



جامعة القاهرة
كلية الحقوق
قسم القانون التجاري

رسالة بعنوان

الجوانب القانونية للتعامل في أسهم الخزينة

(دراسة مقارنة)

مقدمة إلى كلية الحقوق بجامعة القاهرة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق

إعداد الباحث

عبد الله عمر محمود الذنيبات

لجنة الحكم والمناقشة على الرسالة

عضوًّا ورئيساً

الأستاذ الدكتور / سميحة مصطفى القليوبى

أستاذ القانون التجاري والبحري / كلية الحقوق - جامعة القاهرة

عضوًّا

الأستاذ الدكتور / رضا محمد إبراهيم عبيد

أستاذ القانون التجاري والبحري / كلية الحقوق - جامعة بنى سويف

مشرقاً وعضوًّا

الأستاذ الدكتور / أحمد فاروق وشاحي

أستاذ القانون التجاري والبحري المساعد / كلية الحقوق - جامعة القاهرة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

{اقرأ باسم ربك الذي خلق (١) خلق الإنسان من علقم (٢) اقرأ وربك الأكرم (٣) الذي علم بالقلم (٤)
علم الإنسان ما لم يعلم (٥)}

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْعَلَقُ

سورة العلق

[الآية [٥-١]

شكر وتقدير

يَقُولُ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ مِنْ حَدِيثِ النَّعْمَانِ بْنَ بَشِيرٍ قَالَ (مِنْ لَمْ يُشْكِرْ الْقَلِيلُ لَمْ يُشْكِرْ الْكَثِيرُ
وَمِنْ لَمْ يُشْكِرْ النَّاسَ لَا يُشْكِرُ اللَّهَ)

الشكر لله وحده الذي قدر فهدى، فهو صاحب المنة والفضل العظيم ومن هنا لا يسعني في هذا المقام، إلا أن أتقدم بخالص آياتِ الشكر والتقدير والإعتراف بالجميل إلى الأستاذ الدكتور/سمحة مصطفى القليوبى أستاذ القانون التجارى والبحري فى كلية الحقوق بجامعة القاهرة، وكيل الكلية الأسبق، المشهود لها بصفاتها الحميدa وكتاباتها القيمة والتي قضت مشكورة - رغم مشاغلها الجمة، بقبول مناقشة هذه الرسالة، على الرغم من التزاماتها المتعددة، ووقتها الضيق، وإنه لمن دواعي الفخر والاعتزاز، أن تحمل هذه الرسالة اسمها، كرئيس لجنة الحكم والمناقشة، وأن تشربها بمحاظاتها القيمة، فلها مني جزيل الشكر والعرفان، وجزاها الله عنى خير الجزاء، ومتعبها الله بعلمها وصحتها وعافيتها.

كما يسعدني بل ويشرفني أن يتواجد في هذه اللجنة الكريمة الأستاذ الدكتور/ رضا محمد إبراهيم عبيد، أستاذ القانون التجارى والبحري في كلية الحقوق بجامعة بنى سويف، وعميدها الأسبق، وقد تشرفت بقبوله مناقشة رسالتي لتقديم إعوجاجها وسد خللها، وستكون ملحوظاته موضع عنايتي وموطن رعايتي، وأتمنى من الله العلي القدير أن يمن على سيادته بكل خير؛ ليظل نبراسا علميا يهتدى به، إنه سميع مجيب الدعاء.

كما أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى الأستاذ الدكتور/أحمد فاروق وشاحي أستاذ القانون التجارى والبحري المساعد في كلية الحقوق بجامعة القاهرة، لتقضله بقبول الإشراف على هذه الرسالة، فلقد كان لغزير علمه، وعظيم فضله، وجلى كرمه، وجود أخلاقه، كل الفضل في وصول هذه الرسالة على النحو الذي نأمل أن تكون قد وصلت إلى المستوى المطلوب، فكان نعم المرشد ونعم الموجه، فلم يبخّل علي بجهد أو وقت؛ ولذا فإنني أجده - وبحق - أن كلماتِ الشكر والتقدير تعجز عن إيفائه حقا، فجزاها الله عنى خير الجزاء.

وفي الختام أتقدّم بالشكر الجزيء والثناء العطر الجميل...
إلى (القاهرة) جامعة وأساتذة، نهلت من معينها الصافي ومازالت ظامناً، كل التقدير والإعتراز،

وإلى مصر الكناة أرضاً وشعباً، حضنتني فلم أشعر يوماً بوحشة الاغتراب؛ فهي الطيبة أهلاً، الكريمة منبتاً، والعريقة أصلاً، إليها كل المحبة والوفاء.

وإلى من نازعني إليه في الخلد نفسي، أرض الحشد والرباط، بوابة القدس، البعيدة مسافةً، القريبة حباً ووفاءً، أرددنا الغالي له كل الحب والولاء والانتماء.

والله ولي التوفيق؛؛؛؛؛

الباحث

اهداء

إلى قدوتي ونبراسي الذي يضيء حياتي، إلى من أخذ بيدي، إلى من أعطاني
وما زال يعطيوني بلا حدود، إلى رمز البذل والعطاء..... أبي الغالي.

إليك يا أجمل وردة في هذه الدنيا، إلى مربيني وعشقي الأبدى، إلى من غمرتني
بحبها الخالص، وحنانها الهادئ، وكانت لي حضناً دافئاً، إلى رمز الصبر
والوفاء..... أمي الغالية.

إلى أخوتي ورفقاء حياتي..... مالك ، محمد ، محمود ، أحمد ، عهود.

المقدمة:

يعتمد النمو الاقتصادي لأي دولة تبني إقتصاد السوق وآلية العرض والطلب على حجم الاستثمارات الموجودة بها والتي ترتبط بدورها— وإلى حد بعيد— بحشد ما تتطلبه تلك الاستثمارات من فوائض مالية لدى الأفراد، ولاشك أن النمو الاقتصادي بدوره يخلق مناخاً من الثقة لدى الجمهور فيزيد من توجهه نحو استثمار أمواله، بيد أن ذلك يعتمد بالدرجة الأولى على الطاقة الإستيعابية لاستقبال رؤوس الأموال وتوجيهها بفعالية دون أي معوقات.

وتقوم الشركات باتخاذ القرارات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية المختلفة التي تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات، وعليه تمثل قرارات الشركة إشارة إلى الأسواق المالية حول أداء الشركة المستقبلي، فهذه القرارات قد تؤثر على واحدة أو أكثر من محددات قيمة السهم؛ فقد تؤثر هذه القرارات على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة وتوقيت هذه التدفقات ومخاطر التدفقات النقدية. وعليه، فإن قيام الشركة باتخاذ قرار شراء أسهم الخزينة يجب أن يرتكز على منطق اقتصادي وتمويلي سليم يحقق قيمة إضافية لحملة الأسهم.

ومن الثابت أن استخدام المشروع لأمواله، تلك التي يكون له حرية التصرف فيها، تعتبر مسألة على جانب كبير من الأهمية من الناحية الاقتصادية؛ ذلك أنه يجب كقاعدة، حتى يصل المشروع إلى توازنه الاقتصادي، أن يتحقق له كل من الربحية من ناحية والإستخدام الأمثل لأموال الاستغلال من ناحية أخرى.

ومن الصعب أن يتحقق هذا التوازن في نطاق الشركات المساهمة راجعاً إلى ضخامة الأموال المعرضة للمخاطر، واتساع نطاق نشاط هذا النوع من الشركات، إضافة إلى تعقد الهيكل الإداري والتنظيمي لهذه الشركات؛ فكثيراً ما لا تحتاج لكافة الأموال الموضوعة تحت تصرفها، وأن يتجاوز رأس مالها— إلى حد كبير— ما يحتاجه نشاطها، حقيقة إن هذه الأموال تعتبر من عناصر قوة مركزها، إلا أنها في الوقت نفسه تعتبر عبئاً ثقيلاً عليها، كما أنها قد تكون سبباً في تعريضها لمخاطر كبيرة إذا واجهتها ظروف اقتصادية سيئة، وقد يضعف ائتمان الشركة نتيجة لذلك، مما يشجع الشركات المنافسة على محاولة إنتهاز هذه الأوضاع لصالحها. لذلك تضطر الشركة إلى تضييق دائرة نشاطها حتى تتمكن من مسايرة

ظروف السوق الجديدة، وفي سبيل ذلك، كثيراً ما تفكر في اكتساب ملكية أسهمها، حتى تستعيد توازنها الاقتصادي، أو على الأقل تحافظ عليه؛ حيث يمكن بسهولة عن طريق عملية الشراء تخفيض رأس مالها .

وتحمل فكرة حصول الشركة على أسهم الخزينة تناقضاً - من حيث الظاهر - مع أحد الأسس الراسخة لشركات الأموال بشكل عام والذي يحتم عدم جواز فرض قيود تحول دون حرية تداول أسهم الشركة، ناهيك عن أن حصول الشركة كشخص معنوي، على أسهمها - سواء قبل بيعها أو بعده - لا يظهر فيه مصلحة واضحة تبرر ذلك.

وتعتبر عملية شراء أسهم الخزينة عملية خطيرة، خاصة إذا تم تمويلها بأموال مقطعة من رأس المال نفسه أو ما يؤخذ في حكمه؛ بحيث يصبح رأس مال الشركة في جزء منه وهماً أو صورياً، مما يعرض مصالح الدائنين للخطر؛ لأنه يعد تخفيضاً مستتراً لرأس المال دون اتباع الإجراءات المقررة لذلك، غير أن تنفيذ هذه العملية يعتبر مجالاً رحباً للإخلال بمبدأ المساواة في المعاملة بين المساهمين؛ بحيث تؤدي إلى تقرير امتيازات للبعض على حساب الآخر، غير لجوء بعض الشركات إلى المضاربة على أسهمها مستهدفة بذلك خلق طلب زائف على هذه الأسهم في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها ارتفاعاً غير واقعي .

وعلى الرغم مما تتطوّي عليه عملية شراء أسهم الخزينة من مخاطر بالغة الأهمية على الشركة ودائنيها والمساهمين فيها، إلا أنها تعد عملية متميزة بما تحققه من فوائد للشركة والمساهمين بل وللسوق أيضاً.

حيث تؤدي عملية شراء أسهم الخزينة إلى خلق القيمة سواء بالنسبة للمساهمين (البائعين أو الباقين في الشركة)؛ وتتشطط عملية شراء أسهم الخزينة السوق وتتوفر له السبولة الإضافية، إضافة إلى دور عملية شراء أسهم الخزينة في تشجيع العاملين في الشركة وزيادة اهتمامهم وبذل جهدهم وتحقيق المزيد من الأرباح، وذلك عندما تقرر الشركة شراء أسهمها لتوزيعها على العاملين لديها .

وبالتالي فإن عملية شراء أسهم الخزينة لا يجوز حظرها بصفة مطلقة ؛ لأنها - وكما رأينا - عملية تشكل خطورة خاصة، حيث تسيطر الشركة فيها على جزء من رأس مالها، إلا أنها تتطوّي على عدة فوائد يجب الاستفادة منها، ولكن في الوقت نفسه يجب أن لا ترك للشركة مطلق الحرية في شراء أسهمها دون قيد أو شرط، ووضعها في إطار تشريعي ينظمها ويسمح بلجوء الشركات إليها دون الوقوع في مخاطرها .

أهمية الموضوع :

إن دراسة موضوع شراء أسهم الخزينة تكتسب أهمية عملية كبيرة ؛ حيث إن نظام الشركات في أغلب التشريعات تحت المراجعة، ومقارنة نظام الشركات الأردني بالنظام المصري والنظام الفرنسي تساعدا على تحديد أوجه الشبه والاختلاف بين القواعد المتّبعة في عملية شراء أسهم الخزينة في كل من النظم محل المقارنة، وتجعلنا قادرين على وضع أيدينا على مكامن الضعف والخلل .

إن اختيار القانون الفرنسي والقانون المصري لمقارنتها بالقانون الأردني لم تأتِ من فراغ، حيث من المعلوم أن القانون الفرنسي والقانون المصري يعدان من اعرق القوانين وأكثراها ثراءً، يضاف إلى ذلك أن القواعد الخاصة بعملية شراء أسهم الخزينة قد خضعت لمراجعة عميقة وحظيت باهتمام المشرعين الفرنسي والمصري .

إن اختيار موضوع الجوانب القانونية للتعامل بأسهم الخزينة يكتسب أهمية عدّة، أهمّها أن الشركات المساهمة تعتبر إحدى الدعامات التي يقوم عليها الاقتصاد بما تمتلكه من رؤوس أموال ضخمة، ولما لها من قدرة على توفير أعداد كبيرة من الوظائف، وهذه الشركات قد تحتاج في مرحلة من المراحل إلى تخفيض رأس مالها مما يجعل دراسة هذا الموضوع أمراً لا بد منه للمهتمين بالشأن القانوني لهذه الشركات. غير أن شراء الشركة المساهمة لأسهم الخزينة يمس حقوق ومصالح دائني الشركة، كما أن شراء أسهم الخزينة يمس بمصالح المساهمين؛ بحيث قد تؤدي إلى تقرير امتيازات لبعض المساهمين على حساب مساهمين آخرين.

كذلك كان لا بد من تحديد مفهوم عملية شراء أسهم الخزينة لإزالة الخلط واللبس الذي قد تقع فيه بعض التشريعات التي تخلط بين عملية شراء أسهم الخزينة وعملية استهلاك الأسهم.

خطة البحث:

ولعرض كافة الأفكار المتعلقة بموضوع الرسالة فقد تم تقسيمها على النحو التالي:
فصل تمهدٍ: ماهية شراء الشركة لأسهم الخزينة .

الباب الأول : الأساس القانوني للتعامل بأسهم الخزينة .

الباب الثاني : القيود الإجرائية على عملية شراء أسهم الخزينة .

الفصل التمهيدي

ماهية شراء الشركة لأسهم الخزينة

قد تضطر الشركة أحياناً إلى الحصول على أسهمها التي تم بيعها بالفعل فتتادر الشركة إلى شراء هذه الأسهم وذلك دون رغبة مسبقة منها، وعلى ذلك سنحاول في هذا الفصل التمهيدي بيان ما هو المقصود بأسهم الخزينة ومدى أهميتها للمتداولين، بالإضافة إلى التمييز بين أسهم الخزينة والعديد من المواضيع التي قد تتشابه معها، وأيضاً بحث الأسباب (المبررات) التي دفعت الشركة للجوء إلى أسهم الخزينة مع بيان بعض النتائج المترتبة على التعامل بأسهم الخزينة؛ سواء أكانت سلبية أم إيجابية، وذلك حسب التقسيم التالي:

المبحث الأول: أهمية شراء الشركة لأسهم الخزينة:

المطلب الأول: مفهوم أسهم الخزينة وأهميتها.

المطلب الثاني: التمييز بين أسهم الخزينة وما يتشابه بها .

المبحث الثاني: مبررات شراء أسهم الخزينة والجوانب المرتبطة بها :

المطلب الأول: أسباب لجوء الشركة إلى شراء أسهم الخزينة .

المطلب الثاني: الجوانب المرتبطة بشراء أسهم الخزينة .

المبحث الأول

أهمية شراء الشركة لأسهم الخزينة

يثير موضوع شراء الشركة أسهم الخزينة الكثير من الجدل المستمر؛ لما يترتب عليه من آثار على أداء بورصة الأوراق المالية، بالإضافة إلى أن موضوع شراء الشركة أسهم الخزينة قد يثير العديد من المغالطات والخلط بين شراء الشركة أسهم الخزينة والعديد من المواضيع الأخرى التي قد تتشابه معها مثل: استهلاك الأسهم، أو الفرق بين عملية شراء أسهم الخزينة وبين الاكتتاب بالأسهم. وعلى ذلك، سيقوم الباحث في هذا المبحث ببيان ما هو المقصود بأسهم الخزينة ومدى أهميتها في (المطلب الأول)، وبيان الفرق بين أسهم الخزينة وغيرها من المواضيع التي قد تتشابه معها (المطلب الثاني).

المطلب الأول

مفهوم أسهم الخزينة وأهميتها

يتناول الباحث في هذا المطلب ماهو المقصود بأسهم الخزينة في (الفرع الأول)، وبيان الأهمية الاقتصادية والمالية لعملية شراء الشركة لأسهم الخزينة في (الفرع الثاني)، وذلك على النحو التالي.

الفروع الأولى

مفهوم أسهم الخزينة

يمثل السهم نصيب المساهم في شركات الأموال وهو ما يقابلها حصة الشريك في شركة الأشخاص، ويقصد به: الصك الذي تمنه الشركة للمساهم نتيجة اكتتابه في الشركة، وهي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول، ويتمثل فيها حق المساهم في أسهم في رأس مالها، وتتحول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة، لا سيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح ونصيبه من موجودات الشركة عند تصفيتها^(١).

(١) د. سميحة القليوبى، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة السابعة، ٢٠١٦، ص ٦٩١؛ د. عباس العبدى، الاكتتاب فى رأس مال الشركة المساهمة، دار الثقافة، عمان، ١٩٩٨، ص ٧٧.

وحيث إن أسهم الخزينة هي عبارة عن عملية إعادة شراء الشركة لأسهم الخزينة، ويطلق على الأسهم التي يتم إعادة شرائها بواسطة الشركة (أسهم الخزينة) وهي صورة من صور العمليات في البورصة، ويطلق عليها في الاصطلاح الفرنسي (*L'achat par une société de ses propres actions*). وفي الأصل إن مثل هذه العمليات هي محظورة أساساً، حيث لا يجوز للشركة أن تكون مساهمة في نفسها لما تتطوي عليه هذه العملية من تخفيض مستمر لرأس المال دون اتباع الإجراءات المقررة^(١). كما أنه قد يخشى أن تستخدم الشركة هذه الطريقة للمضاربة أو لدعم أسعار أسهمها المنهارة في البورصة^(٢).

وبذلك يمكن النظر إلى شراء أسهم الخزينة على أنه تخفيض لحقوق المساهمين وليس الحصول على أصول جديدة للشركة، ومعنى ذلك أن الشركة بدلًا من أن ترد جزءاً من قيمة كل سهم تتجأ إلى شراء عدد من أسهم الخزينة بقيمة الجزء الذي تزيد تخفيضه من رأس المال ثم تلغى الأسهم المشتراء، وتتجأ الشركة إلى انتهاج هذه الطريقة متى تبين لها زيادة رأس مالها على حاجتها^(٣).

وبالرغم من أنها (عملية شراء الشركة أسهم الخزينة) في الأصل محظورة، إلا أن المشرع المصري ومثله المشرع الفرنسي وأيضاً المشرع الأردني قد أجازوا للشركة القيام بعملية شراء أسهم الخزينة، إلا أن نطاق الإجازة والمشروعية للقيام بعملية شراء الأسهم من قبل الشركة يختلف من دولة إلى أخرى حسب تشريع كل دولة.

وقد نص قانون الشركات المصري في المادة (٤٨) من القانون رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ المستبدلة بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨، في وقت لاحق على إصداره أجاز شراء الشركة لأسهم الخزينة وفق ضوابط محددة؛ إذ نصت المادة السابقة

^(١) Acard Claire, Régime fiscal des rachats par une société de ses propres actions, JCP E Semaine Juridique (édition entreprise), n° 28, 12/07/2001, p. 1178-1185.

^(٢) انظر دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية بالبورصة المصرية، سنة ٢٠١٠؛ وانظر أيضاً : د. طاهر شوقي محمد مؤمن، الإطار القانوني لبيع الأوراق المالية في البورصة، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، سنة ٢٠٠٧، ص ١٤٤.

^(٣) د. معن جویحان، النظام القانوني لتخفيض رأس مال شركة الأموال الخاصة، دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، سنة ٢٠٠٨، ص ١٧٧.

على أن : "إذا حصلت الشركة بأية طريقة على جانب من أسهمها، تعين عليها أن تتصرف في هذه الأسهم للغير في مدة أقصاها سنة من تاريخ حصولها عليها، وإلا التزمت بإيقاص رأس مالها بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم وباتباع الإجراءات المقررة لذلك، ويجوز للشركة شراء بعض أسهمها لتوزيعها على العاملين بها جزء من نصبيهم في الأرباح"^(١).

وقد صدر قرار وزير الاقتصاد المصري رقم ٧٥ لسنة ١٩٩٨ بتنفيذ بعض أحكام القانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨، حيث قرر في مادته الأولى أنه: "إذا حصلت شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم بأية طريقة على جانب من أسهمها وجب عليها إخطار الهيئة العامة لسوق المال بذلك، كما يتعين عليها عند إعداد قوائمها المالية - وفي جميع حالات الإفصاح التي تنشرها أو تعلنها - أن تبين ما حصلت عليه من أسهمها ونسبة إلى رأس المال المصدر وتاريخ حصولها عليه". ويطلق على ما تحتفظ به الشركة من أسهمها (أسهم الخزينة) وعلى باقي الأسهم (أسهم قائمة) . وسبب تسمية هذه الأسهم باسم الخزينة هي أن الشركة تشتري الأسهم وتحتفظ بها لحين استخدامها للغرض الذي اشتريت من أجله^(٢)؛ حيث تحفظ الشركة بالأسهم المشترأة في خزينتها لمدة محددة مجردة من كل الحقوق، وبالتالي تعمل على بيعها إذا ما احتجت مبلغاً معيناً من المال، وإلا فتبقى حتى ترتفع قيمتها السوقية ، أو يأتي الوقت القانوني المحدد بموجب القانون للتصرف بها.

وحصول الشركة على جانب من أسهم الخزينة طبقاً للقانون يعني ملكية الشركة للأسهم ويتم اكتساب الملكية للأسهم بطريقتين هما: الاكتتاب وشراء الأسهم، هذا ووفقاً لبعض الفقه المصري الذي يرى بأن المادة (٤٨) المعدلة من قانون الشركات المصري قد أطلقت الحرية للشركة لشراء أسهمها؛ حيث إن المادة نصت

(1) د. خالد أحمد الشعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، رسالة دكتوراه، جامعة المنصورة، سنة ٢٠١٤ ، ص ٢٠١.

(2) د. مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠٠٨ ، ص ٢٣٢ ، المستشار رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون الشركات، الجزء الأول، ط الرابعة، سنة ٢٠٠٦ ، ص ٦٥٤.