ومن هي الجهة التي يتم الاعتراض أمامها؟

بعد الاطلاع على موقف التشريعات محل المقارنة، لم نجد نصاً يحدد مدة دراسة طلب الشركة المصدرة

لأسهمها، فلم يبين التشريع الانجليزي أو المصري مدة محددة لإعلان موافقة هيئة الأوراق المالية أو رفضها

للطلب المقدم لها، في حين حدد المشرع الاردني تلك المدة إذ نص على أن يصدر مجلس المفوضين قراره

(¹) المادة (51) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية وفقاً لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (11) لسنة (2014) والمعدلة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (138) لسنة (2016).

(²) المادة (5) من التعليمات الخاصة بشراء أسهم الخزينة لسنة (2014) المعدلة

(³) مجلس المفوضين الجهة التي تدير هيئة الأوراق المالية والإشراف عليها، على وفق نص الفقرة (أ/ المادة/10) من القانون المؤقت الأردني رقم (76 لسنة 2002) التي نصت على أن (يتولى ادارة الهيئة والاشراف علي شؤونها مجلس يسمى ((مجلس مفوضي الهيئة...))

(⁴) المادة (5 / ف ب) من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للاسهم الصادرة عنها "اسهم الخزينة" لسنة (2014) الأردنية المعدلة



بالموافقة أو الرفض خلال (21) يوم عمل من تاريخ تقديم الطلب مستكملاً للشروط والمتطلبات ويتم الإفصاح عنه.⁽¹⁾ أما فيما يتعلق بالشق الثاني من السؤال، فلم تبيّن التشريعات محل المقارنة فيما لو كان باستطاعة الشركة المصدرة الاعتراض على قرار الهيئة أم لا، وهو بتصور البعض أمر محل نظر، إذ من حق الشركة الاعتراض على قرار الهيئة لدى جهة معينة و التي تتمثل بالقضاء.⁽²⁾

ثالثاً : الاعلان والإفصاح عن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

فرضت التشريعات المقارنة عدة اجراءات تهدف إلى اخطار المساهمين والجمهور بعمليات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، فالقانون الانجليزي اشترط الإفصاح⁽³⁾ عن تفاصيل عقد الشراء المبرم بين الشركة المصدرة والمساهم (المساهمين البائعين) إذ أوجبت المادة (696) من قانون الشركات الانجليزي على الشركة المصدرة اتاحه أو توفير نسخة من العقد - (في حالة وجوده مكتوباً) أو مذكرة من شأنها أن تحدد شروطه (أن لم يكن مكتوباً) - لجميع مساهمي الشركة .

كما يجب على الشركة المصدرة أتاحه نسخة من العقد اذا كان مكتوباً أو المذكرة من اجل اجراء عملية الفحص والتدقيق عليه، وهذه النسخة أو المذكرة يجب أن تبقى متاحة منذ وقت أبرام العقد وحتى نهاية مدة العشر سنوات أبتداءً من :

- التاريخ الذي يتم فيه شراء جميع الأسهم عملاً بالعقد .

(¹) المادة (5 / ف ب) من تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للاسهم الصادرة عنها "اسهم الخزينة" لسنة 2014 الأردنية المعدلة

(²) د. سماح الركابي، المصدر السابق، ص 168

(³) يقصد بالإفصاح : تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بما فيها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم، بنشر وإعلان البيانات والمعلومات والتقارير المتعلقة بنشاطاتها وأوضاعها المالية والاقتصادية، وتقديمها بصفة دورية - وكذلك في الحالات الاستثنائية - للجهات المشرفة والرقابية بما فيها الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات ، وحملها إلى علم الجمهور ، وبشكل خاص إلى المساهمين الحاليين والمحتملين وغيرهم ، بكافة الوسائل التي تمكنهم من الاطلاع عليها . للمزيد انظر: د. عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ١٩ ، د صفوت عبدالسلام ، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ٨ - ٩



- التاريخ الذي يحدد فيه العقد خلاف ذلك .

ويتعين أن تبقى النسخة أو المذكرة محلاً للمعاينة والفحص والتدقيق أما في مكتب الشركة المسجل أو في مكان محدد في اللوائح بموجب المادة (1136) من قانون الشركات الانجليزي، وينبغي على الشركة المصدرة اخطار مسجل الشركات بالمكان الي تبقى فيه النسخة أو المذكرة متاحة للتفتيش والفحص والتدقيق⁽¹⁾.

وفي القانون المصري نجد أن المادة (١٠٩) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (١٩٨١) تنظم طريقة حصول الشركة على جانب من الأسهم الصادرة عنها بغرض تخفيض رأس المال، إذ نصت على أنه: "إذا كان تخفيض راس المال المصدر بطريقة شراء الشركة بعض أسهمها وإعدامها، وجب على الشركة أن توجه طلب الشراء إلى جميع المساهمين بإعلان ينشر في صحيفة الشركات أو صحيفتين يوميتين إحداهما على الأقل باللغة العربية، إخطار المساهمين بضمون هذا الاعلان على عناوينهم المبينة بسجلات الشركة، ويتعين أن يشمل الاعلان المشار إليه: اسم الشركة وشكلها وعنوان مركزها الرئيسي، ومقدار رأس المال المصدر، وعدد الأسهم المطلوب شراؤها، والتمن المعروض للسهم، وكيفية أداء الثمن، والمدة التي يظل عرض الشركة قائماً خلالها بما لا يقل عن ثلاثين يوماً، والمكان الذي يتم فيه للمساهم إبداء رغبته في البيع".

ونلاحظ أن نص المادة (١٠٩) السابقة كان يؤكد على عملية الشفافية الكاملة واعتبار عملية شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها عملية خاصة وليست عملية تداول عادية بالبورصة، حتى لا تؤثر على السير الطبيعي لتكوين الاسعار وتؤدي إلى تزيف آلية العرض والطلب .

لذلك نلاحظ أن المشرع المصري أوجب على الشركة الافصاح عن العملية بالنشر في الصحف بل وإخطار المساهمين بضمون الاعلان على عناوينهم، كذلك يجب أن تحدد الشركة كمية الأسهم المراد شراؤها والتمن المعروض لشراء السهم وطريقة الدفع .

(¹) المادة (702) من قانون الشركات الانجليزي



ولقد اشترطت المادة الاولى من قرار وزير الاقتصاد المصري رقم (75) لسنة (1998) وجوب إخطار الهيئة العامة للرقابة المالية، وذلك متى حصلت الشركة على جانب من أسهمها، كما يتعين على الشركة عند إعداد قوائمها المالية وفي جميع حالات الإفصاح التي تنشرها أو تعلنها أن تبين ما حصلت عليه من أسهمها ونسبة رأس المال المصدر وتاريخ حصولها عليه .

ونرى بأن الإخطار في المادة الاولى السابقة، عديم الجدوى، لأن الإخطار المشار إليه لاحق لعملية شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها " إذا حصلت الشركة وجب عليها إخطار الهيئة" إذ إن الشركة تكون قد تعاملت على أسهمها دون إفصاح مسبق بما يخل بمبدأ " الشفافية ⁽¹⁾". كما أن الإفصاح عن العملية وما حصلت عليه الشركة من أسهم الخزينة في القوائم المالية هو إجراء روتيني يتم كل ثلاثة أشهر، وكان يجب أن يعلن عن مثل هذه العمليات مسبقاً عن طريق النشر في الصحف عند دخول الشركة كمتعامل على سعر أسهمها، حماية لباقي المتعاملين، واحتراماً لمبدأ الشفافية والإفصاح .

ولقد أعلن رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية في البورصة المصرية أنه تم اعتماد تعديل المادة (68) من الاجراءات التنفيذية لقواعد القيد الصادر بموجب قرار رئيس البورصة المصرية رقم (٢١٧) بتاريخ (3/١٠/2016) إذ أصبحت عملية بيع وشراء الشركة للأسهم الصادرة عنها مقيدة وتحكمها العديد من الضوابط، فنجد أنه على الشركة الراغبة في شراء جزء من الأسهم الصادرة عنها أن تفصح عن الكمية وحدود التنفيذ بملخص قرارات مجلس إدارة الشركة قبل بداية جلسة تداول اليوم التالي، وتلتزم الشركة الراغبة في التعامل على

⁽¹⁾ يقصد بالشفافية في بورصة الأوراق المالية، تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بتوفير المعلومات والبيانات الحقيقية غير المضللة عن نشاطاتها ووضعها تحت تصرف المساهمين والمستثمرين والجهات المشرفة والرقابية على بورصة الأوراق المالية ، بطريقة تتفق والمعايير المحاسبية المعترف بها دولياً ، وعدم حجب المعلومات عن تلك الجهات وتمكينهم من الاطلاع عليها ، عدا تلك التي يكون من شأنها المساس بمصالح الجهة المصدرة فيجوز الاحتفاظ بسريتها ، بالإضافة إلى حظر التعامل بالأوراق المالية بناء على معلومات داخلية ، سواء كانت لأغراض شخصية أو إفشائها للغير بأي شكل من الأشكال ، مقابل منفعة معينة أم بدونها، د. عصام حنفي محمود، المصدر السابق، ص 7 ، ولنظر في تفاصيل ذلك : د. احمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية (دراسة مقارنة) ، ط 1 ، جامعة الكويت ، لجنة التأليف والتعريب والنشر ، مجلس النشر العلمي ، الكويت ، ١٩٩٨ ، جمال عبد العزيز عثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص 119 وما بعدها



أسهمها تسليم إدارة الرقابة على التداول بالبورصة إخطار شراء أو بيع أسهم الخزينة متضمناً كافة التفاصيل والمستندات الموضحة بهذا الإخطار وفق النموذج المعتمد لدى البورصة في هذا الشأن، ومرفقا به محضر مجلس إدارتها المحدد به تفاصيل قرار التعامل وعلى الاخص نوع التعامل والكمية وحدود سعر التنفيذ، وذلك خلال يوم عمل على الاكثر من تاريخ صدور قرار مجلس الادارة .

ولقد ألزمت المادة (51) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الشركة التي ترغب في شراء جزء من أسهمها (أسهم الخزينة) بأن تخطر البورصة برغبتها، وفقا للنموذج المعد بالبورصة والمعتمد من الهيئة، وذلك قبل الموعد المقترح للتنفيذ بثلاثة أيام عمل على الاقل، ويجب أن يتضمن الإخطار على الاخص: مبررات تعامل الشركة على أسهمها، ونوع التعامل، وكمية الأسهم المطلوب التعامل عليها، والسعر المحدد لذلك، والمدة المحددة للتنفيذ، وشركة السمسرة (الوساطة) المنفذة، ومصدر تمويل عملية الشراء، والاثر المتوقع للتعامل على مؤشرات أداء الشركة، على أن يرفق به محضر اجتماع مجلس إدارة الشركة المحددة لذلك، وفي جميع الاحوال تلتزم الشركة بالإفصاح للبورصة عن نسبة ما تم بيعه أو شراؤه من أسهم الخزينة بنهاية كل يوم تداول يشهد تنفيذا على تلك الأسهم، وتقوم البورصة بنشر ذلك على شاشات التداول وعلى الموقع الالكتروني لها⁽¹⁾.

وأما في القانون الاردني وحسب المادة (7) والمادة (١١/هـ/ و) من تعليمات شراء أسهم الخزينة فقد ألزم الشركة المصدرة والتي ترغب ببيع وشراء الأسهم الصادرة عنها، أن تفصح وبشكل أسبوعي عن عدد الأسهم التي تم شراؤها أو بيعها، ومتوسط السعر الذي تم التنفيذ عليه، ونسبة الأسهم المتبقية المنوي شراؤها أو بيعها، وأسباب العدول عن التنفيذ أو عدم الاستمرار بشراء أو بيع أسهم الخزينة، وذلك بالإضافة إلى متطلبات الإفصاح المنصوص عليها في تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة 2004 .

(1) قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (11) لسنة (٢٠١٤) والمعدلة وفقا لقرار مجلس ادارة الهيئة رقم (١٣٨) بتاريخ (2016/11/27). وانظر ايضاً د. فادي توكل، الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013، ص 139 وما بعدها



ويجب على مجلس الإدارة الاعلان عن رغبة الشركة في شراء الأسهم الصادرة عنها في صحيفتين يوميتين محليتين على الاقل، ويجب أن يتضمن الاعلان - وفقاً لما ورد بنص المادة (5) من تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة ٢٠١٤ المعدلة- قرار الهيئة العامة للشركة، وموافقات الجهات الرقابية التي تخضع الشركة لرقابتها، وتاريخ البدء بعملية الشراء، على أنه يحظر على الشركة البدء بتنفيذ عملية الشراء قبل مرور (٧) أيام عمل من تاريخ آخر إعلان، واسم شركة الوساطة المالية التي سيتم التنفيذ من خلالها، على أن تقوم الشركة بنشر الاعلان خلال مدة (4) أيام عمل من تاريخ إبلاغها بالموافقة على طلبها .

ولقد نصت المادة (144) من قانون الشركات الاردني والمعدل بالقانون المؤقت رقم (35) لسنة (٢٠١٠) على أن: "يوجه مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة الدعوة إلى كل مساهم فيها لحضور اجتماع الهيئة العامة، ترسل بالبريد العادي قبل أربعة عشر يوماً على الاقل من التاريخ المقرر لعقد الاجتماع، ويجوز تسليم الدعوة باليد للمساهم مقابل التوقيع بالاستلام، ويرفق بالدعوة: جدول أعمال الهيئة العامة وتقرير مجلس إدارة الشركة وميزانيتها السنوية العامة وحساباتها الختامية وتقرير مدققي الحسابات والبيانات الايضاحية" .



المطلب الثاني

مصادر تمويل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وطرق تنفيذها

يمثل رأس مال الشركة، أهمية بالغة، سواء بالنسبة للدائنين أو بالنسبة للمساهمين، فبالنسبة للدائنين، ونظراً إلى تحديد مسؤولية المساهم في نطاق الشركات المساهمة، يعد رأس المال أحد العناصر التي تساهم في تحديد قيمة المشروع وفرص نجاحه، فهو يحدد مدى أهمية الائتمان الذي يمكن تقديمه إلى الشركة، كذلك فإن أهمية رأس المال بالنسبة للمساهمين، لا تقل عنها بالنسبة للدائنين، إذ يعد أحد العناصر التي قام على أساسها المساهمين بالانضمام إلى الشركة نتيجة لشعورهم بالاطمئنان إلى قدرتها المالية على تحقيق الغرض الذي أنشئت من أجله، ومن المحتمل أن تتغير أفكارهم إذا ما انخفض رأس مالها، لذلك كقاعدة عامة لا يجوز للشركة المصدرة ان تقوم بتمويل عملية شراء الأسهم الصادرة عنها بأموال مقتطعة من رأس مالها، بالمقابل هنالك عدة طرق وآليات تلجأ إليها الشركة المصدرة للأسهم لتنفيذ برنامجها في شراء بعض الأسهم الصادرة عنها من المساهمين . ولذلك سوف نتناول مصادر تمويل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة (الفرع الاول)، وطرق تنفيذ عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة (الفرع الثاني)



الفرع الاول

مصادر تمويل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

تتفق معظم التشريعات على مبدأ عام هو ضرورة عدم المساس برأس مال الشركة في تعاملاتها بشكل عام وفي موضوع شراء الأسهم الصادرة عنها بشكل خاص، مع ذلك فقد كان للتشريع الانجليزي للشركات سبق في إبراز بعض الاستثناءات التي يجوز فيها التجاوز عن المبدأ المشار إليه وإن أحاط هذه الاستثناءات بشروط إجرائية متعددة تحول من دون خرق مبدأ عدم المساس برأس المال على حساب مصلحة الشركة أو محابة لبعض المساهمين أو غيرهم أو للإضرار بدائني الشركة، وقد سار التشريع المصري والاردني على نهج المشرع الانجليزي . وسوف نقلي الضوء على مصادر تمويل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة من خلال الفقرتين :

أولاً: تمويل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة من الأرباح أو الاحتياطي أو من علاوات الاصدار

يمثل حجم ربحية الشركة باستمرار قوة الدفع الرئيسية لاستمرار ونمو الشركة أو بالعكس تراجعها وإخفاقها في تحقيق غرضها، فتراكم الأرباح يعني دعم الاحتياطيات بأنواعها قانونية كانت أم نظامية أم اختيارية، وهو ما يمثل دعامة إضافية قوية تعمل على طمأنة دائني الشركة على ضمانهم العام المتمثل في رأس المال، والذي يعد أساس الشركة به أحد المحظورات الرئيسية في أي قرار مالي تصدره الشركة؛ لما يترتب من اهتزاز لمبدأ ثبات رأس المال ولثقة ومصالح الدائنين في الشركة وتعاملاتها⁽¹⁾.

(¹) حسين فتحي، المصدر السابق، ص 111



ولقد اعترف اغلب الفقه (1) والقضاء (2) بمشروعية عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة متى تم تمويلها من الاحتياطي أو الأرباح، فيبقى رأس المال على حاله دون المساس به، فأى عملية يحظر إجراؤها بأموال مقتطعة من رأس المال تصبح صحيحة متى تم تمويلها من الأرباح أو الاحتياطي مهما كان الهدف من عملية الشراء، وسواء تمت العملية مباشرة أو بواسطة شخص آخر من الغير. وذلك على التفصيل الآتي:

1- الشراء من الأرباح :

الأرباح الصافية لقد عرفت المادة (40) من قانون الشركات المصري لسنة (1981) بأنها الأرباح الناتجة عن العمليات التي باشرتها الشركة وذلك بعد خصم جميع التكاليف اللازمة لتحقيق هذه الأرباح، وبعد حساب وتجنيب كافة الاستهلاكات والمخصصات التي تقضي الأصول المحاسبية بحسابها وتجنيبها قبل إجراء أي توزيع بأية صورة من الصور (3).

ويجوز للشركة كقاعدة أن تشتري الأسهم الصادرة عنها من الأرباح التي حققتها، إلا أنه يشترط في هذه الأرباح أن تكون حقيقية وأن لا تكون مخصصة لعملية أخرى، وقابلة للتصرف بها.

وعليه، فإن الشركة تستطيع ومن خلال أرباح السنة المنتهية أو الأرباح المرحلة شراء الأسهم الصادرة عنها، على أساس أن مصير هذه الأرباح هو توزيعها على المساهمين، بغض النظر عن الأرباح المرحلة، لأنه سواء اعتبرناها أرباحاً معلقة الاستخدام أو من قبيل الاحتياطيات، ففي كلتا الحالتين بإمكان الشركة شراء الأسهم

(1) P. 1934, Soc. (E), Rev. , Du Rachât de gré a gré de ses titres par une société, A. Bosvieux, 481 =

=، امل عبد الله الحمادي، النظام القانوني لبيع الأسهم في دولة الكويت، اطروحة قدمت الى مجلس كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 2018، ص32

(2) مشار الى الاحكام القضائية في

VEAUX-FOURNERIE (paulette) L'acqmsition de ses propres actions ou parts sociales par la société émettrice, thèse Rennes 1953. P. 86

(3) انظر المواد (711 / 712) من قانون الشركات الانجليزي بشأن تحديد الأرباح، والمادة (1/191) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري ووفق الفقرة الثانية من المادة ذاتها يجب إجراء الاستهلاكات وتجنيب المخصصات المشار إليها حتى في السنوات التي لا تحقق فيها الشركة أرباحاً أو تحقق أرباحاً كافية.



الصادرة عنها من خلالها، وتعد عملية الشراء صحيحة وليس فيها أي خرق لمبدأ ثبات رأس المال، وأيضاً تستطيع الشركة اللجوء إلى الأرباح المحققة خلال السنة المالية الجارية، وأن تقوم بعملية الشراء ما دامت أنها هذه الأرباح لم تخضع بعد إلى تخصيص، فهي أموال حرة مودعة في خزائن الشركة إذ يكون لها حرية التصرف فيها، بشرط أن يؤكد الحساب الختامي أنها أرباح حقيقية وأن الجزء المقطع منها لتكوين الاحتياطي القانوني لم يتأثر نتيجة هذا الشراء (1).

وبشكل عام حدد المشرع الانجليزي في الفقرة الثانية من المادة (692) من قانون الشركات درجة صلاحية الموارد المالية لتغطية عمليات الشراء وهي :

- الأرباح القابلة للتوزيع (2).

- علاوات إصدار الأسهم الجديدة .

وفي القانون الاردني، أوردت تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة (٢٠١٤) المعدلة نصاً واضحاً وصريحاً بهذا الصدد وهو نص المادة (4/ب)، إذ ورد فيها أنه يجب الا يزيد المبلغ الذي تخصصه الشركة المساهمة العامة لشراء أسهم الخزينة عن مجموع كل من الأرباح المدورة والاحتياطيات الاختيارية للشركة.

ويتضح من المادة (4/ب) أن الاموال التي تستخدمها الشركة المساهمة العامة في شراء أسهم الخزينة هي: الأرباح المدورة، (3) والاحتياطي الاختياري، والاحتياطي الخاص في الشركة، وهذا يعني أنه لا يجوز لهذه الشركة أن تستخدم جزءاً من رأس مال الشركة أو الاحتياطي الاجباري لتمويل عملية الشراء، ولم يرد نص بهذا الخصوص سواء في القانون المصري أو العراقي .

(١) VEAUX-FOURNERIE, OP.Cit. P 100

(2) يقصد بها الأرباح المتاحة بالمعنى المقصود في الجزء 23 من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)
(3) ويقصد بالأرباح المدورة: تلك الأرباح التي تقرر الهيئة العامة في الشركة المساهمة العامة عدم توزيعها في نهاية السنة المالية، في حالة ما إذا كانت تلك الأرباح التي حققتها في تلك السنة المالية قليلة؛ حيث تقوم بإضافتها إلى أرباح السنة المقبلة، أو في حالة تحقيق الشركة أرباحاً كبيرة؛ حيث تمتنع عن توزيعها وتقوم بتدويرها لكي توزع في السنوات القادمة. د. فوزي محمد سامي، المصدر السابق، ص 519



2- الشراء من الاحتياطي :

أن الاحتياطي الذي تقتطعه الشركة المساهمة العامة يتم خصمه من الأرباح الصافية، وذلك أن الحكمة تقتضي عدم توزيع كافة الأرباح الصافية على المساهمين، بل أن تحتفظ الشركة بهذا الاحتياطي، من أجل مواجهة أية خسارة قد تلحق بالشركة في المستقبل، ولتقوية مركزها المالي، ولكي تضمن الحد الأدنى من الأرباح السنوية للمساهمين. والاحتياطي أنواع، فهو إما احتياطي نظامي أو قانوني أو احتياطي اختياري، وعلى ضوء نوع الاحتياطي تتوقف صحة عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، على النحو الآتي:

أ- الاحتياطي النظامي :

هو الاحتياطي الذي ينص نظام الشركة على تكوينه⁽¹⁾، ولا يجوز كقاعدة عامة التصرف فيها أو الانتقاص منها إلا بتعديل النظام نفسه، كذلك متى ما حدد النظام الأغراض التي يخصص لها فلا يجوز تغييرها إلا بتعديل نظام الشركة، وبناء على ذلك فإن الشركة تستطيع تمويل عملية شراء الأسهم الصادرة عنها من خلال الاحتياطي النظامي متى نص النظام الأساسي على أن يستخدم الاحتياطي النظامي لهذا الغرض أساساً⁽²⁾، وإذا لم يكن الاحتياطي النظامي مخصصاً لأغراض معينة منصوص عليها في نظام الشركة، جاز للجمعية العامة العادية بناء على اقتراح مجلس الإدارة أن تقرر استخدامه فيما يعود بالنفع على الشركة أو على المساهمين⁽³⁾، ويسمى "الاحتياطي النظامي" لأن نظام الشركة هو الذي يقضي به على خلاف الاحتياطي القانوني الذي يقره القانون .

ب- الاحتياطي الاختياري :

وهو الاحتياطي الذي تقرر الهيئة العامة العادية للشركة تكوينه باقتطاع نسبة معينة من الأرباح في سنة معينة دون إلزام من القانون أو النظام، ولذلك يطلق عليه "الاحتياطي الحر"، ومن ثم يكون للشركة مطلق

(¹) حيث تنص المادة (40) من قانون الشركات المصري على : يجوز أن ينص في نظام الشركة على تجنيب نسبة معينة من الأرباح الصافية لتكوين احتياطي نظامي .

(²) Moulin, Le rachat par une societe de ses propres titres,these paris 193. No. 49

(³) المادة (40) من قانون الشركات المصري



الحرية في التصرف في هذا الاحتياطي، فيجوز لها استخدامه في شراء الأسهم الصادرة عنها أو توزيعه في صورة أرباح على المساهمين متى زالت الحاجة إليه، وليس لدائني الشركة التضرر من ذلك (1).

ت-الاحتياطي القانوني :

الاحتياطي القانوني هو الاحتياطي الذي يفرضه القانون، فيشترط خصم نسبة معينة من الأرباح سنويا لتكوينه(2)، ويرى جانب من الفقه (3) أن لا يمكن للشركة استخدام هذه الاحتياطي في عمليات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، ذلك لأن الهدف من تكوين هذا الاحتياطي هو حماية الدائنين بزيادة الضمان الذي يمثله رأس المال، فالأموال المكونة لهذا الاحتياطي غرضها المحافظة على مبدأ ثبات رأس المال وإعادة تكوينه إذا لحقه نقص في إحدى السنوات (4)، ويذهب رأي آخر إلى العكس من ذلك إذ يجيز استخدام الاحتياطي القانوني في عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، استنادا إلى أن الغرض المقصود من تكوين هذا الاحتياطي هو تحقيق مصلحة كل من الدائنين والمساهمين (5). ولقد رفض رأي ثالث (6) التعويل على الغرض من تكوين الاحتياطي القانوني، وأخذ بمعيار قابلية أو عدم قابلية هذه الاموال للتوزيع على المساهمين، فكل ما لا يقبل التوزيع على المساهمين لا يمكن للشركة استخدامه في عملية شراء الأسهم الصادرة عنها، والاحتياطي القانوني

(1) د. وجدي شفيق، المصدر السابق، ص 393

(2) الفقرة الثانية من المادة (40) من قانون الشركات المصري تنص على " ويجنب مجلس الادارة من صافي الأرباح المشار إليها في الفقرة السابقة جزءا من عشرين على الأقل لتكوين احتياطي قانوني، ويجوز للجمعية العامة وقف تجنيب هذا الاحتياطي. إذا بلغ ما يساوي نصف رأس المال. ويجوز استخدام الاحتياطي القانوني في تغطية خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال. تقابلها المادة (73) من قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة (1997) حيث تنص على " يوزع الربح الصافي للشركة بعد استيفاء جميع الاستقطاعات القانونية على الوجه الآتي :

أولا - 5% خمس من المئة في الأقل كاحتياطي الزامي حتى يبلغ 50% خمسين من المئة من راس المال المدفوع، ويجوز بقرار من الهيئة العامة الاستمرار في الاستقطاع لحساب الاحتياطي الالزامي بما لا يتجاوز (100%) مئة من المئة من راس المال المدفوع .

ثانيا - يوزع الباقي من الربح او جزء منه على الاعضاء حسب اسهمهم او حصصهم حسب الاحوال

(3) LAGARDE (Gaston). sociétés groupements d, interét économique entreprises -publique, Dalloz, 1980. NO. 17, Moulin, OP.Cit. P. 51

(4) د . عبد الحميد الشواربي، المصدر السابق، ص 601

(5) مشار إليه في د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 32

(6) VEAUX-FOURNERIE, OP.Cit. P. 101



يأخذ حكم رأس المال ولا يمكن توزيعه على المساهمين، لذلك لا يجوز للشركة استخدامه في عملية شراء الأسهم الصادرة عنها، إلا إذا كان القصد هو تخفيض رأس المال، ويتضح ذلك بشكل مباشر من نص المادة (4/ب) من تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة (٢٠١٤) المعدلة، الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية والتي تمنع استخدام الاحتياطي الاجباري (القانوني) في تمويل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، إلا في حالة تخفيض رأس مال الشركة إذ تنص على " أن لا يزيد المبلغ المخصص لشراء الشركة لأسهمها عن الأرباح المدورة المتحققة والاحتياطات الأخرى عدا الاحتياطي الاجباري ... " (1)

3- الشراء من علاوات الاصدار :

يقصد بعلاوة الاصدار: المبلغ الذي تطلبه الشركة المساهمة زيادة على القيمة الاسمية للسهم عند زيادة رأس المال؛ أي الفرق بين القيمة الاسمية للسهم الجديد وقيمة إصداره، وبذلك تختلف علاوة الاصدار عما يطلق عليه "مصاريف الاصدار"⁽²⁾. وتضاف قيمة علاوة الاصدار إلى الاحتياطي القانوني للشركة حتى يبلغ ما يساوي نصف قيمة رأس المال المصدر، أما ما يزيد على ذلك من مبالغ العلاوة فيتكون منها احتياطي خاص، وللجمعية العامة بناء على اقتراح مجلس الإدارة أن تقرر في شأنه ما تراه مناسباً للشركة، على أن لا يتضمن ذلك توزيعه بصفه ربح⁽³⁾.

ليس هناك اجماع في الرأي حول طبيعة علاوات الاصدار، وبالتالي ما إذا كان يجوز استخدامها في عمليات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة من عدمه، وقد ذهب رأي إلى أن الهدف من علاوات الاصدار هو تحقيق المساواة بين الأسهم القديمة وتلك الجديدة التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس مالها، وهذا ما ذهبت

(1) ولم نجد نص صريح مماثل لهذا في كل من القانون الانجليزي والمصري

(2) اما مصاريف الاصدار فيقصد بها: هي النفقات التي تتكبدها الشركة عندما تصدر أسهم إلى السوق. وتشمل التكاليف النموذجية المرتبطة بإصدار الأسهم رسوم المحامين والمحاسبين، فضلاً عن الاكتتاب.

انظر مقال بعنوان " تكاليف اصدار الأسهم" منشور على الموقع التالي، تاريخ الزيارة 2022 /6/4 / الساعة العاشرة صباحاً

<https://www.meemapps.com/term/costs-of-issuing-stock>

(3) المادة (94) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري



اليه محكمة النقض الفرنسية⁽¹⁾، فهي تعد حصة إضافية واجبة الاداء، تخضع لنظام القانوني نفسه الذي يخضع له رأس مال الشركة، مما يعني أنه لا يجوز للشركة استخدام هذه العلاوات في شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة .

وعلى العكس، يذهب غالبية الفقه⁽²⁾ إلى أن علاوات الاصدار ذات طبيعة خاصة، فلها خصائص كل من الارباح وحصص الشركاء في الوقت نفسه، ومن ثم لا يكون هناك ثمة شك في أنه يجوز استخدامها في عمليات شراء الأسهم، وهم يستندون في ذلك إلى أن علاوات الاصدار في حقيقة الامر عبارة عن مبالغ إضافية مكملة لحصص الشركاء يتعين عليهم أدائها، الا أنها لا تندمج في رأس مال الشركة الذي يشكل مع الاحتياطي القانوني الضمان العام للدائنين، ولا يجوز أنقصه كقاعدة، فان العلاوات تعد ربحاً خاصاً بالنسبة للشركة إذ يكون لها حرية التصرف فيه الا إذا نص نظام الشركة على تخصيص مغاير له.

واجاز المشرع الانجليزي للشركة تمويل عملية شراء الأسهم الصادرة عنها من عوائد الاصدار الجديد، شرط أن تكون هذه العوائد مخصصة بالأساس لتمويل عملية الشراء⁽³⁾. ولم نجد في التشريع المصري والاردني ما يشير إلى ذلك .

ثانياً: تمويل عملية الشراء من راس مال الشركة المصدرة

إذا كانت المواد من (692 إلى 708) من قانون الشركات الانجليزي قد تكفلت بالنص بشكل عام على أحكام عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، فقد رصد المشرع المواد من (709 إلى 723) لإضافة أحكام أخرى بالنسبة للشركات الخاصة - على وجه التحديد ودون إخلال بالاطار العام السابق - في شأن

(¹) Cass. Raq. 3 Avril 1946, s. 1947, P, 89, Note, R. PLAISANT

(²) LAGARDE, OP.Cit. No. 17 ,VEAUX-FOURNERIE, OP.Cit. P. 103

(³) المادة (2/692) من قانون الشركات الانجليزي، وانظر ايضاً

Catherine Ramsay. Company buyback of shares .

مقال منشور على الموقع التالي، وقت الزيارة 2022/4/21/س الثانية ظهراً.

<https://www.gannons.co.uk/insolvency-restructuring/share-buyback>



الموارد المتاحة لتغطية مصاريف شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها، في نطاق أرحب من نطاق عوائد إصدار أسهم جديدة والارباح القابلة للتوزيع إذا ثبت عدم كفاية تلك الموارد للوفاء بثمن شراء الأسهم .

إننا نلقي الضوء في هذا الموضوع على خروج حقيقي للمشرع على أحد المقدرات - إن صح التعبير - في القانون الانجليزي وهو الالتزام بعدم المساس برأس المال، فعندما تقوم شركة بشراء الأسهم الصادرة عنها، فإنها عادة ما تمول الصفقة من الارباح القابلة للتوزيع أو من عائدات إصدار جديد من الأسهم ، ولكن المشرع الانجليزي اجاز للشركة الخاصة وحدها أن تقوم بتمويل هذه العمليات من رأس المال وهو ما يُطلق عليه " الوفاء المسموح به من رأس المال " الا انه لا يجوز المساس برأس المال الا بعد استخدام الارباح المتاحة للتوزيع (1) .

بالمقابل اشترط المشرع الانجليزي على الشركة التي تسعى لاستخدام رأس المال في عملية شراء الأسهم الصادرة عنها عدداً من الشروط الاجرائية على النحو الاتي(2):

1- يجب على اعضاء مجلس الشركة تقديم بيان أو تصريح حول الملاءة المالية، بعد إجراء تحقيق كامل في شؤون الشركة وأفاقها، يكون اعضاء المجلس قد توصلوا إلى رأي مفاده أنه بعد إجراء الدفع، قدرة الشركة الحالة على دفع ديونها، ولن يكون هناك ما يثبت أن الشركة غير قادرة أو عاجزة عن سداد ديونها، وقدرتها ايضاً على دفع ديونها في السنة التالية، وستكون الشركة قادرة على الاستمرار في العمل كمنشأة عاملة (3)، وبموجب المادة (715) من قانون الشركات الانجليزي يكون اعضاء مجلس الشركة مسؤولين عن كل تقصير في حالة لم تكن هنالك اسباب معقولة يستند اليها بيان الملاءة المالية .

(1) المادة (710) من قانون الشركات الانجليزي ، انظر ايضا المقال المشار اليه سابقا Can a company buy its own "share

(2) المادة (713) من قانون الشركات الانجليزي

(3) المادة (714) من قانون الشركات الانجليزي. وانظر ايضاً د. عاشور عبد الجواد، الشركات التجارية الاحكام العامة للشركة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013، ص 589



2- يجب أن يكون مرفقاً بالبيان تقريراً من مدققي الحسابات يؤكد فيه بأنهم استفسروا عن حالة الشركة، وان قد تم التحقق من أنه بيان الملاءة المالية كان معقولاً ومناسباً، وان هنالك ضرورة للمساس برأس المال (1).

3- صدور قرار خاص يتضمن موافقة الشركة المصدرة على السداد من رأس المال، ويجب ان يصدر هذا القرار في غضون الاسبوع التالي من تاريخ بيان الملاءة المالية (2)، ويشترط لصدور القرار الا يصوت عليه المساهم البائع (أو المساهمون البائعون) سواء بالموافقة أو بالرفض إذا كان صوت ذلك البائع (أو البائعين) سيؤثر على نتيجة القرار بشكل حاسم، بمعنى أنه لو تعادلت أصوات الراضين للسداد مع أصوات الموافقين عليه وأصبح صوت المساهم البائع (المساهمين البائعين) مرجحاً لصدور القرار بالموافقة أو بالرفض، وصدور القرار بناء على ذلك اعتبر قراراً باطلاً (3).

4- يجب على الشركة خلال اسبوع من تاريخ صدور القرار الخاصة بالموافقة على السداد من راس المال أن تقوم بنشر اشعار أو اخطار في الجريدة الرسمية، وايضا الاعلان عن السداد اما في إحدى الصحف الوطنية المناسبة (4) أو عن طريق الكتابة إلى كل دائني للشركة، وطبقاً للمادة (719) يجب أن يتضمن هذا الاخطار :

- أن الشركة قد صادقت أو وافقت على عملية السداد من رأس المال لشراء الأسهم الصادرة عنها .
- يحدد مقدار رأس المال المصرح به و تاريخ صدور القرار .
- يوضح متى يكون بيان اعضاء مجلس الادارة وتقرير مدققي الحسابات متاحاً لأجراء المعاينة والفحص

عليهما

(1) المادة (6 / 714) من قانون الشركات الانجليزي، ونشير هنا بأنه تقرير مدققي الحسابات هذا غير مطلوب عندما يكون الشراء جزءاً من مخطط مشاركة الموظفين بموجب لوائح (2013) المعدلة لقانون الشركات الانجليزي لسنة (2006).

(2) المادة (716) من قانون الشركات الانجليزي

(3) المادة (717) من قانون الشركات الانجليزي

(4) حسب المادة (3 / 719) لفظ " صحيفة وطنية مناسبة أو ملائمة" يعني صحيفة يتم تداولها أو توزيعها في جميع أنحاء المملكة المتحدة التي سجلت فيها الشركة .



- النص على أنه امكانية لجوء الدائنين للقضاء خلال خمسة اسابيع من تاريخ صدور القرار الخاص لإلغائه أن أرادوا ذلك

5- يجب أن يكون بيان اعضاء مجلس الادارة وتقرير مراقب الحاسبات متاحين لمناقشة بياناتهم في اجتماع المساهمين أو اجتماع الدائنين في مكتب التسجيل خلال الخمسة اسابيع المشار اليها وقيدهما في مكتب امين التسجيل منذ تاريخ النشر في الجريدة الرسمية و الصحف الوطنية⁽¹⁾.

6- الدفع الفعلي من رأس المال لا يتم الا بعد خمسة إلى سبعة أسابيع من تاريخ القرار الخاص⁽²⁾.

اعتراض المساهمين أو الدائنين على عملية السداد من رأس المال

عندما تصدر الشركة قراراً خاصاً بالموافقة على السداد من رأس المال نظير شراء الأسهم الصادرة عنها، فإنه لكل مساهم كذلك لأي دائن أن يقدموا طلباً للمحكمة لإلغاء هذا القرار خلال خمسة اسابيع تبدأ من تاريخ صدوره، وتتمتع المحكمة بصلاحيات واسعة لتأكيد أو إلغاء القرار وفقاً للشروط والاحكام التي تراها مناسبة، اما اذا لم يرفض أي مساهم صدور هذا القرار أو لم يعارض أي دائن أو لم تؤيد المحكمة هذه المعارضة فإنه يكون للشركة أن تستخدم رأس مالها في الشراء من دون عائق⁽³⁾.

وفي ما يتعلق بموقف المشرع المصري من جواز استخدام الشركة المصدرة لرأس مالها في عملية السداد مقابل شراء أسهمها، فنجد في جميع حالات الشراء بقصد إلغاء الأسهم المشتراة - كما رأينا سابقاً⁽⁴⁾ - أنه يجب على الشركة أن تقوم بإلغاء الأسهم المشتراة وتخفيض رأس مالها تبعاً لذلك، ومادامت نتيجة عملية الشراء هي تخفيض رأس المال، سواء بصورة اختيارية (كما في حالة تخفيض رأس المال لسبب آخر غير الخسائر) أم بصورة إجبارية (كما في حالة رفض الموافقة على المتنازل إليه) ، فليس هناك ما يمنع الشركة من تمويل

(1) المادة (720) من قانون الشركات الانجليزي

(2) المقال المشار اليه سابقاً "Can a company buy its own share" منشور على الموقع التالي

<https://www.companylawclub.co.uk/can-a-company-buy-its-own-shares>

(3) المادة (721) من قانون الشركات الانجليزي

(4) انظر ص 68 من هذه الرسالة



عملية الشراء بأموال مقتطعة من رأس مالها⁽¹⁾، مع اعطاء الدائنين الذين نشأت حقوقهم قبل التخفيض حق الاعتراض عليه⁽²⁾.

أما في القانون الاردني فيتضح أن تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة ٢٠١٤ المعدلة أجازت استخدام رأس مال الشركة المساهمة العامة في تمويل عملية شراء الأسهم الصادرة عنها في حالة واحدة، وهي إذا ما رغبت الشركة في تخفيض رأس مالها، إذ يستخدم المبلغ المخفض من رأس مال الشركة في تمويل عملية شراء هذه الأسهم، والدليل على ذلك أن المادة (15)⁽³⁾ من تعليمات الشراء لم تقيد الشركة بإعمال تلك التعليمات عند تخفيض رأس مالها، وبالتالي يجوز مخالفة ما ورد بنص المادة (4)⁽⁴⁾ منها إذ يتم استخدام رأس المال في عمليات التمويل وليس فقط الاحتياطي أو الأرباح .

ولكن هناك قيودا يرد على عملية تمويل شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة من رأس مال الشركة، وهو وجوب الا يقل الجزء المتبقي من رأس مال الشركة عن الحد الأدنى اللازم المتطلب لتأسيس هذه الشركة الذي ورد بنص المادة (95) من قانون الشركات الاردني رقم (22) لسنة 1997 ، وهذا القيد يتضح من استقراء نص المادة (114 ج) من هذا القانون التي تنص على أنه: "لا يجوز تخفيض رأسمال الشركة المساهمة العامة في إي حالة من الحالات إلى أقل من الحد الأدنى المقرر بمقتضى المادة (95) من هذا القانون

(1) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 188

(2) راجع ما سبقه بحثه، اعتراض الدائنين على قرار تخفيض رأس المال، ص 70 من هذه الرسالة

(3) حيث نصت المادة (١٥) من التعليمات الخاصة بشراء أسهم الخزينة لسنة ٢٠١٤ المعدلة والصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية على أن: " تستثنى الشركات التي ترغب بشراء الأسهم الصادرة عنها من خلال السوق لغايات تخفيض رأس المال من =الشروط الواردة في هذه التعليمات، وينطبق عليها الأحكام التنظيمية لعملية شراء الشركة لأسهمها الصادرة عنها (أسهم الخزينة) لغايات تخفيض رأس مالها الصادرة عن المجلس بموجب قراره رقم (45/٢٠١١) بتاريخ 2011/2/2 "

(4) حيث تشترط المادة (4) من التعليمات أن يتم تمويل عملية الشراء من الأرباح والاحتياطات الأخرى عدا الاحتياطي الاجباري



الفرع الثاني

طرق تنفيذ عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

المراد بطرق الشراء: هي الطرق النظامية التي تسلكها الشركة المصدرة لشراء أسهمها.

وسأعرض في هذا الفرع طرق شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، والطرق التي سأتكلم عنها هي

الطرق التي لا يكاد يخرج عنها أي تداول للأسهم، سواء كان العمل مستمراً بها أم لا .

أولاً : الشراء من سوق الأوراق المالية (البورصة⁽¹⁾)

يتم تداول الأسهم بيعاً وشراءً بين المساهمين من خلال الأسواق المالية⁽²⁾، وهذه الأسواق على نوعين :

- السوق الاولية

- السوق الثانوية

السوق الاولية :

يقصد بالسوق الاولية أو سوق الاصدار، السوق التي تباع فيها الاصدارات الجديدة للأوراق المالية⁽³⁾،

فهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية الجديدة الصادرة لأول مرة من طرف الهيئات والشركات التي

(¹) كلمة (بورصة) كلمة غير عربية ويرجع أصل هذه الكلمة إلى اسم أحد كبار التجار الأغنياء في مدينة بروج (Bruges) البلجيكية، وكان يدعى فان در بورس (vanderburse) حيث كان التجار القادمين من البلدان المختلفة يعقدون اجتماعاتهم عنده، ولذلك أطلق لفظ البورصة نسبة إليه، بورصة الأوراق المالية يطلق عليها (stock exchange) ويرجع كلمة بورصة (Bourse) إلى القرن السادس عشر حيث استخدمها لأول مرة الأمر الملك الفرنسي Ledit الصادر من هنري الثامن في يوليو سنة 1549، والذي أنشأ بورصة تولوز Boursede toulouse وقد أشار التقنين التجاري الفرنسي إلى البورصات في المادة 71 منه. أنظر د.

محمد كامل أمين حسن، شرح قانون التجارة المختلط، بدون دار نشر، 1928، ص 171

(²) يعرف البعض سوق الاوراق المالية: بأنها سوق مالية منظمة قانوناً، تتعقد في مكان معين، في مواعيد دورية يتداول فيها الأوراق المالية علناً عن طريق وسطاء رسميين بالأوراق ويخضع لرقابة السلطات العامة المختصة في الدولة . انظر د. عمر ناطق

يحيى، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، دار النهضة العربية، 2011، ص 24

(³) د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق دراسة واقعية

للأزمة المالية العالمية، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009، ص 21



تصدرها⁽¹⁾ ويكتتب فيها الافراد والمؤسسات، وتنشئ داخل هذه الأسواق علاقة مباشرة بين المصدرين والمستثمرين، أي تكون علاقة البيع والشراء بين المستثمرين والمصدرين مباشرة ، وهذا يعني أن الأوراق المتداولة في هذه الأسواق هي أوراق جديدة، ومحلها استثمارات جديدة(مشاريع تحت التأسيس) ⁽²⁾.

السوق الثانوية :

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها والاكتتاب فيها في (السوق الاولية)، من قبل حاملها وبين مستثمرين آخرين بالبيع أو بالشراء بمعنى آخر أن هذه الأوراق متداولة اصلا ومحلها استثمار قائم من قبل وليس استثمار جديد⁽³⁾ فالسوق الثانوية يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المستثمرين أنفسهم، وليس بين المستثمرين والشركات والهيئات المصدرة لهذه الأوراق، ومن الملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع هذه الأوراق لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها، لأنه ليس هناك علاقة مباشرة بين المصدر والمكتتب فيها، بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق، فحاملي هذه الأوراق هم الذين يحصلون على ناتج عملية البيع، ويتحملون الخسارة والمكسب وفقاً لقيمتها السوقية ⁽⁴⁾.

والسوق الثانوية ⁽⁵⁾ قد تكون رسمية كما قد تكون غير رسمية، فإذا كانت سوقا رسمية أطلق عليها لفظ البورصة أو السوق المنظمة وإذا كانت غير رسمية فهي السوق الموازية أو غير الرسمية⁽⁶⁾.

(1) د. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، ط1، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة 1995، ص 22، استاذنا د. عمر ناطق، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، المصدر السابق، ص 68
(2) د. حسن النجفي، سوق الاوراق المالية (البورصة)، اصدارت مصرف بغداد، مكتبة النجفي، 1992، ص22
(3) د. ايهاب الدسوقي، النقود والبنوك والبورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008، ص 143
(4) عماد الدين محمد المزيني، سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وأفاقها، رسالة ماجستير مقدمة الى معهد البحوث والدراسات العربية، قسم الدراسات الاقتصادية، 2002، ص 8
(5) وتعرف التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية لسنة (2015) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية العراقية السوق الثاني: هو ذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله التداول بأوراق مالية تحكمها شروط ادراج وتعليمات تداول خاصة بها. وورد نفس التعريف في تعليمات السوق الثاني رقم(15) لسنة (2011) الصادرة عن هيئة الاوراق المالية العراقية ايضا "
(6) د. منير ابراهيم هندي، اساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ، 1999، ص 67،



- السوق المنظمة : ويقصد بها الأسواق التي تحكمها قوانين وانظمة موضوعة من الجهات الرقابية وقد يطلق عليها احيانا الأسواق الرسمية كما ان الأوراق المالية المتداولة فيها تكون مسجلة وتحدد اسعارها من خلال مزاد وتكون محصورة بمكان محدد،⁽¹⁾ ، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الاشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات، ومثالها بورصة نيويورك، لندن، طوكيو، القاهرة، عمان، سوق العراق للأوراق المالية⁽²⁾. وتعرف التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية الصادرة عن هيئة الأوراق المالية العراقية السوق النظامي: بأنه السوق الذي يتم من خلاله التعامل الأوراق المالية المصدرة وفقا لأحكام القوانين والانظمة والتعليمات⁽³⁾.

- السوق غير المنظمة : وقد يطلق عليها احيانا بالأسواق الموازية فهي اسواق يحكمها عرف التجار وتحدد اسعارها عن طريق قانون العرض والطلب أما عن الأوراق المالية المتداولة فيها فتكون غير مسجلة بالبورصة فهي تخص الشركات التي لا تستطيع الوفاء بمتطلبات وشروط القيد في السوق الرسمية .⁽⁴⁾ ولا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها شبكة اتصالات تجمع ما بين السماسرة والتجار

⁽¹⁾ د. علي فوزي ابراهيم الموسوي، النظام القانون لإدارة محفظة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، (2008)، ص 93، د. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار مؤسسة رسلان للنشر والطباعة، دمشق، (2009)، ص 73،
⁽²⁾ حيث نص المشرع العراقي في المادة (4) من القسم الثاني من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم 74 لسنة (2004) على أنه "لا يحق العمل لأي سوق أوراق مالية أو أي سوق سندات منظم آخر بدون إجازة من الهيئة..."
⁽³⁾ ونفس التعريف ورد في تعليمات السوق الثاني رقم(15) لسنة (2011) الصادرة عن هيئة الاوراق المالية العراقية، بالإضافة الى انه هذه التعليمات بينت حالات نزول الشركة من السوق النظامي الى السوق الثانوي حيث نصت :
أ- تنزل الشركة من السوق النظامي الى السوق الثاني في احدى الحالات التالية :
اولا - أخفاق الشركة في تنفيذ شرط من شروط الاستمرار في الأدرج في السوق النظامي (تعليمات رقم 6 المحدثه لسنة ٢٠١٠) وبقرار من مجلس المحافظين مصادق عليه من قبل مجلس الهيئة .
ثانيا- انخفاض . العقود المنفذة على أسهم الشركة عن (٢٥) عقد سنويا او انخفاض حجم التداول عن 1% من رأس مال الشركة او انخفاض عدد ايام تداولها عن (٢٥) يوم خلال السنة
ب- تنزل الشركة من السوق النظامي الى السوق الثاني بقرار مجلس المحافظين بعد رفع توصية من المدير المفوض للسوق وبمصادقة الهيئة.

بالمقابل بينت الفقرة الخامسة من نفس التعليمات أن الصعود من السوق الثاني إلى السوق النظامي بطلب من مجلس ادارة الشركة في حالة توفر شروط الأدرج الواردة في التعليمات الصادرة عن هيئة الاوراق المالية المطبقة على الشركات المدرجة في السوق النظامي (تعليمات رقم (6) المحدثه لسنة ٢٠١٠) مع مراعاة شروط والية التداول في السوق النظامي وعندما تتحقق مؤشرات تداول تتناسب مع مؤشرات تداول شركات السوق النظامي .

⁽⁴⁾ عمر مصطفى جبر اسماعيل، سندات المقارضة واحكامها، ط1، عمان، دار النفائس، 2006، ص 28



والمستثمرين المنتشرين داخل الدولة، وقد يتخصص كل من هؤلاء المتعاملين في نوع معين، أو أنواع معينة من الأوراق المالية يقتصر نشاطه عليها، وقد يقوم هؤلاء المتعاملون بعمليات البيع والشراء مع متعاملين آخرين، أو مع وسطاء أو مع الجمهور (1) .

ويطلق على هذه الأسواق بالسوق الموازية (2)، أو المعاملات على المنضدة، وترجع حقيقة هذه التسمية تاريخياً إلى حقيقة أن البنوك كانت تتولى دور الوسيط الأساسي في عمليات التداول التي كانت تتم فعلاً على منضدة مخصصة لها. وقد تم الاحتفاظ بهذه التسمية حتى الان للعمليات التي تتم عن طريق وسيط أو تاجر. ويلاحظ أن غالبية السندات، أو أسهم لشراء ما الشركات الصغيرة تتم بهذا الاسلوب (3).

وتستخدم الشركة المصدرة اسلوب الشراء من سوق الأوراق المالية ، عند الرغبة بشراء كميات قليلة نسبياً من الأسهم، وعندها تقوم الشركة المصدرة بعملية الشراء كأبي مستثمر في السوق عن طريق السماسرة، ويتم الشراء بالسعر السائد في السوق وقت الشراء (4)، ويمكن لعملية شراء الأسهم من خلال السوق المفتوح أن تمتد شهوراً أو حتى سنوات، لذلك يعاب على هذا الاسلوب أنه يتطلب مدة زمنية طويلة لتجميع الأسهم المطلوبة، وتعد عملية

(1) استاذنا د. عمر ناطق، الآلية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، المصدر السابق، ص 72، د. سمير عبد الحميد رضوان، المصدر السابق، ص 23
(2) ونشير بهذا الصدد الى ان المادة (8/أولاً) من قانون سوق بغداد للأوراق المالية رقم (24) لسنة (1991) (الملغي) قد اشار ضمنا الى السوق الموازي في العراق أذ منعت من التداول في سوق بغداد انواعا معينة من الأسهم، ولكنها يمكن تداولها عن طريق حضور البائع والمشتري الى مجلس عقد في الشركة. وعلى وفق ما اشارت اليه المادة(66) من قانون الشركات العراقي رقم 21 لسنة (1997) ومن هذه الاسهم الممنوعة من التداول في سوق بغداد للأوراق المالية هي:

1- اسهم الشركات المساهمة التي يقل رأسمالها المدفوع عن(500) الف دينار لان المعروض من هذه الاسهم يكون قليلاً مما يسهل مهمة المتلاعبين بالأسعار للتحكم بها صعوداً أو نزولاً.

2- أسهم الشركات المساهمة التي تزيد رأسمالها عن(500) الف دينار ولم تمض على تأسيسها فترة سنة ولم تصدر حساباتها الختامية لسنة مالية كاملة مدققة حسب الاصول.

3- اسهم الشركات المستنتاة من الانتماء لسوق بغداد أو بناء على قرار مجلس ادارة السوق

4- أسهم الشركات المحدودة. انظر د. علي فوزي ابراهيم، المصدر السابق، ص 93

(3) د. محمد صالح الحناوي و. د. نهال فريد مصطفى و. د. جلال إبراهيم العبد أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، 2004، ص 44

(4) مقال باللغة الانكليزية بعنوان " Are share buybacks good or bad – An Analysis " ، منشور على الموقع التالي،

تاريخ الزيارة 2022 /5/13، س الرابعة عصرأ <http://www.topcafirms.com>



الشرء في هذه الحالة، عملية سليمة إذ يكون للمساهمين حرية بيع أسهمهم حسب رغبتهم ووفقاً لما يتفق مع مصالحهم (1).

ثانياً : الشرء من خارج السوق (الشرء بالممارسة)

يتم الشرء من خارج السوق أو ما يسمى " بالشرء بالممارسة " بناء على قيام الشركة المصدرة بالتفاوض والاتفاق مع مساهم أو اكثر لشرء كمية من الأسهم وبسعر مناسب، ويعد الشرء بهذه الطريقة كقاعدة غير سليم، ولا يجوز اجازته، تأسيساً على أنه لا يعطي كافة المساهمين الفرصة للاشتراك في العملية، ومن ثم فهو لا يكفل المساواة فيما بينهم، وذلك الا اذا كان منصوصاً عليه في نظام الشركة (2)، وقد ذهب البعض إلى أنه يجوز اعتبار الشرء بالممارسة صحيحاً متى صاحبه إجراءات كافية للنشر والاعلان عن العملية إذ يكفل لجميع المساهمين فرصة الاشتراك في عملية الشرء متى قدروا أن مصالحتهم تقتضى ذلك، وما لم تتم العملية على وجه السرعة، فإذا تمت عملية الشرء في ظل الظروف السابقة ، فلا شك في صحتها ، إذ تستطيع الشركات استخدامها ، في حالة ما إذا كانت أسهمها غير مقيدة في البورصة، على أنه يفضل دائماً الشرء في البورصة متى كانت الأسهم مقيدة فيها (3).

ثالثاً : الشرء عن طريق المزاد العلني

تحتل هذه الطريقة مركزاً وسطاً بين الشرء في البورصة والشرء بالممارسة مباشرة بين الشركة والمساهم البائع، كما أن الطريقة التي يتحدد بها ثمن الأسهم المشتراه، تستبعد فيما يبدو أي نوع من التحكم، وبالتالي يجوز اعتبارها مشروعة وجائزة، على أن هذه الطريقة وياً كانت المزاي المشروعة (4) التي تستهدفها الشركة من ورائها،

(1) احمد فاروق السعيد، قياس أثر برنامج اعادة شراء الشركات لأسهمها على قيمة المنشأة، بحث منشور في المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، المجلد الخامس، العدد الاول، 2014، ص 326

(2) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 43

(3) Bosvieux، OP. Cit.,No 481

(4) هناك بعض المزاي تعود على الشركة عندما تشتري الأسهم بالمزاد العلني، حالة ما اذا تم الشرء بثمن يقل عن قيمة السهم الاسمية بناء على طلب المساهم نفسه أو ممثله.



فأنه لا يمكن أن يؤدي نفس نتائج الشراء من البورصة، ذلك أنه في الحالة الاخيرة ينصب الشراء على كافة الأسهم المعروضة من جانب كافة المساهمين الراغبين في البيع، أما في حالة المزاد، فيرد الشراء على أسهم أحد المساهمين فقط، بالإضافة إلى ما يحوط عملية البيع بالمزاد من إجراءات معقدة، لذلك فإنه لا يمكن الالتجاء إليها بسبب النفقات الباهظة التي تستلزمها الا في حالات استثنائية بحتة⁽¹⁾ كما في حالة بيع «أسهم الشريك» الذي لم يتم بسداد الجزء الباقي من قيمتها⁽²⁾، ومن هذه الناحية فإن إتباع هذه الطريقة عند الشراء ينطوي على إخلال بمبدأ المساواة فيما بين المساهمين لمصلحة المساهم البائع، وعلى هذا الاساس ، يكاد يتفق الرأي على أنه من الأحوط دائما عدم الالتجاء إلى هذه الطريقة⁽³⁾.

(1) كذلك يجوز أن يتم بيع أسهم " المساهم المفلس" عن طريق المزاد العلني

(2) عالجت المادة (49) من قانون الشركات العراقي النافذ حالة عدم قيام المساهم بتسديد القسط المستحق عن قيمة اسهمه حيث نصت على "

إذا لم يتم المساهم بتسديد القسط المستحق عن قيمة اسهمه في الموعد المحدد دون عذر مشروع وجب على مجلس الادارة اتخاذ اجراءات بيع تلك الاسهم على النحو الاتي :

اولا - توجه الشركة اعلانا الى المساهم تنشره في صحيفتين يوميتين وفي النشرة وفي سوق بغداد للأوراق المالية، تطالبه فيه بتسديد القسط المستحق عليه خلال ثلاثين يوما من تاريخ اخر نشر، ويذكر فيه عدد الاسهم التي يملكها ومقدار القسط الواجب التسديد عنها وتاريخ استحقاقه .

ثانيا - اذا لم يسدد المساهم القسط المطالب به خلال المهلة المذكورة ، تعرض الشركة اسهمه للبيع عن طريق المزاد العلنية في سوق بغداد للأوراق المالية.

ثالثا - تعلن الشركة في النشرة وفي صحيفة يومية وفي سوق بغداد للأوراق المالية عن البيع وموعده ومكانه وعدد الاسهم المطروحة للمزايدة، على ان لا تقل المدة عن خمسة عشر يوما بين تاريخ اخر الاعلان وتاريخ البيع .

رابعا- لمالك الاسهم المعلن عن بيعها تسديد المبلغ المدين به الى ما قبل يوم واحد من موعد البدء بالمزايدة وعندئذ يعلن عن الغاء البيع ويتحمل مالك الاسهم جميع النفقات التي صرفتها الشركة على اجراءات البيع .

خامسا - تباع الاسهم بأعلى سعر تبلغه في المزاد ويستوفى منها دين الشركة من اقساط وفوائد وبنفقات ويرد الباقي الى المساهم . اما اذا لم يف الثمن الذي بيعت الاسهم به بالدين، فان الشركة ترجع بالباقي منه على المساهم .

سادسا - تعتبر قيود الشركة الخاصة بالبيع صحيحة ما لم يثبت العكس " .

(3) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 45 ، محمد حبيبة، المصدر السابق، ص 13



رابعاً : الشراء عن طريق عرض عام بشراء عدد معين من الأسهم بسعر محدد

يعد العرض العام للشراء احد اهم الوسائل التي يمكن للشركة المصدرة أن تشتري من خلاله الأسهم الصادرة عنها، ويقصد بعرض الشراء: عرض عام تقدمه الشركة المصدرة إلى مساهميها لبيع أسهمهم بسعر محدد ووفق شروط محددة⁽¹⁾،

ووفقاً لهذا الاسلوب تعلن الشركة المصدرة عن رغبتها في شراء عدد من الأسهم بسعر محدد، وعادة ما يكون هذا السعر اعلى من القيمة السوقية الجارية للسهم و عادة ما يكون عرض الشراء متاح خلال مدة معينة من الوقت . فاذا كان المعروض للبيع اكثر مما ترغب به الشركة في شرائها، فعادة ما يتم الشراء على اساس نسبي⁽²⁾.

ويعد شراء الأسهم بهذه الطريقة، سليماً وجائزاً من إذ تحقيق المساواة فيما بين المساهمين بشرط أن يراعى عند اجرائه القواعد العامة للعرض العام للشراء⁽³⁾، إذ يجب على الشركة، أن تبادر إلى إعلام المساهمين فيها عن رغبتها في شراء عدد من أسهمهم فيها بسعر معين، على أن يتقدموا للبيع خلال مدة زمنية محددة، ولذلك فهو عرض موحد الشروط ومحدد السعر، مما يؤدي إلى معاملة المساهمين على قدم المساواة، ومما لا يؤثر على حركة الاسعار في سوق الأوراق المالية. ومن ثم، لا يجوز للشركة أن تشتري بالتفاوض المباشر أو بالممارسة ؛ لأن ذلك قد يسفر عن محاباة وتقديم أثمان متغايرة تؤثر مساهماً على آخر⁽⁴⁾.

(1) نورة حزام عواض المطيري، التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ وحماية اقلية المساهمين في شركات المساهمة وفقاً للقانون الكويتي، دار النهضة العربية، 2017، ص 20

(2) احمد فاروق السعيد، المصدر السابق، ص 326

(3) د. محمد احمد سلام، الشفافية والافصاح في سوق الاوراق المالية، دار النهضة العربية، 2013، ص 43، د. حسين فتحي، الأسس القانونية لعروض الأستحواذ على ادارات الشركات، المصدر السابق، ص 130

(4) المادة 328 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري



خامساً : الشراء من جميع المساهمين بنسبة متساوية

ووفقاً لهذا الاسلوب فإن الشركة إذا رغبت شراء الأسهم الصادرة عنها بقصد توزيعها على العاملين أو المحافظة على استقرار سعر السهم أو غير ذلك من الاغراض وبعد استكمال الشروط اللازمة لهذه العملية فإنها تقوم بالشراء من جميع المساهمين بنسبة متساوية من مجموع ما يملكه كل مساهم، وبهذه الالية يتحقق مبدأ المساواة بين المساهمين .

سادساً : الشراء عن طريق القرعة

أما الشراء عن طريق السحب بالقرعة، فلا يجوز للشركة المصدرة الالتجاء إلى هذا الاسلوب، نظراً إلى انه لا يكفل مبدأ المساواة فيما بين المساهمين .

ووفقاً للقانون الانجليزي تستطيع الشركة شراء الأسهم الصادرة عنها سواء من البورصة أو من خارجها⁽¹⁾، وبالمقابل لقد حدد المشرع المصري كيفية تنفيذ عمليات شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها، إذ اشترطت المادة (68/ 6) من الاجراءات التنفيذية لقواعد القيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية والمعدلة بقرار رئيس البورصة المصرية رقم (٢١٧) بتاريخ (3 / 10 / 2016) أن يتم الشراء من خلال سوق الصفقات الخاصة ولمدة خمسة أيام عمل بمراعاة الاجراءات المقررة لذلك، وفي حال كون الورقة المالية محل التعامل مقيدة ببورصة أخرى في صورة أسهم أو صادرة لها شهادات إيداع فإنه يجوز زيادة المدة المشار إليها بما يتوافق مع القواعد المعمول بها في تلك البورصات .

واشترط المشرع الاردني أيضاً أن تتم عملية شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها من خلال بورصة عمان أو أي سوق لتداول الأوراق المالية مرخص من الهيئة الأوراق المالية الاردنية، وذلك وفق نص المادة (6) من التعليمات الخاصة بشراء أسهم الخزينة، ومنعت التعليمات بصورة صريحة شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها عن طريق الصفقات، إذ ورد بنص المادة (6 / د) "يمنع شراء أسهم الخزينة عن طريق الصفقات". وبالتالي فإن

(¹) انظر المواد (694 و 701) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006)



إبرام صفقة مباشرة بين الشركة والمساهم البائع لأسهمه خارج سوق رأس المال الوطني يؤدي إلى عدم صحة عملية بيع الأسهم، ذلك أن المشرع يدرك أن عملية شراء الشركة لأسهمها خارج سوق رأس المال الوطني قد تلحق الضرر بالمساهم البائع، وقد يكون هناك ضغوطات كثيرة من الشركة على المساهمين من أجل شراء ما يملكون من أسهم، فحتى نتجنب هذه الضغوطات ينبغي أن تتم عملية الشراء من خلال هذا السوق (1).

أضف إلى ذلك أن الشراء عن طريق الصفقات يؤدي إلى الإخلال بمبدأ المساواة، وبالتالي لا يعطي للمساهمين كافة الفرص بالاشتراك في عملية الشراء، وهذا يعد إخلالاً بمبدأ مراعاة الشركة لمصالح مساهميها عند اتخاذ قرار الشراء وتنفيذه، وفقاً لما ورد بنص المادة (16) من التعليمات الخاصة بشراء أسهم الخزينة.

إلا أن شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها عن طريق سوق رأس المال الوطني الأردني ليس أمراً مطلقاً، إنما يرد عليها استثناء ورد بنص المادة (15) من تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة 2014، إذ تنص على "تستثنى الشركات التي ترغب بشراء الأسهم الصادرة عنها من خلال السوق لغايات تخفيض رأس المال من الشروط الواردة في هذه التعليمات وينطبق عليها الأحكام التنظيمية لعملية شراء الشركة لأسهمها الصادرة عنها "أسهم الخزينة" لغايات تخفيض رأسمالها الصادرة عن المجلس بموجب قراره رقم (45/ 2011) بتاريخ 2/2/ 2011". إذ يتضح من النص بأنه إذا رغبت الشركة المساهمة العامة بتخفيض رأسمالها عن طريق شراء أسهمها، فيجوز لها عدم التقيد بما ورد بهذه التعليمات، لذلك نرى أن الشركة يجوز لها أن تقوم بشراء أسهم الصادرة عنها عن طريق الصفقات أو بالمزاد العلني أو بأي طريقة لا تخالف القانون في حالة رغبتها في تخفيض رأسمالها فقط .

(1) مراد محمود المواجدة، الجوانب القانونية لتعامل الشركة المساهمة العامة بأسهم الخزينة في التشريع الأردني، بحث منشور في مجلة الحقوق، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، مجلد 38، العدد 2، 2014، ص 699



المبحث الثاني

الاثار القانونية التي تترتب على عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

تمهيد وتقسيم :

إن قيام الشركة بعملية شراء الأسهم التي تصدر عنها يكون المقصود منها تحقيق أغراض مختلفة، فقد يكون غرضها الاستثمار أو المضاربة، وقد يكون الغرض هو بقاء الأسهم المشتراة والاحتفاظ بها في محفظتها المالية، وتحديد القواعد المطبقة بالنسبة لمصير الأسهم المشتراة مسألة في غاية الأهمية، وقد اختلف الفقه والقضاء حول تحديد القواعد التي يمكن تطبيقها بالنسبة إلى الأسهم المشتراة، بالمقابل هنالك أثار قانونية عدة تترتب على قيام الشركة بشراء أسهمها، وهذه الاثار قد تكون ايجابية وقد تكون سلبية. ولتحديد هذه الاثار ومعرفة مصير الأسهم المشتراة سوف نتناول في هذا المبحث: اثار عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة على الأسهم المشتراة في المطلب الاول فضلاً عن اثار عملية الشراء على وضع الشركة وتقييمها في المطلب الثاني .



المطلب الاول

اثر عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة على الأسهم المشتراة

عند إثارة مسألة شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة قد تثار مسائل اخرى وهي تحديد الوضع القانوني لهذه الأسهم خلال بقائها في محفظة الشركة، أي تحديد مصيرها ومصير الحقوق المرتبطة بها، ويقصد بمصير الأسهم المشتراة في هذا المجال مآلها، أي وضعها القانوني سواء من إذ الوجود ام الانعدام، أو من إذ إمكانية الاحتفاظ بها أو إلغائها، إذ أن شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة يجعل هناك حالة من الانقسام بين الفقهاء، ويزداد الخلاف عند الحديث عن مصير هذه الأسهم بعد الشراء، فهل تستطيع الشركة الاحتفاظ بهذه الأسهم أم يجب عليها أن تقوم بإلغائها؟

فالقول بإلغاء هذه الأسهم أو جواز احتفاظ الشركة بها، فهنا في حالة إلغاء هذه الأسهم فلا داعي للخوض في تحديد الوضع القانوني للأسهم المشتراة؛ لأنه تم إلغاؤها وبالتالي تنقضي معها كافة الحقوق والالتزامات المرتبطة بها، وأما القول بالاحتفاظ بهذه الأسهم فهنا لا بد من تحديد الوضع القانوني لها خلال مدة حياة الشركة لهذه الأسهم وتحديد الحقوق المعترف بها للشركة على هذه الأسهم، وبعبارة اخرى هل يكون للشركة الحقوق نفسها التي تكون للمساهم العادي ؟

ولتوضيح ذلك سنتناول في هذا المطلب دراسة مصير الأسهم المشتراة والحقوق المرتبطة بها، إذ نخصص لكل منهما فرعاً مستقلاً.

الفرع الاول: مصير الأسهم المشتراة

الفرع الثاني: الحقوق المرتبطة بها



الفرع الاول

مصير الأسهم المشتراة

لم يكتفِ اغلب المشرعون في معظم النظم القانونية بفرض قيود سابقة على شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها، وإنما اتبعوا تلك القيود بأخرى لاحقة بعملية الشراء، والسبب في ذلك يعود في الاغلب إلى خوف من قبل المشرع من أن تستغل الشركة عملية شراء الأسهم الصادرة عنها للقيام بالمضاربة⁽¹⁾.

فأيا كانت وسيلة الشراء وأيا كان الهدف الذي تسعى الشركة لتحقيقه من عملية شراء الأسهم الصادرة عنها، فإن التساؤل الذي يطرح نفسه: ما هو مصير الأسهم المشتراة؟ فهل يجوز للشركة التي اشترت أسهمها أن تحتفظ بها أم أنه يجب عليها أن تقوم بإلغائها؟

من المتفق عليه فقهاً وقضاء أنه اذا استخدمت الشركة في تمويل عملية الشراء أموالاً من رأس مالها فإنه يجب عليها أن تقوم بإلغاء هذه الأسهم وتخفيض رأس مالها تبعاً لذلك، وهذا ما يقتضيه مبدأ ثبات رأس المال كما رأينا سابقاً⁽²⁾، ولكن ماذا لو استخدمت الشركة في عملية الشراء أموالاً من الأرباح أو الاحتياطات القابلة للتوزيع، فهل يحق للشركة الاحتفاظ بهذه الأسهم المشتراة؟

اختلف الفقه والقضاء في هذه المسألة قبل أن يتم التنظيم القانوني لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، ولقد انقسم الفقه والقضاء إلى قسمين:

الاتجاه الاول: ضرورة إلغاء الأسهم المشتراة

ذهب أنصار هذا الرأي إلى ضرورة إلغاء الأسهم المشتراة حتى وإن قامت الشركة بتمويل عملية الشراء بأموال من الأرباح أو الاحتياطي القابل للتوزيع، فلا يمكن وحسب وجهة نظرهم أن تكون الشركة مساهمة في نفسها أو أن يكون لها حقوق على نفسها، وإذ إنه لا يجوز للشركة أن تشتري أسهم الخزينة إلا لتخفيض رأس

(1) د. حسين فتحي، التنظيم القانوني لاسترداد وشراء الشركة لأسهمها، المصدر السابق، ص 84

(2) أنظر ما تم بحثه ص 94 وما بعدها فيما يتعلق بمبدأ ثبات رأس المال



مالها أو استهلاكها، وسواء تقرر تخفيض رأس المال الشركة، اختيارياً من جانب الجمعية العمومية المختصة أو إجبارياً متى كان الشراء يؤدي بالضرورة إلى هذه النتيجة القانونية، ومتى كان هدف الشراء هو تخفيض رأس مال الشركة لسبب آخر غير الخسائر، أو تجميع واندماج الشركات، أو متى كان مرتبطاً بشرط الموافقة- فإن الأسهم المكتسبة في جميع هذه الفروض لا يجوز للشركة الاحتفاظ بها- ويكون مصيرها جميعاً هو الإلغاء، إذ يرى هذا الجانب من الفقه أن علاقة المساهم بالشركة هي علاقة مديونية المساهم فيها هو الدائن والشركة هي الطرف المدين بقيمة أسهمه، ويفضى ذلك التصور الأخير إلى نتيجة مؤداها أننا نكون بصدد حالة من حالات اتحاد الذمة عند شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها، إذ يقع اتحاد الذمة - كما هو معلوم في القواعد العامة- إذا اجتمع في شخص واحد صفتا الدائن والمدين بالنسبة إلى دين واحد، وفي هذه الحالة فإنه يتعذر على هذا الشخص الذي اتحدت ذمته أن يمارس حقه إذ لا يمكنه مطالبة نفسه بالدين وبالتالي ينقضي ذلك الدين. (1).

وقد عالجت المادة (2/ 418) من القانون المدني العراقي هذا الاثر المشار إليه إذ نصت على أنه: " في الدين الواحد اذا اجتمع في شخص واحد صفتا الدائن والمدين انقضى الدين لاتحاد الذمة بالقدر الذي اتحدت فيه الذمة" (2).

وتطبيقاً للتحليل السابق فإنه إذا قامت الشركة بشراء الأسهم الصادرة عنها فإنها ستكون شريكة لنفسها وبالتالي لن تستطيع أن تمارس حقها على هذه الأسهم كشريك مساهم، فلا تستحق هذه الأسهم أرباحاً ولا تعطى الشركة الحق في الاشتراك في مداورات الهيئة العامة والتصويت فيها، كما يتعذر احتساب النصاب القانوني بها وهو ما يعني - دون ريب - إصابة نشاط الشركة بالشلل، والنتيجة الطبيعية التي يربتها هذا الجانب الفقهي هو احتساب هذه الأسهم ملغاة ويتعين على الشركة بالتالي التخلص منها في أسرع وقت ممكن. واستطراداً لمنطق الرأي السابق فقد ثار تساؤل في شأن ما إذا كان اتحاد ذمة الشركة يعد وسيلة لانقضاء دين الشركة في مواجهة

(1) Bosvieux ،OP. Cit.,No 421

(2) بنفس المعنى المادة (370/1) من القانون المدني المصري



المساهم الذي اكتسب أسهمه أم مجرد عائق يستحيل في وجوده مطالبة الشركة لنفسها بالدين طوال مدة بقاء صفتي الدائن والمدين في شخص واحد هو الشركة ذاتها (1).

والراجح هو أن الدين يستأنف حيويته بزوال هذا العائق الذي كان يشل تنفيذه، إذ لا يتحتم أن يؤدي اتحاد ذمة الشركة إلى انقضاء الالتزام لعدم إمكان ممارسة الشركة لحقها بعد شرائها للأسهم الصادرة عنها، ولكن بمعنى أكثر وضوحاً فإن انقضاء دين الشركة عن طريق اتحاد الذمة لا يعد في الواقع انقضاءً حقيقياً بل مجرد «وقف نفاذ» للالتزام لارتطامه بعقبة طبيعية تجعل هذا النفاذ مستحيلاً (2).

وبمنطق الرأي السابق فإن استحالة النفاذ المشار إليها ترتبط فقط بإمكانية مطالبة الشركة لذاتها، لكن يعود الحق إلى الوجود إذا زال السبب الذي أدى إلى اتحاد الذمة، إذ يولد الحق من جديد للشركة في حالة بيعها لأسهمها، ويؤيد ذلك ما أشارت إليه المادة (419) من القانون المدني العراقي (3) بخصوص ميلاد الدين من جديد بزوال سبب اتحاد الذمة إذ قررت أنه: " إذا زال السبب الذي أدى إلى اتحاد الذمة وكان لزواله اثر رجعي عاد الالتزام إلى الوجود هو وملحقاته بالنسبة لذوي الشأن جميعاً، ويعد اتحاد الذمة كان لم يكن "

وهناك العديد من القرارات القضائية التي صدرت وأيدت هذا الرأي واعتبرت أن شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها يؤدي إلى انقضاء الأسهم المشتراة باتحاد الذمة، إذ تجتمع في الشركة صفة الدائن والمدين، على اعتبار أن اتحاد الذمة طريقة من طرق انقضاء الالتزام (4).

(1) د . حسين فتحي، التنظيم القانوني لاسترداد وشراء الشركة لأسهمها، المصدر السابق، ص 26

(2) السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، نظرية الالتزام بوجه عام، الجزء الثالث، ص 853

(3) بنفس المعنى المادة (370 / ف 2) من القانون المدني المصري

مشار الى هذه الاحكام لدى: اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 70 وما بعدها، 19Févr. 1885, cour de paris (4)



الثاني : امكانية الاحتفاظ بالأسهم المشتراة

بعكس الاتجاه السابق، يرى أصحاب هذا الرأي - وهو الغالب فقهيًا⁽¹⁾، أنه يمكن للشركة المشتريّة أن تحتفظ بالأسهم المشتراة في محفظة أوراقها المالية أيًا كان غرضها من ذلك، ويستندون في ذلك إلى أن عملية الشراء لا تؤدي إلى انقضاء الأسهم المشتراة طالما أن رأس المال ثابت ولم يتغير .

وأيضاً رفض أصحاب هذا الرأي فكرة اتحاد الذمة، فمن ناحية أنه لا يجوز كقاعدة تطبيق النظرية التقليدية للالتزام على الأوراق المالية، أسوة بما يمكن تطبيقه على الورقة التجارية، وذلك استناداً إلى أن الحق الثابت في هذه الأسهم لا يعد حقاً لدائنيه، وإنما هو حق مجرد يتمتع بنوع من الاستقلال في مواجهة أشخاص العلاقة الأصلية للالتزام، وإذ إن انتقال الورقة التجارية إلى يد المدين الأصلي فيها قبل حلول ميعاد الاستحقاق - لا يؤدي إلى انقضاء الالتزام الصرفي باتحاد الذمة، وذلك لأن الورقة التجارية صك يتضمن ديناً نقدياً، والصك يؤكد الحق الذي يمثله ويحميه من الانقضاء باتحاد الذمة قبل تاريخ الاستحقاق، فلا عبء لاجتماع صفة الدائن والمدين في الشركة عند شرائها الأسهم من جانب الشركة المصدرة⁽²⁾ وأيضاً لا يمكن القول بانقضاء الأسهم المشتراة باتحاد الذمة، لأن الانقضاء باتحاد الذمة لا يسري إلا على الديون، والسهم⁽³⁾ لا يمثل ديناً للمساهم على الشركة وإنما هو حق شريك.

(¹) Moreau, A., La Société Anonyme, Traité Pratique, 1946, No. 19; Ripert, G., Traité élémentaire de droit commercial, 1954 No. 1; 32. Lagarde, Note, S., 1935, J., 289

مشار الية في د. اميرة صدقي ، المصدر السابق، ص 67

(²) د. علي سيد قاسم، قانون الأعمال، وسائل الائتمان التجاري وادوات الدفع في القانون رقم 17 لسنة 1999، ج3، ط2، دار النهضة العربية، 1999، ص 185

(³) يعرف البعض من الفقه السهم بأنه (حق المساهم في شركات الاموال ويقابله حصة الشريك في شركات الاشخاص، كما يطلق لفظ السهم على هذا الحق فانه يطلق ايضا على الصك الذي يمثله) انظر د. علي جمال الدين عوض، دروس في القانون التجاري، القايره، دار النهضة العربية، بدون سنة طبع، ص300. كذلك انظر د. ثروت على عبد الرحيم : الوجيز في القانون التجاري، القايره دار النهضة العربية، 1988، ص125 .



وتأييداً لذلك صدر عن القضاء الفرنسي حكمان ، الاول هو الحكم الشهير لمحكمة ليون "Lyon" (1) في 5/ مارس 1951 ، إذ جاء فيه " إن شراء الشركة لأسهمها ليس له أثر في انقضاء الأسهم المشتراة باتحاد الذمة، فهذه الطريقة في الانقضاء لا تطبق الا على الحقوق الشخصية، والسهم لا يمثل ديناً للمساهم في ذمة الشركة"

إما الحكم الثاني ، فهو حكم محكمة هافر "Havre" (2) في (15) فبراير (1952)، إذ أكدت المحكمة " أنه لا يوجد أي نص قانوني يمنع الشركة من شراء أسهمها بقصد الاحتفاظ بها - على سبيل الاستثمار - وإعادة بيعها عند الاقتضاء، وفي مثل هذه الحالة فإن السهم لا يمثل ديناً على الشركة وبالتالي فإن شراء الشركة لأسهمها لا يستوجب انقضاء الأسهم المشتراة باتحاد الذمة "

ويرى البعض (3) أن حق المساهم في الشركة، سواء على أمواله المقدمة لها، أو على الأسهم كصكوك تجسد حقه في هذه الاموال هو حق ملكية بالمعنى الدقيق للكلمة(4)، والواقع الذي لا يقبل الجدل أن حق المساهم يتيح له الانتفاع بأسهمه وجنى ثمار الانتفاع في صورة الارباح التي توزعها الشركة بشكل روتيني يتم الاتفاق عليه منذ تأسيس الشركة ويستمر لحين أعمال التصفية بعد انحلال الشركة.

(1) Lyon, 5 Mars, 1951, J.C.P., 1951, 11, 6562, Note Bastian .

(2) Havre, 18 Mars, 1930, J. Soc., 1931, p. 579, Note Houpin .

(3) د. حسين فتحي، التنظيم القانوني لاسترداد وشراء الشركة لأسهمها، المصدر السابق، ص 30

(4) في حين يرى البعض أن الأساس القانوني لإمكانية احتفاظ الشركة بالأسهم المشتراة لا يمكن أن يقوم على اعتبار أن حق المساهم في مواجهة الشركة هو حق ملكية، فالمساهم ليس له حق ملكية على أموال الشركة، نظراً لتمتع هذه الأخيرة بالشخصية المعنوية ، ومن مقتضى هذه الشخصية المعنوية - حسب ما يقرره قضاء النقض - " أن يكون لها ذمة مالية مستقلة عن ذمة الشركاء وتعتبر أموالها ضمناً عاماً لدائنيها وحدهم ، كما تخرج حصة الشريك في الشركة عن ملكه، وتصبح ملكاً للشركة، ولا يكون للشريك بعد ذلك إلا مجرد حق في نسبة معينة من الأرباح أو نصيب في رأس المال عند التصفية ونصيبه هذا يعتبر ديناً في ذمة الشركة . انظر د. محمد قرياش، المصدر السابق، ص 267



من جهة أخرى للمساهم التنازل عن أسهمه للغير ويجوز له رهنها⁽¹⁾ وتنتقل بوفاته إلى الورثة، كذلك فإن حق المساهم على أسهمه هو حق مانع أو استثنائي إذ لا يستطيع أن يشاركه شخص آخر في سلطاته سائلة الذكر وهو ما أكدته المادة (1048) مدني من أنه " (الملك التام من شأنه أن يتصرف به المالك تصرفاً مطلقاً فيما يملكه عينا ومنفعة واستغلالاً " ⁽²⁾ ولا تنقضي حقوق المساهم، المشار إليها، على أسهمه عند أجل معين.

والواقع العملي يؤكد منذ وقت بعيد أن السبب الحقيقي لضرورة إلغاء الأسهم موضوع الشراء من السوق أو لسرعة تصرف فيها ناجم عن خشية المشرعين من المضاربات الخطيرة الناجمة عن خلق سوق زائفة للأسهم من بعض الشركات التي تهدف من وراء الشراء إلى رفع غير واقعي لأسعار أسهمها دون اكتراث بما يتبع ذلك من تقلبات شديدة لأسعار السوق.

وتأسيساً على كل ما سبق، ينتهي أنصار هذا الرأي، وهو ما نرجحه، إلى أنه يجوز للشركة، تبعاً لما يتفق مع ظروفها واحتياجاتها، إما أن تقوم بإلغاء الأسهم المشتراة، أو على العكس أن تحتفظ بها فليس هناك في حقيقة الأمر أي مبرر قانوني يمكن على أساسه اعتبار هذا المسلك غير جائز من جانب الشركة .

⁽¹⁾ لم يعرف المشرع العراقي وكذلك التشريعات المقارنة عقد رهن الأسهم وهذا فعل حسن، لذا يرى جانب من الفقه أن الأولى هو الرجوع إلى تعريف عقد الرهن الحيازي الوارد في القانون المدني، فمن جانب لأن أحكام القانون المدني تطبق على الرهن التجاري - بوصفها قواعد عامة- عند عدم وجود نص القانون التجاري "، ومن جانب آخر، لأن القانون المدني نظم رهن المنقولات ضمن الرهن الحيازي، سواء كانت منقولات مادية أو منقولات معنوية كما أن رهن الأوراق المالية سواء كان مدنياً أو تجارياً لا ينفذ في جميع الأحوال - في حق الغير إلا بانتقال حيازة الصكوك المرهونة إلى الدائن المرتهن، وقد عرفت المادة 1321 من القانون المدني العراقي الرهن الحيازي بأنه "عقد به يجعل الراهن مالا محبوسا في يد المرتهن او في يد عدل بدين يمكن للمرتهن استيفاءه منه كلا او بعضا مقدما على الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في المرتبة في اي يد كان هذا المال" تقابلها المادة

(1096) من القانون المدني المصري رقم (131) لسنة 1948، انظر: د. عاشور عبد الجواد، النظام القانوني لرهن الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008، ص 17، ويعرف استاذنا الدكتور عمر ناطق يحيى عقد رهن الأوراق المالية: أنه ((عقد يضمن للدائن المرتهن حقه من خلال تسليم المدين الراهن اوراقا مالية مخصصة لدينه، ويجعل للدائن حقا عينيا وإذا لم يسدد رهن المدين الراهن دينه بحلول الأجل يستطيع الدائن التنفيذ على الأوراق المالية المرهونة بالبيع في سوق الأوراق المالية أو في المزاد العلني، وله الأولوية باستيفاء حقه على باقي الدائنين، انظر د. عمر ناطق يحيى، رهن الاوراق المالية في القانون العراقي، دراسة تحليلية مقارنة، دار النهضة العربية، 2020، ص31

⁽²⁾ تقابلها المادة (802) من القانون المدني المصري رقم (131) لسنة 1948، والمادة (1018) من القانون المدني الأردني رقم (43) لسنة 1976



ولهذا فإننا نؤيد الرأي الذي يذهب إلى اعتبار المساهم دائئا للشركة (1) الا أنه لا يمكن الاستناد إلى قاعدة اندماج الحق في الصك، لتبرير إمكانية احتفاظ الشركة بالأسهم المشتراة، وذلك لأنه منذ صدور (قانون الايداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة ٢٠٠٠ المصري) ، فقدت القيم المنقولة كيانها المادي الملموس (الصك) وانقلبت إلى مجرد قيود حسابية، إذ يتم تداولها عن طريق نقلها من حساب البائع إلى حساب المشتري، ولذا فإنه التبرير المناسب لإمكانية احتفاظ الشركة بأسهمها هي فكرة اتحاد الذمة ولكن ليس باعتبارها سبباً لانقضاء الدين، بل بوصفها مجرد عقبة تؤدي إلى توقف الدين بسبب الاستحالة المادية التي نتجت عن اجتماع صفة الدائن والمدين في شخص واحد (الشركة)، حتى إذا ارتفعت هذه الاستحالة عاد الدين إلى الظهور من جديد .

اما بالنسبة لموقف القوانين المقارنة من مصير الأسهم المشتراة،

فإنه كلا من المشرع الانجليزي والمصري لم ينظرا إلى اتحاد الذمة على أساس أنها سبب لانقضاء الالتزام ولو كانت هذه نظرتهم إلى فكرة اتحاد الذمة لما سمحا للشركة بأن تتصرف بالأسهم المشتراة، سواء كان التصرف إلى العاملين أو إلى الغير حتى في حالات الشراء التي يترتب عليها إلغاء الأسهم المشتراة، فإنها تخضع لبعض الاجراءات، وبالتالي لا يقع الالغاء بقوة القانون (2).

فالمادة (727) من قانون الشركات الانجليزي اجازت للشركة الاحتفاظ بالأسهم المشتراة " كأسهم خزينة" وبالتالي بيعها أو توزيعها على العاملين أو إلغائها في اي وقت، فلم يحدد المشرع الانجليزي حد اقصى لاحتفاظ الشركة بالأسهم المشتراة.

(1) د . هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، ص 35 ، د. محمد كامل امين، موسوعة الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، 1980، ص 235
(2) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 194



الا أن المشرع الانجليزي في المادة (688) من قانون الشركات نص على أنه في حالة استرداد الشركة

لأسهمها القابلة للاسترداد " Redeemable shares " فإنه يتم التعامل مع هذا الأسهم على أنها ملغاة، ويتعين على الشركة تخفيض قيمة رأس المال بمقدار الأسهم التي تم استردادها.

وكانت المادة (51) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية قد اشترطت " أن لا تقل مدة احتفاظ الشركة بالأسهم عن ثلاثة أشهر، وأن لا تزيد على سنة ميلادية من تاريخ التنفيذ والا وجب عليها إنقاص رأسمالها بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم واتباع الاجراءات المقررة لذلك وفقا للقانون رقم (159) لسنة (1981) ولائحته التنفيذية والقانون رقم (95) لسنة (1992) ولائحته التنفيذية، وأن لا تتجاوز نسبة أسهم الخزينة نسبة (10%) من إجمالي أسهم الشركة المقيدة " (1)

وأما التشريع الاردني فقد اتبع نهج كل من المشرعين الانجليزي والمصري بالنسبة إلى الاحتفاظ بالأسهم المشترية؛ إذ أوجب أن لا تقل مدة الاحتفاظ بأسهم الخزينة عن ستة أشهر من تاريخ آخر عملية شراء، ولا تزيد على ثمانية عشر شهراً من التاريخ نفسه، وذلك حسب ما جاء بالمادة (9) من التعليمات الخاصة بشراء أسهم الخزينة لسنة (2014) المعدلة (2)، على أن المشرع الاردني حظر على الشركة وخلال مدة احتفاظها بأسهم

(1) قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية لسنة (2014) والمعدلة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (138) لسنة (2016)، كما أن المادة (48) من قانون الشركات المصري اوجبت على الشركة في حالة شرائها لأسهمها أن تتصرف فيها للغير في مدة لا تتجاوز سنة من تاريخ حصولها عليها " وإلا وجب عليها إنقاص رأسمالها بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم، وذلك وفقا للإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون . وإذا تقاعست الشركة عن القيام بإنقاص رأسمالها وفقا للفقرة الثانية، تولت الهيئة اتخاذ إجراءات إنقاص رأسمال الشركة بعد مضي ثلاثين يوما من تاريخ إنذارها بذلك طبقاً للإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية لهذا القانون "

(2) وحسب المادة (12/ب) من تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة (2014) المعدلة أجاز المشرع الأردني للمجلس وبناء على طلب مبرر من الشركة، تمديد فترة الاحتفاظ بالأسهم للمدة التي يراها مناسبة وفقا لما تقتضيه المصلحة العامة، على أن المادة (13) من ذات التعليمات نصت على أنه مع مراعاة أحكام المادة (12/ب) وفي حال عدم بيع أسهم الخزينة ضمن الفترة المنصوص عليها في هذه التعليمات ولأسباب مبررة، على الشركة تحديد طريقة التصرف بهذه الأسهم بإحدى الطرق التالية:

أ- تخفيض رأس المال برصيد أسهم الخزينة وفقا للإجراءات المنصوص عليها في قانون الشركات خلال شهر من انتهاء هذه الفترة.



الخبزفة أن تقوم بإصدار أي ورقة مالية جديدة وفق ما ورد بنص المادة (١٠) من ذات التعليمات، على أن تقوم الشركة بتنفيذ عملية الشراء خلال مدة لا تتجاوز سنة واحدة من تاريخ أول عملية شراء، وذلك حسب ما جاء بنص المادة (6/ج) من تعليمات شراء أسهم الخبزفة لسنة (٢٠١٤) المعدلة .

الفرع الثاني

الحقوق المرتبطة بالأسهم المشتراة

لاحظنا سابقا في الحديث عن مصير الأسهم المشتراة بعد حصول الشركة عليها، اختلاف الفقه والقضاء، فوجدنا اتجاها يطالب بإلغاء الأسهم المشتراة، واتجاها آخر يطالب بإمكانية الاحتفاظ بالأسهم المشتراة، ولكل منهما حججه وأسائده التي يرى بأنها هي الصواب، ولم يقتصر الأمر على ذلك بل ذهب إلى أبعد منه، فالاختلاف مستمر حتى في تحديد الوضع القانوني الذي تخضع له الأسهم المشتراة؛ إذ يذهب اتجاه إلى تطبيق نظرية انقضاء الأسهم المشتراة؛ إذ الحقوق والالتزامات المرتبطة بالأسهم محل عملية الشراء، تنقضي جميع أما الاتجاه الآخر فقد أجاز بدوره للشركة أن تحتفظ بالأسهم المشتراة في محفظتها المالية، وعلى ذلك لا بد لنا من التطرق بشكل مفصل حول الآراء المختلفة بشأن تحديد الوضع القانوني للأسهم المشتراة .

الاتجاه الأول:

ويرى أصحاب، هذا الاتجاه تطبيق نظرية انقضاء الأسهم المشتراة، وطبقاً لهذا الاتجاه فإن مبدأ اتحاد الذمة يعد سببا من انقضاء الالتزام، وتطبيقاً لذلك تنقضي جميع الحقوق والالتزامات المرتبطة بالأسهم المشتراة، وبالتالي ليس ثمة صعوبة في تحديد الوضع القانوني للأسهم المشتراة، ونجد أن هنالك العديد من الأحكام القضائية التي

-
- ب- التوزيع على مساهمي الشركة (تنزيلاً من الأرباح المدورة و/أو الاحتياطي الاختياري و/أو علاوة الإصدار) شريطة ما يلي:
- 1- أن تكون أرصدة الأرباح المدورة- الاحتياطي الاختياري- علاوة الإصدار تكفي لتوزيع الأسهم المقرر توزيعها، وأن يكون وضع السيولة لدى الشركة يسمح بذلك دون الإضرار بحقوق الدائنين، بحيث يتم الحصول على إقرار من مجلس الإدارة بذلك.
 - 2- الحصول على موافقة الهيئة العامة غير العادية على ذلك



قررت أنه لا يكون للأسهم المشتراة الحق في الأرباح المخصصة للتوزيع⁽¹⁾، بالإضافة إلى ذلك لا يكون لها حق التصويت في جمعيتها العمومية⁽²⁾

وعلى ذلك، فإن اجتماع صفة الدائن والمدين في شخص واحد وهو الشركة، من شأنه أن يؤدي إلى انقضاء الالتزامات المرتبطة بالأسهم المشتراة، وبالتالي إذا كانت الأسهم المشتراة غير مدفوع قيمتها كاملاً، فإنه لا يمكن لأحد المطالبة بدفع الجزء الباقي،

وعلى هذا الأساس فقد قرر القضاء عدم مشروعية شراء الشركة للأسهم التي لم تسدد كامل قيمتها حتى لو كانت هذه العملية ممولة من الأرباح أو الاحتياطي، وذلك عندما لا تمتلك الشركة أموالاً احتياطية كافية لتسديد الجزء غير المدفوع من قيمة هذه الأسهم، وأن التزام الشركة بتسديد قيمة الجزء غير المدفوع من ثمن الأسهم المشتراة لا يكون إلا للمحافظة على مبدأ ثبات رأس المال، وبالتالي لا يمكن الاعتراض على أن تسديد الشركة لقيمة الجزء غير المدفوع يتعارض مع انقضاء الأسهم المشتراة؛ لأن الشركة لم تقم بأي تخفيض لرأس مالها، فإنه من حق الدائنين أن يطالبوا ببقاء رأس المال كاملاً، كونه الضمان العام لهم⁽³⁾.

الاتجاه الثاني:

ذهب أنصار هذا الاتجاه إلى إمكانية احتفاظ الشركة بالأسهم المشتراة في محفظتها المالية، وكما رأينا فإنهم توصلوا إلى هذه الإمكانية إما عن طريق اعتبار أن السهم يمثل ديناً على الشركة، ولكن يمكن للشركة الاحتفاظ به ذلك لأن اتحاد الذمة مجرد عقبة واقعية في تنفيذ الالتزام وليست سبباً لانقضائه أو عن طريق اعتبار أن السهم لا يمثل ديناً على الشركة (وإنما هو حق ملكية للمساهم) وبالتالي فلا يمكن تطبيق فكرة اتحاد الذمة. والحقيقة أنه إذا كان لكل من هاتين الطريقتين نتيجة واحدة، وذلك عندما يتعلق الأمر بتحديد مصير الأسهم المشتراة ، وهي إمكانية احتفاظ الشركة بها في محفظة أوراقها المالية، محفظة أوراقها المالية، إلا أن

(1) اشار الى هذا الحكم لدى : VEAUX-FOURNERIE, OP.Cit. No. 242

(2) محكمة تولوز التجارية في (250) مايو (1886)، مجلة الشركة 1887، ص 69

(3) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 75



نتيجة كل طريقة من هاتين الطريقتين ستكون مختلفة تماماً عن الأخرى، وذلك عندما يتعلق الأمر بتحديد الوضع القانوني للأسهم المشتراة.

فإذا اعتبرنا أن السهم لا يمثل ديناً على الشركة (وإنما هو حق ملكية) فهذا يعني أن وضع الشركة التي تشتري أسهمها سيكون مماثلاً لوضع أي مساهم عادي آخر يشتري أسهم هذه الشركة، إذ يكون لها الحق في ممارسة كافة الحقوق المعترف بها للمساهم العادي (الحق في الأرباح ، حق الاكتتاب ذو الأفضلية ، حق التصويت) كما تلتزم بالالتزامات التي يلتزم بها هذا الأخير (دفع الجزء الباقي من قيمة الأسهم إذا كانت قيمتها غير مدفوعة كاملاً)⁽¹⁾.

أما إذا اعتبرنا أن السهم يمثل ديناً للمساهم على الشركة، وأن اتحاد الذمة هو مجرد عقبة واقعية في تنفيذ الالتزام، فهذا يعني أن كافة الحقوق المرتبطة بالأسهم المشتراة ستكون في حالة (شلل أو توقف) وذلك طوال مدة احتفاظ الشركة بهذه الأسهم .

وعلى الرغم من أن غالبية الفقهاء قد أخذوا بفكرة اتحاد الذمة باعتبارها عقبة في تنفيذ الالتزام لتبرير إمكانية احتفاظ الشركة بالأسهم المشتراة، إلا أن الفقهاء اختلفوا حول الحقوق التي تستطيع الشركة ممارستها استناداً إلى ملكيتها لهذه الأسهم خلال المدة التي تحتفظ بها الشركة، وذلك على النحو الآتي :

أولاً: الحق بالتصويت

عندما تحوز الشركة على سبيل الاستثناء أسهمها الخاصة فإنها تمنع من ممارسة الحقوق المرتبطة بها وخاصة حق التصويت، ذلك أنه لا يمكن تصور أن يكون للشركة صوت مستقل بأسهمها أثناء تلك الاجتماعات،

(¹) هذا ولم نجد في الفقه والقضاء من يؤيد وجهة النظر هذه ، إلا حكم واحد ، هو حكم محكمة ليون في 5/ مارس / 1951 / ، فهذا الحكم الذي اعتبر أن (السهم لا يمثل ديناً للمساهم على الشركة ولذلك استبعد فكرة اتحاد الذمة) اعترف بحق الشركة في أن تكون مساهمة في نفسها ، حيث جاء فيه " أن الأثر الوحيد لعملية شراء الشركة لأسهمها ، هو استبعاد المساهمين (البائعين) وإسناد ملكية أسهمهم إلى الشركة (المشترية) والتي يكون لها إما إلغاء هذه الأسهم وتخفيض رأس مالها أو إعادة طرحها في التداول " كما أنه اعترف ضمناً للشركة بحقها في التصويت في جمعيتها العامة بناء على الأسهم التي تحوزها.

Lyon, 5 Mars, 1951, J.C.P., 1951, 11, 6562, Note Bastian .



وأن اكتساب الشركة للشخصية المعنوية لا يعني أبداً أن لها صوتاً بأسهمها، وإنما الصوت من حق المساهمين في الشركة فقط، وقيام الشركة بالتصويت إلى جانب المساهمين في الشركة يعد مخالفة للقانون، ويتعارض مع مبدأ أن المساهمين هم الذين يتخذون القرارات المناسبة أثناء اجتماعات الهيئة العامة، ولا شك أن ذلك يجعل الشركة تتمتع بمركز أقوى من مركز المساهمين مما قد يضر بمصالحهم⁽¹⁾، ومنع الشركة من ممارسة حق التصويت له ما يبرره، لأن منح المساهم هذا الحق كي يسمح له بالدفاع عن مصالحه المالية، فإن هذه الغاية تختفي إذا استأثرت الشركة بحق التصويت، ويصبح هذا الحق وسيلة للدفاع عن مصالح الاغلبية بالشركة، والاعلبيية بهذه الوسيلة تحاول أن تزيد من وجود قوة التصويت للحصول على مزايا خاصة بها⁽²⁾، ثم أنه إذا كان يجوز للشركة أن تصوت في جمعيتها العامة على أساس هذه الأسهم فإن هذا الحق لا يمكن أن يكون ممارسةً لحساب الشركة الا من قبل الاشخاص المكلفين بتمثيلها (أعضاء مجلس الادارة) مما يؤدي إلى زيادة قوة هذه الهيئة وبالتالي صعوبة عزلها⁽³⁾.

ويكاد يجمع الفقه على أنه لا يجوز للشركة أن تمارس حق التصويت في جمعيتها العامة بمقتضى الأسهم التي تمتلكها والموجودة في محفظة أوراقها المالية وذلك استناداً إلى توقف جميع الحقوق المالية والمعنوية المرتبطة بهذه الأسهم⁽⁴⁾.

(1) حسين عقيل عابد عقيل، المركز القانوني للمساهم في الشركات المساهمة، اطروحة مقدمة الى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2015، ص 171

(2) د. محمد امين عماد رمضان، المصدر السابق، ص 334

(3) Bosvieux, OP.Cit. No. 491

(4) محمد عمار تيار، نظرية الحقوق للمساهم في الشركة المساهمة - دراسة مقارنة، اطروحة قدمت الى مجلس كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 1998، ص 465، د. سامي عبد الباقي أبو صالح، المصدر السابق، ص 298، د. محمد امين رمضان، المصدر السابق، ص 334



وفيما يتعلق بموقف التشريعات المقارنة من مصير حق التصويت ؟

ففي قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006) أجابت المادة (726 ف1-2) منه، بأنه لا يجوز للشركة خلال مدة حيازتها للأسهم المشتراة أن تمارس أي حق من الحقوق المتعلقة بتلك الأسهم، وينطبق ذلك بصفة خاصة على أي حق في حضور الاجتماعات أو التصويت فيها .

كما أن المشرع المصري قد عطل حق الشركة في التصويت واستنزل هذه الأسهم المشتراة من النصاب اللازم للتصويت في الهيئات العامة خلال مدة احتفاظ الشركة بها، إذ ورد ذلك في المادة (150) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (159) لسنة (1981)، وهذا ما اكدته المادة (2) من قرار وزير الاقتصاد رقم (75) لسنة (1998) بتنفيذ أحكام القانون رقم (3) لسنة (1998) بتعديل بعض أحكام القانون رقم (159) لسنة ((1981)) على أن: " تستبعد أسهم الخزينة من تشكيل الهيئة العامة للشركة ومن التمثيل في حضور الجمعيات العمومية " .

هذا، ونلاحظ أن المشرع الاردني ايضاً قد استثنى الأسهم المشتراة من المشاركة والتصويت في اجتماعات الهيئة العامة للشركة والتمثيل في مجلس الادارة؛ وذلك من خلال نص المادة (8) من التعليمات الخاصة بشراء أسهم الخزينة لسنة (2014) والمعدلة بموجب قرار مجلس المفوضين رقم (218) لسنة (2015). ويترتب على مخالفة مبدأ منع ممارسة الشركة لحق التصويت، تعرض قرار الجمعية العمومية محل الاعتبار للبطلان، إذا لو فرض وأخذت الأسهم المملوكة للشركة عند نصاب الاغلبية في الجمعية العمومية، فتعد قرارات الجمعية العمومية باطية، إذ نصت المادة (726 ف 2) من قانون الشركات الانجليزي صراحة على هذا البطلان⁽¹⁾، وذلك متى كان للأصوات المتعلقة بأسهم الشركة تأثير على صدور القرار أو على رفضه، أما إذا لم يكن لها مثل هذا الاثر، فتعد قراراتها صحيحة، ولا يكون هنالك مجال لإبطالها، كذلك يجوز إبطال قرارات الجمعية متى تم خطأ احتساب النصاب القانوني لصحة قراراتها، كما لو احتسب خطأ صوت المساهم الذي قام

(1) في حين لم نجد نصوص مماثل في القانونين المصري والاردني.



ببيع أسهمه، ويتحقق هذا الوضع متى انقضت مدة زمنية بين تاريخ بيع الأسهم في البورصة وتاريخ تسليمها، فإذا فرض أن انعقدت الجمعية العمومية للشركة خلال هذه المدة واشترك فيها المساهم البائع، تقع المخالفة ويعد قرار الجمعية في هذه الحالة غير سليم (1).

ثانياً: الحق في الأرباح

قد يحق السهم أرباحاً لمالك السهم (المساهم العادي) ولكن عند قيام الشركة بشراء الأسهم الصادرة عنها، فهنا يثور تساؤل: هل يحق للشركة أن تحصل على الأرباح العائدة للأسهم المشتراة؟ نجد أن الفقه انقسم إلى قسمين، قسم يرى أنه لا يحق للشركة الحصول على الأرباح العائدة للأسهم المشتراة، واستندوا في أنه يجب توقف كافة الحقوق المرتبطة بالأسهم المشتراة طوال مدة احتفاظ الشركة بالأسهم المشتراة، على اعتبار أن اتحاد الذمة عقبة تحول دون مباشرة الشركة لهذه الحقوق (2).

أما القسم الآخر من الفقه فيرى أنه لا يوجد ما يمنع الشركة من الحصول على كافة الامتيازات المالية المرتبطة بالأسهم المشتراة، وبالتالي يكون لها الحق في الحصول على الأرباح العائدة للأسهم المشتراة؛ إذ يستفيد المساهمون غير البائعين من هذه الزيادة، لأنها تستقر في ذمة الشركة وتتزايد على مر السنوات (3).

ونعتقد مع البعض (4) أن هذا الخلاف بين الرأيين السابقين ليس الا خلافاً ظاهرياً، ذلك لأنه سواء قلنا بأنه يجوز للشركة أن تحصل على الأرباح العائدة للأسهم المشتراة أو قلنا أنه لا يجوز لها ذلك باعتبار أن هذه الأرباح تكون في حالة (شلل) ، ففي كلا الحالتين فإن عملية توزيع الأرباح بالنسبة للشركة ستظهر من خلال عملية محاسبية واحدة وهي النقل من حساب الأرباح أو الخسائر إلى حساب الاحتياطي .

(1) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 78

(2) LAGARDE, OP.Cit. No. 46

(3) Moulin, OP.Cit. No. 112

(4) LAGARDE, OP.Cit. No. 115



حسنت المادة (726/ف 3) من قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006) الجدل بالنص على أنه: " لا يجوز دفع اية ارباح أو عوائد، ولا يجوز أن تتم اجراء أي عملية توزيع أخرى - (نقداً أو غير ذلك) لأصول الشركة (بما في ذلك أي توزيع للأصول على الاعضاء عند التصفية) - على الشركة عن الأسهم المشتراة. وعلى نفس النهج نجد أن المشرع المصري لم يجز للشركة الحصول على الارباح العائدة للأسهم المشتراة، وذلك من خلال ما ورد بالمادة (150/ف 2) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات، بأن تلك الأسهم وخلال مدة احتفاظ الشركة بها ليس لها أية حقوق في التصويت أو الارباح، وتستتزل من النصاب اللازم للتصويت في الهيئة العامة. وأكدت ذلك المادة (٢) من قرار وزير الاقتصاد المصري رقم 175 لسنة ١٩٩٨ بتنفيذ أحكام القانون رقم (3) لسنة (١٩٩٨) بقولها: " لا يكون لأسهم الخزينة أية حقوق في الارباح التي توزعها الشركة، ويقتصر استحقاق الربح الذي ينقرر توزيعه على الأسهم القائمة في تاريخ قرار التوزيع .."

كما إن المشرع الاردني هو الاخر نص صراحة على أن الأسهم المشتراة لا تتمتع بأي حق من الارباح، وذلك وفقاً لما ورد بنص المادة (8) من التعليمات الخاصة بشراء أسهم الخزينة لسنة ٢٠١٤ المعدلة، إذ ورد فيها: " لا تتمتع أسهم الخزينة بأي حقوق في الارباح التي توزعها الشركة على المساهمين..."

ذلك أن هذه الأسهم تبقى في المحفظة المالية للشركة المساهمة العامة خلال المدة القانونية الواردة بالتعليمات⁽¹⁾، ولذلك فإن المشرع الاردني أخذ بمبدأ اتحاد الذمة في هذا الشأن، على أساس أن اتحاد الذمة عقبة تحول دون مباشرة الشركة للحقوق المرتبطة بالأسهم المشتراة .

" إن تلك الأسهم تتجرد من كل حق في الحصول على الارباح أو الحصول " على الفوائد، وبالتالي لا يمكن للشركة المشترية لهذه الأسهم أن تتقاضاها، والا اعتبر ذلك مخالفة للتعليمات السابق ذكرها، وبذلك يتساوى المساهم البائع والشركة المشترية للأسهم في هذا الاثر القانوني، ويتجردان من الحصول على الارباح والفوائد .

(1) حيث حددت المادة (9) من التعليمات الخاصة بشراء أسهم الخزينة لسنة (٢٠١٤) المعدلة، الحد الأدنى والاقصى للمدة التي يجوز فيها للشركة الاحتفاظ بالأسهم المشتراة ، بقولها " يجب أن لا تقل فترة الاحتفاظ بأسهم الخزينة عن ستة أشهر من تاريخ آخر عملية شراء وأن لا تزيد عن ثمانية عشر شهراً من نفس التاريخ ."



وبالتالي، فإن هذه الأرباح التي تخص الأسهم المشتراة، يتم توزيعها على الأسهم التي ما زالت مطروحة في التداول في تاريخ صدور قرار التوزيع عن الهيئة العامة في اجتماعها السنوي، ولكن يلاحظ أنه في تاريخ صدور قرار التوزيع عن الهيئة العامة، قد لا يكون عدد الأسهم المشتراة معروفا بدقة في هذا التاريخ؛ لأن الشركة لم تنتهي بعد من تنفيذ برنامج الشراء من البورصة⁽¹⁾، ولهذا فإنه يجب على الهيئة العامة في هذه الحالة، أن تحدد مبلغ الربح القابل للتوزيع على أساس جميع الأسهم، وتقرر أنه - عند انتهاء عملية الشراء - إذا تبين أن الشركة تحوز عدداً من أسهمها، فإن الربح العائد لهذه الأسهم يتم ترحيله إلى السنة اللاحقة .

ثالثاً : الحق في الاكتتاب بالأفضلية

يقصد بالاكتتاب⁽²⁾ بداية: " تصرف قانوني يقتني بموجبه المكتتب عدداً من أسهم الشركة يدفع ما يقابلها من المبلغ المطلوب مع التعهد بقبول ما ورد في عقد الشركة " ⁽³⁾.

ولقد اختلف الفقه حول ما إذا كان بإمكان الشركة أن تباشر الحق في الاكتتاب ذي الأفضلية المرتبط بالأسهم المشتراة، إذ ذهب البعض⁽⁴⁾ إلا أنه لا يجوز للشركة أن تمارس حق الاكتتاب ذي الأفضلية لأن هذا الحق يكون في حالة شلل، وأن هذا الحق يتعارض مع مبدأ جدية رأس المال، إلا أنه ووفق هذا الرأي تستطيع الشركة أن تتنازل عن هذا الحق إلى الغير، ذلك لأن الاكتتاب ذي الأفضلية عبارة عن تجزئة للسهم، ولما كانت فكرة اتحاد الذمة (باعتبارها مجرد عقبة مؤقتة) لا تمنع الشركة من إعادة التنازل عن الأسهم المشتراة، فأنها لا تمنعها أيضاً من إعادة التنازل عن حق الاكتتاب ذي الأفضلية، لأن هذا يعد إعادة تداول جزئي للسهم .

(¹) MERCADAL (Barthelemy) et JANIN (philippe) droit des affaires, sociétés commerciales, memento pratique ed. Francis Lefebver, 1999.P. 244

(²) د. لطيف جبر كومانبي، المصدر السابق، ص 145

(³) لما كان الاكتتاب من قبل التصرفات القانونية فإنه يمثل عقداً بين المكتتب والشركة، ويعد الاكتتاب في شركة مساهمة من الأعمال التجارية لأنه يتصل بإحدى إجراءات تأسيس الشركة على أن ذلك لا يكسب المكتتب صفة تاجر، المزيد من التفاصيل =النظر في ذلك: د. رضوان ابو زيد، شركات المساهمة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1993، ص 53، وانظر أيضاً د. باسم محمد صالح ود. عدنان العزاوي، الشركات التجارية، بيت الحكمة، بغداد، 1985، ص 146. الذي ينكر الصفة العقدية للاكتتاب ويرى بأنه عمل ارادياً مبني على الارادة المنفردة للمكتتب.

(⁴) LAGARDE, OP.Cit. No. 46



وذهب رأي آخر إلى أنه يجب أن يكون للشركة الحق في ممارسة الاكتتاب ذي الأفضلية على أسهم الأسهم المشتراة، لأن في ذلك مصلحة للمساهمين، إذ من مصلحتهم أن تكتتب الشركة بالأسهم الجديدة على أساس ما تحوزه من أسهم، لأن من شأن ذلك أن يؤدي إلى تخفيض حقوق الاكتتاب العائدة إلى كبار المساهمين (اي المساهمين الذين يمتلكون عدداً كبيراً من الأسهم) (1).

وكان المشرع المصري صريحاً من خلال المادة (48) من قانون الشركات إذ حظر على الشركة الحصول على أسهمها بأية طريقة كانت، بغض النظر عن المبلغ الممول لعملية الشراء حتى ولو لم تمس هذه العملية بمبدأ ثبات رأس المال، وعليه فإن عملية اكتتاب الشركة بالأسهم المشتراة تعد عملية محظورة، لأنه يترتب عليها دائماً حصول الشركة على ملكية أسهمها (2).

بينما اعتبر المشرع الاردني الأسهم المشتراة أسهما غير متاحة للتداول، وذلك وفقاً لما ورد بنص المادة (٢) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان الصادرة بالاستناد لأحكام المادة (٧٢) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة (2002)، إذ عرفت تلك المادة الأسهم الحرة بأنها: "عدد الأسهم المتاحة للتداول ولأغراض هذه التعليمات تعد الأسهم التالية غير متاحة للتداول... 5 الأسهم المملوكة من قبل الشركة نفسها (أسهم الخزينة)". لهذا، فإن الشركة المساهمة العامة التي تملك أسهم الخزينة (الأسهم المشتراة) لا يمكنها طرح هذه الأسهم للتداول في سوق الأوراق المالية متى شاءت، وذلك لأن التعليمات تمنع تداولها في السوق، وهذا يشكل قيوداً على إرادة الشركة في تداول الأسهم المشتراة، وهذا الحظر يرد فقط على الشركة ولا يرد على حق بقيمة المساهمين في تداول أسهمهم .

(1) ESCARRA (jean) ESCARRA (E douard (RAUET (jean). Traité théorique et pratique de droit commerciale, les sociétés commerciale, Tome III, 1955. No. 1335

(2) يشمل الحظر أيضاً الأسهم التي تحصل عليها الشركة عن طريق الهبة والتبرع والوصية، وعلى الرغم من أن هذه العمليات لا تمس مبدأ ثبات رأس المال، إلا أن السماح بها يسمح للشركة بالمضاربة على أسهمها في السوق، وكان هدف المشرع المصري من حظر كل العمليات التي يترتب عليها حصول الشركة على أسهمها هو منع الشركة من المضاربة على أسهمها في سوق الأوراق المالية وليس فقط المحافظة على أصول الشركة.



ولكن قد يكون حظر تداول أسهم الخزينة في سوق الأوراق المالية هو حظراً مؤقتاً، لأن المادة (9) من تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة (٢٠١٤) المعدلة ألزمت الشركة المساهمة العامة بالاحتفاظ بأسهم الخزينة في محفظتها المالية لمدة لا تقل عن ستة أشهر من تاريخ آخر عملية شراء أسهم خزينة، والا تزيد على ثمانية عشر شهراً من التاريخ نفسه، وهذا يعني أن الشركة يمكن لها أن تقوم ببيع هذه الأسهم بعد انقضاء مدة ستة أشهر من تاريخ أول عملية شراء، أي بعد المدة القانونية المحددة لحظر التصرف بأسهم الخزينة، وفي كافة الأحوال يجب على الشركة أن تقوم ببيع هذه الأسهم بعد انقضاء مدة ثمانية عشر شهراً من تاريخ أول عملية شراء .

المطلب الثاني

اثر عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة على وضع الشركة وتقييمها

يمكن القول بأن إطلاق حرية الشركة في التعامل على أسهمها دون وجود أية ضوابط يمثل خطورة شديدة على أداء السوق، لما ينتج عنه من آثار سلبية، تتمثل في عدم المساواة بين مركز الشركة وبين بقية المتعاملين، وكذلك غياب الافصاح اللازم لتنفيذ العمليات، والمساس بحقوق دائني الشركة، وإن كنا لا ننكر وجود بعض الآثار الايجابية لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة .

بالمقابل تلتزم الشركة - كقاعدة عامة- متى قامت بشراء الأسهم الصادرة عنها، بإلغاء هذه الأسهم وتخفيض رأس مالها، وذلك إذا كانت قد استخدمت في تمويل هذه العملية، أموالاً مقتطعة من رأس مالها، بينما يكون لها الحق في الاحتفاظ بالأسهم المشتراة ورأس مالها كما هو دون أي تعديل، وذلك إذا كانت قد مولت عملية الشراء من الارباح أو الاحتياطات القابلة للتوزيع ، وسواء قررت الشركة ، تخفيض رأس مالها أو الاحتفاظ به كما هو دون أي تعديل ، فإنها سوف تتعرض لمشاكل جديدة ينعكس أثرها على الشركة نفسها .

وفيما يأتي نتناول اثار عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة على وضع الشركة في الفرع

الاول وتقييم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة في الفرع الثاني .



الفرع الاول

اثار عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة على وضع الشركة

قد اشرنا بأن الشركة قد تأخذ القرار بالقيام بعملية شراء الأسهم الصادرة عنها لهدف محدد أو لغرض معين، ولكن يجب على الشركة عند القيام بعملية الشراء أن تلتزم بالإجراءات التي تتبع أو تسبق عملية الشراء، ولقد أوضحنا أن الشركة متى قامت بعملية الشراء وجب عليها إلغاء هذه الأسهم وتخفيض رأس مالها متى كانت قد استخدمت في تمويل عملية شراء الأسهم الصادرة عنها أموالاً مقتطعة من رأس المال، ولكن يجوز للشركة أن تحتفظ برأس مالها دون تعديل والاحتفاظ أيضاً بالأسهم المشتراة، وذلك يتحقق متى تم تمويل عملية الشراء من الارباح أو من الاحتياطي.

فقيام الشركة بعملية الشراء يترتب عليه العديد من المشاكل التي قد تنعكس آثارها على وضع الشركة، ولا بد لتحديد آثار هذه المشاكل أن نتناول في البداية حالة تخفيض رأس مال الشركة كنتيجة لعملية الشراء، ثم حالة عدم تخفيض رأس مال الشركة والابقاء عليه من دون تعديل .

أولاً : تخفيض رأس مال الشركة

تعد عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة أحد الاساليب المتبعة من أجل تخفيض رأس مال الشركة المساهمة، فقد يكون المركز المالي للشركة المساهمة في وضع حرج، فنقوم بتخفيض رأسمالها، وذلك من أجل النهوض بالوضع المالي السيئ الذي تتعرض له، وبذلك تتفادى الخسائر التي قد تلحق بها في المستقبل.

ومتى قامت الشركة بتخفيض رأس مالها بعد عملية الشراء يثور التساؤل حول مقدار التخفيض، فهل يجب على الشركة أن تجري هذا التخفيض في حدود ثمن الشراء ؟ أم في حدود إجمالي القيمة الاسمية للأسهم المشتراة ؟ وهذه المسألة مهمة فهي تثار في كل عملية شراء تقوم بها الشركة من أجل الحصول على أسهم



الخزينة كأمر طبيعي لعملية الشراء، أي بغض النظر عما إذا استخدمت في تمويل عملية الشراء مبلغاً مقتطعا من رأس مالها، أو استخدمت الأرباح أو الاحتياطات القابلة للتوزيع⁽¹⁾.

وفي هذا الخصوص لا خلاف في أنه يجب كقاعدة أن يتم التخفيض في حدود إجمالي القيمة الاسمية للأسهم المشتراة، وذلك مهما كان مصدر الاموال المستخدمة في شراء الأسهم⁽²⁾.

وهذا ما ذهب إليه المشرع الانكليزي من خلال المادة (706) من قانون الشركات الانكليزي التي ذهبت إلى اعتبار الأسهم المشتراة ملغية في حالة عدم رغبة الشركة بالاحتفاظ بها كأسهم خزينة ويخفض تبعاً لذلك رأس المال بحدود القيمة الاسمية للأسهم المشتراة، وكذلك المشرع المصري من خلال المادة (3) من قرار وزير الاقتصاد المصري رقم (75) لسنة (1998) ؛ إذ تلتزم الشركة بدعوة الهيئة العامة غير العادية للانعقاد خلال مدة الثلاثين يوماً التالية لمضي تلك المدة لإنقاص رأس مال الشركة بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم بعد اتباع الاجراءات المقررة لدعوة الجمعية ولتخفيض رأس المال، وذلك في حالة عدم تصرف الشركة بالأسهم المشتراة خلال المدة القانونية التي يجب عليها التصرف بها قبل مضي مدة لا تزيد على سنة من تاريخ حصولها عليها، والمشرع الاردني هو الاخر اشار إلى تخفيض رأس المال بحدود القيمة الاسمية للأسهم المشتراة⁽³⁾.

وهنا سوف نبحث في حالة ما إذا تم تمويل عملية الشراء باقتطاع من رأس مال الشركة وحالة ما إذا تم التمويل من الأرباح أو الاحتياطي وذلك كما يلي:

(1) د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 82

(2) د. طاهر شوقي مؤمن، الاطار القانوني لبيع الاوراق المالية في البورصة، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2007، ص 146، د صالح البربري، بورصة الأوراق المالية والممارسات التي تؤثر في كفاءة أداة وظائفها وقواعد الضبط، المصدر السابق، ص324، المستشار رجب عبد الحكيم سليم، المصدر السابق، ص 654

(3) المادة (13) من تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة 2014 المعدلة



1- تمويل عملية الشراء من رأس مال الشركة:

إن لجوء الشركة إلى عملية شراء الأسهم بتمويل مستقطع من رأس مالها، يجعلنا أمام عدة فروض، إما أن يكون ثمن شراء الأسهم مساوياً لقيمتها الاسمية، أو أن يكون ثمن الشراء الأسهم أعلى من قيمتها الاسمية، أو أن ثمن شراء الأسهم أقل من قيمتها الاسمية، وذلك على التفصيل الآتي:

أ- إذا كان ثمن شراء الأسهم مساوياً لقيمتها الاسمية:

في هذه الحالة لا تثار أية مشكلة، لأنه سواء قامت الشركة بتخفيض رأس مالها بمقدار القيمة الاسمية للأسهم المشتراة أو بمقدار ثمن الشراء، إذ إن رأس المال بعد تخفيضه يكون مطابقاً تماماً لإجمالي القيمة الاسمية للأسهم المتبقية غير المشتراة⁽¹⁾.

ب- إذا كان ثمن شراء الأسهم أقل من قيمتها الاسمية:

مفاد هذا الفرض انه إذا خفضت الشركة رأس مالها في حدود ثمن الشراء فقط، فإنه يؤدي إلى عدم تطابق رأس المال الفعلي وإجمالي القيمة الاسمية للأسهم غير المشتراة، التي مازالت في التداول، وقد تلجأ الشركة لإيجاد التطابق بين رأس المال بعد تخفيضه والقيمة الاسمية للأسهم غير المشتراة، إما إلى رفع القيمة الاسمية للأسهم غير المشتراة بما يتناسب ومقدار الزيادة الناتجة عن هذا الاختلاف، وإما إلى توزيع أجزاء من الأسهم تتساوى قيمتها من مقدار هذه الزيادة⁽²⁾. ولكن الاخذ بهذه الحلول ليس بالأمر اليسير، وقد يجعل من العملية أمراً صعباً أو غير منطقية من الناحية العملية، فقد يؤدي الاخذ بها على الاغلب إلى أرقام كسرية، وذلك عندما لا يقبل مقدار الزيادة القسمة على عدد الأسهم غير المشتراة، إضافة إلى أن الحلول السابقة تتطلب نفقات إضافية، تتحملها الشركة .

(1) VEAUX-FOURNERIE, OP.Cit. No. 250

(2) مرتضى حسين السعدي، المصدر السابق، ص 26



واعتبر الفقه أن هذه الحلول غير مجدية، وذهبوا إلى حل آخر مفاده أن تقوم الشركة بتخفيض رأس مالها بمقدار القيمة الاسمية للأسهم المشتراة، وليس بمقدار ثمن الشراء، إذ يكون الفرق بين ثمن الشراء والقيمة الاسمية للأسهم غير المشتراة في احتياطي خاص غير قابل للتوزيع⁽¹⁾.

ج- ثمن شراء الأسهم أعلى من قيمتها الاسمية:

حتى تعد عملية شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها سليمة من الناحية القانونية، يجب على الشركة تخفيض رأس مالها بمقدار إجمالي ثمن الشراء، أي بمقدار المبلغ المدفوع فعلاً، وإذ إن ذلك يؤدي إلى عدم تطابق بين رأس المال الفعلي بعد تخفيضه وبين إجمالي القيمة الاسمية للأسهم المتبقية غير المشتراة، إذ إن القيمة الاسمية لمجموع الأسهم غير المشتراة تتجاوز مقدار رأس المال بعد تخفيضه⁽²⁾.

ولتصحيح هذا الوضع، ذهب البعض إلى أنه يجب اتخاذ إجراءات تخفيض مناسبة للقيمة الاسمية للأسهم غير المشتراة، ولكن هذا الحل يتطلب أن تتوفر لدى الشركة الاحتياطيات الكافية، إلا أن البعض الآخر طلب أن يتم تغطية الفرق بين ثمن الشراء والقيمة الاسمية للأسهم المشتراة من الأرباح أو الاحتياطي القابلة للتوزيع وبالتالي فلا مجال لحسم هذا الفرق من الاحتياطي القانوني أو الاحتياطي النظامي غير المخصص لهذا الغرض⁽³⁾.

2- تمويل عملية الشراء من الأرباح والاحتياطي

أن قيام الشركة بتمويل عملية شراء الأسهم الصادرة عنها من الأرباح والاحتياطي يجعل هنالك نوعاً من عدم التوازن بين رأس مال الشركة وبين إجمالي القيمة الاسمية للأسهم المتبقية بعد الشراء، والسبب في ذلك بالتأكيد

(¹) علي حسن يونس، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1991، ص 58

(²) Moulin, op, cit, p. 104

(³) Michel de Juglart, Benjamin Ippolito. Traité de droit Commercial, Montchrestien, 1980, no. 710



يرجع إلى عدم المساس برأس مال الشركة رغم شراء الأسهم⁽¹⁾ ، إذ يترتب على ذلك تزايد في قيمة الأسهم المتبقية بعد الشراء بطريقة غير مباشرة، نتيجة إلغاء الأسهم المشتراة، مما يؤدي إلى زيادة الحقوق المرتبطة بها سواء من إذ الأرباح أو صافي أصول الشركة .

ولكي يتم معالجة حالة عدم التوازن يجب على الشركة أن تخفض رأس مالها بمقدار ما يعادل القيمة الاسمية للأسهم المشتراة، إذ يصبح هنالك نوع من إعادة التعادل بين رأس مال الشركة بعد تخفيضه وإجمالي القيمة الاسمية للأسهم المتبقية بعد الشراء، الا أن البعض ذهب إلى أنه بالإمكان تحقيق التوافق عن طريق توزيع أجزاء من الأسهم تعادل قيمتها الزيادة والنمو الناتج عن إلغاء الأسهم محل الشراء على أصحاب الأسهم المتبقية، أو عن طريق رفع القيمة الاسمية لهذه الأسهم بمقدار ما تحقق من زيادة، الا أن أغلب هذه الحلول نظرية ويصعب تطبيقها من الناحية العملية⁽²⁾.

ثانياً : عدم تخفيض رأس مال الشركة

إن قيام الشركة بتمويل عملية شراء الأسهم الصادرة عنها بأموال مقطوعة من الأرباح والاحتياطيات القابلة للتوزيع لا يجعل عليها التزاماً بتخفيض رأس مالها كنتيجة لعملية شراء أسهمها، لأنه وبالأساس لم يكن هنالك أي مساس بمبدأ ثبات رأس المال، وعلى ذلك فإن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة تعد عملية مشروعة، وعند قيام الشركة بعملية شراء الأسهم الصادرة عنها وعدم قيامها بتخفيض رأس مالها، فإن ذلك يعرضها للعديد من الصعوبات، لأن مبلغ رأس المال وحساب النصاب القانوني في الجمعيات العامة وعدد الأسهم وقيمتها الاسمية- كل هذا يعد مرتبطاً ببعضه البعض، علاوة على أن كل سهم يمثل جزءاً من رأس مال الشركة.

ومما لا شك فيه أنه ليس ثمة مشكلة إذا اخذنا بالرأي الذي يشبه الشركة المشتريّة بالمساهم العادي، فالشركة لها الحق في الاشتراك في جمعيتها العامة والتصويت على قراراتها، على أساس ما تحوزه من أسهم

(1) Moulin,op,cit,p.108

(2) Michel,op,cit,p.686



مثلها مثل أي مساهم عادي، فلا يكون هنالك أي مشكلة نتيجة لذلك، وعلى العكس من ذلك تثار المشاكل إذا أخذنا بالرأي الذي يذهب إلى انقضاء الأسهم المشتراة، أو إذا أخذنا بالرأي الذي يذهب إلى اعتبار أن الحقوق والامتيازات المرتبطة بالأسهم المشتراة تكون في حالة شلل وتوقف.

وعلى ذلك سوف نتناول شرح هذين الرأيين في فقرتين : الأولى في حالة انقضاء الأسهم المشتراة، والثانية حالة توقف الحقوق والامتيازات المرتبطة بالأسهم المشتراة،

1- انقضاء الأسهم المشتراة :

أن القول بانقضاء الأسهم المشتراة، زوال الحقوق الملازمة لها، مما يؤدي إلى الاخلال بالتناسق القائم بين عدد الأسهم وقيمتها الاسمية ومبلغ رأس المال، وذلك لأن عدد الأسهم المصدرة سوف ينقص بالانقضاء، بينما تبقى القيمة الاسمية ومبلغ رأس المال ثابتين دون تغيير، مما يجعل حقوق باقي المساهمين غير البائعين في تزايد، سواء في الأرباح أو في ناتج التصفية، حتى إن انقضاء الأسهم المشتراة يجعل من كيفية حساب النصاب القانوني اللازم لصحة اجتماع الهيئة العامة للشركة أمراً في غاية الصعوبة (1).

إلا أن البعض اقترح حلاً لتسوية هذا الوضع، يتمثل هذا الحل في أن تقوم الهيئة العامة غير العادية بتعديل نظام الشركة الاساسي، وذلك حسب ما يتمشى مع وضع الشركة الجديد الناشئ عن عملية شراء الأسهم، وبهذا يكون أمام الهيئة العامة غير العادية اتخاذ أحد الحلين، إما زيادة القيمة الاسمية للأسهم غير المشتراة بما يعيد التوافق بين قيمة هذه الأسهم ومبلغ رأس المال، وإما أن توزع الشركة على المساهمين غير البائعين أجزاء من الأسهم قيمتها الاسمية تعادل قيمة الأسهم الملغاة (2).

(1) د. محمد قرياش، المصدر السابق، ص 288

(2) إلا أنه يستحيل تطبيق الحلين السابقين، لأنه يستحيل عادة على الشركة أن تترجم من الناحية القانونية البحتة مقدار الزيادة التي لحقت حقوق المساهمين غير البائعين نتيجة لإلغاء الأسهم المشتراة، بحيث تنور من جديد مشكلة كيفية حساب النصاب القانوني، ويعود الحال كما لو كانت الشركة لم تقم بإجراء التعديل في نظامها الأساسي، هذا بالإضافة إلى أن هذين الحلين غير مطبقين من الناحية العملية لأن تطبيقهما سيؤدي إلى أرقام كسرية، بالإضافة إلى أن الحلين يتطلبان نفقات إضافية. انظر:

مرتضى حسين السعدي، المصدر السابق، 28



وقد اقترح الفقه بعض الحلول التي يمكن على أساسها احتساب النصاب القانوني، إذ قيل بعدة طرق: فطبقاً للطريقة الاولى: يتم احتساب النصاب القانوني كما لو أن عملية الشراء لم تقع أصلاً، وكل سهم يبقى محتفظاً بقيمته الاسمية السابقة على عملية الشراء، ويحتسب النصاب القانوني على أساس مقدار رأس مال الشركة الاصيلي.

الا أن هذه الطريقة أو هذا النظام رغم سهولته غير منطقي ويجب استبعاده، لأنه يؤدي في حالة شراء الشركة لعدد كبير من أسهمها أو متى كان الشراء متكرراً إلى تعذر اجتماع الجمعية العمومية للشركة (1).

الطريقة الثانية: تفترض هذه الطريقة، أن الشركة عند حساب النصاب القانوني استطاعت أن تكرر قانوناً زيادة حقوق المساهمين غير البائعين، والقيمة الاسمية للأسهم غير المشتراة تزداد صورياً بمقدار القيمة الاسمية للأسهم المشتراة؛ الا أن هذه الطريقة تتطوي على العديد من التعقيدات والصعوبات، أهمها أن القيمة الاسمية للأسهم غير المشتراة ستكون مختلفة عن قيمتها كما هي محددة في نظام الشركة .

الطريقة الثالثة: وتفترض هذه الطريقة أن تقوم الشركة على أساسها بتخفيض رأس مالها تخفيضاً صورياً بمبلغ يتطابق مع القيمة الاسمية للأسهم المشتراة، وتبقى الأسهم غير المشتراة محتفظة بقيمتها الاسمية التي كانت لها قبل تنفيذ عملية الشراء .

ويعد النظام الاخير هو الاكثر منطقياً والاكثر قبولاً بين الفقهاء ، لأنه متى قررت الشركة شراء مجموعة من أسهمها وإلغائها ، فإن المنطق يقتضي أن يتم حساب النصاب القانوني على أساس مجموع القيمة الاسمية للأسهم غير المشتراة وليس على أساس رأس المال الاصيلي (كما هو منصوص عليه في نظام الشركة)، هذا من جهة ومن جهة أخرى، فإن هذا الحل هو الحل الوحيد الذي يتماشى مع القانون، ذلك أنه إذا كان القانون قد وضع نصاباً معيناً لصحة اجتماع الجمعيات العامة في الشركة، فإن الحكمة إيجاد التناسب بين الأسهم الحاضرة في الاجتماع والتي يكون لها حق التصويت وبين الأسهم الغائبة وذلك بقصد حماية مصالح هذه الاخيرة،

(1) VEAUX-FOURNERIE, OP, cit, p.254



وبالتالي فإنه يكفي لتحقيق هذا الهدف الذي يسعى إليه القانون، الاعتداد بالأسهم الموجودة في التداول (غير المشتراة)⁽¹⁾.

2- توقف الحقوق المرتبطة بالأسهم المشتراة

رأينا أنه وفقاً للاتجاه الراجع فقهاً وقضاءً (وهو ما أخذت به التشريعات المقارنة)، يجوز للشركة الاحتفاظ بالأسهم المشتراة في محفظة أوراقها المالية، إلا أن الحقوق المرتبطة بهذه الأسهم تكون في حالة توقف أو شلل . إذ يمكن للشركة أن تستخدم الأسهم المشتراة على النحو الآتي :

أ- أن تقوم الشركة بإعادة التنازل عن هذه الأسهم إلى الغير، إذ إن ذلك لا يؤثر على كيفية احتساب النصاب القانوني الذي يجب توافره لصحة اجتماع الهيئة العامة.

ب- أن تقوم الشركة بإلغاء هذه الأسهم المشتراة، دون أن يرافق ذلك تخفيض لرأس مال الشركة، ودائماً يحصل ذلك عندما ترغب الشركة في استهلاك أسهمها عن طريق الشراء، ولقد أجاز الفقهاء هذه الطريقة شريطة أن تكون عملية الشراء ممولة من الأرباح أو الاحتياطيات القابلة للتوزيع⁽²⁾.

إلا أن التشريعات المقارنة استبعدت طريقة الاستهلاك بالشراء، إذ إنها أوجب على الشركة عند القيام بإلغاء الأسهم المشتراة أن تلتزم بتخفيض رأس مالها، حتى ولو كانت عملية الشراء قد مولت من الأرباح أو الاحتياطيات القابلة للتوزيع⁽³⁾. فهنا يجب على الشركة أن تتصرف بالأسهم المشتراة إلى الغير خلال سنة من تاريخ الشراء، فإذا لم تستطع التصرف وجب عليها (الشركة) أن تخفض رأس مالها.

ت- وبإمكان الشركة أن تحتفظ بالأسهم المشتراة في محفظة أوراقها المالية، وهنا تنور من جديد مشكلة كيفية احتساب النصاب القانوني لصحة اجتماع الهيئة العامة، والاعلبية اللازمة لصدور قراراتها وفي

(¹) Moulin, OP,cit,p.108 , LAGARDE, OP,cit,p.42

(²) مرتضى حسين السعدي، المصدر السابق، ص 30

(³) حيث نجد أن المادة (٤٨) من قانون الشركات المصري تلزم الشركة ما لم تتصرف بالأسهم المشتراة إلى الغير خلال مدة سنة من تاريخ الشراء، بإنقاص رأس مالها واتباع الإجراءات المقررة لذلك، تقابلها المادة (706) من قانون الشركات الانجليزي، والمادة (13) من تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة 2014



هذا الخصوص يجب احتساب النصاب القانوني على أساس إجمالي القيمة الاسمية للأسهم المتبقية بعد الشراء، بمعنى أنه لا يدخل في حساب النصاب تلك الأسهم التي اشترتها الشركة رغم احتفاظها بها في محفظتها المالية وعدم إلغائها⁽¹⁾.

الا أن البعض⁽²⁾ ذهب إلى أن النصاب القانوني يجب أن يحتسب على أساس إجمالي القيمة الاسمية للأسهم التي أصدرتها الشركة، أي على أساس مقدار رأس المال كما هو وارد في النظام الاساسي للشركة، مع اعتراف أصحاب هذا الرأي بأنه لا يجوز للشركة أن تشارك وتصوت في جمعيتها العامة على أساس ما تملكه من أسهم، غير أن هذا الرأي الاخير قد يؤدي إلى احتمال تعرض الشركة لبعض الازمات في حالة زيادة حجم الشراء من جانب الشركة، دون أن تسارع إلى إطلاق الأسهم المشتراة في التداول، إذ قد يستحيل توفر النصاب القانوني لصحة اجتماع الجمعية العمومية أو أنه قد يستحيل توافره في أول دعوة للانعقاد بالإضافة إلى النفقات الكثيرة التي قد تواجهها الشركة وتعرض حركتها لتعثر موقت .

الا أننا لا نؤيد هذا الرأي الاخير، فطالما أن هدف المشرع من اشتراط توافر نصاب معين لصحة اجتماعات الهيئة العامة ، هو ايجاد التناسب بين الأسهم الحاضرة في الاجتماع (والتي يكون لها حق التصويت) وبين الأسهم الغائبة، وذلك بقصد حماية مصالح هذه الاخيرة، فإن دخول الأسهم المشتراة في حساب النصاب القانوني دون أن يكون لها الحق في التصويت لصالح أو ضد القرار اتخاذه، يكون مخالفاً لقصد المشرع، ونعتقد أن هذا السبب هو الذي دعا التشريعات المقارنة إلى النص صراحة على عدم دخول الأسهم المشتراة في حساب النصاب القانوني⁽³⁾

(1) ESCARRA (jean) ESCARRA (E douard) RAUET, OP,cit,p.1336

(2) انتقد أصحاب هذا الرأي فكرة احتساب النصاب القانوني على أساس إجمالي القيمة الاسمية للأسهم المتبقية بعد الشراء، حيث أكدوا على سهولته وبساطته، إلا أنه بعيد عن المنطق، حيث إنه من غير المتصور أن تستبعد عند حساب النصاب القانوني قيمة الأسهم المشتراة طالما أن الشركة لم تقم بإلغاء هذه الأسهم وتخفيض رأس مالها تبعاً لذلك. د. اميرة صدقي، المصدر السابق، ص 90

(3) فالمادة (726) من قانون الشركات الانجليزي منعت الشركة المشترية للأسهم من حق الحضور في اجتماعات الجمعية العامة والتصويت فيها . ولقد استبعد المشرع المصري الأسهم المشتراة من تشكيل الجمعية العامة للشركة ومن التمثيل فيها؛ وذلك من



الفرع الثاني

تقييم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة

الخوف من لجوء الشركة لشراء الأسهم الصادرة عنها كوسيلة لخداع جمهور المتعاملين في الأوراق المالية له ما يبرره نتيجة للآثار السلبية التي تنتج عن هذا الشراء، غير أن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها أيضا آثار ايجابية .

أولاً : الجوانب الايجابية

1- التخلص من فائض الاموال باستثمارها:

قد يتوافر لدى الشركة، خاصة في أوقات الازمات الاقتصادية، أموال ضخمة، معطلة، لا تستوعبها احتياجاتها الجارية، ولذلك كان من الواجب عليها أن تستثمرها مؤقتا لحين زوال الظروف الصعبة التي تمر بها، لذا يرى البعض⁽¹⁾ شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها يجعلها تتخلص من الفائض من أموالها ، إذ يؤدي إلى المواءمة بين استثماراتها وبين الاموال التي بحوزتها، ويعد اكتساب الأسهم (وغيرها من الأوراق المالية) افضل وسيلة أمام الشركة لتحقيق هذا الهدف، ولذلك، كثيرا ما تفكر في اكتساب أسهمها، سواء عن طريق الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس مالها، أو من خلال شراء الأسهم الصادر عنها في سوق الأوراق المالية، ويعد هذا المسلك استثمارا مفيدا ومربحا.

خلال المادة (150/2) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (159) لسنة (1981) المعدل، حيث تنص على " ولا يكون للأسهم المذكورة . خلال فترة احتفاظ الشركة بها . أية حقوق في التصويت أو الأرباح ، وتستتزل من النصاب اللازم للتصويت في الجمعية العامة" وبالمعنى نفسه ما ذهبت إليه المادة (٢) من قرار وزير الاقتصاد المصري رقم 75 لسنة ١٩٩٨ بتنفيذ بعض أحكام القانون رقم 3 لسنة ١٩٩٨ . كما أن المشرع الأردني ذهب إلى ما ذهب إليه المشرعان الانجليزي المصري وذلك . من خلال المادة (8) من تعليمات شراء أسهم الخزينة لسنة ٢٠١٤ المعدلة؛ حيث استبعد الأسهم المشتراة من المشاركة والتصويت في اجتماعات الهيئة العامة للشركة والتمثيل في مجلس الإدارة .

(1) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الاوراق المالية، المصدر السابق، ص 332



ويمكن قبول هذه الفكرة إذا ما قامت الشركة بذلك بطريقة محدودة وبالقدر الذي يحقق لها هذا الهدف، إذ يؤدي إلى تخفيض رأس المال، أما إذا لم تكن الشركة راغبة في تخفيض رأس المال وتريد استثمار أموالها في بورصة الأوراق المالية فلماذا يكون ذلك على أسهمها؟ لقد كان من الواجب أن يحظر عليها شراء أسهمها وأن يتاح لها شراء أسهم شركات أخرى في حاجة إلى السيولة، وبهذا تضخ الاموال التي ليست بحاجة إليها في شركات أخرى تعاني من نقص التمويل (1).

وفي جميع الاحوال ينبغي الا يغيب عن البال تلك الفكرة التقليدية لثبات رأس المال كونه يعد ضمانا لدائني الشركة، إذ إذا كان تصرف الشركة في أسهمها على النحو السابق ينحصر في فائض رأس المال، أي ما يزيد على رأس المال المصدر فلا بأس في ذلك. أما إذا أدى ذلك إلى تخفيض رأس المال فهو ما يشكل خطورة بالنسبة للدائنين الذين نشأت ديونهم في ظل قدر معين من رأس مال الشركة وهو الضمانة الاكيدة لديونهم قبلها حتى في ظل الافكار الحديثة الخاصة بوفرة التدفقات النقدية وما يطلق عليه أسهم الاقتصاد الحديث، مثل أسهم الاتصالات (2).

2-زيادة ربحية السهم

يرى البعض أن السماح للشركات بشراء الأسهم الصادرة عنها، له فوائد وإيجابيات وتتمثل هذه الايجابيات في أن ربحية السهم ترتفع بسبب تقلص عدد الأسهم، بينما ربحية السهم الواحد مرتبطة بعدد الأسهم المصدرة، ويعود ذلك لأن ربحية الشركة ككل غير مرتبطة بعدد الأسهم، كما أن المساهمين سيتحصلون على أرباح أعلى في المستقبل، بسبب نقص عدد الأسهم المستحقة للأرباح، حتى وإن لم تقم الشركة بتوزيع أي أرباح، فإن شراءها أسهمها يؤدي إلى ارتفاع العائد على حقوق المساهمين، مرة أخرى بسبب نقص عدد الأسهم المصدرة، كون

(1) د. صالح احمد البربري، بورصة الأوراق المالية والممارسات التي تؤثر في كفاءة أداة وظائفها وقواعد الضبط، اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق، جامعة الاسكندرية، 2001، ص 330

(2) د. احمد باز، المصدر السابق، ص 376



الأسهم التي يتم شراؤها تتلف أو تبقى كأسهم خزانة غير مستحقة للتوزيعات ولا تحسب من ضمن الأسهم المصدرة⁽¹⁾.

3- شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها يؤدي إلى خلق سيولة

يؤدي إلغاء الشركة لأسهمها إلى إعدام الأسهم ذاتها، مما يسمح بخلق سيولة للمساهمين الراغبين في الخروج من الشركة، وهي في حد ذاتها عملية مفيدة إذا كنا في ظل اقتصاد يعاني من قلة السيولة، إذ إن السيولة المترتبة على شراء الأسهم الملغاة كانت تمثل فائضا، ومن ناحية أخرى فإن إنقاص عدد الأسهم سيؤدي إلى زيادة أرباح المساهمين الباقين في الشركة، ومن ثم فإن فكرة إعدام الأسهم هي التي أدت إلى خلق السيولة في السوق وكذلك إلى إثراء المساهمين عن طريق زيادة توزيع الأرباح على أسهم أقل، كما أن شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها يؤدي إلى التوازن بين الاموال المستثمرة وبين الحاجة الحقيقية للمشروع⁽²⁾.

4- نقطة أخرى تضاف إلى ايجابيات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، هي أن عملية الشراء، أو حتى مجرد الاعلان عن عزم الشركة شراء أسهمها، تعد من الاشارات الضمنية الايجابية المفيدة للمستثمر، كونها تؤخذ كدليل على تدني سعر أسهم الشركة وجاذبيته للاستثمار⁽³⁾.

ثانياً: الجوانب السلبية

في مقابل الايجابيات هناك الكثير من السلبيات التي يمكن أن تنجم عن عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، إذا لم يوضع لتلك العملية شروط وضوابط صارمة تحد من استغلال الشركات لعملية الشراء وتتلاعب بالأسهم في الأسواق.

(1) د. فهد بن عبدالله الحويماي، ضرورة السماح للشركات بشراء أسهمها، مقال منشور في الجريدة الاقتصادية السعودية، 2013، تاريخ الزيارة 2022/6/18 / س الرابعة مساءً www.aleqt.com

(2) د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، المصدر السابق، ص 333

(3) د. فهد بن عبدالله الحويماي، ضرورة السماح للشركات بشراء أسهمها، مقال منشور في الجريدة الاقتصادية السعودية، 2013، تاريخ الزيارة (2022/6/18) / س الرابعة مساءً www.aleqt.com



وفي هذا الشأن فقد أوضح دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق "أسهم الخزينة" والذي أصدرته الهيئة العامة للرقابة المالية في يوليو ٢٠١٠ الجوانب السلبية والمخاطر المرتبطة بشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، إذ أوضح هذا الدليل أن هناك العديد من المخاطر والاختفاء التي يمكن أن تقع فيها إدارة الشركات في حالة تعاملها على أسهم شركاتها في ضوء عدم تماثل المعلومات فيما بين المتعاملين على السهم بالسوق وبين إدارة الشركة في حالة تعاملها على أسهمها. وفيما يلي توضيح لبعض المخاطر التي يجب أن تأخذها إدارة الشركات في الاعتبار عند التعامل على أسهمها:

1- استغلال المعلومات الداخلية:

تتمتع إدارة الشركة والعاملين فيها بوضع مميز عن وضع بقية المتعاملين في البورصة،⁽¹⁾ إذ أن إدارة الشركة تمتلك دائماً معلومات خاصة غير متاحة للجمهور مما يسمح لها باستغلال المعلومات المتاحة لديها وغير المتاحة لدى الغير، وهو ما يمثل جريمة من جرائم البورصات والتي تتمثل في جريمة استخدام العالمين ببواطن الأمور للمعلومات الداخلية، (التعامل الداخلي)،⁽²⁾ إذ أن إدارة الشركة نفسها تعد من أكثر الداخلين المطلعين على المعلومات الداخلية غير المنشورة للغير، وعليه فإن إدارة الشركة يمكنها أن تعمل في ظل عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات⁽³⁾ من خلال الاستفادة من آلية شراء الأسهم الصادرة عنها في ظل وجود معلومات غير منشورة سواء أكانت ايجابية أم سلبية لتحقيق مكاسب غير عادية على حساب المستثمرين في

(1) ينظر أيضاً: د احمد باز محمد متولي، المصدر السابق، ص 369

(2) د. حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار رأس مال الشركة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996، ص 11 وما بعدها
(3) في البداية تجدر الإشارة إلى انه على المستوى العالمي لا يوجد تعريف موحد متفق عليه بين كافة الاقتصاديين والقانونيين والمحللين لمفهوم حوكمة الشركات، ولكن الترجمة العلمية لهذا المصطلح والتي اتفق عليها هي ((الإدارة الرشيدة)) لذا عرفها البعض بأنه : نظام متكامل للرقابة المالية والغير المالية الذي عن طريقه يتم إدارة الشركة والرقابة عليها . د . فريد محرم فريد ابراهيم، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد الإداري والمالي، اتحاد الخبرات الدولية، مصر، 2009، ص 15



السوق، سواء كان ذلك في الأسواق الحاضرة أو في الأسواق المشتقة مثل أسواق عقود الخيارات والعقود المستقبلية (1).

2- قيد سعر غير حقيقي:

في ظل الممارسات غير القانونية أو المرتبطة بالتلاعبات، فقد ترغب إدارة الشركة في استخدام آلية شراء الأسهم الصادرة عنها، للوصول بالسهم إلى مستوى سعري غير حقيقي وذلك في ظل عدم وجود نتائج أعمال جيدة للشركة أو أحداث جوهرية ذات تأثيرات ملموسة حقيقية لدى الشركة، ويتم ذلك من خلال إعلان الشركة عن شراء الأسهم الصادرة عنها على أساس أن سعر السهم يقل عن سعره الحقيقي أو سعره العادل وقد يؤدي ذلك إلى الإيحاء للسوق بان هناك معلومات متاحة لدى الشركة وغير متاحة لديهم مما يزيد من حجم الطلب ومن ثم يرتفع سعر السهم، وهنا يوجه إلى إدارة الشركة ارتكاب جريمة أخرى وهي جريمة التلاعب بالأسعار (2) بقيد سعر غير حقيقي.

(1) تعرف العقود المستقبلية : بأنها اتفاق قانوني بين طرفين بائع ومشتري، على إبرام عقد عن طريق وسيط يمثل كل طرف، يرد على أصول مالية محددة السعر والكمية عن طريق الاتفاق كالأسهم والسندات واذونات الخزانه، لغرض التحوط من تقلبات الاسعار وتحقيق الارباح عن طريق المضاربة على أن يكون تنفيذها عن طريق تسويتها تاريخ مستقبلي محدد عن التعاقد. ويتم التعامل في مختلف اسواق الاوراق المالية حول العالم بإبرام اعداد كبيرة من العقود المستقبلية التي تؤدي إلى جذب الاستثمارات الاجنبية وزيادة حجم التداول داخل تلك الاسواق، وهذه التعاملات يكون لها المردود الايجابي الذي ينعكس على اقتصاد البلد ككل وعلى تشجيع المدخرين على استثمار أموالهم، والتي تنتهي تلك العقود من خلال تنفيذها عن طريق ما يعرف بالتسوية . د ميثاق طالب عبد حمادي، التنظيم القانوني لتسوية العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، كلية القانون، جامعة بابل، العدد الثالث، 2020، ص 227

(2) يقصد بالتلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة: هو عبارة عن ممارسات غير مشروعة، يقوم بها بعض المتعاملين في بورصة الأوراق المالية لتعطيل آلية الطلب والعرض في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة واستبدالها بأسعار مصطنعة وانطباعات زائفة لدى المتعاملين على ورقة مالية معينة لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة الجاري وقيمتها الحقيقية بهدف تحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المتداولين في السوق. انظر احمد عبد الصبور عبد الكريم، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وأثاره الاقتصادية، دراسة مقارنة، بحث منشور في مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، العدد1، 2017، ص 720



لذا فإن تعامل الشركة على أسهمها بغرض تحريك أسعار تداولها سوف يفتح الباب على مصراعيه لدخول الشركات سوق التداول للمضاربة على أسهمها والتلاعب في أسعارها والاستفادة من معلوماتها الخاصة غير المتاحة للجمهور لتحقيق مكاسب أو لتلافي الخسائر إذ أن الشركة تملك في كل وقت معلومات داخلية عن نتائج الاعمال غير متوفرة لباقي المتعاملين، وقد يؤدي ذلك إلى انحراف بعض الشركات عن وظائفها وأداء دورها الرئيسي المتمثل في الاستثمار المباشر بغرض تقديم منتجاتها أو خدماتها لمستهلكيها واتجاهها نحو المضاربة على أسهمها بالبورصة الامر الذي يضر بكافة الاطراف المتعاملة مع الشركة بالإضافة على مساهميتها ودائنيها.

3- إعطاء إشارات خاطئة للسوق:

فقد تستغل الشركة آلية شراء الأسهم الصادرة عنها، لإعطاء إبقاء للسوق وإعادة توجيه السوق نحو زيادة الطلب أو زيادة العرض مما يجعل الشركة تقوم بوظيفة أخرى بجانب وظيفتها الاساسية وهي وظيفة صانع السوق⁽¹⁾ لأسهمها وفي ظل غياب الضوابط الحقيقية الحاكمة لتلك الآلية مع عدم تأهل هذه الشركات للقيام بوظيفة صانع السوق والتي يؤكد عدم الترخيص للشركات المصدرة بممارسة هذا النشاط من قبل الجهات الرقابية، ومع كون الشركة غير ملتزمة بقواعد الافصاح فان ذلك قد يجعل الشركة تعمل على الوصول بسعر

(1) صانع السوق: مؤسسة تمارس نشاط التداول (وقد يكون مستثمر) تقوم بموازنة تعاملات عملائه وفق آلية تشمل موازنة هذه التعاملات والتحوط المالي عن طريق توفير السيولة المطلوبة ورأس المال، حسب تقديراته المالية والفنية، وإيجاد العلاقة بين صانع السوق والعملاء مبنية بشكل أساسي على التأثير في قوى العرض والطلب. ويكون صانع السوق بنكاً أو مؤسسة مالية وسيطة أو مجموعة بنوك ومؤسسات ومحافظ مالية تمتلك القدرة المالية الضخمة التي تمكنها من حفظ التوازن في الأسعار، بالتدخل بالشراء في حال انخفاض أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، أو بالبيع في حال بلغت الأسعار مستويات سعرية مبالغ فيها. وتكمن أهمية صانع السوق في العمل على حفظ التوازن في السوق المالي وخاصة على أسهم الشركات القيادية التي لها تأثير مباشر على أسعار الاسهم الاخرى - ومن خلال الأسهم الرئيسية التي يعمل عليها صانع السوق- للارتفاعات أو الانخفاضات الشديدة مما يساعد على وجود توازن حقيقي وفعال لها. وينشأ غالبية صانع السوق في الأسواق العالمية والإقليمية من خلال :

- شركة مساهمة يساهم في رأسمالها شركات الوساطة والشركات المساهمة وبنوك الاستثمار المدرجة للتداول في السوق المالي، مع إمكانية استمرار دخول شركات مساهمة جديدة وشركات وبنوك استثمار حال تأسيسها وترخيصها لتلك الشركة.

- أو تأسيس محافظ استثمارية وتعمل كصانع سوق لسهم أو لأسهم منتقاة وموافق عليها وكما هو سائد في الأسواق المالية العالمية . للمزيد انظر د. نغم حسين نعمة، الخبير طه أحمد عبد السلام، آليات ودور صانع السوق في سوق العراق للأوراق المالية، بحث

منشور في مجلة الدراسات المحاسبية والمالية، م13، ع 45، 2018، ص 32



سهمها إلى سعر غير عادل لمدة وقد تنجح في الحفاظ على ارتفاع أسعار تداولها الا انه سوف يعود إلى مستواه الحقيقي بما يحمل المستثمرين بالشركة بخسائر غير عادية وانخفاض حقوق الملكية نتيجة بيع أسهم الخزينة بخسارة، وتؤكد على أن تحسين سعر السهم عن طريق إحداث طلب مفتعل يزيّف آلية تحديد السعر وغالبا ما سيعود السعر إلى مستواه الحقيقي محملا المساهمين بخسائر غير عادية (1).

4- التواطؤ بالشراء من مساهمين محددين:

في بعض الحالات التي تواجه فيها الشركة خسائر أو مشاكل مستقبلية تقوم الادارة التنفيذية بالشركة بالاتفاق مع بعض كبار المساهمين فيها أو أعضاء مجلس إدارتها على شراء جزء من أسهمهم بسعر معين عن طريق قيام الشركة بالاعلان عن شراء الأسهم الصادرة عنها وقيام هؤلاء المساهمين ببيع هذه الأسهم للشركة بالسعر المتفق عليه مما يجعل هؤلاء المساهمين يحققوا منافع بصورة غير عادلة على حساب باقي المساهمين المستثمرين بالشركة والذين لا تتوافر لديهم المعلومات المستقبلية الخاصة بالشركة والتي يؤدي نشرها إلى انخفاض سعر التداول عن أسعار شراء الأسهم الصادرة عنها.

5- المساس بحقوق دائني الشركة:

أعطى المشرع لدائني الشركة الذين نشأت حقوقهم قبل نشر قرار تخفيض رأس المال وكذلك الممثل القانوني لجماعة حملة السندات (2)، الحق في الاعتراض على قرار تخفيض رأس مال الشركة، باعتبار أن قاعدة ثبات رأس المال هي الضمانة الاولى بالنسبة للدائنين، وبالتالي فيلزم أن يكون شراء الأسهم من جانب الشركة بغرض

(1) مطلق سعود فرحان المطيري، سلطة إدارة الشركة تجاه حق الشريك في الحصول على الأرباح، اطروحة دكتوراه مقدمة الى

مجلس كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 2021، ص 260

(2) راجع ما سبق بحثه بخصوص حق دائني الشركة في الاعتراض ص 94 وما بعدها



تخفيض رأس المال بعد إخطار الدائنين إذ يمكن للمعترض من الدائنين اللجوء للقضاء في حال عدم قبوله قرار الشركة بشراء أسهمها لتخفيض رأس المال وإلغاء القرار⁽¹⁾.

وقد تتخذ بعض الشركات ذات الإدارة غير الملتزمة بمبادئ حوكمة الشركات قرار شراء الأسهم الصادرة عنها للإضرار والتأثير سلباً على حقوق الدائنين، وذلك عن طريق قيام الشركة بالتقاعس عن رد أموال الدائنين بالرغم من وجود فائض نقدي لديها، إذ تقوم بشراء الأسهم الصادرة عنها بهذا الفائض أو بتسييل أصول لديها ثم تشتري بقيمتها أسهمها بما يؤدي إلى تصفية الشركة بصورة غير قانونية وحصول المساهمين على أموالهم وضياع حقوق الدائنين، مما يعد ذلك إجحافاً لهم، إذ أن قيامهم بإقراض الشركة كان في ظل ضمانات أهمها قيمة رأس المال المدفوع باعتباره غير قابل للتوزيع⁽²⁾، وهنا تظهر خطورة إطلاق حرية الشركة في شراء الأسهم الصادرة عنها دون ضوابط من الجهة الرقابية .

6- استخدام أسهم الخزينة كآلية لعرقلة إتمام عروض الشراء العدائية:

في حالات عروض الشراء العدائية تمنع بعض التشريعات إدارة الشركة المستهدفة بعرض الشراء أن تتدخل بصورة منفردة أو مع آخرين بصورة مباشرة أو غير مباشرة في عمليات التداول التي تتم على أسهمها، والهدف من هذا القيد هو منع مجلس الإدارة من القيام بأية ممارسات غير مشروعة يكون من شأنها عرقلة إتمام عرض شراء تكون فيه مصلحة محققة لصالح الشركة والمساهمين فيها، إذ من الممكن أن يباشر مجلس إدارة الشركة عمليات شراء لأسهم الشركة من السوق عن طريق شركات صديقة، وذلك بقصد خلق طلب وهمي على هذه الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى رفع سعرها، وهو ما قد يؤدي إلى اضطرار مقدم العرض إلى سحب عرضه، وهناك حالات معينة يجوز لمجلس إدارة الشركة المستهدفة بمتابعة تنفيذ برنامج شراء أسهم الشركة من السوق إذا كانت الهيئة العامة للشركة قد أقرت برنامج الشراء وأعطت هذا الحق لمجلس إدارة الشركة أو سمحت له بالتدخل

(1) د. حسين الماحي، الشركات التجارية وقواعد سوق الأوراق المالية، الطبعة الرابعة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2017، ص

(2) ينظر أيضاً، د. محمد فريد العرييني، القانون التجاري، النظرية العامة للشركات، المصدر السابق، 383



كإجراء دفاعي أمام عرض الشراء العدائي، ومن جهة أخرى فإن فكرة استخدام شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة كوسيلة دفاعية ضد عروض الشراء العدائية، تتبع من أن شراء الشركة لأسهمها من السوق سيؤدي إلى ارتفاع نصيب السهم في الأرباح المحققة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم، وهو ما يجعل عملية الاستحواذ مكلفة جدا بالنسبة لمقدم العرض، الأمر الذي يؤدي إلى سحب العرض وإفشاله لصالح الإدارة وضد مصالح المساهمين أو الشركة ذاتها (1).

(1) د. حسين فتحي، الاسس القانونية لعروض الاستحواذ على ادارات الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون سنة نشر، ص



الخاتمة

من خلال بحثنا " التنظيم القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة" توصلنا إلى عدة نتائج ،

وكذلك ارتأينا أن نقترح بعض التوصيات، لكي تكون الدراسة متكاملة وكما يأتي :

أولاً : النتائج

1- تعد عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة عملية متميزة وتحقق الفائدة لكل من الشركة والمساهمين بل وللسوق أيضاً، فقد تستخدمها الشركة باعتبارها من طرق الإدارة السليمة للمشروع، أو باعتبارها أحد الوسائل التي تلجأ إليها للمحافظة على استقلالها، وذلك بمقاومة العناصر الخارجية المعادية، إلا أنها وبالرغم من أهميتها تنطوي على مخاطر بالغة الأهمية، إذ تتعارض مع المبادئ الأساسية للشركة المساهمة، مبدأ حقيقة وثبات رأس المال، ومبدأ المساواة والتوازن فيما بين المساهمين، ومن هذه الناحية فقد تؤدي عملية الشراء إلى الاضرار بكل من الدائنين والمساهمين، وهذه الاعتبارات قد دفعت المشرع في الكثير من الدول إما إلى حظر شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، أو إلى تنظيمها بشروط وضوابط صارمة خشية التلاعب بحقوق المساهمين والمستثمرين والغير كالدائنين، وبالتالي يترتب على ذلك زعزعة الثقة في سوق الأوراق المالية.

2- البعض يخلط بين مفهوم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة ومفهوم "أسهم الخزينة" ولإزالة الخلط بين عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة ومفهوم أسهم الخزينة ، علينا أن ندرك أن شراء الشركة للأسهم الصادرة عنها هي الوسيلة لنكون أمام أسهم الخزينة، أي أن أسهم الخزينة هي النتيجة من عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها.

3- تختلف عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة عن عملية استهلاك الأسهم بالأساس القانوني لكلا العمليتين، ويقصد بالأساس القانوني تلك النصوص والشروط الواردة في قوانين الشركات وأنظمتها ولوائحها والتي تمنحها الحق باتخاذ قرار الشراء أو الاستهلاك، فيشترط لصحة عملية الاستهلاك أن



يكون هناك نص في نظام الشركة يسمح لها باستهلاك أسهمها، بعكس عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة فلا يشترط النص عليها في نظام الشركة وإنما يكفي أن ترخص به الهيئة العامة العادية أو غير العادية، وذلك حسب ما إذا كان من شأن عملية شراء الشركة تعديل نظام الشركة أم لا

4- لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، اسباب ومبررات كثيرة، الا أننا لاحظنا بأنه الاحداث والتطورات الاخيرة التي طرأت على الأسواق المالية العالمية وموجة الهبوط الحادة التي شهدتها البورصات العربية والاجنبية جراء جائحة (كورونا)، تعد دافعا مهماً في زيادة عمليات شراء الأسهم من جانب الشركات المصدرة، إذ لوحظ أن ازمة تفشي فيروس (كورونا) (covid-19) ، ساهمت بشكل كبير في اتجاه اغلب الشركات العالمية نحو عمليات شراء الأسهم الصادرة عنها، وذلك لدعم أسهمها في ظل هبوط أسعارها بسبب التداعيات السلبية الناتجة عن انتشار الفيروس، وبهدف خلق الطلب على الأسهم والحد من تراجع الاسعار وتقليل حجم المعروض منها للتداول.

5- تعد عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة وسيلة من وسائل مقاومة عروض الشراء العدائية، وذلك بتقليل الأسهم المعروضة للتداول، الامر الذي يرفع أسعارها في البورصة وبالتالي زيادة تكلفة الاستحواذ، والذي قد يدفع صاحب العرض العدائي إلى الانسحاب من العرض العام وفشل عملية الاستحواذ واحتفاظ الشركة باستقلاليتها، إذ تقوم الشركة المستهدفة بالاستحواذ بالدخول إلى سوق الأوراق المالية عن طرق عرض عام مضاد لشراء أسهمها، يتضمن غالباً سعراً أكثر من ما هو معروض في العرض العام من الشركة الراغبة بالاستحواذ، وذلك بهدف جذب فئة صغار المساهمين ومنع الشركات المنافسة من شراء أسهم هذه الفئة، ومن ثم تقوم الشركة بإلغاء هذه الأسهم أو الاحتفاظ بها لفترة معينة حتى تتخلص من هذه العروض.

6- لم ينظم المشرع العراقي عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، في قانون الشركات رقم (21) لسنة (1997) المعدل، ولا في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة (2004) ولا في التعليمات الصادرة عنه، واشير لها فقط في قانون المصارف العراقي رقم (94) لسنة (2004) في



المادة (36) منه، وكانت اشارته قاصرة على المصارف دون سواها من جهة، ولم يورد اية اشارة حول شروط أو اجراءات عملية الشراء من جهة اخرى باستثناء شرط استحصال موافقة البنك المركزي العراقي.

7- أن الاصل في القانون المصري هو حظر عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، في حين اباح قانون الشركات الانجليزي والاردني عملية الشراء، الا انها في الوقت نفسه لم يترك الامر لمطلق حرية الشركات بل على العكس فقد حرصا على وضع القيود والشروط والاجراءات، وذلك لاعتبارات متعددة كان أهمها ضرورة المحافظة على مبدأ ثبات رأس مال الشركة وكذلك عدم السماح لها بالمضاربة على أسهمها، وتقديراً لما قد تؤدي اليه عمليات الشراء من نتائج سيئة واضطرابات في اسواق الأوراق المالية، الا أنه بالرغم من خطورة هذه العملية، فلا شك في أنها تعد عملية مفيدة في بعض الحالات، فإلى جانب استخدامها كوسيلة لتخفيض رأس المال فإنها تعد إحدى وسائل مشاركة العاملين في المشروعات التي يعملون فيها، فضلاً عن ذلك، أنه يمكن عن طريق شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، تسهيل انتقال الأسهم متى كان هناك قيود على تداولها، إذ لا يكون المساهم حبيساً لأسهمه وأمام هذه الفوائد، أورد التشريع المصري عدة استثناءات على هذه الاصل،

8- يؤخذ بنظر الاعتبار لصحة عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة امور عدة وهي مصلحة الدائنين (مبدأ ثبات رأس المال) ومصلحة المساهمين (مبدأ المساواة بين المساهمين) ومصلحة الشركة، ولا تغلب مصلحة على اخرى لأن المشرع أولى بالحماية جميع هذه المصالح .

9- يمثل رأس مال الشركة، أهمية بالغة، سواء بالنسبة للدائنين أو بالنسبة للمساهمين، فبالنسبة للدائنين، ونظراً إلى تحديد مسؤولية المساهم في نطاق الشركات المساهمة ، يعد رأس المال أحد العناصر التي تساهم في تحديد قيمة المشروع وفرص نجاحه، فهو يحدد مدى أهمية الائتمان الذي يمكن تقديمه إلى الشركة، كذلك ، فإن أهمية رأس المال بالنسبة للمساهمين، لا تقل عنها بالنسبة للدائنين، إذ يعد أحد العناصر التي قام على أساسها المساهمين بالانضمام إلى الشركة نتيجة لشعورهم بالاطمئنان إلى قدرتها المالية على تحقيق الغرض الذي أنشئت من أجله، ومن المحتمل أن تتغير أفكارهم إذا ما انخفض رأس



مالها، لذلك كقاعدة عامة لا يجوز للشركة المصدرة ان تقوم بتمويل عملية شراء الأسهم الصادرة عنها بأموال مقتطعة من رأس مالها.

10- لاحظنا بأنه موقف المشرع الانجليزي جاء مغايراً للتشريعات المقارنة من ناحيتين: الاولى، وذلك بعدم تحديده للمدة القصوى التي يجوز للشركة المشترية أن تحتفظ فيها بالأسهم المشتراة (أسهم الخزينة)، إذ نجد أن المشرع المصري اشترط على الشركة أن تتصرف بالأسهم المشتراة في مدة أقصاها سنة من تاريخ حصولها عليها، في حين اشترط المشرع الاردني أن لا تقل مدة احتفاظ الشركة بالأسهم المشتراة عن ستة اشهر من تاريخ اخر عملية شراء وأن لا تزيد عن ثمانية عشر شهراً من نفس التاريخ.

والثانية، لم يحدد نسبة معينة من الأسهم المصدرة التي يجوز للشركة أن تشتريها، في حين نجد المشرعان المصري والاردني اشترط أن لا يتجاوز عدد الأسهم المراد شراؤها نسبة (10%) من اجمالي عدد الأسهم المصدرة. وحسن فعلا المشرعان المصري والاردني بوضع هذا الحد، وذلك منعاً من استغلال الشركة عدم وجود حد اقصى وتلجأ لشراء أسهمها كما تشاء مما قد يضر بمصالح الشركة والمساهمين والدائنين بصفة خاصة .

11- فيما يتعلق بمصير الأسهم المشتراة، يلاحظ بأنه من المتفق عليه فقهاً وقضاء أنه اذا استخدمت الشركة في تمويل عملية الشراء أموالاً من رأس مالها فإنه يجب عليها أن تقوم بإلغاء هذه الأسهم وتخفيض رأس مالها تبعاً لذلك، وهذا ما يقتضيه مبدأ ثبات رأس المال، ولكن لو استخدمت الشركة في عملية الشراء أموالاً من الارباح أو الاحتياطيات القابلة للتوزيع، فهنا اختلف الفقه والقضاء في هذه المسألة قبل أن يتم التنظيم القانوني لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، فوجدنا اتجاهاً يطالب بإلغاء الأسهم المشتراة، واتجاهاً آخر يطالب بإمكانية الاحتفاظ بالأسهم المشتراة، ولكل منهما حجيته و أسانيدته التي يرى بأنها هي الصواب.



12- أما فيما يتعلق بالحقوق المرتبطة بالأسهم المشتراة، (الحق بالتصويت، الحق في الأرباح، الحق بالاكنتاب بالأفضلية) فإنها لا تنقضي بقوة القانون بمجرد شراء الشركة لأسهمها، ولكنها تعد في حالة شلل أو جمود، إذ لا تستطيع الشركة مباشرة أي منها، فالشركة لا تكتسب صفة " المساهم العادي" طوال مدة احتفاظها بتلك الأسهم، وبمجرد أن تنتازل الشركة عنها، وتعيد طرحها في التداول ، فإنها تخول صاحبها كافة الحقوق الملازمة لحق ملكيتها.

13- أن إطلاق حرية الشركة في التعامل على أسهمها دون وجود أية ضوابط يمثل خطورة شديدة على أداء السوق، لما ينتج عنه من آثار سلبية، تتمثل في عدم المساواة بين مركز الشركة وبين بقية المتعاملين، وكذلك غياب الإفصاح اللازم لتنفيذ العمليات، والمساس بحقوق دائني الشركة، وإن كنا لا ننكر وجود بعض الآثار الايجابية لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة .



ثانياً: المقترحات

1- نقترح على المشرع العراقي تنظيم عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة على غرار التشريعات المقارنة، والسماح للشركات المساهمة بشراء نسبة من أسهمها وفقاً لقواعد تحدد النسب والاسباب والاليات، خاصة وان هنالك اساساً قانونياً لها في قانون المصارف العراقي الذي سمح للمصارف بشراء أسهمها بشرط موافقة البنك المركزي العراقي . وندعو المشرع العراقي إلى تبني القواعد الاتية عند تنظيمه عملية الشراء :

أ- اشراك الهيئة العامة للشركة في اتخاذ القرار بشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، على أن يكون القرار من القرارات التي يتم اتخاذها بالاجتماع غير العادي للهيئة العامة للشركة وباقتراح من مجلس إدارة الشركة، كونها تضمن اطلاع المساهمين جميعاً على مضمون القرار وموجباته .

ب- الحصول على موافقة هيئة الأوراق المالية العراقية قبل عملية الشراء " ومصادقة البنك المركزي المسبقة اذا كانت الشركة مصرفية" إذ تعد من قبيل الرقابة السابقة على العملية، ومن شأنها أن تمنع تحولها إلى أداة للمضاربة على الأسهم إلى حد ما، وعليه ندعو هيئة الأوراق المالية إلى وضع نموذج مكتوب لطلب شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لتجنب أي نقص في البيانات التي يجب أن يتضمنها الطلب المقدم منها، عند رغبة الشركات المساهمة بشراء الأسهم الصادرة عنها .

ت- الاعتراض على قرار هيئة الأوراق المالية من الحقوق المشروعة للشركة التي تم رفض طلبها، وعلية ندعوا المشرع العراقي إلى بيان الجهة التي يتم الاعتراض لديها والمواعيد الخاصة بتقديم الاعتراض وحسمه .

ث- ينبغي على هيئة الأوراق المالية العراقية وضع شروط وتبني اجراءات معينة للقيام بممارسات عمليات شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، للحد من حالات التلاعب والاحتيال التي قد تتحقق عند قيام الشركة المصدرة بشراء أسهمها في سوق الأوراق المالية، إذ أنه رغم اهمية هذه العملية للشركة والسوق الا أنها ليست بمنأى عن أمكانية استغلالها تحقيق مصالح شخصية على حساب الاخرين.



ج- أُلزام الشركة المصدرة بالإفصاح للهيئة العامة للأوراق المالية والسوق، إذ تلتزم الشركة بالإفصاح عن تفاصيل عملية الشراء وذلك بناء على مذكرة معلومات تقدمها الشركة يجب أن تتضمن كحد أدنى الهدف من الشراء واسلوب تمويل عملية الشراء وكيفية استخدام الأسهم المشتراة والحد الأقصى للشراء والمدة الزمنية لتنفيذ عملية الشراء، وتلتزم أيضاً بأخطار تلك الجهات الرقابية في نهاية كل اسبوع أو في نهاية كل شهر بالكميات التي تم تنفيذها من عمليات الشراء، ومتوسط السعر طوال المدة التي يتم التنفيذ فيها، وكذلك أية أحداث جوهرية يمكن أن تطرأ أثناء تنفيذ العملية، فضلاً عن ذلك تلتزم الشركة الراغبة بالشراء بتوجيه طلب إلى جميع المساهمين بإعلان ينشر في النشرة وفي صحيفة يومية.

فالإفصاح السابق والمرافق واللاحق لعملية الشراء يحقق أكبر قدر من الشفافية المطلوبة في سوق الأوراق المالية، فضلاً عن تزويده الدائم للسوق بالمعلومات المهمة، ومنها ما يتعلق بشراء الأسهم من جانب الشركات المصدرة .

ح- النص على الجزاء الواجب في حال لم تقم الشركة المصدرة بالإعلان عن رغبتها بشراء جزء من أسهمها

خ- تحديد الحد الأقصى للأسهم التي يجوز للشركة المصدرة شراؤها، كنسبة 10% أو 15% من عدد الأسهم المكتتب بها للشركة، وذلك منعاً من استغلال الشركة عدم وجود حد أقصى ولجئها إلى شراء أسهمها كما تشاء مما قد يضر بمصالح الشركة والمساهمين والدائنين بصفة خاصة .

د- النص على تحديد مدة زمنية معينة قصوى يجوز فيها للشركة الاحتفاظ بالأسهم المشتراة " كأسهم خزينة"، ونقترح أن تتراوح بين 12 - 18 شهر .

ذ- تحديد مصادر تمويل عملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، فلتحديد مصادر التمويل وحصرها بالأرباح المتحققة والاحتياطات عدا الاحتياطات القانوني، أهمية كبيرة على صعيد حماية دائني الشركة من خلال عدم المساس برأس مال الشركة .



ر- النص على عدم تمتع الأسهم المشتراة " أسهم الخزينة " بحق استلام الأرباح وحق التصويت في الهيئة العامة للشركة خلال مدة الاحتفاظ بتلك الأسهم .

2- نقترح على المشرع العراقي اعتماد نظام اثابة العاملين " السماح للشركات بشراء أسهمها لتوزيعها على العاملين فيها" إذ يشكل هذا النظام آلية قانونية تسمح للعاملين والمديرين بالشركة بتملك جزء من أسهم الشركة وذلك بغرض اثابتهم عما قدموه للشركة من خدمات وتحفيزهم لبذل المزيد من الجهد في خدمة الشركة مستقبلاً، وكذلك لتعميق ولائهم للشركة والمحافظة على استمرارية بقائهم في الشركة، وتنمية الشعور لدى المديرين والعاملين بالتعامل بعقلية المساهم وليس بعقلية العامل الاجير الذي لا يهتم بنجاح المشروع بقدر اهتمامه بالحصول على أجره، على غرار ما هو معمول به في التشريع المصري والانجليزي، والاقتراء بهما كونهما اصحاب تجربة وخبرة عميقة .

وقد اثبتت التجربة ارتفاع القيمة السوقية للشركات التي تبنت نظم تحفيز وإثابة العاملين، وبخصوص المقابل الذي يسدده العاملين للحصول على أسهم الاثابة، نري أن أجور العمال في كثير من الدول أجور بسيطة لا تكاد تسد احتياجات الحياة المعيشية للعمال وأسره، و من ثم يمكن اللجوء إلى مصادر تمويل أخرى من فائض اشتراكات التأمين الاجتماعي باعتبارها أجوراً مؤجلة، ومملوكة للعمال، أو من الأرباح المقررة لهم، أو تمنح لهم مجاناً .

3- نقترح على المشرع العراقي عند تنظيمه لعملية شراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة، السماح للشركة بالتدخل لشراء أسهمها بقصد تثبيت أسعارها، في سوق الأوراق المالية متى انخفضت إلى حدود معينة ، لأسباب قد تكون مصطنعة لا مبرر لها، وهي بتدخلها في الوقت المناسب تستطيع أن تتفادى ما قد تتعرض له من أزمة أو كارثة محققة .

تم البحث بعون من الله وتوفيقه وفضله



قائمة المصادر والمراجع

أولاً : القرآن الكريم :

ثانياً : الكتب القانونية :

- 1- د. أبو زيد رضوان، شركات المساهمة وفقاً لأحكام القانون رقم (159) لسنة ((1981)) والقطاع العام، دار الفكر العربي، 1983 .
- 2- د. أحمد ابراهيم البسام، الشركات التجارية في القانون العراقي، ط2، مطبعة العاني، بغداد، 1967.
- 3- د. أحمد باز محمد متولي، الالتزام بالشفافية والافصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية - دراسة مقارنة-، دار الجامعة الجديدة، 2015 .
- 4- د. أحمد عبدالرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية (دراسة مقارنة) ، ط 1، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي ، الكويت ، 1998 .
- 5- د. آدم وهيب الندوي، المرافعات المدنية، العاتك لصناعة الكتاب، القاهرة .
- 6- د. اكرم ياملكي، القانون التجاري الشركات دراسة مقارنة، دار الثقافة للنشر والتوزيع الاردن، 2006
- 7- المستشار رجب عبد الحكيم سليم، شرح قانون الشركات، ط2، دار النهضة العربية، 2001.
- 8- د. الياس نصيف، موسوعة الشركات التجارية، تأسيس الشركة المغلقة، ج7، منشورات الحلبي الحقوقية، 2000.
- 9- د. أميرة صدقي ، النظام القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها ، دار النهضة العربية ، طبعة 1993،
- 10- د. ايهاب الدسوقي، النقود والبنوك والبورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008.
- 11- د. باسم محمد صالح ود عدنان العزاوي، الشركات التجارية، بيت الحكمة، بغداد، 1985.
- 12- د. باسم محمد صالح، د. عدنان احمد ولي العزاوي، القانون التجاري والشركات التجارية، المكتبة القانونية، بغداد، 1989.



- 13- د. ثروت على عبد الرحيم، الوجيز في القانون التجاري، دار النهضة العربية، القاهرة، 1988.
- 14- د. جمال عبد العزيز العثمان، الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.
- 15- د. حسن النجفي، سوق الأوراق المالية (البورصة)، اصدارات مصرف بغداد، مكتبة النجفي، 1992.
- 16- د. حسني المصري، مدى حرية الانضمام إلى الشركة والانسحاب منها، دار الفكر العربي، القاهرة، 1985.
- 17- د. حسين الماحي، الشركات التجارية وقواعد سوق الأوراق المالية، الطبعة الرابعة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2017.
- 18- د. حسين فتحي، الاسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998.
- 19- د. حسين فتحي، التنظيم القانوني لاسترداد وشراء الشركة لأسهمها، دار النهضة العربية، 1996.
- 20- د. حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار رأس مال الشركة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996.
- 21- د. حلمي عبد الفتاح البشبيشي، د. سيد احمد عبد العاطي، محاسبة شركات الاموال، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- 22- د. رحاب محمود داخلي، الجمعيات العمومية ودورها في ادارة الشركات المساهمة في ضوء آراء الفقه واحكام القضاء، الطبعة الاولى، دار النهضة العربية، 2011.
- 23- د. رضوان ابو زيد، شركات المساهمة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1993.
- 24- د. زكريا سلامه عيسى، الاثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 25- د. سامي عبد الباقي ابو صالح، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق راس المال المصري الواقع والحلول، دار النهضة العربية، القاهرة، 2016.



- 26- د. سامي عبد الباقي صالح، النظام القانون لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية " دراسة مقارنة" دار النهضة العربية، القاهرة، 2006 .
- 27- د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار الاهرام للنشر والتوزيع والاصدارات القانونية، 2022.
- 28- د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009 .
- 29- د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، ط1، مركز المساندة القانونية، 2001.
- 30- د. صفوت عبدالسلام ، الشفافية والافصاح والاثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة، ٢٠٠٦ .
- 31- د. صفوت ناجي بهنساوي، شرط الموافقة في انظمة الشركات المساهم، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.
- 32- د. ضياء شيت خطاب، الوجيز في قانون المرافعات المدنية، مطبعة العاني، بغداد، 1973.
- 33- د. طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ علي الشركات، دار النهضة العربية، 2009.
- 34- د. طاهر شوقي مؤمن، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- 35- د. عاشور عبد الجواد، الشركات التجارية الاحكام العامة للشركة، دار النهضة العربية، 2013.
- 36- د. عاشور عبد الجواد، النظام القانوني لرهن الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008
- 37- د. عبد الحكم محمد عثمان، الشركات التجارية في دولة الامارات العربية، 1996.
- 38- د. عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية شركات الاشخاص والاموال ولاستثمار، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، المركز القومي للإصدارات القانونية، 2015.
- 39- د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، نظرية الالتزام، الجزء الثالث.
- 40- د. عبد الفتاح مراد، موسوعة الشركات، الطبعة الثانية، الجزء الاول، منشأة المعارف، 2011.



- 41- د. عبد المجيد الحكيم، عبد الباقي البكري، محمد طه البشير، القانون المدني - احكام الالتزام_، ج2، مكتبة السنهوري، بغداد.
- 42- عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والافصاح ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٦ .
- 43- د. عزيز العكلي، الوسيط في الشركات التجارية، دار الثقافة، عمان، 2008.
- 44- علي حسن يونس، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1991.
- 45- د. علي سيد قاسم، قانون الاعمال، وسائل الائتمان التجاري وادوات الدفع في القانون رقم 17 لسنة 1999، ج3، ط2، دار النهضة العربية، 1999.
- 46- د. علي طلال هادي، الاعتبار الشخصي واثره بالنسبة لتأسيس وتداول الأسهم والحصص في شركات الاموال، دار النهضة العربية، القاهرة، 2012
- 47- عمر مصطفى جبر اسماعيل، سندات المقارضة واحكامها، ط1، عمان، دار النفائس، 2006.
- 48- د. عمر ناطق يحيى، الالية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة، دار النهضة العربية، 2011.
- 49- د. عمر ناطق، الجوانب القانونية لبعض العمليات المرتبطة بسوق الأوراق المالية ، ط1 ، دار النهضة العربية ، مصر، 2018.
- 50- د. عمر ناطق يحيى، رهن الأوراق المالية في القانون العراقي، دراسة تحليلية مقارنة، دار النهضة العربية، (2020)
- 51- د. فادي توكل، الرقابة الخارجية لحماية المساهمين في شركات المساهمة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013.
- 52- د. فريد محرم فريد ابراهيم، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد الاداري والمالي، اتحاد الخبرات الدولية، مصر، 2009.
- 53- د. فوزي محمد سامي، الشركات التجارية الاحكام العامة والخاصة (دراسة مقارنة)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.



- 54- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار مؤسسة رسلان للنشر والطباعة، دمشق، 2009.
- 55- د. لطيف جبر كوماني، الشركات التجارية (دراسة قانونية مقارنة) مكتبة السنهوري، بغداد، 2009
- 56- د. محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري، الجزء الاول، القاهرة، 1957.
- 57- د. محمد احمد سلام، الشفافية والافصاح في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 2013.
- 58- د. محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة- دراسة مقارنة، الطبعة الاولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، 2014.
- 59- د. محمد صالح الحناوي و. د. نهال فريد مصطفى و. د. جلال إبراهيم العبد أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، 2004.
- 60- د. محمد علي السويلم، شركات الاموال _ دراسة مقارنة _ ، دار المطبوعات الجامعية، 2021.
- 61- د. محمد فريد العريني، الشركات التجارية المشروع التجاري الجماعي بين وحدة الاطار القانوني وتعدد الاشكال، دار الجامعة الجديدة، 2007.
- 62- د. محمد فريد العريني، القانون التجاري (النظرية العامة للشركة) شركات الاشخاص والاموال، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية، 2001.
- 63- د. محمد فريد العريني، مبادئ القانون التجاري والبحري، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2000 .
- 64- د. محمد كامل أمين حسن، شرح قانون التجارة المختلط، بدون دار نشر، . 1928.
- 65- د. محمد كامل امين، موسوعة الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، 1980.
- 66- د. محمد مصطفى عبد الصادق مرسي، الشركات التجارية في ضوء قانون الشركات المصري ونظام الشركات السعودي الجديد (دراسة تحليلية) الطبعة الاولى، دار الفكر والقانون، 2018.
- 67- د. مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1997.
- 68- د. مصطفى كمال طه، شركات الاموال، مؤسسة الثقافة الجامعية، 1998.



69- د. معن عبد الرحيم جويحان، النظام القانون لتخفيض رأس مال شركات الاموال الخاصة " دراسة مقارنة"، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2008.

70- د. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، ط1، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة 1995.

71- د. منير ابراهيم هندي، اساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999.

72- د. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002.

73- د. هاني صلاح سري الدين، د. سامي عبد الباقي ابو صالح، الشركات التجارية الخاصة في القانون المصري الجديد (شركات المساهمة) دار النهضة العربية ، 2009.

74- د. هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2005.

75- نورة حزام عواض المطيري، التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ وحماية اقلية المساهمين في شركات المساهمة وفقا للقانون الكويتي، دار النهضة العربية، 2017.

ثالثاً : الرسائل والاطاريح :

76- امل عبد الله الحمادي، النظام القانوني لبيع الأسهم في دولة الكويت، اطروحة قدمت إلى مجلس كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 2018.

77- بداح حمدان المطيري ، الاستحواذ على ادارة الشركات بواسطة الأسهم ، رسالة ماجستير قدمت إلى مجلس كلية الدراسات القانونية العليا ، جامعة عمان ، 2008 .

78- حسين عقيل عابد عقيل، المركز القانوني للمساهم في الشركات المساهمة، اطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2015.



- 79- د. صالح احمد البربري، بورصة الأوراق المالية والممارسات التي تؤثر في كفاءة أداة وظائفها وقواعد الضبط، اطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق، جامعة الاسكندرية، 2001.
- 80- عبد الرحيم بنبعيدة، مفهوم مصلحة الشركة كضابط لتحديد اختصاصات ومسئولية مجلس الادارة والجمعيات العامة، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق، جامعة عين شمس، ٢٠٠٠.
- 81- عماد الدين محمد المزيني، سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وأفاقها، رسالة ماجستير مقدمة إلى معهد البحوث والدراسات العربية، قسم الدراسات الاقتصادية، 2002.
- 82- عماد محمد امين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة (دراسة مقارنة)، اطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2005.
- 83- د. فاروق ابراهيم جاسم، حقوق المساهم في الشركة المساهمة، رسالة ماجستير قدمت إلى مجلس كلية القانون، جامعة بغداد، 1993.
- 84- د. محمد محب الدين قرياش، النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، اطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق ، جامعة القاهرة ، 2004.
- 85- د. مفلح القضاة، الوجود الواقعي والوجود القانوني للشركة الفعلية في القانون المقارن، أطروحة دكتوراه، مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، سنة 1958.
- 86- محمد خليفة راشد محمد الشحومي، النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة (دراسة مقارنة) اطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2017.
- 87- محمد عمار تيار، نظرية الحقوق للمساهم في الشركة المساهمة - دراسة مقارنة، اطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 1998.
- 88- مطلق سعود فرحان المطيري، سلطة إدارة الشركة تجاه حق الشريك في الحصول على الارباح، اطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 2021.
- 89- نهاد احمد ابراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، اطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق، جامعة عين شمس، 2013.
- 90- د. يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي، اطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 1982.



رابعاً: البحوث القانونية :

- 91- احمد عبد الصبور عبد الكريم، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وأثاره الاقتصادية، دراسة مقارنة، بحث منشور في مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة الاسكندرية، العدد1، 2017.
- 92- احمد فاروق السعيد، قياس اثر برامج اعادة شراء الشركات المساهمة على قيمة المنشأة (دراسة مقارنة) بحث منشور في المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، كلية التجارة ، مجلد 5، العدد1، 2014 .
- 93- اسامة مجدي ابو العلا، أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بأعاده شراء أسهمها (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المصرية، بحث منشور في مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، جامعة الاسكندرية، كلية التجارة، (2020).
- 94- اثر فيروس (كورونا) على أسواق المال عالمياً، بحث منشور في مجلة آفاق الاقتصادية الصادرة عن مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار التابع لمجلس الوزراء المصري، العدد 10، 2021.
- 95- الاء يعقوب يوسف، الضوابط القانونية لسلطة مجلس إدارة الشركة المستهدفة في مواجهة الاستحواذ العدائي "دراسة مقارنة في القانونين الاماراتي والامريكي"، بحث منشور في مجلة الشريعة والقانون، العدد 84، (2020) .
- 96- د. ابراهيم اسماعيل الربيعي و . م . م . نهى خالد المعموري، التنظيم القانوني لعرض الشراء الاجباري ، بحث منشور مجلة كلية التربية الاساسية للعلوم التربوية والانسانية، جامعة بابل، العدد 37، 2018 .
- 97- د. اسراء فهمي ناجي، ماهية عقد الخيار وموقف القانون العراقي منه، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، كلية القانون، جامعة كربلاء، السنة 5، العدد الاول ، 2013 .
- 98- د. جعفر كاظم جبر. د. عمر ناطق يحيى، المعلومة الجوهرية في سوق الأوراق المالية، بحث منشور في مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك، المجلد 10 العدد 39، 2021.



- 99- د. حسين عطا حسين، أنواع الأسهم، بحث منشور في مجلة القانون والاقتصاد الصادرة عن جامعة القاهرة، كلية الحقوق، العدد 77، 2007.
- 100- حمزه غربي، عيسى بدروني، الأسواق المالية الاوربية في ظل جائحة (كورونا) -دراسة تحليلية مقارنة، بحث منشور في مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الجزائر، المجلد 10، العدد 2، (2020).
- 101- د. زينة غانم عبدالجبار والمستشار هدي عبدالله الحساني، الاستحواذ علي الشركات المساهمة بين التبعية والاستقلال، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية والسياسية، جامعة . ديالي، المجلد الرابع، العدد الاول، 2018 .
- 102- د. سماح حسين الركابي، ماهية شراء الشركة لأسهمها في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة) بحث منشور في جامعة بابل للعلوم الانسانية، المجلد 28، العدد 4، (2020)
- 103- د. صبري نوفل، ايجابيات الاندماج والاستحواذ وسلبياتهما، بحث منشور في مجلة الاقتصاد والمحاسبة، العدد 663، 2016.
- 104- د. محمد مصطفى عبد الصادق مرسي، استهلاك الشركة لأسهمها، بحث منشور في مجلة جامعة جازان للعلوم الانسانية، الرياض 2019.
- 105- د. محمود سمير الشراوي، المشروع متعدد القوميات والشركات القابضة، مجلة القانون والاقتصاد، جامعة القاهرة، 1975.
- 106- د. مرتضى حسين السعدي، النظام القانوني لشراء الشركة المساهمة لأسهمها" دراسة مقارنة"، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية والسياسية، كلية القانون، الجامعة المستنصرية، المجلد الرابع، العدد الاول، 2015.
- 107- د. ميثاق طالب عبد حمادي، التنظيم القانوني لتسوية العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، كلية القانون، جامعة بابل، العدد الثالث، (2020).
- 108- د. نغم حسين نعمة، الخبير طه أحمد عبد السلام، آليات ودور صناع السوق في سوق العراق للأوراق المالية، بحث منشور في مجلة الدراسات المحاسبية والمالية، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، بغداد، م13، ع 45، 2018.



- 109- د. هيثم الطاس، استهلاك الشركة لأسهمها من الوجهة القانونية، بحث منشور في مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40 ، العدد 1، 2018.
- 110- عمار يوسف مرهج، التنظيم القانوني لأسهم الخزينة وفقا للقانون السوري، بحث منشور في مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، جامعة تشرين، المجلد 37، العدد 3، 2015.
- 111- محمد حبيبة، العلاقة بين قرار اعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة من منظور محاسبي في ظل جائحة كوفيد -19 (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، بحث منشور في مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، جامعة الاسكندرية، كلية التجارة، 2021.
- 112- مراد محمود المواجدة، الجوانب القانونية لتعامل الشركة المساهمة العامة بأسهم الخزينة في التشريع الاردني، بحث منشور في مجلة الحقوق، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، مجلد 38، العدد 2، 2014.
- 113- ميلود بن خيرة، سعيدة طبيب، أثر جائحة فيروس (كورونا) (covid-19) على الاقتصاد العالمي، بحث منشور في مجلة بحوث الادارة والاقتصاد، مجلد 2، العدد 2، (2020).
- 114- يوسف بن عبد الله الشبلي، اتفاقية إعادة الشراء (الريبو و الريبو العكسي) و بدائلها الشرعية، بحث منشور مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية ، العدد 2، المجلد 10، 2013.
- خامساً: الدوريات :**
- 115- كتاب دوري رقم (13) لسنة (2020) الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية.
- 116- الخبير طه أحمد عبد السلام المدير التنفيذي لسوق العراق للأوراق المالية . زايدة طه احمد. الخبير جيمي أفهم توما، قواعد سوق الأوراق المالية وتكنولوجيا المعلومات، صادرة عن سوق العراق للأوراق المالية، 2021
- 117- دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق " أسهم الخزينة" الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية بالبورصة المصرية سنة (2010) .



خامساً : المصادر الأجنبية :

- 118- Patrick A GAUGHAN, Mergers, acquisitions, and corporate restructuring, John Wiley & Sons ,INC ,New York ,third edition,. 2002
- 119- The Repurchase Agreement Refined: GCF Repo, Volume 9, Number 6 June 2003,
- 120- Moulin, Le rachat par une societe de ses propres titres,these paris 1931
- 121- Michel de Juglart, Benjamin Ippolito. Traité de droit Commercial, Montchrestien, 1980
- 122- Bosvieux ,A. ,Du Rachât de gré a gré de ses titres par une société ,Rev. ,(E) Soc. ,1934
- 123- VEAUX-FOURNERIE (paulette) L'acqmsition de ses propres actions ou parts sociales par la société émettrice, thèse Rennes 1953.
- 124- LAGARDE (Gaston). sociétés groupements d, intérêt économique entreprises -publique, Dalloz, 1980
- 125- MERCADAL (Barthelemy) et JANIN (philippe) droit des affaires, sociétés commerciales, memento pratique ed. Francis Lefebver, 1999
- 126- ESCARRA (jean) ESCARRA (E douard) RAUET (jean). Traité théorique et pratique de droit commerciale, les sociétés commerciale, Tome III, 1955
- 127- Amy K. Dittmar. Why Do Firms Repurchase Stock by The University of Chicago. Journal of Business, vol. 73.
- 128- Catherine Ramsay. Company buyback of shares.

[/https://www.gannons.co.uk/insolvency-restructuring/share-buyback](https://www.gannons.co.uk/insolvency-restructuring/share-buyback)

منشور على الموقع التالي

129- بحث باللغة الانكليزية بعنوان " What is a company share buyback and how does it work "

منشور على الموقع www.solegal.co.uk

130- بحث باللغة الانكليزية بعنوان " Buyback of Shares ،Oury Clark " منشور على الموقع

التالي <https://www.ouryclark.com/resource-library/quick-guides/corporate/buyback-of-shares.html>



131- مقال باللغة الانكليزية بعنوان " Are share buybacks good or bad – An Analysis ،

منشور على الموقع التالي، <http://www.topcafirms.com>

132- مقال باللغة الانكليزية بعنوان (Can a company buy its own shares) على الموقع التالي

<https://www.companylawclub.co.uk/can-a-company-buy-its-own-shares>

سادساً : القوانين :

القوانين العراقية :

133- القانون المدني العراقي رقم (40) لسنة (1951) المعدل

134- قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة (1997)

135- القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة (2004)

136- قانون المصارف العراقي رقم (94) لسنة (2004)

137- قانون البنك المركزي العراقي رقم (56) لسنة (2004)

القوانين غير العراقية :

138- القانون المدني المصري رقم (131) لسنة (1948) .

139- القانون المدني الاردني رقم (43) لسنة (1976) .

140- قانون الشركات المصري رقم (159) لسنة (1981) المعدل ولائحته التنفيذية.

141- قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة (1992) ولائحته التنفيذية .

142- قانون الشركات الاردني رقم (22) لسنة (1997) المعدل.

143- قانون الأوراق المالية المؤقت الاردني رقم (76) لسنة (2002).

144- قانون الشركات الانجليزي لسنة (2006).

145- سابعاً : اللوائح التنفيذية والتعليمات :

146- قرار وزير الاقتصاد المصري رقم (75) لسنة (1998) بتنفيذ بعض أحكام القانون رقم (3) لسنة

(1998).

147- قرار رقم 56 الصادر عن مجلس المفوضين في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية عام 2011

المتعلق بتعليمات شراء الشركات المساهمة للأسهم الصادرة عنها " أسهم الخزينة " .



148- تعليمات السوق الثاني رقم(15) لسنة (2011) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية العراقية .

149- قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية لسنة (2014) المعدلة بموجب قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (138) لسنة (2016).

150- تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة للأسهم الصادرة عنها " أسهم الخزينة " لسنة (2014) والمعدلة بموجب قرار مجلس المفوضين رقم (218 / 2015) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الاردنية.

151- قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الامارتية رقم (40) لسنة (2015) بشأن الضوابط والاجراءات المتعلقة بشراء الشركة لأسهمها بقصد بيعها .

152- التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية لسنة (2015) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية العراقية .

153- قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية لسنة (2016).

154- قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية (2021).

ثامناً: المواقع الالكترونية :

155- ريتشارد هندرسون، إعادة شراء الأسهم ، مقال منشور في جريدة العرب الاقتصادية

الدولية، (2020)، على الموقع <https://www.aleqt.com>

156- رامي سميح، الأوراق المالية تطور آلية شراء الشركات المدرجة لأسهمها، مقال منشور في صحيفة البيان الاقتصادية الاماراتي، (2020)،

<https://www.albayan.ae/economy/capital-markets>

157- الموقع الرسمي لمؤشر داو جونز الصناعي

<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/dow-jones-industrial-average>

158- رامي سميح، شراء الشركات لأسهمها يُعزز الثقة في الأسواق، مقال منشور على

الانترنت على الموقع www.zawya.com/mena/ar/markets



159- أسامه بدر ، محمد سالم، تأثير انتشار جائحة (كورونا) على قطاعات سوق الأسهم في مصر (القطاعات الرابحة والخاسرة) مقال منشور على الموقع التالي

<https://caf.journals.ekb.eg/article>

160- مقال بعنوان " الأسهم القابلة للاسترداد" ، منشور على الموقع

<https://ar.seychellesartprojects.org/441-redeemable-preference-shares>

161- مقال بعنوان ، مخاطر شراء الشركة لأسهمها بدون ذكر اسم المؤلف منشور في

الاهرام الاقتصادي في 30 ديسمبر ٢٠٠٢ العدد ١٧٦ ،

<http://ik.ahram.Org> 130- eg/ik /2002/9/30/invb 1. Htm

162- أسهم الخزينة ودورها في الحد من الآثار السلبية لجائحة (كورونا) لشركات التأمين،

بحث منشور في الموقع الرسمي " لبنوك مصر " <http://www.febgate.com>

163- د. فهد بن عبدالله الحويمان، ضرورة السماح للشركات بشراء أسهمها، مقال منشور في

الجريدة الاقتصادية السعودية، ، 2013 ، www.aleqt.com

164- المحامي فراس ملحس، استرداد الأسهم القابلة للاسترداد، قراءة في قانون الشركات

الاردني، مقال منشور في مجلة الرأي، متوفر على الموقع التالي،

<https://alrai.com/articl>

The Republic of Iraq

Ministry of Higher Education and Scientific Research

Maysan University / College of Law

Graduate Studies/ Private Law



**Legal regulation of the purchase of shares by the issuing
company
(Comparative study)**

Letter submitted By the student

Ali Mohsen Obaid Al-Zubaidi

To

Council of the Faculty of Law at the University of Maysan It is
part of the requirements for a master's degree in private law

Supervisor By

ASST. Omar Natiq Yahya

Assistant Professor of Commercial and Maritime Law

2023 A.H

1444 H.J

Abstract

Despite the seriousness of the purchase process, the joint-stock company may sometimes resort to buying the shares issued by it for various legitimate purposes, such as the company's intention to distribute the purchased shares to the workers, or to prevent sudden unexpected declines in the value of the shares in the stock exchange, or for the holding company to purchase some The shares of its subsidiaries for various economic reasons estimated by the management of the holding companies, or the company may acquire its shares as a result of being a general successor to one of the shareholders without the intervention of its will, or for the purpose of monitoring the purchased shares as shares to ensure the management of the company's board members or managers or purchase for the account of others as a bank that buys some of its shares From the stock exchange for the account of one of the clients, or with the intention of selling it to some clients.

In addition to the aforementioned reasons and justifications for the company's purchase of the shares issued by it, we see that the recent events and developments that occurred in the global financial markets and the sharp decline in the Arab and foreign stock exchanges as a result of the Corona pandemic (Covid-19) are an important motive in increasing share purchases On the part of the exporting companies, and on the other hand, this process is considered a means of resisting hostile purchase offers. Whatever the benefit achieved by the company from its purchase of the shares issued by it, and to the extent that this process is of great importance, whether for the company, the shareholders or the market, it is absolutely not permissible to harm others, especially the creditors of the company, just as it is not permissible to harm the shareholders and it must be The purchase process is consistent with the interest of the company, and therefore the company must be allowed to carry out this process to benefit from its benefits, with the need to surround it with a legislative framework to avoid falling into its risks.

The fear of the company resorting to buying the shares issued by it as a means of deceiving the public dealing in securities is justified as a result of the negative effects that result from this purchase. However, the company's purchase of the shares issued by it also has positive aspects.