

## حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال

### في شركة المساهمة العامة: دراسة مقارنة

د. خليل فيكتور تادرس\*

## الملخص:

تكمن أهمية البحث في إبراز حق أولوية المساهمين في الاكتتاب في زيادة رأسمال شركة المساهمة، ومدى جواز التنازل عنه باعتبار أنه صار، مع تطور آليات الاستثمار الحديثة وتعدد الأوراق المالية، بمثابة ورقة مالية تمثل الحق الممنوح قانوناً لمساهمي الشركة في أولوية الاكتتاب في أسهم الزيادة أو بيعه لآخرين مقابل مبلغ معين، وهو ما يساعد على فتح آفاق جديدة أمام المستثمرين، ويعين على تنشيط السوق المالية، وخلق أدوات استثمارية جديدة في أسواق المال.

ولم تتوان التشريعات المقارنة، كالشريع المصري والعماني والقطري والسعودي، وإلى حد ما الكويتي، عن إرساء دعائم وآليات هذا الحق ببيان مضمونه وحدوده وإجراءات إعماله، وهو ما يقتضي بيان ماهية هذا الحق وأهم المبادئ التي يقوم عليها، والتي لعل أهمها، المساواة بين المساهمين، وأن يكون الاكتتاب في حدود نسبة كل مساهم في رأسمال الشركة. ويتاح للمساهم بمقتضى هذا الحق عدة خيارات، إما ممارسة الحق في الاكتتاب بنفسه أو بيع كل أو جزء من هذه الحقوق المقررة أو شراء حقوق إضافية باعتبار أنه يكون لكل مساهم أن يشتري بعض الحقوق من مساهم آخر. على جانب آخر قررت التشريعات محل الدراسة أحقية المساهمين في التنازل عن هذه الحقوق في الاكتتاب، وذلك مقابل مبلغ معين يتقرر بأسس محددة تعرف بالقيمة السعرية للحق. وأخيراً وتوافقاً مع طبيعة حق الاكتتاب وتماشياً مع علته، فإنه لا يجوز تداوله بالهامش أو الحجز عليه أو رهنه.

## الكلمات الدالة:

زيادة رأس مال الشركات المساهمة، التنازل عن حق الأولوية، قدامى المساهمين، الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، القيمة السعرية لحق الاكتتاب.

\* أستاذ القانون التجاري والبحري المشارك - كلية القانون الكويتية العالمية.

## المقدمة:

ظلت أسواق المال بصفة عامة، والسوقان الكويتية والمصرية خاصة، غير قانعة بإتاحة حق أولوية المساهمين في تداول حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال الشركة، بإمكانية بيع أو التنازل عن هذا الحق للمساهمين الآخرين أو للغير، وهو ما كان يفضي إلى ركود التعامل في أسواق المال، ويجعلها أسواقاً غير نشطة، إذ كان حين تتخذ الجمعية العامة غير العادية قراراً بزيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، يصحبه تعديل لسعر السهم يتواكب ويعكس تلك الزيادة، ويحق معه للمساهمين المقيدون في سجلات الشركة نهاية يوم انعقاد الجمعية العامة غير العادية، الاكتتاب في زيادة رأس المال المطروح بنسبة ما يملكونه من أسهم. كما كان لهم الاكتتاب بأعداد إضافية في الأسهم التي لم يكتب بها من كان له الحق فيها، فتوزع الأسهم الإضافية على المساهمين المقيدون الذين طلبوا أكثر من نصيبهم، وذلك بحسب الفئات السعرية المحددة في نشرة الإصدار<sup>(1)</sup>، فتكون أولوية التخصيص للسعر الأعلى، وبعد ذلك يرد الفائض المالي لمن لم يكتب من الملاك، وذلك بعد تغطية قيمة الاكتتاب، وهو ما كان يفضي إلى انخفاض قيمة محفظة المساهم غير المكتتب فيها، لعدم ظهور حقوق الأولوية كأوراق مالية في محفظته الاستثمارية<sup>(2)</sup>.

ومن هذا المنطلق برزت الحاجة الملحة إلى ضرورة استحداث آلية جديدة تحافظ على قيمة المحفظة المالية للمساهم وتضمن هذا الحق، وتعين في تحديد قيمة سوقية لحق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة، مما يتيح الفرصة لتداول هذه الحقوق، وذلك لإيجاد وسيلة مثلى وأفضل لتعويض المساهمين الذين لم يمارسوا حقهم في الاكتتاب في أسهم الزيادة المطروحة. وعليه كان يتعين إيجاد طاقات إنتاجية جديدة وآليات استثمارية متنوعة<sup>(3)</sup>، وهو ما حرصت عليه التشريعات المقارنة والمتعلقة بأسواق المال، وذلك بخلق وتطوير الخدمات المقدمة للمتعاملين في أسواق المال، وإضافة أدوات ومنتجات استثمارية جديدة تقبل التداول في أسواق المال، بما يحقق التنوع والتوسع في المجالات الاستثمارية المتاحة في السوق المالية.

ويعرف حق الأولوية Preemptive Right أيضاً في إسبانيا وأقرته في المادة (279) من قانون الشركات الإسباني ويعرف بـ 538 Op. cit, p. Marco Ventoruzzo. (derecho de preferentiq) . بينما يُعرف في المملكة المتحدة بـ (rights issue) ذات المصدر السابق، وانظر كذلك Juan Ramirez: Handbook of corporate equity derivatives and equity capital Markets, Business & economies 2011, p. 88.

(6) ومنه قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم 3 لسنة 2014 بإصدار نظام بيع حقوق الاكتتاب. ومن ضمن العمليات المعلنة عن بيع حقوق الاكتتاب إعلان شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية عن الانتهاء من تسجيل حقوق الاكتتاب للمساهمين في الشركة، وهي كانت الحالة الأولى التي تقوم بورصة قطر فيها بتطبيق آلية تداول حقوق الاكتتاب بها، وهي شركة الخليج للمخازن في 2005/10/18. انظر: البورصة تبدأ تطبيق آلية بيع حق الاكتتاب: www.raya.com. كذلك إدراج حقوق اكتتاب قطر للتأمين للبيع في البورصة في مارس 2016، انظر m.alarab.qa.

(7) ومنها إعلان سوق دبي المالي في مايو 2017، عن تداول حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال شركة «أرابتك القابضة». انظر: تداول حقوق الاكتتاب في زيادة رأس مال أرابتك: www.emaratalyom.com حيث أعلنت سوق دبي عن رغبتها في زيادة رأس مال الشركة المذكورة بمقدار 1.5 مليار درهم، بسعر 1 درهم للسهم، وذلك خلال الفترة من 15-28 مايو 2017 www.argaam.com.

(8) ومنها قرار الجمعية العامة غير العادية لشركة ملاذ للتأمين التعاوني عن زيادة رأس مال الشركة عن طريق طرح أسهم حقوق أولوية بقيمة 380 مليون ريال من خلال طرح 38 مليون سهم بقيمة 10 ريالاً للسهم الواحد.

انظر: ملاذ للتأمين تقرر رفع رأسمالها 316 % بطرح حقوق أولوية في 1 أكتوبر 2017: www.alarabiya.net. كذلك راجع: شراء حقوق الأولوية لا يمثل تملكاً للسهم بل يمنح المشتري حق الاكتتاب في زيادة رأس المال: www.cnbcArabia.com.

(9) تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب الصادر استناداً لأحكام المادة (1/3) والمادة (3/ب/أ). والمادة (12/ف) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

وقد تعرّض كلٌّ من المشرّع الكويتي<sup>(4)</sup> ونظيره المصري<sup>(5)</sup> وغيرهما لحق الأولوية (Le

(1) حقوق الأولوية المتداولة: www.riyadcapital.com  
Johnathan Korchak, What are Shareholder pre. Emption rights, www.informdirect.co.uk, 15/11/2013  
(2) Melissa Beck, Frequently asked questions about rights offerings, Morrison & Foerster, LLP, 2010, p 8.  
(3) د. حسن عمر، الاستثمار والعولمة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2000، ص 36.  
(4) المادة (160) من قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016، والمادة (92) وما بعدها من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم 287 لسنة 2016.  
(5) المواد (96، 97، 98) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981، والقرارات رقمًا =

الحقوق إبان تداولها والاكتتاب فيها، وهو أمر اختلفت في تحديده التشريعات محل الدراسة.

والحقيقة أنني قد واجهت عدة صعوبات أثناء كتابة هذا البحث تتمثل في ندرة مصادره، وهو يرجع إلى حدائته وعدم إرساء دعائمه وآليات إعماله، وهو ما دفعنا إلى الخوض في مضماره لوضع ما لم يضعه غيرنا. أما إشكاليات البحث فتدور حول العديد من التساؤلات المثارة محل الجدل الدائر حولها، من ناحية مدى تنازل المساهمين عن حق الأولوية، وكيفية تحديده سعره، ومدى جواز التنازل الجزئي، وعدم جواز الحجز أو الرهن على هذه الحقوق إلى غير ذلك كما يتضح من الدراسة.

منهج الدراسة:

من الثابت أنه ولما كان إيضاح هذه الدراسة لن يتأتى إلا بدراسة النصوص القانونية والقرارات الصادرة عن هيئة أسواق المال والهيئة العامة للرقابة المالية، وعلى ضوء الدراسة المقارنة، فإن المنهج المتبع هو المنهج التحليلي والمنهج المقارن، حيث نتعرض لكل من الكويت ومصر وبعض الدول العربية الأخرى حسب ما تتطلبه الدراسة.

خطة البحث:

تقسم خطة البحث إلى مقدمة نتعرض فيها لماهية حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، وموقف بعض التشريعات منه، كالقانون العماني، والقانون القطري، والقانون المصري، وقانون الشركات الكويتي، ثم نعرض لمزايا التنازل عن حقوق الاكتتاب لآخر، ومخاطر المضاربة فيها.

ثم نتطرق في المبحث الأول للأحكام العامة لحق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، وذلك من خلال تقسيم هذا المبحث إلى أربعة مطالب هي: تعريف حق الاكتتاب والمبادئ الرئيسية التي يقوم عليها، ومزايا ومخاطر التنازل عنه وموقف التشريعات المقارنة، والإجراءات اللازمة لإعمال حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، والخيارات المتاحة للمساهمين أصحاب حق الاكتتاب، وأخيراً لترح أسهم الزيادة دون إعمال حق الأولوية.

أما المبحث الثاني فنخصصه للتنازل عن حق الاكتتاب المقرر للمساهمين إلى آخرين، سواء كان لمساهم آخر أو إلى أحد المستثمرين الجدد، وذلك لقاء مقابل معين، بعد تداول حق الاكتتاب وفقاً لإجراءات معينة، وذلك بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي: تنازل المساهمين عن حق الاكتتاب والقيمة السعرية لحقوق الاكتتاب، وأخيراً بيان عدم قابلية حقوق الاكتتاب للتداول بالهامش أو الرهن أو الحجز عليها.

وهو ما يصب في مصلحة الشركات المقبلة على زيادة رؤوس أموالها والمساهمين فيها باستفادتهم من هذا الحق. وقد أعان على إرساء دعائم حق التنازل وبيع حق الأولوية المقرر في أسهم زيادة رأسمال الشركة، أن البعض من أصحاب الحق في كل عملية اكتتاب لا تتوفر لديهم السيولة اللازمة للاكتتاب، وعلى النقيض هناك أشخاص تحدهم الرغبة في زيادة نصيبهم من عدد الأسهم في الشركة. لذا يُخوّل حق الأولوية في الاكتتاب من لا يرغبون في استخدام حقوقهم ببيعها للآخرين، سواء أكانوا من المساهمين أو من الغير.

وعليه صارت حقوق الاكتتاب عبارة عن أدوات مالية تمثل الحق الممنوح قانوناً لمساهمي الشركة بأولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال أو يبيع أو التنازل عنه للآخرين<sup>(10)</sup>. وفي الحقيقة فإن من أهم ما ساعد على إقرار هذا الحق، أن ما كان يذهب إليه الفقه التقليدي، وهو أن الحقوق المرتبطة أو المتعلقة بالسهم غير قابلة للانقسام عنه، كالحق في التصويت وغيره<sup>(11)</sup>، لم يعد اتجاهًا سائداً، وتغيّر الوضع فصار يجوز الفصل بين السهم والحقوق المرتبطة به، وأن من حق صاحب السهم أن يستفيد منه ومن الحقوق المرتبطة به بمقابل<sup>(12)</sup>، ويعد أهمها الحق في التنازل عن حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال المقرر للمساهمين في شركة المساهمة.

أهمية الدراسة وإشكالياتها:

تكمن أهمية الدراسة في بيان ماهية حق أولوية المساهمين القدامى في الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال شركة المساهمة العامة، وإقرار التشريعات المقارنة أحقيتهم في التنازل عنه للمساهمين الآخرين أو للغير، وهو ما يعود بالنفع على المساهمين والشركة والسوق المالية بصفة عامة. كذلك تتور أهمية البحث، في ضرورة تحديد القيمة السعرية لهذه

(10) وقد عرفت المادة (1) من قرار مجلس إدارة هيئة الأسواق المالية القطرية رقم 3 لسنة 2014 والمعدل عام 2016، حق الاكتتاب بأنه: «حق مساهمي الشركة في الاكتتاب بأسهم الزيادة في رأس المال المقرر إصداره من قبل الشركة والمخصص لمساهميها».

ذات التعريف أوردته المادة (4) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب الصادر استناداً لأحكام المادة (3/أ) والمادة (3/ب/9) والمادة (12/ف) من قانون الأوراق المالية العماني رقم 76 لسنة 2002. كما انظر:

Marco Vantoruzzo, issuing New Shares and Preemptive rights: A comparative Analysis penn. state law, library, Business organizations law commons, 2013, p. 1.  
Crouzel, Alexandra Bertold and others, shareholders rights, jurisdictional comparisons. First edition 2011, p.303

(11) د. أحمد بركات مصطفى، الاتفاقات المتعلقة بحق التصويت: دراسة حول مدى صحة اتفاقات التصويت بين المساهمين في شركات المساهمة في القانون الفرنسي والمصري، دون تاريخ، ص 22.

(12) Michel Germain, Le Transfert du droit de vote, Revue Jurisprudence Commerciale, N.S., 1990, p. 135. Roberto Crouzel, Alexandra Bertold and others, Shareholders Rights: Jurisdictional Comparisons, 1st edition 2011, p. 303.

## المبحث الأول

## الأحكام العامة لحق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال

## تمهيد وتقسيم:

لم يعد هناك أدنى ريب في اعتبار حق أولوية المساهمين في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، تخوّل صاحبها عدة خيارات للاستفادة منها، إلا أن ذلك تحكمه عدة مبادئ، يتعين مراعاتها إزاء إعمال هذا الحق. كما أن إقرار هذا الحق مرهون بصدور قرار من الجمعية العامة غير العادية، ويحظى بموافقة الهيئات الرقابية في السوق المالية. وقد سعت الكثير من الأسواق العربية إلى إدراج وتداول هذا الحق في السوق المالية للحفاظ على حقوق المساهمين أصحاب حقوق الأولوية، وتحقيق المزيد من الحماية.

كما تتصاعد أهمية إرساء حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة وتداولها مع زيادة تآكل رؤوس أموال الشركات، ويشار إلى هذه الأداة المالية بـ "الريت أوفر"<sup>(13)</sup> Right Offer أو Rights Offerings. كذلك حتى ولو لم يباشر المساهم حقه في الاكتتاب في أسهم الزيادة، فإن حقوق الاكتتاب ستودع في محفظته الاستثمارية إن شاء اكتتب فيها ووفى بثمنها، وإن شاء باعها سواء لمساهم آخر أو للغير، ومن ثمّ من حق المساهم أن يستفيد منها في كل من الحالتين. وقد اتجهت القوانين المقارنة الحديثة إلى إرساء هذا الحق، ولاسيما في بعض الدول العربية، كـ مصر وقطر وسلطنة عُمان والكويت، وفي دول أوروبا وأمريكا<sup>(14)</sup> وذلك لتحقيق عدالة وحماية أكثر لمساهمي الشركة.

وعليه نقسم هذا المبحث إلى أربعة مطالب:

المطلب الأول- تعريف حق الاكتتاب والمبادئ الرئيسية التي يقوم عليها وموقف التشريعات المقارنة منه.

المطلب الثاني- الإجراءات اللازمة لإعمال حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.

المطلب الثالث- الخيارات المتاحة للمساهمين أصحاب حق الاكتتاب.

المطلب الرابع- طرح أسهم الزيادة دون إعمال حقوق الأولوية.

(13) أيضا تعرف هذه الأداة بـ Right Preemptive أو Subscription Privilege. أو كذلك Subscription Right

انظر: خبراء يشرحون مفهوم «إدراج وتداول حقوق الأولوية» ورأيهم في القرار في موقعي:

www.mubasher.info / www.investopedia.com

(14) Melissa Beck. Frequently asked questions about rights offerings, Morrison & Foerster, 2010, p.1. Juan Ramirez, Op. cit, p.88.

## المطلب الأول

## تعريف حق الاكتتاب والمبادئ التي يقوم عليها

## ومزاياه وموقف التشريعات المقارنة منه

## تمهيد وتقسيم:

أرست بعض التشريعات المقارنة تعريف حق الاكتتاب في أسهم الزيادة على أنه بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول تخوّل صاحبها الحق في الاكتتاب فيها، غير أن هذا الحق تحكمه عدة اعتبارات وينهض على عدد من المبادئ الرئيسية، يعد أهمها مبدأ المساواة بين المساهمين، وأن يكون الاكتتاب في حدود نسبة كل مساهم في رأسمال الشركة، وهو ما نتعرض له في الفرع الأول. أما الفرع الثاني، فنخصه لبيان مزايا ومخاطر التنازل عن حق الاكتتاب في أسهم الزيادة، وعرض موقف التشريعات المقارنة منه.

## الفرع الأول

## تعريف حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال

## والمبادئ الرئيسية التي يقوم عليها

نقدم تعريفاً لحق الاكتتاب (أولاً)، ثم نعرض للمبادئ الرئيسية التي يقوم عليها (ثانياً)

أولاً - تعريف حق الاكتتاب:

يُعرّف حق الاكتتاب بأنه ورقة مالية قابلة للتداول، تخوّل صاحبها أحقية الاكتتاب في الأسهم الجديدة المطروحة عند إقرار زيادة رأس المال، وهو حقّ ثابت لجميع المساهمين المقيدين في سجلات الشركة نهاية يوم انعقاد الجمعية العامة غير العادية، بغية التصويت على قرار الزيادة، وهو ما يترتب عليه أن يُعطي كل حق لحامله أحقية الاكتتاب في الأسهم الجديدة المطروحة وذلك وفقاً لسعر الطرح<sup>(15)</sup>. وقد عرّفته المادة (2) من قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم 3 لسنة 2014 بأنه: "ورقة مالية قابلة للإدراج والتداول في السوق". أما المادة (5) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب في عُمان فقد عرّفته

(15) الآلية المتطورة لحقوق الأولوية المتداولة: www.tadawul.com شرح مفصل لآلية تداول أسهم حقوق

الأولوية قبيل الاكتتاب على أسهم "مسك": www.argaam.com حقوق الأولوية المتداولة:

www.riyadcapital.com كذلك: www.strategiccfo.com Preemptive subscription rights,

ويعرّف في فرنسا بأنه:

"Le droit préférentiel de souscription DPS, est un droit peremattant á un actionnaire de souscrire de nouvelles actions lors d'une augmentation de capital de manière prioritaire".

يتضمن نظام الشركة نصاً يقصر هذا الحق في أولوية الاكتتاب في أسهم الزيادة على بعض المساهمين دون البعض الآخر<sup>(19)</sup>.

3- إتاحة الاكتتاب من خلال منصات التداول: يجوز الاكتتاب عن طريق استخدام منصات التداول التي يتم من خلالها إدخال أوامر الشراء والبيع، أو عن طريق أي وسيلة من الوسائل الأخرى التي يوفرها الوسيط أو أمين الحفظ للمستثمرين، ومنها التداول الإلكتروني للأوراق المالية<sup>(20)</sup>.

4- ضرورة الإفصاح عن العوامل المؤثرة في العملية: يتعين الإفصاح عن جميع العوامل المؤثرة في عملية بيع حق الأولوية للمساهمين في زيادة رأس المال من حيث القيمة<sup>(21)</sup> وعلاوة الإصدار إلى نحو ذلك<sup>(22)</sup>، كي تتسم العملية بالشفافية، وتفضي إلى تحقيق الغاية التي من أجلها تقرر حق الأولوية لقدامى المساهمين.

5- يكون الاكتتاب في حدود نسبة كل مساهم في رأس المال<sup>(23)</sup>؛ إذا تقرر زيادة رأس مال شركة المساهمة عن طريق طرح حق الأولوية للمساهمين في الاكتتاب في الأسهم الجديدة، فإنه يكون بنسبة ما يملكه كل مساهم من أسهم في رأس مال

بأنه: "ورقة مالية قابلة للتداول في السوق خلال الفترة المحددة"<sup>(16)</sup>. ومفاد ذلك أن حق الاكتتاب في أسهم الزيادة هو الحق الذي يمنح مساهمي الشركة القدامى حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال خلال الفترة المحددة للاكتتاب وفقاً لنسبة كل مساهم في رأس مال الشركة<sup>(17)</sup>، وعليه زيادة نصيب كل واحد منهم في أسهم الشركة. يترتب على ذلك أنه يتعين أن تُحدد فترة محددة لاستعمال هذا الحق، بحيث إذا لم يستفد منه المساهم القديم بالاكتتاب في الحق ومن ثم شراء الأسهم محل الحق، فإنه يجوز له أن يتصرف فيه بالبيع أو التنازل عنه. بيد أن المشكلة قد تبدو حال إذا لم يستعمل أيّاً من الخيارين السابقين، فإنه قد يفضي ذلك إلى انخفاض قيمة ما يملكه من أسهم، أو فقدان قيمة هذه الحقوق. ويصير مالك سهم الشركة (المساهم القديم) حتى تاريخ نهاية الحق خلال فترة الاكتتاب هو مالك حق الاكتتاب، بينما يؤول هذا الحق للمشتري أو للمتنازل إليه عن الحق طوال فترة قيد الحق، وهو ما يتيح لصاحب الحق إضافة الأسهم الجديدة إلى محفظته الاستثمارية.

ثانياً - المبادئ الأساسية التي يقوم عليها حق الأولوية في الاكتتاب:

يقوم حق أولوية المساهمين في الاكتتاب في زيادة رأس المال على عدة مبادئ رئيسية، من أجل إرساء دعائم هذا الحق، وبيان مضمونه، وهي تتلخص فيما يلي:

1- وحدة فترة الاكتتاب: أي بما مفاده أن تخصص فترة اكتتاب واحدة بدلاً من فترتين منفصلتين للتمييز بين المستثمرين المقيدين وغيرهم.

2- المساواة بين المساهمين: من الثابت أنه ولما كان جميع المساهمين متساوين فيما بينهم، ويعاملون على قدم المساواة إذا كانوا في ظروف مماثلة<sup>(18)</sup>، فإنه لا يجوز أن

(16) وقد حددت المادة (4) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب في سلطنة عُمان الصادر استناداً لأحكام المادة (3/أ) والمادة (9/ب/3) والمادة (12/ف) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، حق الاكتتاب بأنه: "حق مساهمي الشركة المصدر في الاكتتاب بأسهم الزيادة في رأس المال المنوي إصدارها من قبل الشركة والمخصصة لمساهميها": [www.sdc.com.jo](http://www.sdc.com.jo). وهو ما ورد أيضاً في المادة (42) من القرار رقم 8 - 127 - 2016 الصادرة من مجلس هيئة السوق المالية السعودية.

(17) أعلنت البورصة المصرية في سنة 2013 عدداً من المعلومات الاسترشادية، ووفقاً لها فإن كل حق يعطى الأولوية في شراء جزء من السهم أو سهم أو أكثر من أسهم زيادة رأس المال حسب قيمة زيادة المال المقرر من قبل الشركة. [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg).

Marco Ventoruzzo, Issuing New Shares and Preemptive Rights: A comparative Analysis, Penn State law library, 2013. P. 1, Melissa beck, Frequently asked questions about rights offerings, Morrison & Foerster LLP, 2010, p. 1.

(18) مزوار فتحي، مرجع سابق، ص 23 - 25. د. رحاب محمود داخلي، النظام القانوني لدور الجمعيات العامة في إدارة شركة المساهمة، مركز الدراسات الشرقية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، =

2015، ص 279. د. معطا الله راضية، الأداء الاعتيادي لشركة المساهمة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015، ص 24.

(19) مع مراعاة ما تنص عليه المادة (36) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981 في مصر، والتي جاء فيها: «مع عدم الإخلال بما يتقرر للأسهم الممتازة من حقوق».

(20) د. أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007، ص 142 وما بعدها.

(21) قاعدة لتنظيم تداول حق الأولوية في الاكتتاب: [www.alraimidia.com](http://www.alraimidia.com). وفي سلطنة عُمان، طرحت شركة الغاز الوطنية (ش.م.ع.ع) إصدار أسهم الزيادة في رأس المال، وقد استوجبت الهيئة العامة لسوق المال العماني، عرض كافة المعلومات الجوهرية المتعلقة بالعملية، والتي من شأنها أن تساعد المساهمين في اتخاذ القرار فيما يتعلق بالاستثمار من عدمه.

(22) Johnathan Korchak, What are Shareholder Preemption Rights, 152013/11/, [www.informdirect.co.uk](http://www.informdirect.co.uk). Melissa Beck. Frequently asked question about rights offerings, Morrison & Foerster, 2010, p.1.

(23) د. خليل فيكتور، الوسيط في شرح قانون الشركات الكويتي الجديد ولائحته التنفيذية على ضوء آراء الفقهاء وأحكام القضاء، كلية القانون الكويتية العالمية، 2015، ص 265. إذ تنص المادة (160) شركات كويتي على أن: "يكون للمساهمين حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة بنسبة ما يملكه كل منهم من أسهم"، وهو ذاته ما قرره المادة (14) من قانون الشركات السعودي الجديد، وطبقته مجموعة دويتشه بورس (Deutsche Börse group) في زيادة رأس مالها: Subscription rights, Deutsche Börse.com.

كما عرفه البعض بأنه: "Purchase shares based on the number of shares they own on a specified record date" see, Melissa Beek, op.cit. 2010, p. 1



المقارنة (ثالثاً)، وذلك على النحو التالي:

أولاً - مزيا التنازل عن حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال:

لا ريب وكما أسلفنا القول، فإن حق أولوية المساهمين في الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال شركة المساهمة، هو حقٌ أصيلٌ لقدامى المساهمين، وأن هذا الحق يخوّل صاحبه مكنات الملكية من استعماله والتصرف فيه، وأنه يجوز له أن يستخدمه بنفسه<sup>(26)</sup> أو التنازل عنه. وهو إزاء هذا الفرض، لا يتنازل عن السهم بل عن حق الاكتتاب، والذي صار الأخير، ولما كان يُعدُّ بمثابة حقٍّ، من الجائز بيعه والتنازل عنه بمقابل أو من دون مقابل، وإن كان الفرض الأخير نادراً.

وعليه، فإن التنازل عن حق الاكتتاب يحقق مزايا عديدة ومنها أنه:

- 1- يساعد على حرية وتنشيط السوق المالية، وخلق أدوات استثمارية جديدة<sup>(27)</sup>.
- 2- يفتح آفاقاً جديدة أمام المستثمرين باعتباره عامل جذب لهم، إذ إن إتاحة المجال أمام المساهمين غير الراغبين في استغلال حقهم في الاكتتاب لأسباب مالية أو غيرها، من شأنه أن يوفر سيولة جديدة في السوق، فيتم بيع حق الاكتتاب لآخر مقابل هامش ربح يتمثل في قيمة الفارق ما بين سعر السهم محمل بالحق وسعره في اليوم التالي للعملية غير محمل بالحق<sup>(28)</sup>، ومن ثم تحافظ هذه الآلية على قيمة المحفظة الاستثمارية لكل مساهم، وتساعد على تحديد قيمة سوقية سعرية للحق، وتتيح الفرصة لتداول هذا الحق، وإيجاد وسيلة أفضل لتعويض المساهمين الذين لم يمارسوا حقهم في الاكتتاب<sup>(29)</sup>، أي بما مفاده أن التنازل عن حق الاكتتاب يفضي إلى توفير السيولة المالية للمساهمين غير الراغبين في المشاركة في زيادة رأسمال الشركة، ومن دون الحاجة إلى بيع أسهمهم، بحيث لا يؤدي ذلك إلى انخفاض في القيمة السوقية لمساهمتهم في الشركة، وحصولهم على التعويض المستحق لهم في ذات الوقت.
- 3- إن التنازل عن حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، يُمكن الشركات من جذب مستثمرين استراتيجيين من خارجها، وهو يعود بالنفع على الشركة وعلى المساهمين القدامى وهو العائد مقابل التنازل، حيث كانت الكثير من الشركات -

(26) Preemptive Subscription rights. www.strategiccfo.com.

وهو ما يمكنه من الحفاظ على نسبته من رأسمال الشركة دون أن تنخفض.

(27) البورصة الكويتية تفشل في إقناع هيئة الأسواق ببيع حق الاكتتاب. www.aljarida.com

(28) قاعدة لتنظيم تداول حق الأولوية في الاكتتاب. www.alraimedia.com

(29) شرح مفصل لآلية تداول أسهم حقوق الأولوية قبيل الاكتتاب على أسهم «مسك». www.argaam.com

الشركة<sup>(24)</sup>. وتطبيقاً لذلك إذا كان عدد الأسهم الجديدة المقترح إصدارها هو ألف سهم، وكان عدد الأسهم المصدرة قبل زيادة رأس المال، يساوي ثلاثة آلاف سهم، وبالتالي يكون المقترح هو رفع عدد الأسهم إلى أربعة آلاف سهم، فتكون نسبة استحقاق كل مساهم هي 1:3، أي أن يستحق كل مساهم مقيد حق أولوية واحد سهم لكل ثلاثة أسهم<sup>(25)</sup>، وهي ذات القاعدة التي أقرتها التشريعات المقارنة، إذ تنص المادة (5) من القرار القطري رقم 3 لسنة 2014 على أن: «يكون عدد حقوق الاكتتاب مساوياً لعدد أسهم زيادة رأس المال المقرر إصدارها لمساهمي الشركة من خلال الاكتتاب». والتساؤل الذي يثور هو ما إذا كان لدى المستثمر أكثر من محفظة مع أكثر من شركة وساطة، كيف يتم احتساب الحقوق له؟ لا ريب أنه يتم توزيع نصيب المستثمر على المحافظ التي يملكها المستثمر، بحسب نسبة الملكية الموجودة في كل محفظة. وفي حال وجود كسور يتم تجميع تلك الكسور، فإذا أكملت، أي كونت رقماً صحيحاً، فإنه يتم إضافة الرقم الصحيح إلى المحفظة التي يملك فيها المستثمر أكبر كمية من الحقوق.

6- عدم جواز شراء حق الاكتتاب عن طريق البيوع المستقبلية: لا يجوز شراء حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، عن طريق البيوع المستقبلية أو المشتقات الأخرى ك «المارجن» وهو البيع على المكشوف. وهذا ما أكدته كل من المادة (9/أ) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب في عُمان، والمادة (5/7) من نظام تداول حقوق الاكتتاب في قطر الصادر عن هيئة الأسواق المالية القطرية.

7- ضرورة وضع حدود لارتفاع وانخفاض حق الاكتتاب: من المسلم به أنه يتعين وضع حدود لارتفاع وانخفاض حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، كي لا تتحول العملية إلى صراع بين الأطراف، كوضع - مثلاً - نسبة 5 % صعوداً وهبوطاً.

## الفرع الثاني

مزيا ومخاطر التنازل عن حق الاكتتاب وموقف التشريعات المقارنة منه

نعرض (أولاً) لمزايا التنازل عن حق الاكتتاب، ومخاطره (ثانياً)، ثم لموقف التشريعات

(24) ومنه ما أعلنت عنه شركة ملاذ للتأمين التعاوني في المملكة العربية السعودية في 22 أكتوبر 2017، عن طرح تداول حقوق الأولوية والاكتتاب في الأسهم الجديدة بنسبة كل مساهم في رأسمال الشركة، حيث تقرر رفع رأسمالها 316 % وتم تغطية اكتتاب حقوق الأولوية بنسبة 79,8 %، انظر: www.alarabiya.net . راجع الآلية المطورة لحقوق الأولوية المتداولة: www.tadawul.com.

(25) انظر الآلية المطورة لحقوق الأولوية المتداولة على الموقع الإلكتروني: www.tadawul.com

هذه الحقوق، فإنه في هذه الحالة سيضطر إلى استخدام هذه الحقوق للاكتتاب بالأسهم الجديدة أو قد يتكبد خسارة<sup>(35)</sup>.

وعليه تأتي أهمية اطلاع وعلم المستثمرين على جُل تفاصيل آلية تداول وإدراج حقوق الأولوية وطريقة عملها، مع ضرورة الإلمام بكل العوامل المؤثرة فيها، للتأكد من أن أي قرار استثماري سيكون مبنياً على وعي وإدراك كاملين، وكي لا يكون هذا الحق سبباً للخسارة لمالك وصاحب الحق فيه.

ثالثاً- موقف التشريعات المقارنة من حق الأولوية في الاكتتاب وإمكانية التنازل عنه:

في الواقع لم يتوان المشرعون في إرساء دعائم أولوية المساهمين القدامى في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، وأحقيتهم في التنازل عن هذا الحق بالبيع بمقابل أو التنازل عنه دون مقابل، وهو ما سنبينه من خلال عرض موقف كل من المشرعين الكويتي والمصري<sup>(36)</sup>، مع عرض موجز لبعض التشريعات الأخرى.

1- موقف المشرع الكويتي:

تعرض المشرع الكويتي في المادة (160) من قانون الشركات رقم 1 لسنة 2016، لحق المساهمين في الاكتتاب في الأسهم الجديدة بنسبة ما يملكه كل منهم من أسهم، ما لم يتضمن عقد الشركة نصاً يقضي بتنازل المساهمين مقدماً عن حقهم في أولوية الاكتتاب، كما أجازت المادة المذكورة أنفاً للمساهم التنازل عن حق الأولوية لمساهم آخر أو للغير، بمقابل أو دون مقابل وفقاً لما يتم الاتفاق عليه بين المساهم والمتنازل إليه.

ويلاحظ على النص المتقدم، أولاً: أنه أجاز إدراج نص في عقد الشركة يتنازل بمقتضاه المساهمون مقدماً عن أعمال حق الأولوية في الاكتتاب، وهو ما كان يجب ألا يكون باعتبار أن التنازل عن الحق مقدماً وقبل ثبوته غير جائز وتشوبه شبهة إلزام التنازل. وثانياً: أنه افترض أن يكون التنازل بمقابل أو من دون مقابل، مع أنه توافقاً مع الغاية التي من أجلها قرّر المشرعون في الدول الأخرى هذه الآلية الجديدة، فإن التنازل عن الحق إنما يكون بمقابل، وحددت التشريعات المقارنة كيفية احتساب

(35) حقوق الأولوية المتداولة: [www.riyadcapital.com](http://www.riyadcapital.com)

(36) كذلك تعرض المشرع الجزائري لحق الأولوية في الاكتتاب وذلك في المادة (715) مكرر 44 من القانون التجاري الجزائري. انظر: مزوار فتحي، حماية المساهم في شركة المساهمة: دراسة في القانون المقارن، جامعة أبي بكر تلمسان، كلية الحقوق والعلوم السياسية، 2014، الجزائر، ص 30. كما تعرض له المشرع المغربي في قانون الشركات. انظر: مجلة القانون والأعمال، الأسهم في شركة المساهمة على الموقع الإلكتروني التالي: [www.droitentreprise.com](http://www.droitentreprise.com).

قديمًا - تُرغم المساهمين على التنازل عن حق الأولوية في الاكتتاب لمساهمين آخرين أو جدد مجاناً.

4- يوفر حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، شفافية أكبر عن القيمة العادلة والمستحقة لهذه الحقوق، ويُمكن حملة هذه الحقوق من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناءً على معطيات واضحة وسليمة وملموسة.

مؤدى ما تقدم أن حقوق الأولوية في الاكتتاب هي أدوات مالية قابلة للبيع والإدراج في السوق<sup>(30)</sup>، تمثل الحق الممنوح قانوناً لمساهمي الشركة بأولوية الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال<sup>(31)</sup>، فتوزع حقوق الأولوية في الاكتتاب على مالكي الأسهم القدامى مقابل ما يملكون من أسهم، أي حسب نصيب كل منهم في رأس المال<sup>(32)</sup>. وتسجل هذه الحقوق في سجلات المساهمين لدى الوسطاء وشركات الحفظ، ولدى وكالات المقاصة إذا كانت الأسهم الأصلية مسجلة لديهم. وفي الكويت، فإن الشركة الكويتية للمقاصة هي التي تودع حق الأولوية في الاكتتاب في كشوفات العملاء المسجلين في سجل المساهمين<sup>(33)</sup>. أما في عُمان فتتولى شركة مسقط للمقاصة والإيداع هذا الإجراء<sup>(34)</sup>، وإلى نحو ذلك في البلدان الأخرى.

ثانياً- مخاطر المضاربة على حقوق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة:

تخضع المضاربة في حقوق الأولوية في الاكتتاب للعديد من المخاطر والتي قد تفضي إلى حدوث خسائر جوهرية، ويحدث ذلك جراء عدة أمور منها:

- 1- إن نسبة التذبذب المسموح بها لأسعار تداول حقوق الأولوية يفوق النسبة التي تخضع لها أسعار الأسهم والمتمثلة بنسبة 10% صعوداً أو هبوطاً.
- 2- إذا لم يقدّم المساهم المضارب ببيع حقوق الأولوية التي يمتلكها قبل نهاية فترة تداول

(30) انظر: البورصة تفشل في إقناع هيئة الأسواق ببيع حق الاكتتاب سالف الذكر.

(31) تداول حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال شركة أرابتك القابضة. [www.argaam.com](http://www.argaam.com)

(32) تنص المادة (1/7) من تعليمات التعامل في عمان على أن: «يكون عدد حقوق الاكتتاب مساوياً لعدد أسهم زيادة رأس المال المقرر إصدارها لمساهمي الشركة من خلال الاكتتاب».

(33) قاعدة لتنظيم تداول حق الأولوية في الاكتتاب، سابق الإشارة إليه.

(34) في سلطنة عُمان عام 2014، طرحت شركة الغاز الوطنية الأفضلية والتي فيها يفتح الاكتتاب لإصدار أسهم حق الأفضلية في سجل الشركة لدى شركة مسقط للمقاصة والإيداع كما هو محدد في تاريخ الحق. ويحق بموجبه لكل مساهم الاكتتاب في عدد من الأسهم المطروحة كما هو محدد في تاريخ الحق، ويكون الاكتتاب في حق الأفضلية للمساهمين المبنية أسماؤهم في سجل الشركة لدى شركة مسقط للمقاصة والإيداع.

جوازيًا للجمعية العامة غير العادية للشركة قبل ذلك، وأنه يجوز استثناءً عدم تداول حق الأولوية إذا قرّرت الجمعية العامة غير العادية التنازل عن أعمال حقوق الأولوية في حال اقتصار الزيادة على مستثمر استراتيجي على سبيل المثال. وتلتزم الشركة فور نشر إعلان دعوة قدامى المساهمين للاكتتاب في زيادة رأسمالها، تقديم طلب للبورصة لقيّد حقوق الأولوية في الاكتتاب، وذلك قبل أسبوع من التاريخ المحدد لفتح باب الاكتتاب<sup>(38)</sup>. ويعد من أهم ما أرساه هذا القرار هو تداول حقوق الأولوية في الاكتتاب منفصلة عن الأسهم الأصلية، وأنه لصاحب الحق خلال الفترة المحددة للتداول، التنازل عنه أو التصرف فيه بالبيع من خلال إحدى شركات السمسرة في الأوراق المالية. كما صدر القرار رقم 12 لسنة 2017 من مجلس إدارة البورصة المصرية بشأن الإجراءات التنفيذية لتداول حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال النقدية لقدامى المساهمين لشركات الاكتتاب العام غير المقيدة بالبورصة المصرية، والذي نظم في المادة الأولى منه، والتي تتضمن ثمانية بنود، كيفية تداول هذا الحق في العمل.

حرّي بالذكر أن بعض التشريعات قد قصرت استعمال حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة، إذا تمت بالزيادة النقدية دون غيرها من الوسائل الأخرى للزيادة<sup>(39)</sup>، كالزيادة بالحصص العينية، أو الزيادة بتحويل الاحتياطي الاختياري أو ما زاد عن الاحتياطي الإجباري إلى أسهم منحة.

(38) الرقابة المالية تصدر قرارات تنظم تداول حق الاكتتاب والاستحواذ على شركات مالية. [www.almasryalyoum.com](http://www.almasryalyoum.com). وقد كشف الواقع العملي عن تفعيل هذه القرارات ومنها: أ- تداول حق اكتتاب مركز الإسكندرية الطبي منفصلاً عن السهم الأصلي، وهي شركة الإسكندرية للخدمات الطبية. انظر: تداول حق اكتتاب مركز الإسكندرية الطبي في 2017/11/19، [www.shafaqana.com](http://www.shafaqana.com). ب- تداول حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال "إيكمي" حيث أعلنت البورصة المصرية في 2017/12/31 أن نهاية الحق في اكتتاب الدولية للصناعات الطبية "إيكمي" لحامل ومشتري السهم حتى نهاية 2017/12/31. ويتم فتح باب الاكتتاب لزيادة رأس المال من 12 مليون جنيه إلى 42,13 مليوناً، اعتباراً من 13 يناير 2018 وحتى 1 فبراير 2018، وأنه يجوز بيع كل أو جزء من حق الاكتتاب منفصلاً عن السهم الأصلي مع جبر الكسور إن وجدت. راجع: اليوم نهاية الحق في اكتتاب زيادة رأسمال "إيكمي": [www.mubasher.info](http://www.mubasher.info).

(39) ومنها المادة (96) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم 159 لسنة 1981، كما أقرت ذات القاعدة المادة (573) من القانون الموحد للشركات التجارية والمجموعات الاقتصادية الصادر عن OHADA في أفريقيا في 1997/4/17: "Les actionnaire sont, proportionnellement un montant de leurs actions, un droit de preference á la souscription des actions de numéraire mises".

كما سلك ذات الاتجاه التشريع المغربي. انظر: مجلة القانون والأعمال، الأسهم في شركة المساهمة: [www.droitentreprise.com](http://www.droitentreprise.com) 2014.

سعر افتتاح الحق. ولذا نرى أنه كان أولى بالمشرّع الكويتي حذف هذه الفقرة، باعتبار أن التنازل عن حق الأولوية في الاكتتاب - بدهاة - يكون بمقابل وإلا لما كان لتداوله والتنازل عنه معنى. ومن جانب آخر تعرّضت اللائحة التنفيذية لقانون الشركات في المواد من (92 إلى 96) لإجراءات التنازل عن حق الأولوية في الاكتتاب، والجهة التي يتم التنازل أمامها على نحو ما سنرى من خلال هذه الدراسة<sup>(37)</sup>.

2- موقف المشرّع المصري:

تعرّض المشرّع المصري لحقوق الأولوية للمساهمين القدامى في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، فأوجب في المادة (96) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم 159 لسنة 1981، أن يتضمّن نظام الشركة النص على مدى أعمال حقوق الأولوية للمساهمين القدامى في الاكتتاب في أسهم الزيادة، وأجاز خلال فترة الاكتتاب في الزيادة تداول هذا الحق سواء أكان منفصلاً أو بالتبعية من الأسهم الأصلية. كما أجاز في المادة (98) من ذات اللائحة وكاستثناء بقرار من الجمعية العامة غير العادية بناء على طلب مجلس الإدارة وللأسباب الجدية التي يبيدها ويقرها مراقب الحسابات بتقرير منه، أن تطرح أسهم الزيادة كلها أو بعضها للاكتتاب العام مباشرة دون أعمال حقوق الأولوية المقررة لقدامى المساهمين. بيد أنه ومع تغيير فلسفة حقوق الأولوية واتجاه التشريعات المقارنة إلى اعتبارها أوراقاً مالية قابلة للتداول ومن حق من تقرّرت له أن يستفيد منها بالتنازل عنها أو بيعها، أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية عدة قرارات تنظيمية في ديسمبر عام 2017، فتم تعديل قواعد قيد وشطب الأوراق المالية وفقاً للقرار 138 لسنة 2017 بأن صار لزاماً تداول حق الأولوية للشركات المقيدة أسهمها بالبورصة عند زيادة رأس المال بعد أن كان الأمر

(37) اتجهت الشركات الكويتية إلى تعديل أنظمتها الأساسية لإدراج حق الأولوية للمساهمين في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، وجواز التنازل عنه لمساهم آخر أو للغير، فمثلا تنص المادة (14) من النظام الأساسي للبنك التجاري الكويتي على أن: «إذا تقرر زيادة رأس المال عن طريق طرح أسهم للاكتتاب العام، يكون للمساهمين حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة بنسبة ما يملكه كل منهم من أسهم...، ويحق للمساهم التنازل عن حق الأولوية لمساهم آخر أو للغير بمقابل مادي أو بدون مقابل». انظر في هذا: [www.cbk.com](http://www.cbk.com).

كذلك الشركة الوطنية للدباغة والوطنية للتنظيف، ففي اجتماع الشركة الوطنية للتنظيف يوم 2017/6/21 تم إقرار هذا الحق لأولوية مساهمي الشركة في الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال الشركة، وأنه يحق للمساهم خلال مدة الاكتتاب التنازل عن هذا الحق لمساهم آخر أو للغير بمقابل مادي أو من دون مقابل. راجع في هذا الشأن: [www.kuwaitalyawm.media.gov.kw](http://www.kuwaitalyawm.media.gov.kw).

كذلك أقرت مجموعة عربي القابضة في اجتماع الجمعية العامة غير العادية في 2015/6/20 هذا الحق إلى نحو ذلك، ليدل على اتجاه الشركات الكويتية المقيدة إلى أعمال حق الأولوية واستفادة المساهمين منه.



## المطلب الثاني

### الإجراءات اللازمة لإعمال حق الأولوية في الاكتتاب

#### في أسهم زيادة رأس المال

يتضمن إعمال حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال الشركة، عدة إجراءات تتمثل في موافقة الجمعية العامة غير العادية على قرار الزيادة، وموافقة الهيئات الرقابية المتمثلة في هيئة أسواق المال، أو كما تُعرف في مصر بالهيئة العامة للرقابة المالية، وإشعار المستثمرين بالحق، وتحديد فترة تداول الحق، ثم الاكتتاب في الأسهم الجديدة، ونعرض لذلك على النحو التالي:

#### الفرع الأول

##### موافقة الجمعية العامة غير العادية على زيادة رأسمال الشركة

من أولى الخطوات اللازمة لإعمال حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، هو موافقة الجمعية العامة غير العادية<sup>(45)</sup>، وذلك من خلال طرح حقوق الأولوية، فيتم إيداعها كأوراق مالية في المحافظ الخاصة بالمساهمين المقيدة أسماؤهم في سجلات الشركة، وذلك حسب أحقيتهم بالنسبة والتناسب مع ما يملكه كل مساهم في رأسمال الشركة، وهو ما يفضي إلى ظهور هذه الحقوق في محافظ المساهمين المقيدون تحت رمز جديد خاص بحقوق الأولوية. تطبيقاً لذلك أُعلن في 5 مايو 2016 عن تداول حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال "دي باركس آند ديزورتس" وأُعد له رمز خاص بالتداول وهو "DUBAIPARKDRI"<sup>(46)</sup> أو كود خاص يُعرف بـ "الأيزن كود"، وهو ما تنص عليه المادة (د/2) من القرار القطري رقم 3 لسنة 2014 بقولها: "يكون حق الاكتتاب لمالكي أسهم الشركة المسجلين في سجل المساهمين وفق التاريخ الذي تحدده الجمعية

كذلك قننت المملكة العربية السعودية هذا الحق في كل من: أولاً- قانون الشركات في المادة (14) من الفصل الرابع، حيث أجازت للمساهم المالك للسهم وقت صدور قرار الجمعية العامة غير العادية بالموافقة على زيادة رأس المال، الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدر مقابل حصص نقدية. ويحق للمساهم بيع حق الأولوية أو التنازل عنه<sup>(40)</sup>، وفصله- ثانياً- القرار رقم 8-127-2016، الخاص بلوائح وأنظمة الضوابط والإجراءات التنظيمية الصادرة تنفيذاً لنظام الشركات الخاصة بشركات المساهمة المدرجة والصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية في 17 أكتوبر 2016. وقد قصر قانون الشركات السعودي استعمال حق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تصدر مقابل حصص نقدية. كما لم يُجَز للمساهمين ممارسة حق الأولوية عند إصدار الشركة للأسهم المخصصة للعاملين والموظفين في الشركة، بيد أن المادة (14) آنفه الذكر، قد أجازت للجمعية العامة غير العادية للشركة وقف العمل بحق الأولوية لغير المساهمين في الحالات التي تراها مناسبة لمصلحة الشركة.

أيضاً تعرض قانون الشركات الإنجليزي لسنة 2006 في المواد (-561 576) لحقوق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، وأن هذا الحق قد يتقرر إما بموجب النظام الأساسي للشركة، أو بموجب اتفاقات المساهمين Agreement's Shareholder<sup>(41)</sup>، كما تعرضت المواد المذكورة لإمكانية تنازل المساهمين عن حق الاكتتاب حال إذا لم يرغب البعض منهم في الاكتتاب فيه، وذلك بالتنازل عنه بمقابل. كما قررت ذات الحقوق المادة (225 - 132) وما بعدها من قانون التجارة الفرنسي<sup>(42)</sup>، أما المادة (-651 1-13) من قانون فرجينيا، فقد قرّرت حق أولوية المساهمين في الاكتتاب في أسهم الزيادة بناء على قرار من مجلس إدارة الشركة، وطرحة بموجب شروط موحدة لجميع المساهمين<sup>(43)</sup>.

خلاصة القول إذًا، أن التشريعات المقارنة قننت من القوانين والقرارات التنظيمية ما يكفل لقدامى المساهمين المحافظة على نسبة مشاركتهم في رأسمال الشركة، وبما يعود بالنفع حال ما إذا قرروا بيع حق الأولوية بمقابل<sup>(44)</sup>.

= راجع: Marco Vantoruzzo.op.cit, p.19- 24 وتعد من أحدث عمليات طرح تداول حقوق اكتتاب هي طرح حقوق اكتتاب زيادة رأسمال شركة الخليج للملاحة في دبي وحدد لها موعد في 3 - 5 فبراير 2018. www.albayan.ae.

(45) Maurice Cozian, Droit des sociétés, Lexisnexis, 25 éd, 2012, p. 457

وفي إسبانيا يؤول الأمر في زيادة رأس المال إلى المساهمين، ويجوز لها تفويض مجلس الإدارة في هذا الشأن إذا ما كانت الزيادة في حدود 50% من رأسمال الشركة. انظر: Corporation Act art 297. Spain, see, Marc Vantoruzzo. op. cit. p. 538.

(46) مقال بعنوان: «تداول حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال «دي باركس آند ديزورتس».

انظر: www. emaratalyawm.com.

(40) جون بلوطية، القانون التجاري حسب نظام الشركات في المملكة العربية السعودية، 2017، ص 33.  
(41) Johnathan Korchak, What are shareholder preemptive rights, 152013/11/, www.informdirect.co.uk.

(42) Droit preferential de souscription, fr.m.

وعرفت بأنها:

"est un droit permettant à un actionnaire de souscrire de nouvelles actions lors d'une augmentation de capital de manière prioritaire." Wikipedia.org.

(43) Code of Virginia, 13- 1- 751 shareholders preemptive rights, law - lis. Virginia.gov.

(44) للمزيد من دراسة الوضع في التشريعات الأخرى، كالقانون الإيطالي، والقانون الألماني وغيرهما =

الإيداع وهي خدمة "تداولي" برسائل نصية قصيرة ترسل عن طريق شركات الوساطة. وفي مصر تنص المادة (99) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981 على أن: "يتم إخطار المساهمين القدامى بإصدار أسهم زيادة رأس المال بإعلان ينشر في صحيفة الاستثمار أو في صحيفتين يوميتين إحداهما على الأقل باللغة العربية قبل الموعد المقرر لبدء الاكتتاب بسبعة أيام على الأقل، ويجب أن يتضمن الإعلان عدة بيانات يعد من أهمها: حقوق الأولوية المقررة للمساهمين القدامى في أسهم الزيادة وكيفية ممارسة هذا الحق". ومن جانب آخر لم يحدد القرار رقم 138 لسنة 2016 الصادر من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، تعديل قواعد قيد وشطب الأوراق المالية، كيفية نشر الإعلان، وإن كان أُلزم الشركة فور نشر إعلان دعوة قدامى المساهمين للاكتتاب في زيادة رأسمالها، بتقديم طلب للبورصة للقيد.

#### الفرع الرابع

##### إدراج حقوق الاكتتاب وتداولها والاكتتاب فيها

على الشركة أن تتقدم للهيئة - أي هيئة أسواق المال - بطلب إدراج حقوق الاكتتاب حال موافقة الجهة المختصة. وقد حددت بعض التشريعات، مثل القرار القطري ذلك بحد أقصى عشرة أيام من تاريخ صدور قرار الجمعية العامة غير العادية<sup>(51)</sup>، ومتضمنًا قرار الجمعية العامة بشأن الزيادة، وموافقة الجهة المختصة بالوزارة على ذلك ونشرة إدراج أسهم الزيادة وحقوق الاكتتاب.

وتعدُّ البيانات والمعلومات المنشورة بشأن أسهم الزيادة في رأس المال المخصصة لمساهمي الشركة بمثابة نشرة إدراج لحقوق الاكتتاب بعد تضمينها المعلومات الخاصة بهذه الحقوق، وبشكل خاص؛ مقدار ونسبة الزيادة في رأس المال، سعر الإصدار لأسهم الزيادة، موعد إدراج حقوق الاكتتاب، وتاريخ بدء وانتهاء فترة تداول حقوق الاكتتاب بأسهم الزيادة<sup>(52)</sup>.

(51) المادة (3) المعدلة بموجب القرار الوزاري رقم 2016/4. أما المادة (1/6) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب العُمانية والسالف الإشارة إليها، فتتص على أن: «يكون حق الاكتتاب لمالكي أسهم الشركة كما في نهاية اليوم الخامس عشر من تاريخ موافقة المجلس على تسجيل أسهم الزيادة في رأس المال المخصصة لمساهمي الشركة. ومن أحدث عمليات طرح حقوق الاكتتاب لقدامى المساهمين، ما أعلن في 12 يناير 2018 عن قيد حقوق الاكتتاب في شركة ICTAAB، وتستمر حتى 24 يناير 2018.

Listing of subscription rights and paid subscription shares in ICTA AB (318/) Nasdaq.  
www.globenewswire.com

(52) المادة (4) المعدلة بموجب القرار الوزاري القطري 2016/4، وتقابلها المادة (6/ب) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب سالف الإشارة إليه في عُمان.

العامة غير العادية التي تقرر فيها زيادة رأس المال<sup>(47)</sup>. وغني عن البيان، أنه لا يجوز تداول هذه الحقوق أو الاكتتاب فيها إلا عند بداية فترة التداول والاكتتاب، ولا تظهر قيمة هذه الحقوق ضمن محافظ المساهمين المقيدين إبان الفترة التي تسبق تداولها، وإنما الذي يبين فيها فحسب هو عدد الحقوق المملوكة له<sup>(48)</sup>.

#### الفرع الثاني

##### موافقة الجهات المختصة على قرار الجمعية العامة غير العادية

يجب أخذ موافقة الجهات المختصة بالموافقة على قرار الجمعية العامة غير العادية بطرح حق أولوية المساهمين في الاكتتاب في زيادة رأس المال. فوفقاً للمادة (2/ب) من القرار رقم 3 لسنة 2014 في قطر، تنشأ حقوق الاكتتاب بعد موافقة الجهة المختصة بالوزارة على قرار الجمعية العامة غير العادية بالموافقة على إصدار أسهم زيادة رأسمال الشركة. أما المادة (6/أ) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب في عُمان، فقررت أن يكون حق الاكتتاب لمالكي أسهم الشركة كما في نهاية اليوم الخامس عشر من تاريخ موافقة المجلس على تسجيل أسهم الزيادة في رأس المال المخصص لمساهمي الشركة. وفي مصر ووفقاً للقرار رقم 138 لسنة 2016 الصادر من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، تلتزم الشركة فور نشر إعلان دعوة قدامى المساهمين للاكتتاب في زيادة رأسمالها، بتقديم طلب للبورصة لقيد حقوق الأولوية في الاكتتاب<sup>(49)</sup>.

#### الفرع الثالث

##### إخطار المستثمرين بحقوق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة

بطبيعة الحال يتعيّن إخطار المستثمرين بحقوق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال<sup>(50)</sup>. وقد جرى التعامل في بعض الدول - كالمملكة العربية السعودية - على إخطار المستثمرين بحقوق الأولوية في الاكتتاب عن طريق خدمة مقدمة من قبل شركات

(47) انظر كذلك: المادة (1/6) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب العُماني سابق الذكر.

(48) الآلية المطورة لحقوق الأولوية المتداولة: [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com).

شرح مفصل لآلية تداول أسهم حقوق الأولوية قبيل الاكتتاب على أسهم «مسك»: [www.argaam.com](http://www.argaam.com). وهو ذاته ما تنص عليه المادة (43) من قرار هيئة السوق المالية السعودية رقم 8-127-2016 بشأن لوائح وأنظمة الضوابط والإجراءات التنظيمية الصادرة تنفيذاً لنظام الشركات الخاصة بشركات المساهمة المدرجة.

(49) المادة (52) مكرر من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية في البورصة المصرية والصادر بإضافتها القرار رقم 138 لسنة 2016 من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية.

(50) الآلية المطورة لحقوق الأولوية المتداولة: [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com). كذلك انظر: Melissa Beck, op.cit, p. 3.

خلال فترة تداولها<sup>(56)</sup>.

أما في سلطنة عمان، ووفقاً للمادة (12)، فإن التداول في حقوق الاكتتاب يبدأ في يوم العمل التالي لنشوء هذا الحق، ولمدة 5 أيام عمل، ويُعد إدراج هذه الحقوق لاغياً في نهاية هذه الفترة، ويكون الحق في ممارسة الاكتتاب بأسهم الزيادة في رأسمال الشركة المصدرة لحملة حقوق الاكتتاب كما في نهاية فترة تداول هذه الحقوق، وتبدأ فترة الاكتتاب في يوم العمل الرابع لإلغاء إدراج حقوق الاكتتاب.

ووفقاً للقرار القطري سالف الذكر، فإنه وفقاً للمادة (7/2) منه، تكون فترة تداول حقوق الاكتتاب عشرة أيام<sup>(57)</sup>. وتبدأ فترة الاكتتاب بداية اليوم السادس من تاريخ انتهاء تداول حقوق الاكتتاب<sup>(58)</sup>.

أما في مصر فوفقاً للقرار رقم 138 لسنة 2016 الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية، تلتزم الشركة فور نشر إعلان دعوة قدامى المساهمين للاكتتاب في زيادة رأسمالها، بتقديم طلب للبورصة لقيود حق الأولوية في الاكتتاب، وذلك قبل أسبوع من التاريخ المحدد لفتح باب الاكتتاب. أما بالنسبة لتداول حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال النقدية لقدامى المساهمين لشركات الاكتتاب العام غير المقيدة بالبورصة المصرية، فقد صدر القرار رقم 12 لسنة 2017 من مجلس إدارة البورصة، وفيه تنص المادة (1/1) على أن تلتزم الشركة فور نشر إعلان الدعوة لقدامى المساهمين، بتقديم طلب لإدارة عمليات السوق بالبورصة المصرية بالسماح بتداول حقوق الأولوية من خلال آلية الأوامر خارج المقصورة على النموذج المحدد لذلك موقعاً من الممثل القانوني للشركة موضحاً به عدد الحقوق وتاريخ فتح التداول ونهاية الاكتتاب.

كما أنه وفقاً للفقرة الثانية من المادة الأولى من القرار سالف الذكر، تلتزم الشركة بالتقدم بطلب للبورصة من أجل السماح بتداول حق الأولوية خلال خمسة أيام عمل على الأقل من التاريخ المحدد لفتح باب الاكتتاب في أسهم الزيادة الواردة بالإعلان المعتمدة من الهيئة وطبقاً لموافقة شركة مصر للمقاصة على قيد حق الاكتتاب منفصلاً. كما تقوم إدارة عمليات السوق بالبورصة بفحص مستندات السماح بتداول الحق وإعداد مذكرة

(56) شرح مفصل لآلية تداول أسهم حقوق الأولوية قبيل الاكتتاب على أسهم مسك: [www.argaam.com](http://www.argaam.com).

(57) وفقاً للمادة (2/6) من القرار القطري سالف الذكر: «تعتبر حقوق الاكتتاب قابلة للتداول لدى السوق بعد يومين على الأقل من موافقة الهيئة على إدراجها، وقبل خمسة عشر يوماً من تاريخ بدء الاكتتاب في أسهم الزيادة».

(58) المادة (2/8) من القرار آنف الذكر، بينما حددت مدة تداول هذه الحقوق المادة (577) من القانون الموحد الأفريقي للشركات بعشرين يوماً.

وفي عُمان وفقاً للمادة (8) من تعليمات التداول بحقوق الاكتتاب، تُعد حقوق الاكتتاب مسجلة حكماً لدى المركز بأسماء مالكيها كما في نهاية اليوم الخامس عشر من تاريخ موافقة المجلس على تسجيل أسهم الزيادة في رأسمال الشركة، وتُعد حقوق الاكتتاب مدرجة حكماً للتداول لدى السوق اعتباراً من يوم العمل التالي لليوم الخامس عشر المشار إليه. ولذا من الضروري تحديد فترة تداول حقوق الأولوية، وهي تختلف من دولة لأخرى، ففي المملكة العربية السعودية، درج العمل على أن تستمر ثمانية أيام عمل تُعرف بأيام التداول، ويمكن خلالها للمساهمين المقيدون وغير المقيدون تداول الحقوق، ويتم تحديد فترة التداول من خلال نشرة الإصدار وإعلانات الشركة المصدرة لحقوق الاكتتاب<sup>(53)</sup>، وهو ما قننته المادة (44) من قرار مجلس هيئة السوق السعودية سالف الإشارة إليه.

أما بالنسبة للاكتتاب في أسهم الزيادة، فقد جرى التعامل في المملكة العربية السعودية، على أن يبدأ التداول والاكتتاب في الحقوق في الوقت ذاته حتى انتهاء التداول في اليوم السادس، بينما يستمر الاكتتاب حتى اليوم التاسع، ويتاح للمساهمين المقيدون في الاكتتاب في الأسهم الجديدة المضافة في محافظهم الاستثمارية، وسيتاح لهم أيضاً بيع الأسهم كلياً أو جزئياً في حال عدم رغبتهم بالاكتتاب، أما إذا رغب المساهمون المقيدون بالاكتتاب في حقوق إضافية، فيمكنهم ذلك من خلال شراء حقوق اكتتاب أخرى، ومن ثم الاكتتاب بها<sup>(54)</sup>.

وفي الواقع فإن الاكتتاب في الأسهم الجديدة، كان يتم في وقت سابق على مرحلتين، تُعرف الأولى بمرحلة الاكتتاب الأولي، وفيها يقتصر الاكتتاب في الأسهم الجديدة على المساهمين المقيدون في حدود حقوق الأولوية التي يتم إيداعها في محافظهم الاستثمارية، وذلك بعد انعقاد الجمعية العامة غير العادية. أما بالنسبة للمستثمرين الذين قاموا بشراء حقوق الاكتتاب خلال فترة التداول، فلا يجوز لهم الاكتتاب بهذه الحقوق خلال هذه المرحلة، وتكون هذه الفترة متزامنة مع فترة تداول حقوق الأولوية<sup>(55)</sup>. أما فترة الاكتتاب الثانية، فتبدأ بعد الانتهاء من المرحلة الأولى، وتستمر - في المعتاد - ثلاثة أيام يتم تحديدها من خلال نشرة الإصدار، وفيها يُسمح لجميع حملة حقوق الأولوية بالاكتتاب في الأسهم الجديدة، سواء كانوا من المساهمين المقيدون أو ممن اشتروا هذه الحقوق

(53) شرح مفصل لآلية تداول أسهم حقوق الأولوية قبيل الاكتتاب على أسهم مسك: [www.argaam.com](http://www.argaam.com).  
غني عن البيان أنه يتم تداول حقوق الاكتتاب خارج المقصورة إذا كانت الأسهم غير مقيّدة في البورصة: Melissa Beck. Op. cit, 2010, p. 1.

(54) الآلية المطورة لحقوق الأولوية المتداولة: [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com).

(55) حقوق الأولوية المتداولة: [www.riyadcapital.com](http://www.riyadcapital.com).

## الفرع الخامس

### فترة بيع الأسهم غير المكتتب بها إن وجدت

في الواقع اختلف موقف التشريعات المقارنة محل الدراسة في إرساء الحل القانوني إزاء الأسهم غير المكتتب بها إبان مرحلة الاكتتاب فيها. فأولاً: وفقاً لتعليمات التداول لحقوق الاكتتاب في سلطنة عُمان، تقوم الشركة المصدرة بعرض بيع الأسهم التي لم يُكتتب بها من خلال السوق، وذلك خلال شهرين من إدراج أسهم الزيادة، وفقاً لما تقتضيه مصلحة المساهمين، وبسعر لا يقل عن سعر الإصدار، مضافاً إليه البدلات والعمولات الواردة بالتعليمات<sup>(64)</sup>، فإذا بيعت الأسهم، تقوم الشركة بقيد حصيلة بيع الأسهم مطروحاً منها قيمة هذه الأسهم بسعر الإصدار، وكذلك العمولات والبدلات المترتبة على عملية البيع، كأمانات لصالح المساهمين الذين لم يمارسوا حق الاكتتاب كل حسب مساهمته. أما إذا لم تتمكن الشركة من بيع كامل الأسهم غير المكتتب بها بسعر يزيد عن سعر الإصدار، فيحق لمجلس إدارة الشركة، تغطية الأسهم المتبقية وفقاً لما تقتضيه مصلحة الشركة.

أما نظام التداول لحقوق الاكتتاب الصادر من هيئة الأسواق القطرية رقم 3 لسنة 2014، فقد حددت المادة (10) الحل إزاء هذا الفرض، وذلك بأن تقوم الشركة بإجراءات استكمال عملية الاكتتاب بالأسهم غير المكتتب بها من خلال السوق وبآلية التي توافق عليها الهيئة، كما تقوم الشركة بقيد حصيلة عملية الاكتتاب في الأسهم. وإذا لم تتمكن الشركة من استكمال الاكتتاب في كامل الأسهم غير المكتتب بها، فإنه يتم استكمال إجراءات زيادة رأس المال بعدد الأسهم المكتتب بها.

ومقارنة موقف كل من المشرعين العماني والقطري فإنه يظهر الخلاف بينهما، فيما اتجه إليه كلاهما حال إذا لم تستطع الشركة استكمال الاكتتاب في كامل الأسهم غير المكتتب بها من قبل، فبينما أجاز المشرع العماني لمجلس إدارة الشركة، وبموافقة الجهات الرقابية، تغطية الأسهم المتبقية حسب مصلحة الشركة، اتجه المشرع القطري إلى إتمام إجراءات الزيادة حسب عدد الأسهم المكتتب بها مع استبعاد غير المكتتب فيه.

وعلى النقيض من ذلك سار العمل في دول أخرى، كالمملكة العربية السعودية، والتي يجري العمل فيها على أنه إذا تبقى أسهم لم يتم الاكتتاب فيها، علاوة على كسور الأسهم إن وجدت، فإنها تعرض على عدد من المستثمرين ذوي الطابع المؤسسي الذين تتم دعوتهم من قبل مدير الاكتتاب، وبعد التشاور مع الشركة المصدرة لحقوق الاكتتاب،

(64) المادة (14) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب في سلطنة عُمان.

للعرض على لجنة العمليات مع توصية بتاريخ بداية تداول الحق منفصلاً، وهو اليوم الأول لفتح باب الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال ومدة تداوله وتاريخ انتهاء التداول بمراجعة أن يكون قبل أربعة أيام عمل من تاريخ غلق باب الاكتتاب في أسهم الزيادة، وعدد الحقوق وكود حق الأولوية، مع تحديد مواعيد تداول الحق منفصلاً<sup>(59)</sup>، أما الفقرة الخامسة من ذات القرار، فقد حدّدت كيفية تداول حق الأولوية منفصلاً على شاشات التداول.

وفي الكويت ووفقاً للمادة (96) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات الكويتي، تُعدّ نشرة الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال المخصصة لمساهمي الشركة بمثابة نشرة اكتتاب لحقوق أولوية الاكتتاب بعد تضمينها المعلومات الخاصة بهذه الحقوق. والمعتاد أن تتولى الشركة الكويتية للمقاصة مهمة تسوية عقود بيع حق الأولوية بعد نهاية الفترة المحددة لتداول حق البيع في سوق الأوراق المالية. وتطبيقاً لذلك تم تداول حقوق الاكتتاب في السوق الإماراتية على أسهم أرابتك القابضة في دبي خلال الفترة 15-28 مايو 2017، بصورة منفصلة عن السهم الأصلي وبرمز تداول RI. ARTC، وخولت آلية تداول حقوق الاكتتاب لمالكي هذه الحقوق في نهاية فترة التقاص والتسوية لتداول تلك الحقوق، الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال الشركة<sup>(60)</sup>.

والمعتاد أن تتداول حقوق الاكتتاب في ذات فترة تداول الأسهم، وذلك خلال الفترة المحددة لتداول حقوق الاكتتاب، فمثلاً في سلطنة عُمان، هي عبارة عن ساعتين؛ تمتد من الساعة العاشرة صباحاً حتى الساعة الثانية عشرة ظهراً، وهي ذات فترة تداول الأسهم<sup>(61)</sup>، أما في مصر فمدة تداول حقوق الاكتتاب تبدأ من الساعة العاشرة والنصف صباحاً حتى الثانية والنصف ظهراً. ومما تجدر الإشارة إليه أنه يتم إلغاء إدراج حقوق الاكتتاب حكماً عند انتهاء فترة التداول المقررة لها<sup>(62)</sup>. وقد طبقت القرارات الصادرة في الدول المقارنة، مبدأ انسحاب قرارات وقف أو تعليق تداول الأسهم على حقوق الاكتتاب الخاصة بها<sup>(63)</sup>، لتسري عليها ذات القواعد.

(59) المادة (3/1) من ذات القرار المذكور.

(60) انظر: تداول حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال شركة أربتك القابضة: [uae.argaam.com](http://uae.argaam.com).

(61) حقوق الاكتتاب حسب الإجراءات في بورصة عمان: [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo)

(62) المادة (6/7) من نظام تداول حقوق الاكتتاب الصادر عن هيئة قطر للأسواق المالية.

(63) ومنها المادة (10) من تعليمات التداول في سلطنة عُمان، والمادة (7/7) من نظام تداول حقوق الاكتتاب في دولة قطر السالف الإشارة إليه.



رأسمال الشركة دون تخفيض<sup>(67)</sup>، كما لو كان أحد المساهمين يملك 10 % من الأسهم القديمة من رأسمال الشركة، فبممارسته حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال بذات النسبة، فإنه يتمكن من المحافظة على هذه النسبة في رأسمال الشركة.

2- بيع كل أو جزء من حقوق الاكتتاب: وفيه يجوز للمساهم أن يبيع حقوق الاكتتاب، أو جزء منها من خلال إدخال أوامر بيع عن طريق شركات الوساطة العاملة في السوق المالية<sup>(68)</sup>، وهو ما يترتب عليه حصوله على تعويض مالي لقاء البيع الجزئي أو الكلي لحقه في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، وهو ما تنص عليه المادة (45) من القرار السعودي رقم 2016/127/8.

3- شراء حقوق اكتتاب إضافية: بموجب هذا الخيار، وهو أمر يفهم ضمناً من أحقية كل مساهم أن يشتري حقوقاً من غيره، يكون للمساهم صاحب حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، أن يشتري حقوقاً إضافية لرغبته في زيادة نسبة مساهمته في رأسمال الشركة. ويتيح النظام إدخال أوامر الشراء عن طريق شركات الوساطة<sup>(69)</sup>، ويحق لجميع المشتريين الاكتتاب في الأسهم في أي وقت بعد إتمام وتسوية الحقوق مع مراعاة الضوابط المنصوص عليها في قوانين أسواق المال فيما يخص نسب المساهمات لكبار المساهمين.

4- عدم استعمال أي من الفروض السابقة: قد لا يستعمل المساهمون القدامى أيّاً من الخيارات السابقة، سواء ببيع حقوق الاكتتاب، أو ممارسة حق الاكتتاب فيها، وهنا إزاء هذا الفرض يتم طرح الأسهم المتبقية الناجمة عن عدم ممارسة تلك الحقوق أو بيعها في فترة الطرح المتبقي<sup>(70)</sup> وقد لا يحصل المستثمر الذي لم يستثمر حقه باستعمال أي من الخيارات السابقة، على أي مقابل إذا تمّ البيع في فترة الطرح المتبقي بسعر الطرح.

ومفاد ما تقدّم أن من حق كل مستثمر أن يختار أيّاً من الحلول المطروحة آنفاً وفقاً لما يتوافق مع مصلحته، ولذا فإن حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، أمر

(67) حقوق الأولوية المتداولة: [www.riyadcapital.com](http://www.riyadcapital.com). ويسمي البعض هذا الحق، بحق الاكتتاب بالأفضلية، معطاً الله راضية، مرجع سابق، ص 25. انظر كذلك في المملكة المتحدة كيفية إعمال هذه الحقوق: 15: Jonathan Korckak, What are shareholder preemption rights?, 2013/11/11, [www.informdirect.co.uk](http://www.informdirect.co.uk), Juan Ramirez. Op. cit, p. 88

(68) شرح مفصل لآلية تداول أسهم حقوق الأولوية قبيل الاكتتاب على أسهم مسك: [www.argaam.com](http://www.argaam.com) كذلك انظر: الآلية المطورة لحقوق الأولوية المتداولة: [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com), Juan Ramirez. Op.cit, p. 88

(69) Melissa Beck. Op. cit, 2010, p. 2, Ramirez. Op.cit, p. 88.

(70) subscription rights: right of a shareholder to acquire a certain number of new shares issued by the stock corporation as part of a capital increase. From: Deutsche-boerse.com

لتقديم عروضهم لشراء الأسهم المتبقية<sup>(65)</sup>، ويتم تخصيص الأسهم للمؤسسات الاستثمارية ذات العرض الأعلى ثم يليه العرض الأقل فالأقل، على أن يتم تخصيص الأسهم بالتناسب على المؤسسات الاستثمارية التي تقدم نفس العرض، ويقوم هذا الفرض حال تقديم أكثر من عرض بذات القيمة، فتوزع وتخصص الأسهم بالتناسب على المؤسسات الاستثمارية مقدّمة العرض. ويكون سعر الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي لم يكتتب بها إبان هذه الفترة، محدداً ما بين سعر الطرح كحدّ أدنى وسعر السوق لسهم الشركة المصدرة للأسهم. أما إذا كان سعر بيع الأسهم غير المكتتب بها أعلى من سعر الطرح، فإنه يوزع الفرق إن وجد، بعد خصم مبالغ ومصارييف الاكتتاب، كتعويض لحملة حقوق الأولوية الذين لم يقوموا بالاكتتاب بحقوقهم بنسبة ما يملكونه من حقوق، وأخيراً تحدد نشرة الإصدار فترة تخصيص الأسهم للمكتتبين فيها<sup>(66)</sup>.

وقد نصّت المادة (9) من القرار القطري آنف الذكر، على أن: "يتم توزيع أسهم الزيادة على المكتتبين بنسبة ما اكتتب به كلٌ منهم، على ألا يتجاوز ما يملكه من حقوق اكتتاب، فإذا تجاوز المكتتب نسبة التملك الواردة في النظام الأساسي للشركة نتيجة الاكتتاب بزيادة رأس المال، يلغى مقدار التجاوز في النسبة من الاكتتاب الخاص به". وحسناً فعل المشرع القطري بهذا الاتجاه، كي لا يتهاوت المساهمون على شراء حقوق الاكتتاب من بعضهم، مما يفضي إلى تركّز أغلبية الأسهم لديهم ويتجاوز نسب التملك الواردة في النظام الأساسي للشركة.

### المطلب الثالث

#### الخيارات المتاحة للمساهمين أصحاب حق الاكتتاب

يكون للمساهمين أصحاب حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، عدة خيارات هي:

1- ممارسة الحق في الاكتتاب: وفي هذه الحالة يقوم المساهمون بالاكتتاب في كامل حقوق الاكتتاب، وذلك كي يتسنى لكل مساهم الحفاظ على نسبة ملكية أسهمه في

(65) المادة (44) من قرار مجلس هيئة السوق المالية السعودية رقم 127-8 - 2016، الصادر في 17 أكتوبر 2016، بشأن لوائح وأنظمة الضوابط والإجراءات التنظيمية تنفيذاً لنظام الشركات الخاصة بشركات المساهمة المدرجة. أما وفقاً للمادة (579) من القانون الموحد الأفريقي للشركات التجارية لسنة 1997، فإنه في حال ما إذا تبقى أسهم، فإنه يمكن عرضها كلياً أو جزئياً على الجمهور.

(66) حقوق الأولوية المتداولة: [www.riyadcapital.com](http://www.riyadcapital.com).

الآلية المطورة لحقوق الأولوية المتداولة: [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com).

شرح مفصل لآلية تداول أسهم حقوق الأولوية: [www.argaam.com](http://www.argaam.com).

لقدامى المساهمين، ومن ثمَّ يكون للجمعية العامة وبناء على طلب مجلس الإدارة طرح كل أو بعض أسهم الزيادة وحرمان المساهمين القدامى من حقهم في الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة.

إلا أن مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، قد أصدر القرار رقم 138 لسنة 2016، وتمَّ تعديل قواعد قيد وشطب الأوراق المالية، وأصبح إلزامياً تداول حق الاكتتاب والأولوية للشركات المقيّدة أسهمها بالبورصة على زيادة رأسمالها بعد أن كان جوازياً للجمعية العامة قبل ذلك.

ويجوز استثناءً عدم تداول حق الأولوية إذا قررت الجمعية العامة غير العادية للشركة التنازل عن أعمال حق الأولوية في حال اقتصر الزيادة على مستثمر استراتيجي على سبيل المثال.

أما في الكويت، فلم يتعرض المشرع للمسألة محل البحث، وإن كانت المادة (160) من قانون الشركات الكويتي قد نصّت على أنه: «ما لم يتضمّن عقد الشركة نصاً يقضي بتنازل المساهمين مقدماً عن حقهم في أولوية الاكتتاب»، ومن ثمَّ يجوز طرح أسهم زيادة رأس المال دون أعمال حقوق الأولوية، بموجب نص عقد الشركة، ولم يأت بنص قانوني.

وفي الحقيقة لنا ملاحظة على هذه الفقرة من المادة (160) آنفة الذكر، إذ نرى بأنه ما كان هناك من داع لإيرادها، باعتبار أن حق الأولوية صار وفقاً للاتجاه الحديث، من أهم الحقوق التي يتمتع بها المساهم طيلة بقائه في الشركة، وباعتباره عضواً في الجمعية العامة، ولا يعقل أن يتنازل المساهمون عن هذا الحق بما يحمله من مزايا ومنافع ومكاسب حال ما إذا استعمله المساهم أو قام ببيعه، ونرى أنه لا يجوز التنازل عن الحق قبل ثبوته<sup>(73)</sup>. وهناك دول لا يجوز فيها التنازل مقدماً عن حق الأولوية باعتباره من الحقوق الجوهرية للمساهم في الشركة، كقانون الشركات العراقي<sup>(74)</sup>.

أما المنظم السعودي، فقد أجازت المادة (4/14) من الفصل الرابع من قانون الشركات السعودي الحالي، للجمعية العامة غير العادية وقف العمل بحق الأولوية للمساهمين في الاكتتاب بزيادة رأس المال مقابل حصص نقدية، أو إعطاء الأولوية لغير المساهمين في الحالات التي تراها مناسبة لمصلحة الشركة<sup>(75)</sup>، أي لأي مستثمر جديد من غير

(73) د. خليل فيكتور تادرس، مرجع سابق، ص 265.

(74) د. طعمة الشمري ود. مسفر الحيان، الوسيط في شرح قانون الشركات الكويتي الصادر بمرسوم بقانون رقم 25 لسنة 2012 وتعديلاته، 2013، ص 427.

(75) جون بلوطية، مرجع سابق، ص 33، وهو ذاته ما قنّته المنظم السعودي في المادة (42) من القرار رقم 2016-127-8، الصادر من مجلس هيئة السوق المالية السعودية.

متروك للمساهم<sup>(71)</sup>، له أن يستعمله بحيث يحق له أن يكتتب في أسهم الزيادة، كما له أن يتنازل عنه بالبيع لآخر، ومن ثمَّ لا يجوز إجبار الشركة للمساهمين على استعمال هذا الحق بأنفسهم.

وتقضي المادة (5/1) من القرار رقم 12 لسنة 2017 الصادر عن مجلس إدارة البورصة المصرية، بأنه يسقط حق الأولوية في حالة عدم قيام صاحبه أو مشتريه بالاكتتاب في أسهم الزيادة خلال فترة الاكتتاب الأصلية بموجب هذه الحقوق، وهو ذاته ما طبقتته الشركات القطرية إبان إعلانها عن أولوية المساهمين في الاكتتاب في أسهم الزيادة، ومنها قرار الجمعية العامة غير العادية لبنك الدوحة في مارس 2017، بإسقاط حق المساهم في الأولوية في الاكتتاب في حال عدم التقدم للاكتتاب خلال الفترة المعلنة<sup>(72)</sup>.

وقد أضافت المادة (45/ب) من قرار هيئة مجلس إدارة السوق المالية السعودية رقم 2016-127-8 على أنه في حال قيام أحد المساهمين المقيدين بالاكتتاب، ومن ثم بيع حقوق الأولوية، ولم يتم شراء عدد حقوق أولوية يعادل عدد الحقوق التي اكتتب فيها قبل نهاية فترة التداول، فإنه يرفض طلب الاكتتاب كلياً في حال بيع جميع الحقوق، أو جزئياً بما يعادل ما بيع من حقوق، ويُعاد مبلغ الاكتتاب المرفوض عبر الجهة المتسلمة للمساهم المقيّد.

## المطلب الرابع

### طرح أسهم الزيادة دون أعمال حقوق الأولوية

في الحقيقة لم تتعرض بعض التشريعات المقارنة لمسألة طرح أسهم زيادة رأس المال من غير أعمال حقوق الأولوية، ومن ثمَّ يكون الأصل الواجب إعماله هو منح المساهمين حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة بنسبة ما يملكه كل منهم من أسهم. بيد أن المادة (98) من اللائحة التنفيذية للقانون المصري رقم 159 لسنة 1981 الخاص بشركات المساهمة والتوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة تنص على أنه: «استثناءً من أحكام المادة (96) من اللائحة المذكورة، التي توجب أن يتضمن نظام الشركة النص على مدى حقوق الأولوية للمساهمين القدامى في الاكتتاب في أسهم الزيادة، يجوز بقرار من الجمعية العامة غير العادية بناءً على طلب مجلس الإدارة أو الشركاء المديرين بحسب الأصول وللأسباب الجديدة التي يديها ويقرّها مراقب الحسابات بتقرير منه، أن تطرح أسهم الزيادة كلها أو بعضها للاكتتاب العام مباشرة دون أعمال حقوق الأولوية المقررة

(71) معطا الله راضية، مرجع سابق، ص 26.

(72) بنك الدوحة يزيد رأس المال بنسبة 20%، جريدة الوطن القطرية: www.al-watan.com.

## المبحث الثاني

### التنازل عن حق الاكتتاب المقرر للمساهمين القدامى

تمهيد وتقسيم:

من الثابت أن التشريعات الحديثة<sup>(78)</sup> قد أجازت التنازل عن حقوق الاكتتاب بمقابل، وذلك باعتبار أن حقوق الاكتتاب قد أصبحت أوراقاً مالية قابلة للتداول تخوّل مالكيها أحقية الاكتتاب في الأسهم الجديدة المطروحة لإقرار زيادة رأس المال، ومن ثمّ صار - وبلا ريب- للمساهمين أحقية التنازل الكلي **Totally** أو الجزئي **Partially** عن حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، سواء للمساهمين الآخرين أو للغير. كما أجازت بعض الشركات - كما سنرى - خلال فترة قيد الحق، أن يعيد المساهم صاحب الحق حق الاكتتاب، إعادة بيعه مرة أخرى. وقد تباينت التشريعات المقارنة في كيفية تحديد القيمة السعرية لحق الاكتتاب، كما أن الأمر مردّه ما إذا كانت الشركة من الشركات المقيدة أو غير المقيدة في البورصة.

من جانب آخر، ونظير الطبيعة الخاصة لحقوق الاكتتاب، فلم تُجزّ التشريعات والقرارات الصادرة - حديثاً - عن أسواق المال في العديد من الدول، الرهن أو الحجز على حقوق الاكتتاب، كذا لا يجوز شراؤها عن طريق التداول بالهامش.

وعلى ضوء ذلك سنقسم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب على النحو التالي:

المطلب الأول: تنازل المساهمين عن حق الاكتتاب.

المطلب الثاني: القيمة السعرية لحق الاكتتاب.

المطلب الثالث: عدم قابلية حقوق الاكتتاب للتداول بالهامش أو الرهن أو الحجز عليها.

### المطلب الأول

#### تنازل المساهمين عن حق الاكتتاب

لم يعد هناك ريب - وكما أسلفنا القول - في أحقية مساهمي الشركة في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، أو التنازل عن حق الأولوية المقرر لهم، وهو ما قرره التشريعات المقارنة ومنها قانون الشركات الكويتي، إذ أجازت المادة (92) من اللائحة التنفيذية

(78) منها ما أجازته المادة (132-225) تجارة فرنسي، انظر/ Marco Ventoruzzo.op.cit p. 338. والمادة (297) من قانون الشركات الإسباني، ذات المصدر السابق، وغيرها من التشريعات المقارنة كالقانون الإيطالي والقانون الألماني وغيرها، راجع ذات المصدر السابق، كما راجع في فرنسا: Droit de souscription, www.tradingsat.com.

المساهمين، إذ في هذه الحالة يؤول الأمر للجمعية العامة غير العادية وفقاً لما تقتضيه مصلحة الشركة، كما لو قررت إعطاء حق الاكتتاب في أسهم الزيادة لمستثمر استراتيجي، أو طرحه للغير. كما استقر العمل في الشركات الأوروبية على جواز التنازل المسبق عن حقوق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، حيث تقدم الشركة للمستثمرين تنازلاً مكتوباً من كل مساهمي الشركة يفيد بتنازلهم عن حقهم في الأولوية<sup>(76)</sup>.

من جانب آخر، اتجهت بعض الشركات إلى ألا تتجاوز الزيادة نسبة الـ 10 % من رأسمال الشركة، كي تضمن استمرار المساهمين الحاليين في امتلاك نفس النسبة تقريباً من أسهم الشركة حال عدم إقرار حقوق الاكتتاب لهم<sup>(77)</sup>.

(76) Waiver of preemptive rights, sample clauses, www.lawinsider.com, share issuances without preemptive rights continental Europe and asia, www.issgovernance.com, Jonathan Korchak. What are shareholder preemption rights, 152013/11/, www.informdirect.co.uk?  
(77) Subscription rights, right of a shareholder to acquire a certain number of new shares issued by the Stock Corporation as part of a capital increase, Deutsche Börse group, see: deutsche-boerse.com.

الحكمة من إرساء دعائم هذا الحق، وأنه شُرِعَ للحفاظ على حقوق المساهمين أصحاب حقوق الأولوية، ومن ثمَّ يحق لهم الاستفادة من إيداع حقوق الأولوية في محافظهم الاستثمارية، ببيعها وتحقيق هامش ربح معقول. ولتوضيح ذلك؛ إذا فرضنا جدلاً أن أحد المساهمين كان يملك مجموعة أسهم في شركة ما، وكان سعر السهم ديناراً واحداً، وأعلنت الشركة عن رفع رأسمالها بمعدل سهم لكل سهم، وكان سعر السهم المطروح 800 فلس، فإن الحقوق التي يحق للمساهم الاكتتاب فيها في محفظته الاستثمارية هو فرق سعر السهم الأول وسعر الاكتتاب، أي يكون سعر حق الأولوية هو 200 فلس، يستطيع بموجبه المساهم حال عدم رغبته في زيادة استثماره، أن يبيع حقوق الاكتتاب لمساهم آخر أو للغير.

ثالثاً - الحكم الشرعي للتنازل عن حق الاكتتاب:

في فتوى عنوانها: «بيع حق الاكتتاب بعوض معلوم»، أثير استفسار عن قيام شركة أعيان بعرض المساهمة على موظفيها في الاكتتاب في إحدى الشركات، وحيث إن بعض الموظفين لا يمتلك المبالغ اللازمة للاكتتاب، فقد جرى الاستفسار منهم عن حق الموظف في التنازل عن حقه في الاكتتاب، وكانت الإجابة في فتوى من فتاوى «شورى للاستشارات الشرعية» التي جاء فيها أنه: «إذا كان التنازل عن حق الاكتتاب مقابل مبلغ مقطوع يُدفع للموظف، وهو أمر جائز لأنه عبارة عن تنازل عن حق مالي بعوض، أما التنازل مقابل نسبة ربحية السهم إذا تم تداوله في السوق لاحقاً، كاشتراط الحصول على 30 % مثلاً من ربحية السهم، فلا يجوز لجهالة العوض المتفق عليه»<sup>(81)</sup>، ولذا استقر الفقه الوضعي والشرعي على أنه لا مانع من بيع حق الأولوية، وأن من حاولوا تقريب حق الأولوية بحق الشفعة، ما كان لديهم سند، إذ أن الشفعة شُرعت لرفع الضرر. أما حقه في الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة، فليس لرفع الضرر، بل هو محض امتياز، ولا مانع من التعامل عليه بالبيع، مادام انتفى الضرر والتدليس منه..

رابعاً - التنازل عن حق الاكتتاب متصلاً بالسهم الأصلي أو منفصلاً عنه:

في وقت سابق، ولاسيما في مصر، كان يتم تداول حق الاكتتاب متصلاً بالسهم الأصلي<sup>(82)</sup>، غير أنه وبعد إرساء التشريعات المقارنة لماهية حق الاكتتاب، صار تداوله

(81) انظر فتاوى في الموقع الإلكتروني للشركة: www.shura.com.kw. وقد عرّف بعض الفقه الإسلامي التنازل عن حق الاكتتاب بأنه امتياز يخول صاحبه الأسبقية في الحصول على الأسهم الجديدة التي تطرحها الشركة، وأن حق الأولوية يُعطي نفعاً، وأنه مادام يمثل حقاً فإنه يمكن التصرف فيه، راجع: د. حامد العطار، الاعتراض عن حق الأولوية، <http://fiqh.islammessag.com/>

(82) د. حامد العطار، المرجع السابق.

لقانون الشركات، لأصحاب حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال شركة المساهمة، أن يتنازلوا عن هذا الحق خلال مدة الاكتتاب للمساهمين بالشركة أو غيرهم، وهو ما مؤداه أن المشرع الكويتي قد أجاز، وعلى غرار التشريعات المقارنة<sup>(79)</sup>، لمن يملك حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، ومن تقرر له حقوق الأولوية فيها، أن يتنازل عن حق الاكتتاب، سواء لأحد المساهمين أو للغير<sup>(80)</sup>، مما يترتب عليه فقدانه حق زيادة نسبة أسهمه وأولوية هذا الحق إلى مساهم آخر يزيد معه نسبة أسهمه حال ما إذا اكتتب فيها ولم يقيم هو بدوره في التصرف فيها مرة أخرى. وقد يكون التنازل عن حق الاكتتاب إلى شخص آخر كمستثمر جديد، ونشرح ذلك على النحو التالي:

أولاً - جواز حق التنازل الكلي أو الجزئي:

من الثابت أنه وفقاً للمادة (92) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016، ليس ثمة ما يمنع أن يتنازل صاحب حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال عن حقه كلياً أو جزئياً، ومن ثمَّ قد يتنازل عن الحق كلياً، وهو حال ما إذا كان لا يملك الأموال اللازمة للاكتتاب في الأسهم، فيكتفي بما لديه من أسهم، ولا يرغب في زيادة نسبة أسهمه في الشركة، وقد يكون التنازل عن حقوق الاكتتاب جزئياً، وذلك حال ما إذا رغب في الاكتتاب في نسبة من حقوق الاكتتاب، والتنازل عن الجزء المتبقي الذي - في الغالب - لا يملك الأموال السائلة للاكتتاب فيه. وقد خلت التشريعات الأخرى محل الدراسة من أي حكم يتعلق بالتنازل الجزئي.

ثانياً - التنازل بمقابل أو دون مقابل:

قرّر المشرع الكويتي في المادة (160) من قانون الشركات، أن التنازل عن حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، قد يكون دون مقابل، وبالتالي لا يحصل المتنازل على أي مقابل، وفي هذه الحالة لا يعود على المتنازل أي فائدة من التنازل عما تنازل عنه، ولذا أسماه المشرع الكويتي بحق التنازل وليس بحق بيع حق الاكتتاب.

ومن جانب آخر وهو الفرض الغالب، فإن التنازل قد يكون بمقابل، وهو ما يتوافق مع

(79) ومنه قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم 3 لسنة 2014 المعدل في 2016 بإصدار نظام بيع حقوق الاكتتاب، والقرارات رقم 137 و138 لسنة 2016 من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية في مصر، وتعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب استناداً لأحكام المادة (1/3) والمادة (9/ب/3) والمادة (12/ف) من قانون الأوراق المالية العماني رقم 76 لسنة 2002 وغيرها.

(80) Bonus issues, Practical law, UK. Practical law, Thomson Reuters. UK, waiver of rights under shareholders agreement, SEC.gov. www.sec.gov, Petri Mäntysaari: The Law of Corporate Finance: General Principles and Eu Law, volume III, Springer, 2009, p. 581.



الاكتتاب، مع شراء حقوق اكتتاب إضافية تعينه على الاكتتاب في أسهم الزيادة، أي بما مؤداه بيع الأسهم الأصلية، على أن يكتتب في حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال التي تخصه مع التي قام بشرائها.

ولا يخفى مدى الفائدة التي تعود على المساهمين القدامى من قيد وتداول حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال منفصلاً عن الأسهم الأصلية، إذ يتسنى لكل مساهم لا يرغب في الاكتتاب في حقوق الأولوية، أن يبيع هذه الحقوق التي له بقيمة سوقية، تكمن في الفارق بين سعر السهم محملاً بالحق وبين سعر السهم غير محمّل بالحق، بحيث يوفر تداول حقوق الاكتتاب السيولة للمساهمين الحاليين غير الراغبين في المشاركة في زيادة رأس المال، من غير حاجة لبيع أسهمهم أو انخفاض في قيمة ما يملكونه من المساهمة في الشركة<sup>(84)</sup>، وهو ما بدأت السوق المصرية في تطبيقه، حيث أعلن في ديسمبر 2017، عن بدء تداول حق اكتتاب سهم شركة (أورنج مصر) للاتصالات منفصلاً عن الأسهم الأصلية.

3- الخيارات المتاحة للمتأزّل إليه عن حقوق الاكتتاب:

يكون للمتأزّل إليه أو المشتري لحقوق الاكتتاب، أن يكتتب في الأسهم الجديدة بحسب نسبة ما تم شراؤه من حقوق الاكتتاب. وحرّي بالذکر أنه إذا لم تتم ممارسة الاكتتاب في هذه الحقوق بنهاية مرحلة الاكتتاب، فإنه يتم طرح الأسهم المتبقية الناتجة عن عدم ممارسة تلك الحقوق أو بيعها في فترة الطرح المتبقية<sup>(85)</sup>. فإذا ما تبقت أسهم أو كسور أسهم، لم يتم الاكتتاب بها خلال فترة التداول والاكتتاب، فإنها تُطرح بسعر الطرح كحدّ أدنى على عدد من المستثمرين ذوي الطابع المؤسسي، على أن تقوم تلك المؤسسات بتقديم عروض شراء للأسهم المتبقية، وأن يتم تخصيص للمؤسسات الاستثمارية ذات العرض الأعلى ثمّ الأقل وهكذا، مع مراعاة أن يتم تخصيص الأسهم بالتناسب على المؤسسات الاستثمارية التي تقدّم نفس العرض. وتطبيقاً لذلك أعلنت شركة ملاذ للتأمين التعاوني في 22 أكتوبر 2017 عن نتائج تداول حقوق الأولوية والاكتتاب في الأسهم الجديدة، وأنه تمّ الاكتتاب بنسبة 79,79%، وأنه سيتم طرح المتبقي البالغ 7,68 مليون سهم على مشرتين ذوي طابع مؤسسي، على أن تقوم تلك المؤسسات بتقديم عروض شراء للأسهم

(84) القرار الصادر من مجلس إدارة البورصة المصرية رقم 12 لسنة 2017 بشأن الإجراءات التنفيذية لتداول حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال النقدية لقدامى المساهمين لشركات الاكتتاب العام غير المقيدة بالبورصة المصرية.

(85) فمثلاً تنص المادة (14/أ) من تعليمات التداول في عُمان على أن: «تقوم الشركة المصدرة بعرض بيع الأسهم المكتتب بها من خلال السوق، وذلك خلال شهرين من إدراج أسهم الزيادة».

منفصلاً عن السهم الأصلي خلال فترة الاكتتاب الأصلية، وسوف نتعرض للوضعين، وذلك في البنود التالية:

1- التنازل عن حق الاكتتاب متصلاً بالسهم الأصلي:

تنص المادة (96) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981، على أنه يجوز - خلال فترة الاكتتاب في الزيادة - تداول هذا الحق سواء منفصلاً أو بالتبعية مع الأسهم الأصلية، وهنا إزاء هذا الفرض يكون للمساهم القديم الذي ثبت حقه في الاكتتاب منذ صدور قرار الزيادة، إما استخدام هذا الحق المتصل بالسهم، بنفسه، بحيث يكون له التقدم للبنك المتلقي للاكتتاب، والاكتتاب في أسهم الزيادة لسداد ثمن أسهم الزيادة التي يخولها الحق الثابت له في الحصول عليها، بحسب نسبه في رأسمال الشركة، أو له - ثانياً - بيع أسهمه الأصلية محملة بالحق في الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة إلى أي مستثمر جديد، الذي قد يكتتب في أسهم الزيادة لهذا الحق، أو قد يعيد بيع هذه الأسهم محملة بحق الاكتتاب.

وقد يحدث - وهو في الحقيقة فرض نادر الوقوع - ألا يتصرف المساهمون أو بعضهم في التنازل عن حق الاكتتاب أو الاكتتاب في الأسهم، فلا يمارسون هذا الحق خلال فترة الاكتتاب، وهو ما يترتب عليه الإضرار بهم أو بمن لم يستعمل حقه في الاكتتاب في أسهم الزيادة، وهنا تقضي المادة (5/1) من القرار رقم 12 لسنة 2017 في مصر<sup>(83)</sup> بسقوط حق الأولوية في حالة عدم قيام صاحبه أو مشرتيه بالاكتتاب في أسهم الزيادة خلال فترة الاكتتاب الأصلية بموجب هذه الحقوق، أي بما مؤداه يفقد الحق قيمته تلقائياً.

2- التنازل عن حق الاكتتاب وتداوله منفصلاً عن السهم الأصلي:

في هذه الحالة يكون لكل مساهم قديم إما الاحتفاظ بأسهمه الأصلية والتصرف في حقوق الاكتتاب، وذلك ببيعها كلها أو جزء منها والحصول على المقابل النقدي ثمن بيع حقوق الاكتتاب، وهو ما يعين على تعويض انخفاض نسبة مساهمته جرّاء عدم الاكتتاب في كلٍّ أو جزءٍ من أسهم الزيادة. وينشأ هذا الفرض إذا لم تكن لدى المساهم السيولة النقدية الكافية التي تُمكنه من الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، أو قد يقوم المساهم القديم ببيع جزء أو كل الأسهم الأصلية مع الاحتفاظ بحقوق

(83) راجع: البورصة تعلن معلومات استرشادية حول حقوق الاكتتاب للمستثمرين في أكتوبر 2013: [www.youm7.com](http://www.youm7.com).

أنه لا يجوز إعادة بيع الحقوق المشتراة خلال فترة البيع من قبل المستثمر المشتري لتلك الحقوق<sup>(89)</sup>.

5- طريقة التنازل عن حق الاكتتاب وفقاً للقانون الكويتي والتشريعات المقارنة:

تنص المادة (93) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات الكويتي، على أنه يتم التنازل عن حقوق الأولوية بحضور المتنازل والمتنازل إليه أو من ينوب عنهما أمام وكالة المقاصة لإثبات التنازل على النموذج الذي تعده الوزارة لهذا الغرض. وتصدر الوزارة (أي وزارة التجارة والصناعة) شهادة للمتنازل إليه تفيد أحقيته في الاكتتاب في الأسهم المتنازل عنها مبيناً بها اسم المتنازل والمتنازل إليه وعدد أسهم الأولوية التي يحق للمتنازل إليه الاكتتاب فيها. أما في مصر، فوفقاً للقرار رقم 137 لسنة 2016، بشأن نظم التعامل مع حقوق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال شركات الاكتتاب العام غير المقيدة أسهمها بالبورصة المصرية، فيتم عن طريق تداوله من خلال البورصة المصرية وفقاً للآلية التي تحددها، ويتم تحديد سعر تداول حقوق الأولوية بالتراضي بين البائع والمشتري<sup>(90)</sup>، ويكون لصاحب حق الأولوية خلال الفترة المحددة تداوله منفصلاً عن السهم الأصلي، سواء بالتنازل عنه أو بالتصرف ببيعه من خلال شركات السمسرة في الأوراق المالية.

أما في التشريعات الأخرى، كسلطنة عُمان ودولة قطر، فيتم التنازل من خلال تداول الاكتتاب في هذه الحقوق، بحيث تقوم الشركة المصدرة بعد غلق باب الاكتتاب في هذه الحقوق، ببيان الحقوق التي تمّ الاكتتاب فيها وعدد التي تمت ممارستها، وتلك التي لم تتم ممارستها<sup>(91)</sup>، ويتم تسجيل الأسهم غير المكتتب بها الخاصة بحقوق الاكتتاب الذي لم تتم ممارستها في حساب باسم الشركة المصدرة، لأغراض التصرف بها وفق أحكام هذه التعليمات، ويتم شطب حقوق الاكتتاب من سجلات المركز في عُمان. أيضاً تنص المادة (4/7) من القرار القطري رقم 3 لسنة 2014 على أن يخضع تداول وتسوية الأسهم وذلك بما لا يتعارض مع أحكام هذا النظام، أي بما مؤداه أنه وفقاً للتشريعين أو بالأحرى القرارين العماني

(89) جريدة العرب القطرية، إدراج حقوق اكتتاب (قطر للتأمين) للبيع في البورصة، الموقع الإلكتروني: <http://www.alarabiya.net>.

(90) نصت على ذات الأمر المادة (5/1) من القرار رقم 12 لسنة 2017 بشأن الإجراءات التنفيذية لتداول حق الأولوية في أسهم زيادة رأس المال النقدية لقدامى المساهمين لشركات الاكتتاب العام غير المقيدة بالبورصة المصرية.

(91) المادة (13/أ) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب في سلطنة عُمان سابق الإشارة إليها.

المتبقية، ويتم تخصيص الأسهم للمؤسسات الاستثمارية بعبء الأولوية للعرض الأعلى سعراً ثم الأقل فالأقل، وذلك بالتناسب على المؤسسات الاستثمارية التي تقدم ذات العرض.

إذا أسفرت العملية عن وجود كسور، فإنه يتم إضافتها للأسهم المتبقية ومعاملتها بالمثل. كذلك إذا وُجِدَت أسهم غير مشتراة من قبل المؤسسات الاستثمارية، فإنه يتم تخصيص هذه الأسهم لمتعهدي التغطية الذين يقومون بشرائها بسعر الطرح<sup>(86)</sup>. وغني عن البيان أنه إذا كان سعر بيع الأسهم غير المكتتب بها أعلى من سعر الطرح، فإنه يوزع الفرق إن وجد بعد خصم مبالغ مصاريف الاكتتاب، كتعويض لحملة حقوق الأولوية الذين لم يقوموا بالاكتتاب بحقوقهم بنسبة ما يملكونه من حقوق<sup>(87)</sup>.

4- مدى إمكانية إعادة بيع حقوق الاكتتاب المشتراة (المتنازل عنها):

ليس هناك ما يمنع من أن يتمكن المساهم صاحب حق الاكتتاب من إعادة بيع حقوق الاكتتاب التي سبق وأن اشتراها طوال مدة قيد حق الاكتتاب<sup>(88)</sup>، وذلك بعد تمام تسوية عملية الشراء، أي بما مؤداه أنه يحق لمن اشترى حقوقاً إضافية، أن يعيد تداولها إبان فترة التداول، فيباع الحق أكثر من مرة خلال هذه المرحلة. بيد أن إقرار هذا الحق في إعادة بيع حقوق الاكتتاب مشروط بإتمامه خلال مرحلة التداول، ومن ثمّ فإنه لا يجوز بعد انقضاء هذه الفترة أن يعيد بيعها، ولا يتبقى لمالك الحق إلا ممارسة الحق في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال أو عدم الاكتتاب، مع تحمُّله خسارة بمقدار قيمة هذه الحقوق في الحالة الأخيرة، وقد أجاز إمكانية إعادة بيع حقوق الاكتتاب القرار رقم 137 لسنة 2016 في مصر، الذي نظم التعامل على حقوق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، بأن أجاز للمشتري الجديد أو المتنازل إليه الاكتتاب في أسهم الزيادة بموجب حق الاكتتاب، كما يكون التنازل عنه للغير حتى نهاية الفترة المحددة لتداول هذا الحق.

وعلى النقيض من ذلك، أعلنت بورصة قطر في 17 مارس 2016 إبان إعلانها عن فترة بيع حقوق اكتتاب شركة قطر للتأمين (ROO3) بصورة منفصلة عن الأسهم الأصلية،

(86) ملاذ للتأمين: تغطية اكتتاب حقوق الأولوية بنسبة 79,8% -الموقع الإلكتروني: [www.alarabiya.net](http://www.alarabiya.net) التاريخ: 2017/10/22

(87) شرح مفصّل لآلية تداول حقوق الأولوية على الموقع الإلكتروني: [www.argaam.com](http://www.argaam.com).

(88) 14 قاعدة لتنظيم تداول حق الأولوية في الاكتتاب منشور على الموقع الإلكتروني: [www.alramedia.com](http://www.alramedia.com)، كذلك انظر: الآلية المطورة لحقوق الأولوية على موقع تداول الإلكتروني: [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com).

يوم تداول) وآخر سعر إقفال للسهم في يوم نهاية الحق - سعر السهم النظري غير محمّل بالحق<sup>(93)</sup>. ومن الشركات التي أعلنت عن فتح باب الاكتتاب لزيادة رأس المال، وجواز بيع كل أو جزء من حق الاكتتاب منفصلاً عن السهم الأصلي مع جبر كسور حقوق الاكتتاب لصغار المساهمين، "شركة سامكريت مصر" وذلك في 26 ديسمبر 2017.

ثانياً - القيمة الإرشادية لحق الاكتتاب والحدود السعرية لأسهم حقوق الأولوية في المملكة العربية السعودية:

جرى التعامل في المملكة العربية السعودية على أن تعكس قيمة الحق الإرشادية، الفرق بين القيمة السوقية لسهم الشركة خلال فترة التداول وبين سعر الطرح<sup>(94)</sup>، تطبيقاً لذلك إذا فرضنا جدلاً أن سعر السهم في المملكة كان 35 ريالاً وهو السعر المعدل بعد زيادة رأس المال، وكان سعر الطرح هو عشرة ريالات سعودية، فإنه بناءً على ذلك، فإن قيمة الحق الإرشادية هي السعر السوقي للسهم - سعر الطرح = 25 ريالاً سعودياً. أما بالنسبة للحدود السعرية اليومية، فإن هناك علاقة طردية بين سعر سهم الشركة وقيمة الحق الإرشادية، وبناءً عليه تتأثر الحدود السعرية اليومية لتداول الحق بالحدود السعرية لتداول السهم.

تطبيقاً لذلك؛ إذا فرضنا أن سعر إغلاق سهم الشركة كان = 45 ريالاً سعودياً

- نسبة تغيير سعر السهم  $\pm 10\%$
- الحدود السعرية اليومية للسهم = 4,5 ريالات سعودية
- سعر إغلاق الحق = (40,50 - 49,50)
- سعر الطرح = 33 ريالاً سعودياً
- قيمة الحق الإرشادية عند الإغلاق = 10 ريالات سعودية
- أما الحدود السعرية اليومية للحق = (35=10-45 ريالاً)

(93) انظر: البورصة تعلن معلومات استرشادية حول حقوق الاكتتاب للمستثمرين منشورة على الموقع الإلكتروني: [www.youm7.com](http://www.youm7.com).

(94) حقوق الأولوية المتداولة: [www.riyacapital.com](http://www.riyacapital.com)، وهو ما تنص عليه المادة (47) من قرار هيئة السوق المالية السعودية رقم 8-127-2016.

والقطري، يتم التنازل عن حقوق الأولوية في الاكتتاب، عن طريق طرح الحقوق للتداول والاكتتاب، بحيث يؤول لمن انتقل إليه هذا الحق، مَكَّنَهُ الاكتتاب في أسهم الزيادة. من جانب آخر اقتضت المادة (94) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات الكويتي، أن تقوم وكالة المقاصة بإخطار الشركة مصدرة الأسهم بما تمّ من تنازل عن حقوق الأولوية في الاكتتاب بأسهم زيادة رأس المال قبل قفل باب الاكتتاب بيومي عمل على الأقل.

## المطلب الثاني

### القيمة السعرية لحق الاكتتاب

في الواقع لم تتفق القوانين والقرارات الصادرة في العديد من الدول على طريقة احتساب سعر قيمة حقوق الاكتتاب، وعليه لا توجد قاعدة موحدة لتحديد قيمة حقوق الاكتتاب أثناء تداولها. ولذا نتعرض للحلول التي طرحتها التشريعات المقارنة، كل على حدة.

أولاً - القيمة السعرية لحقوق الاكتتاب في مصر:

قررت المادة الأولى (5/1)<sup>(92)</sup> أن يكون سعر تداول حق الاكتتاب بالتراضي بين البائع والمشتري، وأنه لا يوجد سعر إقفال لحق الأولوية، ومن ثمّ يصبح الأمر حسب الاتفاق بين طرفي التعامل، هما البائع والمشتري، وذلك بالنسبة للشركات غير المقيدة في البورصة. وغني عن البيان أنه صدرت عن البورصة المصرية في عام 2013 معلومات استرشادية حول حقوق الاكتتاب للمستثمرين، حددت فيها أن قيمة حق الاكتتاب في أول يوم لتداوله منفصل عن السهم الأصلي، وهي الفرق بين سعر السهم محملاً بالحق في الاكتتاب، وبين سعر السهم غير محمّل بالحق، (وهو ما يُعرف بالسعر النظري الذي يمكن احتسابه بإضافة مجموع رأس المال السوقي قبل الزيادة إلى قيمة الزيادة مقسوماً على عدد أسهم الشركة بعد الزيادة، وفقاً لمعادلة أساس احتساب السعر النظري للسهم في تاريخ نهاية الحق غير محمّل بالحق، وهي آخر سعر إقفال في يوم نهاية الحق × عدد الأسهم المقيدة قبل الزيادة) + (سعر الاكتتاب × عدد أسهم الزيادة المطروحة للاكتتاب) / عدد الأسهم الإجمالي بعد الزيادة.

ويكون أساس احتساب السعر النظري لحق الاكتتاب منفصلاً (سعر الفتح للحق في أول

(92) المادة الأولى من القرار رقم 12 لسنة 2017 بشأن الإجراءات التنفيذية لتداول حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال النقدية لقدامى المساهمين في شركات الاكتتاب العام غير المقيدة في البورصة المصرية، وهو ذات الاتجاه بموجب القرار رقم 137 لسنة 2016.

الحدود السعرية اليومية للحق قيمة حق الإرشادية عند الإغلاق  $\pm$  قيمة تغير سعر السهم

#### سعر إغلاق الحق

وبناءً على ما سبق تكون الحدود السعرية اليومية للحق  $20\% + 8\%$  (95).

يُفهم مما تقدم أن قيمة الحق الإرشادية هي عبارة عن الفرق بين سعر إغلاق سهم الشركة في اليوم السابق لإدراج الحق، وسعر الطرح، وأن النسبة المئوية للحدود السعرية على الحق ترتبط بالحدود السعرية على السهم الأصلي، ولكن قد يختلف مقدار التحرك السعري للحق عن مقدار التحرك السعري المفروض على السهم الأصلي، وتعد أول عملية تداول لحقوق الأولوية في عملية رفع رأسمال شركة الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة «مسك» في أغسطس 2013 (96).

ثالثاً - قيمة حقوق الاكتتاب في دولة الإمارات العربية المتحدة:

جرى التعامل في دولة الإمارات على تحديد قيمة حقوق الاكتتاب بتحديد سعر افتتاح معين لحق الاكتتاب، وذلك على أساس سعر سهم الشركة في السوق، بعد تعديله مخصصاً منه سعر الإصدار، وأن يتم تداول حقوق الاكتتاب دون حدود سعرية في اليوم الأول فقط، بينما يتم تطبيق الحدين الأقصى والأدنى لحركة الأسهم في السوق 15 % صعوداً و 10 % هبوطاً، على أسعار تلك الحقوق، اعتباراً من اليوم الثاني لتداولها حتى نهاية فترة التداول، وقد طبقت هذه القواعد في شركة «دي باركس آند ديزورتس» (97)، وشركة «أرابنتك القابضة» (98).

رابعاً - قيمة حقوق الاكتتاب في سلطنة عُمان وقطر:

وفقاً للمادة (12) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب الصادرة استناداً لأحكام قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 في عُمان، يتم احتساب السعر الافتتاحي لحق الاكتتاب وفقاً للآلية المعلنة التي يحددها السوق لهذه الغاية بموافقة الهيئة. وقد اتخذ مجلس إدارة بورصة عُمان بعض القرارات؛ منها: إضافة سوق جديدة خاصة بحقوق الاكتتاب إلى

(95) الآلية المطورة لحقوق الأولوية المتداولة، انظر موقع تداول الإلكتروني: [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com).

(96) مفاهيم مهمة في تداول حقوق الأولوية، د. فهد بن عبد الله الحوماني، منشور على الموقع الإلكتروني لجريدة الاقتصادية السعودية: <http://www.aleqt.com/>

(97) تداول حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال «دي باركس آند ديزورتس»، انظر الموقع الإلكتروني لجريدة الإمارات اليوم: [www.emaratyom.com](http://www.emaratyom.com).

(98) تداول حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال شركة أرابنتك القابضة، انظر الموقع الإلكتروني لجريدة أرقام الإلكترونية الاقتصادية: [uae.argaam.com](http://uae.argaam.com).

نظام التداول الإلكتروني، يرمز إليه برقم (90)، ويتم احتساب أسعار مرجعية لحقوق الاكتتاب، بحيث يكون السعر المرجعي لحق الاكتتاب مساوياً للسعر المرجعي لسهم الشركة المصدرة مطروحاً منه سعر إصدار سهم الزيادة، علماً بأن معادلة احتساب السعر المرجعي لسهم الشركة المصدرة هي عبارة عن القيمة السوقية للشركة قبل الزيادة مضافاً إليها حصيلة الإصدار مقسومة على رأس المال بعد الزيادة، وأن أوقات تداولها ستكون بذات الأوقات المحددة لتداول الأسهم المدرجة (99).

كذلك تنص المادة (7) من القرار القطري سالف الإشارة إليه، على أن يحدد سعر الافتتاح لحق الاكتتاب في أول يوم تداول بمقدار الفرق بين سعر إغلاق السهم في اليوم السابق وسعر الإصدار، وتكون آلية التداول والحدود السعرية للحقوق وفقاً لما هو معمول به في السوق. وقد درجت البورصة القطرية على احتساب ونشر سعر الحق المرجعي بصفة مستمرة أثناء جلسة البيع على موقعها الإلكتروني متأخراً دقيقة واحدة من خلال شاشة عرض السوق للحقوق، والذي يعكس الفرق بين القيمة السوقية لسهم الشركة خلال فترة البيع وسعر الاكتتاب، وذلك كي يتسنى للمشتريين الاطلاع على القيمة الاسترشادية للحق أثناء فترة البيع، واحتساب الحدود السعرية للحق (100).

خامساً - قيمة حقوق الاكتتاب في فرنسا:

وفقاً للمادة (138-225) من قانون التجارة الفرنسي (101)، يتحدد سعر حقوق الاكتتاب باتفاق المساهمين، وذلك بالنسبة للشركات غير المقيدة في البورصة، أما إذا كانت الشركة من الشركات المدرجة، فإنه يتحدد مباشرة (online) بالتوافق مع سعر التداول، وذلك من أجل تجنب أي ضرر قد يلحق بأسهم المساهمين (102). أيضاً درجت الشركات في سوق دبي المالي على تحديد سعر الافتتاح لحق الاكتتاب عند حد معين، وذلك على أساس سعر سهم الشركة في السوق بعد تعديله مخصصاً منه سعر الإصدار، مع العلم بأنه سيتم تداول حقوق الاكتتاب دون حدود سعرية في اليوم الأول فقط، بينما يتم تطبيق الحدين الأقصى والأدنى لحركة الأسهم في السوق، 15 % صعوداً و 10 % هبوطاً على أسعار تلك الحقوق من اليوم الثاني لتداولها حتى نهاية فترة التداول (103).

(99) حقوق الاكتتاب، انظر الموقع الإلكتروني: [www.ase.com.jo](http://www.ase.com.jo) Amman Stock Exchange.

(100) وهو ما أخذت به وطبقته في إدراج حقوق اكتتاب شركة قطر للتأمين في مارس 2016.

(101) c.com (225 - 138 FR).

Marco Ventoruzzo, op.cit, p 338 (102)

كذلك انظر: Juan Ramirez. Op. cit, p. 89, Droit de Souscription. [www.mataf.net](http://www.mataf.net)

(103) ومنها إبان فترة زيادة رأسمال شركة الخليج للملاحة في دبي، انظر: تداول حقوق اكتتاب زيادة الخليج للملاحة 4 - 15 فبراير 2018، منشور على الموقع الإلكتروني لجريدة البيان الإماراتية: [www.albayan.ae](http://www.albayan.ae).



## المطلب الثالث

## عدم قابلية حقوق الاكتتاب للتداول بالهامش أو الرهن أو الحجز عليها

أرست بعض القرارات الصادرة من هيئات أسواق المال والبورصة والهيئة العامة للرقابة المالية، مجموعة من القواعد المتعلقة بحقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، يُعدُّ أهمها أنه لا يجوز أن تكون محلاً للتداول بالهامش، كما أنها لا تقبل الرهن أو الحجز، وهو ما سنوضحه بالتفصيل على النحو التالي:

أولاً- عدم جواز أن تكون حقوق الاكتتاب محلاً للتداول بالهامش:

إذا كان الأصل أن يدفع المستثمر كشركة الوساطة قيمة الأوراق المالية نقداً وذلك قبل تنفيذ أمر الشراء الصادر منه أو بعد تنفيذه مباشرة، فإن هناك أسلوباً آخر، وهو أن تتم عملية شراء الأوراق المالية من خلال الوسيط، فيدفع المشتري جزءاً من قيمة الأوراق المشتراة نقداً، ويعد الجزء الثاني من الثمن بمثابة قرضٍ تموله شركة الوساطة لقاء فائدة يتفق عليها تحصل عليها الشركة<sup>(104)</sup>. ومفاد ذلك أن الشراء بالهامش هو ذلك النظام الذي يسمح للعميل، بناء على اتفاق بينه وبين شركة السمسرة أو أحد أمناء الحفظ، بأن يدفع نسبة فحسب من قيمة مشترياته من الأوراق المالية يعرف بالهامش، وتقوم شركة السمسرة أو أمين الحفظ بتمويل الجزء المتبقي غير المدفوع، مقابل ضمانات يقدمها العميل تتمثل في الأوراق محل الشراء، وما يُطلب منه من ضمانات أخرى، كرهن أسهم أخرى مملوكة للمشتري لضمان تلك الأموال المقترضة مع السماح للمقترض ببيع تلك الأسهم عند حدٍّ معينٍ لسعر الأسهم كي يضمن سداد قيمة القرض والفوائد المستحقة عليه.

ولا يخفى ما يعود على المستثمر المتعامل بهذا النظام من منافع، إذ يعود عليه ذلك بالأرباح والمكاسب في حال ارتفاع أسعار الأوراق المالية محل الشراء، ولكنه في ذات الوقت ليس ثمة ما يحول أن يصاب بخسارة حال انخفاض قيمة الأوراق المالية عن وقت الشراء.

وقد حظرت أغلب التشريعات المقارنة<sup>(105)</sup> أن تكون حقوق الاكتتاب في زيادة رأس المال،

محلاً للتداول بالهامش، باعتبار أن حقوق الاكتتاب ليست أسهماً بل هي تعطي صاحبها حق الاكتتاب في زيادة رأس المال، ومن أهم ما أكدت على هذه القاعدة، ما أعلنته سوق دبي المالي بأنه إبان تداول حقوق الاكتتاب بأسهم الزيادة في رأسمال شركة "أربتك القابضة" في 2017، لا يجوز أن تكون محلاً للتداول بالهامش<sup>(106)</sup>. كما أكدت ذات القاعدة، سوق دبي المالي في وقت الإعلان عن تداول حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال بنك دبي الإسلامي في يونيو 2016<sup>(107)</sup>. وحرّفي بالذكر أن القرار رقم 12 لسنة 2017 في مصر لم يتعرض للمسألة محل الحديث.

ثانياً- عدم جواز رهن حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال:

استقرت التشريعات المقارنة، ومنها قانون الشركات الكويتي رقم 1 لسنة 2016، وذلك في المادة (174) منه، على جواز رهن الأسهم حتى لو لم تكن قد دفعت قيمتها بالكامل. ويُعدُّ الرهن من ضمن الضمانات المقدمة من المدين، ويجعل الدائن مطمئناً من استيفاء الدين من قيمة الشيء محل الرهن. ولذا يتمتع الدائن المرتهن بحق استيفاء دينه من ثمن الأسهم المرهونة، بحيث إذا تأخر المدين عن الوفاء، استوفى الدائن حقه من قيمة الأسهم المرهونة، إلا أنه من المستقر عليه، أنه لا يجوز رهن حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال<sup>(108)</sup>، أي بما مؤداه أنه ولئن كان يجوز رهن الأسهم، إلا أنه من غير المقبول رهن حقوق الاكتتاب، وذلك مردّه أن السهم يمثل قيمة مالية ويصح أن يرد عليه الرهن، أما حقوق الاكتتاب فهي وإن كانت حقوقاً مالية إلا أنها مؤقتة لحين استنفادها، إما بالاكتتاب فيها من قبل مالك الحق، أو بالتنازل عنها بالبيع إلى مساهم آخر أو لشخص من الغير مقابل قيمة معينة، وهو كله يؤدي إلى عدم خضوعها للرهن.

(106) تداول حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال أربتك، انظر الموقع الإلكتروني ل «أرقام أسواق دبي وأبوظبي»: [uae.argaam.com](http://uae.argaam.com).

(107) انظر: تداول حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال دبي الإسلامي في دبي المالي (ابتداءً من الغد إلى 13 يونيو المقبل)، منشور على الموقع الإلكتروني لجريدتي الرؤية الإماراتية: [www.araanewa.ae](http://www.araanewa.ae)، والإمارات اليوم: [www.emaratayoum.com](http://www.emaratayoum.com).

(108) ومنها المادة (5/1) من القرار رقم 12 لسنة 2017 بشأن الإجراءات التنفيذية لتداول حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، والمادة (9/1) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب الصادرة في سلطنة عُمان، والمادة (5/7) من القرار القطري رقم 3 لسنة 2014. كذلك راجع أيضاً: البورصة الكويتية تفضل في إقناع هيئة الأسواق ببيع حق الاكتتاب، منشور على الموقع الإلكتروني لجريدة «الجريدة» الكويتية: [www.aljarida.com](http://www.aljarida.com).

ومن ضمن الشركات التي أرست هذه القاعدة، شركة الخليج للملاحة في دبي إبان إعلانها عن زيادة رأسمالها في الفترة ما بين 4 و 15 فبراير 2018، انظر: تداول حقوق اكتتاب زيادة الخليج للملاحة على الموقع الإلكتروني لجريدة البيان الإماراتية: [www.albayan.ae](http://www.albayan.ae).

(104) د. خليل فيكتور، شهادات الإيداع الدولية والأمريكية ودورها في تطوير أداء أسواق المال مع الإشارة إلى تجربة بعض الدول، مجلة اتحاد الجامعات العربية للدراسات والبحوث القانونية، العدد 36، أكتوبر 2014، ص 73. د. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، القاهرة، 2006، ص 244. د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، ص 112.

(105) ومنها المادة (9/أ) من تعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب العُمانية، والمادة (5/7) من القرار القطري رقم 3 لسنة 2014 والمعدل عام 2016.

ثالثاً- عدم جواز الحجز على حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال:

لم تتعرض بعض التشريعات التي أرست قواعد تتعلق بتداول حقوق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال، ومنها القرار رقم 12 لسنة 2017 في مصر، وتعليمات التعامل بحقوق الاكتتاب في عُمان لهذا الفرض، إلا أن المادة (7/5) من القرار القطري رقم 3 لسنة 2014 الصادر عن هيئة أسواق المال القطرية، قد قننت عدم جواز الحجز على حقوق الاكتتاب في أسهم الزيادة، وذلك قد يكون مرده، أنه يشترط في الشيء محل الحجز، أن يكون حقاً مالياً له قيمة محدّدة، وهو ما نعتقد أن حق الاكتتاب يفتقده، إذ لا تتحدد قيمته مسبقاً، ولا يكون له سعر محدّد إلا بعد التداول والاكتتاب فيه، وحسب ما أوردناه في تحديد قيمته السعرية، أي بما مفاده أنه يصعب تحديد قيمة حقوق الاكتتاب منذ إقرارها بصور قرار الجمعية العامة غير العادية بها، ومن ثمّ لا يجوز الحجز عليها، ولاسيما أن صاحب حق الأولوية في الاكتتاب قد يكتب فيه بنفسه، أو يتنازل عنه بمقابل، أو لا يستعمل هذا الحق فيسقط عنه إزاء ذلك.

رابعاً- لا يكون لأسهم الخزينة حقوق أولوية:

من الثابت أن أسهم الخزينة repurchases Share هي الأسهم التي يتم إعادة شرائها من قبل الشركة المصدرة لها<sup>(109)</sup>. ويرجع شراء الشركة لأسهمها لعدة أسباب، منها لتخفيض رأسمال الشركة، أو لتوزيع الأرباح في شكل أسهم مجانية، أو لزيادة ربحية السهم خلال تخفيض عدد الأسهم القائمة، مما يجعل سعر السهم ذا جاذبية للمستثمرين. وقد أقرت المادة (1/5) من القرار رقم 12 لسنة 2017 في مصر، بأنه لا يكون لأسهم الخزينة حقوق أولوية يتم التعامل عليها. ونعتقد أن مرد ذلك هو أن هذه الأسهم تم طرحها من قبل ومن ثم تم الاستفادة من حقوق الأولوية المرتبطة بها، فلا يكون لها حقوق أولوية مرة أخرى. وقد خلت التشريعات محل المقارنة من أي حكم يتعلق بالمسألة المعروضة.

## الخاتمة:

يتضح من خلال هذه الدراسة، مدى أهمية تفعيل حقوق الأولوية للمساهمين في الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال الشركة، والفائدة التي تعود على المساهمين منه، ولاسيما إذا قرر البعض منهم التنازل عنه بمقابل، وانتهينا إلى أن حقوق الأولوية صارت بمثابة أوراق مالية قابلة للتداول، وهو ما يعين على التنوع والتوسع في المجالات الاستثمارية في الأسواق المالية.

ولذا، ولأهمية هذه الحقوق، فقد قننتها التشريعات الحديثة، سواء بوضع نصوص خاصة بها في قانون الشركات، كما فعل المشرع الكويتي في القانون رقم 1 لسنة 2016، أو بإفراد قرارات لها صادرة من هيئة أسواق المال أو مجلس إدارة البورصة أو الهيئة العامة للرقابة المالية، كما في مصر وقطر وسلطنة عُمان والمملكة العربية السعودية.

ولا يخفى المزايا التي تعود على المساهمين من إرساء حقوق الأولوية، وأن صاحبها إن لم يستخدمها، فله التنازل عنها بمقابل، سواء لمساهم آخر أو للغير، وهو ما يعين على تنشيط السوق المالية، وإيجاد أدوات استثمارية جديدة، كما أن إجازة تداول حقوق الاكتتاب في الأسواق المالية، يمكّن الشركات من جذب مستثمرين استراتيجيين، وهو ما يعود بالنفع على الشركة والمساهمين، ويتمثل في العائد الذي يحصلون عليه من التنازل عن حق الاكتتاب.

وتكمن أهم نتائج البحث فيما يلي:

- 1- إن حق أولوية المساهمين القدامى في الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال الشركة، صار بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول.
- 2- يحق التنازل عن حق الاكتتاب للمساهمين القدامى، العديد من المزايا، سواء للمساهمين أو للسوق المالية، أو للمستثمرين الآخرين.
- 3- يتعين أن ينهض حق الأولوية على مبدأ المساواة بين المساهمين دون تفضيل للبعض منهم على البعض الآخر، وأن يكون الاكتتاب في حدود نسبة كل مساهم في رأسمال الشركة.
- 4- يمر إقرار حق الاكتتاب بعدة إجراءات تتمثل في موافقة الجمعية العامة غير العادية للشركة على زيادة رأسمال الشركة، وموافقة الجهات الرقابية عليها، وإخطار

(109) Marco Ventoruzzo, op.cit,p 525.

المستثمرين بتلك الحقوق، وإدراجها وطرحها للتداول والاكتتاب فيها.

- 5- يتقرر للمساهمين إبان طرح هذه الحقوق عدة خيارات، تتمثل في الحق في الاكتتاب، أو بيع كلٍّ أو جزءٍ من هذه الحقوق، أو شراء حقوق اكتتاب إضافية.
- 6- يكون تنازل المساهمين عن حق الأولوية أياً كان كلياً أو جزئياً، بمقابل أو من دون مقابل وفقاً لما قرره المشرع الكويتي، بيد أن الغالب أن يكون التنازل بمقابل تماشياً مع الحكمة التي شرع الحق من أجلها.
- 7- عدم قابلية حقوق الاكتتاب للتداول بالهامش أو الرهن أو الحجز عليها.
- 8- وضع الآليات والقواعد اللازمة لتحديد القيمة السعرية لحق الاكتتاب، وهو أمر اختلفت التشريعات المقارنة في احتسابه، ويرجع إلى ما إذا كانت الشركة من الشركات المقيدة والمدرجة أم لا.

وفي النهاية نوصي هيئة أسواق المال الكويتية بسرعة إصدار قرار تنظيمي يتعلق بحقوق الاكتتاب، ويتضمن وضع آلياتها وكيفية تحديد سعرها، وعدم جواز الحجز عليها أو تمويلها بالهامش إلى نحو ذلك، وذلك على غرار التشريعات المقارنة وأسواق المال في دول الخليج، كدولة قطر، وسلطنة عُمان، والمملكة العربية السعودية، وعدم الاكتفاء بالنصوص العامة الواردة في قانون الشركات رقم 1 لسنة 2016 ولائحته التنفيذية، وهو ما يعين على تداوله والاكتتاب فيه باعتباره ورقة مالية قابلة للتداول، وينشط أداء أسواق المال.

## المراجع:

### أولاً - باللغة العربية:

- د. أحمد بركات مصطفى، الاتفاقات المتعلقة بحق التصويت، دراسة حول مدى صحة اتفاقيات التصويت بين المساهمين في شركات المساهمة في القانون الفرنسي والمصري. دون تاريخ.
- د. أحمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، القاهرة، 2006.
- د. أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- جون بلوطية، القانون التجاري حسب نظام الشركات في المملكة العربية السعودية، 2017.
- د. حامد العطار: الاعتراض عن حق الأولوية: [figh.issammessage.com](http://figh.issammessage.com)
- د. حسن عمر: الاستثمار والعملية، دار الكتاب الحديث: 2000.
- د. خليل فيكتور تادرس:
- الوسيط في شرح قانون الشركات الكويتي الجديد ولائحته التنفيذية على ضوء آراء الفقهاء وأحكام القضاء، كلية القانون الكويتية العالمية، 2015.
- شهادات الإيداع الدولية والأمريكية ودورها في تطوير أداء أسواق المال مع الإشارة لتجربة بعض الدول- مجلة اتحاد الجامعات العربية- مصر- العدد 36، 2014.
- د. رحاب محمود داخلي، النظام القانوني لدور الجمعيات العامة في إدارة شركات المساهمة، الطبعة الأولى، مركز الدراسات العربية للنشر والتوزيع، 2015.
- د. طعمة الشمري ود. مسفر الحيان، الوسيط في شرح قانون الشركات الكويتي الصادر بمرسوم بقانون رقم 25 لسنة 2012 وتعديلاته 2013.
- مزوار فتحي، حماية المساهم في شركة المساهمة: دراسة في القانون المقارن، جامعة أبي بكر تلمسان، كلية الحقوق والعلوم السياسية، الجزائر، 2012.
- معطا الله راضية، الأداء الاعتيادي لشركة المساهمة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قاصد مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015.
- د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، دون تاريخ.

## ثانياً - باللغة الأجنبية:

- Frédéric Serpoul, Beyond Legal origins: Shareholder protection and Stock Market development in France (1852 - 2007), London School of economics and political science, Working Paper, June 15, 2013.
- Jonathan Korchak, What are Shareholder Preemption Rights, 15/11/2013, www.informdirect.co.uk.
- Juan Ramirez, Handbook of Corporate Equity Derivatives and Equity Capital Markets, Business & Economics 2011.
- Maurice Cozian, Droit des Sociétés: Lexisnexis, 25 éd, 2012.
- Melissa Beck, Frequently asked questions about rights offerings, Morrison & Foerster LLP, 2010.
- Michel Germain, Le Transfer du Droit de Vote, Revue Jurisprudence commercial N.S, 1990.
- Marco Ventoruzzo, Issuing New Shares and Preemptive Rights: A comparative Analysis pennstate law, library, Business organizations law commons, 2013.
- Petri Mantysaari, The law of corporate Finance, General principles and EU law: volume III, Springer, 2009.
- Roberto Cruzel, Alexandra Bertold and others, Shareholders Rights, Jurisdictional Comparisons, 1st. edition 2011.

## المحتوى:

الصفحة	الموضوع
177	الملخص
178	المقدمة
182	المبحث الأول - الأحكام العامة لحق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال
183	المطلب الأول - تعريف حق الاكتتاب والمبادئ الرئيسية التي يقوم عليها ومزاياه ومخاطره وموقف التشريعات المقارنة منه
183	الفرع الأول - تعريف حق الاكتتاب و المبادئ الرئيسية التي يقوم عليها
186	الفرع الثاني - مزايا ومخاطر التنازل عن حق الاكتتاب وموقف التشريعات المقارنة منه
193	المطلب الثاني - الإجراءات اللازمة لإعمال حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال
193	الفرع الأول- موافقة الجمعية العامة غير العادية على زيادة رأس مال الشركة
194	الفرع الثاني - موافقة الجهات المختصة على قرار الجمعية العامة غير العادية
194	الفرع الثالث - إخطار المستثمرين بحقوق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الزيادة
195	الفرع الرابع - إدراج حقوق الاكتتاب وتداولها والاكتتاب فيها
199	الفرع الخامس - فترة بيع الأسهم غير المكتتب بها إن وجدت
200	المطلب الثالث - الخيارات المتاحة للمساهمين أصحاب حق الاكتتاب
202	المطلب الرابع - طرح أسهم الزيادة دون إعمال حقوق الأولوية
205	المبحث الثاني - التنازل عن حق الاكتتاب المقرر للمساهمين القدامى
205	المطلب الأول - تنازل المساهمين عن حق الاكتتاب
206	أولاً- جواز التنازلي الكلي أو الجزئي
206	ثانياً- التنازل بمقابل أو بدون مقابل



207	ثالثاً- الحكم الشرعي للتنازل عن حق الاككتاب
207	رابعاً- التنازل عن حق الاككتاب متصلاً بالسهم الأصلي أو منفصلاً عنه
212	المطلب الثاني - القيمة السعرية لحق الاككتاب
212	أولاً - القيمة السعرية لحقوق الاككتاب في مصر.
213	ثانياً - القيمة الإرشادية لحق الاككتاب والحدود السعرية لأسهم حقوق الأولوية في المملكة العربية السعودية
214	ثالثاً - قيمة حقوق الاككتاب في دولة الإمارات العربية المتحدة
214	رابعاً - قيمة حقوق الاككتاب في سلطنة عمان وقطر.
215	خامساً - قيمة حقوق الاككتاب في فرنسا
216	المطلب الثالث - عدم قابلية حقوق الاككتاب للتداول بالهامش أو الرهن أو الحجز عليها.
216	أولاً - عدم جواز أن تكون حقوق الاككتاب محلاً للتداول بالهامش
217	ثانياً - عدم جواز رهن حقوق الاككتاب في أسهم زيادة رأس المال
218	ثالثاً - عدم جواز الحجز على حقوق الاككتاب في أسهم زيادة رأس المال
218	رابعاً - لا يكون لأسهم الخزينة حقوق أولوية
219	الخاتمة
221	المراجع