

Cumulative Dividend Preferred Shares between Prohibition and Permissibility: A Comparative Analytical Study

Mohammed Kadhum

Haider Salah Gatea

Mohammed

College of Law/ University of
Alqadisiyah

College of Law/ University
of Alqadisiyah

mohammed@qu.edu.iq

haider.gatea@qu.edu.iq

Received Date: 8/4/2026. Accepted Date: 25/5/ 2026. Publication Date: 25/6/2026.



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

Abstract

Within the framework of capital markets and the regulation of commercial companies, the cumulative preferred share emerges as a legal instrument of a composite nature, occupying an intermediate position between the ordinary share and a debt instrument. It does not lose its character as a share, nor does its holder become a creditor of the company. Rather, the holder remains a shareholder in the company's capital, while enjoying a preferential financial privilege that distinguishes them from ordinary shareholders, namely the priority to receive the prescribed dividends whenever the conditions for their distribution are met. The distinctiveness of this share lies in the fact that the non-distribution of dividends in a given financial year does not extinguish the holder's right to the preferred dividends. Instead, such dividends are carried forward to subsequent years, accumulating in the holder's favor, to be satisfied once distributable profits are available in the future and before ordinary shareholders participate in the distribution of dividends. Accordingly, the right arising from this share is not a debt immediately due from the company merely because no distribution

has been made, nor does it impose an immediate payment obligation outside the rules governing capital and dividend distribution. Rather, it constitutes a deferred financial right, conditional upon the existence of distributable profits and the adoption of a lawful resolution to distribute them in accordance with the law and the company's articles of association. Comparative law has recognized this type of share in different forms. In American law, particularly in the state of Delaware, the regulation of preferred shares rests on a clear contractual foundation. Their rights and privileges are derived from the certificate of incorporation or the company's constitutive instrument, and such privileges are not presumed merely from the preferred character of the share; they must be expressly provided for. thus, the cumulative nature of dividends is not an automatic consequence of a preferred share, but arises only where it is stipulated in the instrument of issuance or in the document establishing the rights attached to the share. in French law, by contrast, the legislature has adopted a more explicit regulatory approach through the system of preference shares (*actions de preference*), which permits the granting of certain shareholders distinct financial or administrative rights, within limits set by law and without undermining the essential structure of the company, the protection of capital, or the principle of relative equality among shareholders. Preference is therefore no longer merely a contractual innovation; it has become a legally regulated instrument that may assume various forms, including preference in dividends, preference upon liquidation, or preference in certain rights attached to the share. In Iraqi law, however, the issue appears more cautious and restrictive. Iraqi legislation, in its general form, does not contain an express and comprehensive regulation of cumulative preferred shares in the manner known in certain

comparative legal systems. Moreover, its traditional rules are founded upon important considerations, including the uniform nominal value of shares, the relative similarity of shareholders' legal positions, the connection between voting rights and the share, and the separation between the share as a unit of capital and the bond as an instrument of indebtedness. These rules make it difficult to import the foreign model of cumulative preferred shares fully and directly into the Iraqi legal system. nevertheless, such caution does not preclude the possibility of conceiving a limited Iraqi gateway for this instrument, provided that the preference remains confined to its purely financial scope, namely priority in the accumulation of dividends upon the existence of distributable profits, without transforming into a fixed and absolute obligation of the company, without granting the holder the status of a creditor, and without violating mandatory rules relating to capital or impairing the essence of shareholding. What is acceptable in this respect is not the creation of a concealed debt in the form of a share, but rather the establishment of a conditional and deferred dividend preference that remains tied to the nature of the share and to the rules governing the distribution of profits. Accordingly, the cumulative preferred share may be legally understood as a share that grants its holder financial priority in dividends, not a creditor's claim against the company. its legal delicacy lies in preserving the balance between two considerations: recognizing the needs of modern finance and the flexibility required in capital instruments, while preventing any circumvention of the mandatory rules that distinguish capital from debt and safeguard shareholders, creditors, and the integrity of the company's legal order.

Keywords: Cumulative Preferred Shares, Hybrid Financial instrument, Minority Rights, Corporate Governance.

الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية بين الحظر والإجازة (دراسة تحليلية مقارنة)

حيدر صلاح كاطع**
كلية القانون/ جامعة القادسية
haider.gatea@qu.edu.iq

محمد كاظم محمد*
كلية القانون/ جامعة القادسية
mohammed@qu.edu.iq

تاريخ الاستلام: 2026 / 4/8. تاريخ القبول: 2026 / 5/25. تاريخ النشر: 2026/6/25

المستخلص

في نطاق أسواق المال وتنظيم الشركات التجارية، يبرز السهم الممتاز ذو الأرباح التراكمية بوصفه أداة قانونية ذات طبيعة مركبة، تقع في منزلة وسطى بين السهم العادي وأداة الدين، فهو لا يفقد صفته السهمية، ولا يتحول حامله إلى دائن للشركة، وإنما يبقى مساهماً في رأس مالها، بيد أنه يتمتع بميزة مالية تفضيلية تميزه عن حملة الأسهم العادية، تتمثل في أولوية استيفاء الأرباح المقررة له متى تحققت شروط توزيعها، وتتجلى خصوصية هذا السهم في أن عدم توزيع الأرباح في سنة مالية معينة لا يؤدي إلى سقوط حق حامله في الأرباح الممتازة، وإنما تُرحّل هذه الأرباح إلى السنوات اللاحقة، بحيث تتراكم لمصلحته وتُستوفى عند تحقق أرباح قابلة للتوزيع مستقبلاً، وقبل أن يشارك حملة الأسهم العادية في اقتسام الأرباح، وبذلك فإن الحق الناشئ عن هذا السهم لا يُعدّ ديناً حالاً في ذمة الشركة بمجرد عدم التوزيع، ولا يرتب التزاماً فورياً بالسداد خارج ضوابط رأس المال وقواعد التوزيع، وإنما يمثل حقاً مالياً مؤجلاً ومشروطاً بوجود أرباح قابلة للتوزيع وبصدور قرار مشروع بتوزيعها وفقاً للقانون والنظام الأساسي للشركة، وقد عرف القانون المقارن هذا النوع من الأسهم بصور مختلفة؛ ففي القانون الأمريكي، ولا سيما في ولاية ديلاوير، يقوم تنظيم الأسهم الممتازة على أساس تعاقدية واضح، إذ تُستمد حقوقها وامتيازاتها من شهادة التأسيس أو النظام التأسيسي للشركة، ولا تُفترض هذه الامتيازات بمجرد الصفة الممتازة للسهم، وإنما يجب النص عليها صراحة، ومن ثم فإن الطبيعة التراكمية للأرباح لا تُعدّ أثراً تلقائياً للسهم الممتاز، وإنما تنشأ متى قررها سند الإصدار أو الوثيقة المنشئة لحقوق السهم، أما في القانون الفرنسي، فقد اتجه المشرع إلى تنظيم أكثر وضوحاً من خلال نظام أسهم الأفضلية، التي تسمح بمنح بعض المساهمين

* أستاذ مساعد دكتور
** مدرس مساعد

حقوقاً مالية أو إدارية متميزة، ضمن حدود يضعها القانون وبما لا يخل بالبنية الجوهرية للشركة ولا بمقتضيات حماية رأس المال والمساواة النسبية بين المساهمين، وبذلك لم تعد الأفضلية مجرد ابتكار تعاقدي، وإنما صارت أداة قانونية منظمة تشريعياً، يمكن أن تتخذ صوراً متعددة، منها الأفضلية في الأرباح أو في التصفية أو في بعض الحقوق المرتبطة بالسهم، أما في القانون العراقي، فإنَّ المسألة تبدو أكثر تحفظاً؛ فالتشريع العراقي لا يتضمن- في صورته العامة- تنظيماً صريحاً ومتكاملاً للسهم الممتاز ذي الأرباح التراكمية على النحو المعروف في بعض التشريعات المقارنة، كما أنَّ قواعده التقليدية تقوم على اعتبارات مهمة، منها وحدة القيمة الاسمية للأسهم، وتقارب المركز القانوني للمساهمين، وارتباط حق التصويت بالسهم، والفصل بين السهم بوصفه حصة في رأس المال، والسند بوصفه أداة مديونية، وهذه القواعد تجعل من غير الممكن استيراد النموذج الأجنبي للسهم الممتاز ذي الأرباح التراكمية بصورة كاملة ومباشرة داخل النظام العراقي، ومع ذلك فلا يمنع هذا التحفظ من القول بإمكان تصور مدخل عراقي محدود لهذه الأداة، متى بقيت الأفضلية في نطاقها المالي البحت، أي في حدود أولوية تراكم الأرباح، ومن دون أن تمنح حامل السهم مركز الدائن، أو تهدر القواعد الأمرة المتصلة برأس المال، أو تمسَّ جوهر المساهمة، فالمقبول، في هذا الإطار، ليس إنشاء دين مستتر في صورة سهم، وإنما تقرير ميزة ربحية مشروطة ومؤجلة تبقى مرتبطة بطبيعة السهم وبقواعد توزيع الأرباح، وعليه فإنَّ السهم الممتاز ذا الأرباح التراكمية يمكن فهمه قانونياً بوصفه سهماً يقرر لحامله أولوية مالية في الأرباح، لا حقاً دائناً في ذمة الشركة، وتكمن دقته في ضرورة المحافظة على التوازن بين أمرين هما الاعتراف بحاجات التمويل الحديثة وما تفرضه من مرونة في أدوات رأس المال، ومنع الالتفاف على القواعد الأمرة التي تفصل بين رأس المال والدين وتحمي المساهمين والدائنين وسلامة النظام القانوني للشركة.

الكلمات المفتاحية: الأسهم الممتازة التراكمية - الأداة المالية الهجينة -حقوق الأقلية - حوكمة الشركات.

المقدمة

Introduction

أولاً: جوهر فكرة البحث **The Core Idea and the Central Pivot** : يتجاوز هذا البحث النظرة الكلاسيكية التي تقصر السهم على كونه صك ملكية مجرد، ليستكشف الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية، بوصفها كياناً قانونياً هجيناً يقف في منزلة بين منزلتين؛ متأرجحاً بين شراكة الأسهم العادية ومديونية السندات؛ وتتجلى القيمة الجوهرية لهذه الدراسة في تشريح الذاكرة المالية للسهم، إذ يغدو تداوله بمنزلة حوالة لمركز قانوني متقل بحقوق مالية مؤجلة وأرباح متراكمة لم تُستوف بعد؛ ويثير هذا الاكتناز المالي معضلة قانونية بالغة الدقة عند التداول فهل تؤول هذه المتراكمات إلى الخلف المشتري بوصفها من توابع الأصل المبيع، أم تستقر حقاً شخصياً خالصاً للسلف البائع؟ وعلى هذا المنوال يُثير بحثنا هذا إشكالات قانونية عميقة بخصوص هذه الأسهم منذ تكوينها حتى انتهائها.

ثانياً: أهمية البحث **The Importance and Significance of the Research** : تتشعب أهمية هذه الدراسة لتطول آفاقاً عدة؛ فعلى الصعيد الاقتصادي تبرز الحاجة الماسة لابتكار أدوات مالية متنوعة تستهوي رؤوس الأموال، وتسد ثغرة كبرى في الأسواق الناشئة كالسوق العراقية التي تفتقر إلى آليات تزواج بين طمأنينة العائد ونماء الملكية، وعلى الصعيد التشريعي تلوح ضرورة ملحة لتجديد دماء الفكر القانوني، مرتحلاً من جمود المساواة الحسابية الصارمة إلى رحابة العدالة التعاقدية المرنة، مع ابتكار مخارج للشركات العائلية تكفل لها التمويل دون أن تُسلب قيادتها من أيدي مؤسسيها، وعلى ساحل القضاء تبرز غاية استباقية لضبط بوصلة المنازعات المستقبلية، عبر إرساء دعائم تحدد مأل الأرباح عند البيع وتضمن حقوق الأقلية إبان الهيكلية.

ثالثاً: أهداف البحث **The Aims of the Research** : لا تقنع هذه الدراسة بالوقوف على السرد النظري بقدر ما تنظر بعمق لتجلي الطبيعة القانونية لحامل هذا السهم أهو شريك أصيل أم دائن ممتاز خاصة في أوقات تعثر الشركة؛ كما تروم تحديد اللحظة الزمنية الدقيقة التي ينفصل فيها الحق المالي عن السهم، لحلّ النزاع بين البائع والمشتري؛ وتتوج أهدافها بصياغة مقترح رصين يوضع بين يدي المشرع العراقي لرأب الصدع في قانون الشركات رقم 21 لسنة 1997، مقترح يوازن بكفة العدل بين صون حقوق الأقلية التراكمية وكبح جماح الأغلبية المتعسفة، لنلا تنقلب تلك التراكمية إلى معول يهدم كيان الشركة.

رابعاً: إشكالية البحث The Research Problem and Its Central Question

تدور الإشكالية المركزية حول ذلك الصدام بين صلاية القواعد التقليدية التي تنادي بوحدة السهم والمساواة المطلقة، وبين حيوية الهندسة المالية التي تجنح نحو التمايز والتفريد؛ وتنبثق من هذا الصدام تساؤلات شائكة منها:

- 1- هل تُعد الأرباح المتراكمة ثماراً مدنية تندفق تلقائياً إلى حيازة المشتري، أم ديوناً شخصية تأبى مفارقة البائع؟
- 2- هل تملك الأغلبية سطوة تفسير هذه الحقوق أو تحويلها قسراً تحت ذريعة إنقاذ الشركة، أم أن في ذلك افتتاتاً صارخاً على حرمة الملكية؟
- 3- كيف السبيل إلى خلق مواعمة متناغمة بين النص العراقي الأمر بالمساواة المطلقة، وبين الضرورة الاقتصادية التي تبيح الامتياز؟

خامساً: منهجية البحث Research Methodology : تستنير الدراسة بدرج المنهج

التحليلي المقارن، متخذة من التشريع العراقي المتمثل بقانون الشركات رقم 21 لسنة 1997 أساساً للمقارنة، لتوازن بينه وبين الفلسفة الأنجلوسكسونية في أمريكا لاسيما قانون ولاية ديلاوير لسنة 1899 المعدل لسنة 1967 بوصفها قبلة المرونة وسلطان الإرادة، والفلسفة اللاتينية في فرنسا ممثلةً بقانون التجارة الفرنسي لسنة 2000 والأمر التشريعي رقم 604-2004 لسنة 2004 الخاص بالأسهم التفاضلية، مستأنسة بالتجارب العربية في مصر ممثلةً بقانون الشركات المرقم 159 لسنة 1981 وتعديلاته ولوائحه، ولبنان ممثلةً بقانون التجارة البرية رقم 304 لسنة 1942 لكونها نماذج توفيقية تدنو من النسيج المؤلف للواقع العراقي.

سادساً: عقبات البحث وتحدياته Research Obstacles and Challenges :

تعرض طريق هذا البحث عقبات مركبة، يتصدرها الازدواجية المعرفية والتي تتطلب صهر مفاهيم مالية بالغة التعقيد كالقيمة الحالية والسعر القدر ضمن قوالب قانونية محكمة ورصينة، وكذلك شح المصادر وندرة المدونات العربية المتخصصة التي تفكك طلاس تداول هذه الأسهم وما يكتنفه من إشكاليات الانتقال، وكذلك الفراغ التشريعي وغياب النصوص والسوابق القضائية في البيئة العراقية، مما يلجئ الباحث إلى مسالك الاجتهاد وإعمال القياس على القواعد العامة بحذرٍ شديد .

سابعاً: هيكلية البحث The Structure and Framework of the Research

لانتظام هذا العقد المعرفي، أثرنا تشييد البحث على مبحثين أساسيين، تسبقهما مقدمة تمهد السبيل، وتعقبهما خاتمة تجني ثمار ما طرح، حيث تناولنا في المبحث الأول ماهية الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية، وفي المبحث الثاني توقفنا عند الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية بين القبول والرفض.

المبحث الأول

The First Topic

ماهية الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية

The Concept of Cumulative Dividend Preferred Shares

إنَّ أول خطوة لفهم الإشكاليات التي تثيرها الأسهم التراكمية تبدأ من ضبط مفهومها وتحديد خصائصها، وتمييزها من غيرها من فئات الأسهم والسندات، ذلك أنَّ الخلط في التصنيف يؤدي غالباً إلى اضطراب في المركز القانوني لحامليها، ورغم أنَّ بعض القوانين تذكر الأسهم الممتازة عموماً بيّناً أنَّها لا تفرد نصوصاً للأسهم التراكمية، ما يفرض علينا أن نستخلص طبيعتها من خلال التأصيل الفقهي والمقارنة التشريعية، من خلال تقسيم هذا المبحث على المطالب الآتية:

المطلب الأول

The First Requirement

مفهوم الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية

The Definition of Cumulative Dividend Preferred Shares

الأسهم أو الأنصبة لغةً (ابن منظور، ص308) الممتازة ذات الأرباح التراكمية، تُعدُّ ظاهرة قانونية واقتصادية مركبة تتداخل فيها ملامح التمويل وحقوق الشركاء، إذ يمكنُ—على نحوٍ أعمقٍ ممَّا تتيحهُ التقسيماتُ المدرسيَّة—النظرُ إلى السهم الممتاز بوصفه ابناً مباشراً لفكرةٍ تأسيسيَّةٍ واحدة وهي أنَّ السهم يتجسَّدُ بكونه حزمة من الحقوق تُوزَّع على المساهم بوصفه شريكاً، غير أنَّ التشريعات الحديثة أتاحت تفكيك هذه الحزمة وإعادة تركيبها لغايات معينة، ولبيان حيثيات هذه الرؤى نرى الفروع الآتية:

الفرع الأول

The First Branch

التعريف بالأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية

The Meaning of Cumulative Dividend Preferred Shares

إنَّ بيان تعريف الأسهم التراكمية يقتضي تقسيم هذا الفرع على نقطتين، نتناول في أولها التعريفات الاقتصادية للأسهم التراكمية، باعتبارها صنعة اقتصادية، ومن ثمَّ نتوقف مع بيان التعريفات القانونية:

أولاً: **التعريف الاقتصادي للأسهم التراكمية:** على الرغم من غياب تعريف موحد وقانوني صريح للأسهم (صرخوه، 1982، ص104، البلداوي، 1990، ص144، العكيلي، 1998، ص230، طه، 2001، ص290، سويلم، ص268، رضوان، 1986، ص390) التراكمية في العديد من التشريعات العربية والغربية، إلا أنَّ الفقه الاقتصادي

(244.Buxbaum, 1954, P)، يعرفها بأنها نوع خاص من الأسهم الممتازة التي تمنح حاملها حق الحصول على أرباح مضمونة أو نسبة ثابتة، وفي حال عدم توزيع الأرباح في سنة معينة، يتم ترحيل هذه الأرباح إلى السنوات اللاحقة، وتصبح ديناً على الشركة مستحق الدفع في المستقبل). (<https://.Com/>)

ثانياً: التعريفات التشريعية: أجمعت التشريعات محل المقارنة على مساحةٍ متفق عليها في تعريف الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية، ذلك أنها اتفقت على عدم إيراد تعريف تشريعي لها، مشيرةً إلى تنويعات صريحة أو ضمنية لها، وأما في القانون الأمريكي، وخصوصاً في قانون الشركات العام لولاية ديلاوير لسنة 1899 المعدل **Delaware General Corporation Law (DGCL)**، فلا يرد تعريف تشريعي مستقل للأسهم التراكمية بوصفها فئة قائمة بذاتها، وإنما يقرر القانون أن الأسهم الممتازة قد تُمنح امتيازات وحقوقاً وشروطاً مختلفة بحسب ما يرد في شهادة التأسيس أو في قرار إصدار السلسلة، ومن ذلك أن تكون أرباحها تراكمية أو غير تراكمية إذا نُص على ذلك صراحة في المادة 151 من القانون المذكور. وفي القانون الفرنسي يُعتبر قانون التجارة الفرنسي الصادر بالأمر التشريعي رقم 912-2000 لسنة 2000 المعدل من أكثر القوانين وضوحاً في هذا الشأن كما في المادة L123-225 من القانون المذكور، وكما سنرى في حينه، أن الأساس القانوني للأسهم التراكمية يُترك للنظام الأساسي للشركة، مع إمكانيةها بأن تكون تراكمية. وفي القانون المصري فلا يحتوي قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981 على تعريف صريح للأسهم التراكمية، وإنما يشير فقط إلى الأسهم الممتازة دون تمييز، وفقاً للمادة 35 من قانون الشركات المصري- كما سنرى. وفي القانون اللبناني فلا يوجد تعريف قانوني صريح للأسهم التراكمية في قانون الشركات اللبناني، حيث يُترك الأمر للنظام الأساسي للشركة، لكن بالتطبيق العملي، يُسمح بإصدار أسهم تراكمية شريطة أن ينص النظام الأساسي على ذلك، كما سنرى النصوص المتعلقة بذلك. وبذلك تُعد الأسهم التراكمية شكلاً متطوراً من الأسهم الممتازة التي تكفل حماية مالية متقدمة للمساهمين عبر تراكم الأرباح غير الموزعة، وهذا ما تعززه النصوص القانونية في الأنظمة المتقدمة كالقانون الأمريكي والفرنسي، فيما تترك التشريعات العربية الموضوع للنظام الأساسي للشركات مع استنادها إلى مفاهيم الأسهم الممتازة بشكل عام. (المادة 1/108 من نظام الشركات السعودي، والمادة 67/مكرر/ج/5 من قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 المعدل، والمادة 152 من قانون الشركات التجارية القطري رقم 11 لسنة 2015 المعدل بالقانون رقم 8 لسنة 2021 حيث جميع هذه المواد أشارت إلى جوازية النص في نظام الشركة على إصدار

اسهم ممتازة بالمواصفات التراكمية المنوّه عنها وفقاً لما يرد في عقد التأسيس أو نظام الشركة الأساسي)

ثالثاً: التعريف الفقهي: عرّفت الأسهم التراكمية بالعديد من التعريفات؛ ومن تلك التعريفات الاتجاه الذي يُعرّفها على أنّها: " نوعٌ من الأسهم الممتازة التي تتميز بحقوقٍ خاصة عند توزيع الأرباح عند إصدارها، تمنح هذه الأسهم ميزة تراكم الأرباح غير المدفوعة في السنوات السابقة، بحيث يتوجّب على الشركة سداد هذه الأرباح للمساهمين قبل توزيع أيّة أرباح على حملة الأسهم العادية" (Bainbridge, 2009, P. 651). وأهم ميزة تُستنتج ضمناً من هذا التعريف أنّ الأسهم التراكمية تُعدّ من قبيل الأسهم الجذّابة للمستثمرين، حيث يحصلون على حقوق أولوية في الأرباح، حتى لو تتمكّن الشركة من دفع أرباح في سنواتٍ معينة، بمعنى اقتضاء ربحه أيّاً ما كانت الظروف التي تمرّ بها الشركة، فهي توفر له ضماناً تُشبه الضمانة التي توفرّها التأمينات العينية، في مجال الرهن التأميني والحيازي وحق الامتياز.

هذا وعرّفت الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية بأنها: أسهمٌ ممتازةٌ تخوّل حاملها الحصولَ على معدلٍ ثابتٍ من الأرباح، فإذا لم يُدفع أيُّ ربحٍ في تاريخ استحقاقه، بقي هذا الربحُ مستحقاً وتراكم، ويجب أداء متأخرات الأرباح قبل دفع أي أرباح لحملة الأسهم العادية (Choudhry, P. 421). ويمتاز هذا التعريف بأنّه جامعٌ لجوهر الفكرة الاقتصادية؛ لأنّه أبرز ثلاثة عناصرٍ أساسيةٍ وهي ثبات معدل الربح، وتراكم الأرباح غير المدفوعة، وأولوية الوفاء بها قبل الأسهم العادية، ومع ذلك يُؤخذ عليه أنّه تعريفٌ وظيفيٌّ مالي أكثر من كونه تعريفاً قانونياً؛ فهو يركّز على الأثر المالي للتراكم، ولكنه لا يُظهر بوضوح أن هذه الصفة ليست لازمةً لكل سهم ممتاز، وإمّا هي ميزةٌ تُستمد من شروط الإصدار أو النظام الأساس أو وثيقة الإنشاء بحسب القانون الواجب التطبيق. وتُعرّف أيضاً بأنها: أسهمٌ ممتازةٌ يكون فيها الربح غير المدفوع في سنةٍ معينة ربحاً متأخراً يجوز دفعه في سنةٍ لاحقةٍ متى وُجدت أرباحٌ تبرر ذلك، على أن تُسدّد هذه المتأخرات قبل دفع أي أرباحٍ للأسهم العادية (the institute of Company Secretaries of india, P. 24). ويمتاز هذا التعريف بأنه أكثر دقّةً من الناحية الوظيفية؛ لأنّه لا يكتفي ببيان فكرة التراكم بقدر ما يربطها بإمكان الدفع في سنةٍ لاحقةٍ عند وجود أرباحٍ تبرر ذلك، وهو ما يجعله أوثق صلةً بالواقع المحاسبي والمالي، غير أنّ المأخذ عليه أنّه أقرب إلى بيان حكمٍ من أحكام السهم التراكمي وآلية معاملته أرباحه المتأخرة؛ فهو لا يبيّن ابتداءً أن هذا النوع هو فئة من الأسهم الممتازة، ولا يبرز عنصر الربح التفضيلي الثابت أو المحدد بوصفه جزءاً من ماهيته، كما أنّه لا يوضح أن الحق في التراكم قد يبقى خاضعاً لشروط الإصدار وطبيعة الامتياز المقرر للشريحة المعنية،

ولهذا فهو تعريفٌ نافعٌ من حيث الأثر العملي، ولكنه أقل إحكاماً من حيث التركيب المفاهيمي الشامل. وأخيراً، نرى أن "الأسهام الممتازة ذات الأرباح التراكمية هي صكوك ملكية ذات طبيعة هجينة، تمنح حاملها حقاً مالياً دورياً ممتازاً لا يسقط بعدم الأداء في مواعيد استحقاقه، وإنما يترصد في ذمة الشركة كدين ذي أولوية مطلقة وحاجبة، يغل يد الإدارة عن إجراء أي توزيعات نقدية أو عينية على فئات المساهمين الأدنى مرتبة، لحين استيفاء كامل المتأخرات المتراكمة عن السنوات السابقة، وذلك بمعزل عن النتائج المالية الظرفية للسنة الجارية"، ويمكن التوقف مع بعض الإيضاحات للتعريف، وكما يلي:

1- معنى الطبيعة الهجينة: إنَّ وصف السهم التراكمي بالطبيعة الهجينة في التعريف المقترح ليس وصفاً مجازياً أو ترفاً لغوياً بقدر ما هو تقرير لواقع قانوني معقد يضع حامل السهم في مركز متأرجح بين دائنية الشركة وملكية الشركة؛ فمن ناحية القواعد العامة للشركات يظل حامل هذا السهم شريكاً يمتلك صك ملكية، وتخضع حقوقه عند التصفية النهائية لقاعدة تأخر المرتبة (Subordination)، حيث لا يستوفي حقه إلا بعد سداد كافة ديون الدائنين التجاريين والممتازين، ولكن وفي حياة الشركة النشطة ينقلب هذا المركز القانوني رأساً على عقب، ليقترّب السهم التراكمي من طبيعة سند الدين، وسنعودُ لبحث ذلك.

2- نظرية التردد ومقاومة التقادم: إنَّ استعمال مصطلح التردد في تعريف السهم الممتاز ذي الأرباح التراكمية يراد به تصوير الحالة القانونية التي تلازم الأرباح المقررة لهذا النوع من الأسهم متى لم يتم توزيعها في سنتها المالية، فهذه الأرباح لا تُعدّ — من حيث الأصل — ديناً حالاً واجب الأداء من تاريخ تحقق الربح المحاسبي وحده، ولا يُبنى عدم دفعها على مجرد امتناع الشركة عن الوفاء، وإنما يتوقف استحقاقها القانوني الكامل على صدور القرار أو تحقق الآلية التي تجعلها واجبة التوزيع وفق شروط الإصدار والنظام الأساسي وقرار الجهة المختصة في الشركة، ومن ثم فإنَّ مقاومة هذه الأرباح للتقادم لا تُفسَّر على أساس أن المساهم يراقب ملاءة الشركة أو أن الحق معلق على شرط واقف هو القدرة المالية للشركة، لأنَّ المساهم غير معني بإثبات يسار الشركة أو إعاها، وإنما تُفسَّر على أساس أدق، هو أنَّ الأرباح التراكمية قبل اكتمال سبب استحقاقها التنفيذي لا تكون ديناً مستحق الأداء يبدأ معه سريان التقادم وإنَّما تبقى حقاً مالياً كاملاً (خاملاً) ومترصداً يتراكم سنة بعد أخرى وفق النظام المنشئ له، إلى أن تتحقق واقعة الاستحقاق القانونية التي تجعله قابلاً للمطالبة، وعندئذ فقط يثور بحث بدء سريان التقادم من تاريخ الاستحقاق، لا من تاريخ تحقق الأرباح في الدفاتر ولا من تاريخ تعثر الشركة

في الدفع (المادة 430 من القانون المدني العراقي رقم (40) لسنة 1951 المعدل: 1 – كل حق دوري متجدد كالأجرة والفوائد والرواتب والإيرادات المرتبة لا تسمع الدعوى به على المدين بعد تركها من غير عذر شرعي خمس سنوات) لذلك فالأوفق وصف هذا الالتزام بأنه التزام مالي ناشئ عن علاقة شركة ذات طابع تجاري، لا دين مدني بالمعنى التقليدي، ولا مجرد دين تجاري عادي مماثل للديون الناشئة عن المعاملات اليومية بين التجار؛ لأنه التزام ذو مصدر نظامي واستثماري، تحكمه قواعد الشركات وشروط الإصدار قبل أن تحكمه القواعد العامة للوفاء والاقتضاء (المادة 6 من قانون التجارة العراقي النافذ رقم 30 لسنة 1984).

3- الأولوية الحاجبة: عندما يصف التعريف هذه الأولوية بأنها مطلقة وحاجبة، فإنه يؤسس لمفهوم يقترب من نظام التأمينات العينية؛ فكما أن الدائن المرتهن يحبس العين المرهونة عن بقية الدائنين حتى يستوفي حقه، فإن حامل السهم التراكمي يمتلك بموجب هذا الشرط حقاً عينياً تبعياً يرد على الكتلة النقدية القابلة للتوزيع (Distributable Cash)، وهذا الحق يحجب تماماً وصول أي مساهم عادي إلى هذه الكتلة؛ فالعلاقة هي علاقة شلال مدفوعات (Payment Waterfall)؛ حيث يقف السهم التراكمي كالسد المنيع، يمنع تدفق المياه (الأرباح) إلى الوديان السفلى (الأسهم العادية) حتى يمتلئ خزانه بالكامل؛ وهذا التكيف القانوني هو الذي يبرر بطلان أي قرار جمعية عامة يقضي بتوزيع أرباح على المساهمين العاديين مع وجود متأخرات للممتازين، باعتباره تصرفاً في مال الغير (الكتلة المحجوزة قانوناً للممتازين) أو نوعاً من الغش نحو القانون للإضرار بحقوق الأقلية الممتازة (المادة C/15 من قانون الشركات لولاية ديلاور).

4- الانتقال من السلطة التقديرية إلى السلطة المقيدة (غل يد الإدارة): يعدّ هذا العنصر من أهم الآثار القانونية المترتبة على تقرير الصفة التراكمية للسهم الممتاز؛ ذلك أن الأصل في الشركات المساهمة أن مجلس الإدارة والجمعية العامة يتمتعان، في حدود القانون والنظام الأساسي، بسلطة تقديرية واسعة في اقتراح توزيع الأرباح أو حجزها أو تدعيم الاحتياطات بها، ولا يخضع هذا التقدير الاقتصادي لرقابة القضاء إلا إذا انحرف عن غايته أو شابه تعسف أو إساءة استعمال للسلطة (Bratton, 2013, PP. 1819-1820). غير أن هذا الأصل يضيق نطاقه متى تعلق الأمر بالأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية؛ لأن النص على التراكمية في نظام الشركة أو في شروط الإصدار لا يترك مسألة الاعتراف بالأثر المالي لهذا السهم لمحض الإرادة الإدارية، وإنما يفرض على الإدارة قيماً قانونياً محدداً، مؤداه أنه متى تحققت أرباح صافية قابلة للتوزيع وفقاً للميزانية المعتمدة والقواعد النظامية

الحاكمة، تعين احتساب النصيب المقرر لهذا السهم، فإن لم يوزع في السنة المالية ذاتها، وجب ترحيله إلى السنوات اللاحقة بوصفه حقاً مالياً متراكماً يحتفظ بأولويته ولا ينقضي بمجرد عدم التوزيع، وعلى هذا الأساس، فإن التراكمية تعني تقييد سلطتها في إنكار الحق نفسه أو إهدار أثره التراكمي، فالمسألة هنا تتعلق ابتداءً بثبوت الحق واحتسابه وترحيله، لا بتنفيذ الوفاء به فحسب، ومن ثم ينبغي التمييز بدقة بين مرحلتين أولهما مرحلة تكوّن الحق التراكمي، وهي المرحلة التي يرتبط فيها الأمر بتحقق أرباح صافية قابلة للإسناد إلى هذا النوع من الأسهم؛ وثانيهما مرحلة الوفاء بالأرباح المتراكمة أو توزيعها فعلاً، وهي مرحلة لاحقة تتصل بتنفيذ الالتزام بعد ثبوته، ولا يجوز الخلط بينها وبين أصل نشوء الحق أو قيامه، ولذلك فإن تحقق الربح يتعلق باحتساب الأرباح التراكمية وإثباتها وترحيلها، أما دفع تلك الأرباح المتراكمة فلا يتوقف من حيث الأصل على عنصر السيولة بوصفه شرطاً منشئاً للحق، إلا إذا ورد في النظام المنشئ لهذا النوع من الأسهم أو في شروط الإصدار نص خاص يجعل طريقة الأداء أو توقيته مرتبطة باعتبارات محددة.

5- استقلال الذمة المالية عن السنوات المالية: يؤكد العنصر الأخير في التعريف على فكرة انفصال الالتزام عن وعائه الزمني؛ ففي المحاسبة التقليدية تغلق حسابات كل سنة مالية بنهايتها، وتبدأ السنة الجديدة صفحة بيضاء وفق مبدأ سنوية الميزانية؛ لكن السهم التراكمي يخرق هذا المبدأ، حيث يحمل أعباء السنوات الماضية المتأخرات ويفرضها فرضاً على ميزانية السنة الحالية، وهذا يعني قانوناً أن أرباح السنة الحالية 2025 مثلاً ليست ملكاً لمساهمي 2025، وإنما هي ضمان عام لسداد ديون السنوات السابقة 2023 و2024، فالعلاقة السببية بين تحقيق الربح وتوزيعه تنقطع هنا؛ فالربح الحالي يذهب لسداد الدين القديم، وهذا التكييف يعزز فكرة الاستقرار التي ينشدها المستثمر؛ فهو يعلم يقيناً أن الشركة لا تستطيع الهروب من التزاماتها الماضية بمجرد إغلاق الدفاتر السنوية، وإنما تظل تلك الالتزامات تطارد التدفقات النقدية المستقبلية أينما وجدت، مما يحول السهم التراكمي إلى أداة ادخار طويلة الأجل ومحصنة ضد تقلبات الدورات الاقتصادية القصيرة.

الفرع الثاني

The Second Branch

خصائص الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية

Characteristics of Cumulative Dividend Preferred Shares

للسهم التراكمية خصائص تُميّزها من غيرها من الأسهم الممتازة أو العادية؛ فما إن توافرت تلك الشروط حتى كُنّا بصدد أسهم تراكمية ممتازة، لها ذاتيتها التي تفرّد بها

من غيرها؛ ولعلّ من اهم تلك الخصائص ما يلي (. Jensen, P. Meckling, 150-155)

أولاً: حق الأولوية في الأرباح: حملة الأسهم التراكمية لهم حق الأولوية في الأرباح الموزعة؛ حيث يتم دفع الأرباح المتركمة لهم قبل أي توزيعات أخرى، وهذا يعني أنه إذا لم تُوزع الأرباح في سنة معينة، فإنها تُحفظ وتُضاف إلى المبالغ المستحقة للمساهمين المتراكمين في السنوات اللاحقة، ويفرض هذا الحق التزاماً على عاتق الشركة؛ وهو التزامها بدفع الأرباح، ذلك الالتزام المالي التشريعي وليس الاتفاقي؛ وإلا فإنها تعدّ مخلة بالتزاماتها، مما يمنح أصحاب الأسهم التراكمية الحق في اللجوء إلى التقاضي لاستحصال حقهم؛ ويفرض التزاماً آخر على الشركة؛ وهو الشفافية أي شفافية المعلومات؛ أي يجب على الشركة تقديم معلومات كاملة، وواضحة، عن أدائها المالي مما يمكن المساهمين من اتخاذ القرارات المستنيرة المواتية لمصالحهم. والسؤال المطروح في هذا المقام؛ هل ثمة تفاضل أو أولوية في استيفاء الأرباح بين المساهمين في الأسهم التراكمية أنفسهم؛ وبعبارة أخرى؛ هل يمكن أن يتصور حصول تزام بين المساهم التراكمي الأول والثاني والثالث وهكذا؟ وإن وجد مثل هذا التزام هل يمكن وضع معيار محدد لتلافيه؟ وللإجابة عن ذلك؛ فإن نشرة إصدار الأسهم التراكمية قد تتضمن تصنيفات معينة مثل الأسهم التراكمية من النوع (A)، والأسهم التراكمية من النوع (B)، حيث نجدّ الأولى مثلاً تمنح حق استيفاء الأرباح بالأولوية مع المشاركة في التصويت؛ عكس الثانية؛ وهكذا، وتكون الأولوية في التنازع للفئة (A)، فضلاً عن هذه وتلك قد نجدّ في النظام الداخلي للشركة الكيفية التي يُصار إليها عند توزيع الأرباح؛ كما لو نصّ النظام على أنّ العبرة في توزيع الأرباح التراكمية تكون على أساس تاريخ شراء الأسهم؛ فيكون للأسهم الأقدم تاريخاً هي التي لها الأولوية والتفضيل (API Technologies Corp., Certificate of Designation of Series A Mandatorily Redeemable Preferred Stock, Filed With the U.S. Securities and Exchange Commission, Peter Demarzo, Jonathan Berk, PP 420-426).

مسألة محسومة ووردت بها العديد من التطبيقات القضائية- كما سنرى.
ثانياً: تراكم الأرباح غير المدفوعة: وهي تدرجُ ضمناً في الفقرة (أولاً) من هذا الفرع؛ ولكن الضرورة المنهجية تُحتم إبراز هذه الخصيصة؛ فتراكم الأرباح غير المستوفاة لسنة معينة، وترحيلها إلى سنوات لاحقة، هو أبرز ما يُميز تلكم الأسهم. ويُمثّل هذا التراكم وسيلة أو أداة لحماية حقوق المساهمين، وهو حق أساسي للمساهم، متى ما خرق نهضت مسؤولية الشركة (Demarzo, Berk, 2019, P. 420-426).

ثالثاً: عدم وجود حقوق للتصويت في الغالب: لا تمنح الأسهم التراكمية حقوقاً للتصويت للمساهمين الحاملين لتلك الأسهم في الغالب الشائع؛ ومعنى هذا أنّ حملة الأسهم التراكمية لا مجال لهم في الجلوس في اجتماعات الهيئة العامة والمشاركة في اتخاذ القرارات المتعلقة بإدارة الشركة أو التصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين. ولعلّ الأسباب الدافعة إلى ذلك لا تخرُج عن أمرين:

1- **حماية حقوق المساهمين العاديين:** عادةً ما يُعطى لحملة الأسهم العادية الحق في التصويت، مما يعزز من قدرة حملة الأسهم العادية في إدارة الشركة، وعلى هذا فإنّ عدم منح حقوق التصويت لهذه الفئة من المساهمين يُساهم في الحفاظ على توازن القوى بين المساهمين. ولقد أكد هذا المبدأ حكم محكمة ديلاوير في 1985/4/2 الذي أظهر أنّ حقوق التصويت تظلّ مع حملة الأسهم العادية، الأمر الذي يعكس التوجه العام بعدم منح الأسهم التراكمية حقوق التصويت (البارودي، 1986، ص327. فرعون، 1975، ص207)

2- **التركيز والاكتفاء على الأرباح:** حملة الأسهم التراكمية يهتمون عادةً بالعوائد المالية بدلاً من التحمّل بأعباء الإدارة، لهذا يتم خلق هذه الأسهم لتكون أداة جذب واستقطاب للمستثمرين الذين يبحثون عن دخل ثابت أكثر من انخراطهم في إدارة الشركة. ولكن مع هذا قد تصدّر الشركة وجبة معينة من الأسهم التراكمية من دون أن تتضمن حقوق التصويت؛ ثمّ تتعرض إلى ضوابط معينة تُحمّ عليها دراسة الجدوى التي تجريها لمجابهة تلك الضوابط أنّ تُصدّر وجبة أخرى من الأسهم التراكمية ذات حقوق التصويت كما لو أُجريت تغييرات في هيكل الشركة أو إدارتها. (Triantis & Triantis, 1994, P. 1231)

رابعاً: إمكانية تحوّل الأسهم: لا يثبت التحول بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة على نحو تلقائي، وإنما يقوم على أساس تنظيمي صريح يرد في شهادة التأسيس أو في قرار إنشاء الفئة أو السلسلة أو في تعديل لاحق يعيد تصنيف الأسهم وحقوق أصحابها، ومتى تقرر هذا التحول، فإنه لا يقتصر على تبديل التسمية، وإنّما يترتب عليه انتقال السهم من مركز قانوني إلى آخر، بما ينعكس على حقوق التصويت، وأولوية الأرباح، والمرتبة عند التصفية، ويجيز قانون ديلاوير أن تكون الأسهم قابلة للتحويل أو الاستبدال، سواء بخيار الحامل، أو بخيار الشركة، أو عند وقوع حدث معين محدد سلفاً، كما يجيز تعديل شهادة التأسيس لإجراء تغيير أو إعادة تصنيف في الأسهم وحقوق المساهمين (المادة 242 و151 من قانون ولاية ديلاوير). ومن أنواع التحول ما يأتي:

1- **التحول الاختياري:** يكون عندما يُمنح حامل السهم أو الشركة حق اختيار تحويل السهم من فئة إلى أخرى، كأن يكون السهم الممتاز قابلاً للتحويل إلى سهم

عادي بناءً على طلب الحامل، ففي هذه الصورة لا يقع التحول إلا بممارسة صاحب الخيار لحقه وفق الشروط المقررة في وثيقة الإصدار، وقد تظهر هذه الصورة عملياً في شهادات التخصيص التي تنص على أن السهم الممتاز قابل للتحويل إلى أسهم عادية " (Bratton & Wachter, P 1815)

2- التحول الإلزامي: يكون عندما ينعقد للشركة حق فرض التحول متى تحققت شروط معينة منصوص عليها سلفاً، بحيث لا يبقى للمساهم خيار الاعتراض على أصل التحول، وإنما يلتزم به متى فُعل وفق الوثيقة المنشئة له، وهذه الصورة تعد وسيلة لإعادة تنظيم رأس المال أو إنهاء الامتياز في ظروف محددة، والأساس القانوني لها أن القانون يجيز جعل الأسهم قابلة للتحويل أو الاستبدال بخيار الشركة أيضاً.

3- التحول التلقائي: يكون عندما ترتب وثيقة الإصدار وقوع التحول بقوة النص عند تحقق واقعة مستقبلية محددة، كإتمام طرح عام أو حصول إعادة هيكلة معينة، من غير حاجة إلى طلب جديد من الحامل أو قرار مستقل لاحق، ففي هذا النوع يكون الحدث المحدد سلفاً هو الذي ينشئ أثر التحول مباشرة التحول عن طريق إعادة التصنيف: ويقصد به أن تعدل الشركة شهادة تأسيسها أو نظامها المنشئ لرأس المال بحيث تعيد تصنيف الأسهم القائمة، فترفع الأسهم العادية إلى مرتبة الأسهم الممتازة أو تنزل الأسهم الممتازة إلى مرتبة الأسهم العادية، وهذه الصورة لا تقوم على حق فردي للسهم وحده وإنما على تعديل في هيكل رأس المال، وقد نص قانون ديلاوير صراحة على جواز إجراء Change in Stock أو Reclassification لأسهم الشركة وحقوق أصحابها-كما تقدم.

خامساً: عدم تأثر الأسهم التراكمية بما يطرأ على الشركة من تغييرات جوهرية: ومن أهم هذه التغييرات؛ اندماج الشركة، أو تحوّلها، أو تصفيتها، ونرى كلاً بتفصيل:

1- مصير الأسهم التراكمية في حالة اندماج الشركة (الفوزان، 2015، ص140. البند (خامسا) من المادة الأولى من قانون المنافسة ومنع الاحتكار العراقي رقم 14 لسنة 2010 ، الزندي، 2018، ص219).: مع عدم المساس بالأرباح المستحقة عن المدة السابقة؛ يتم منح حملة الأسهم التراكمية أسهماً جديدة في الكيان الموحد أو الجديد مع حقوق متساوية أو معدلة، وهو ما يعرف بحق البقاء "Survivorship Rights"، كما هو الحال في اندماج شركة Time Warner و شركة AOL، في واحدة من أكبر عمليات الاندماج في

التاريخ؛ حيث تم تحويل الأسهم التراكمية في الشركة الأولى إلى أسهم في الكيان الجديد وتمت تسوية الحقوق بشكلٍ يضمن حقوق المساهمين (Simon P. anderson, David Stromberg, Joel Waldfogel, Handbook of Media Economics, P 260). مالم يتم الاتفاق بالوضع الجديد على تسوية مناسبة لهذه الأسهم من حيث بقاء امتيازاتها القديمة من عدمه.

2- **مصير الأسهم التراكمية في حالة تحوُّل الشركة:** تبقى ولا تتأثر الأرباح المتراكمة، وبالنسبة لما بعد التحوُّل يكون القرار للشركة بصدد تلك الأسهم (المادة 153 من قانون الشركات العراقي رقم 21 لسنة 1997 المعدل)

3- **مصيرها في الحالة التصفية:** وهنا لا يستوفي حملة الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية أرباحهم خارج إجراءات التصفية أو قبل سداد الدائنين، وإنما يستوفون حقوقهم من موجودات التصفية بعد الوفاء بديون الشركة والتزاماتها، ووفق المرتبة النظامية المقررة لأسهمهم في وثيقة الإصدار، فإذا كانت هذه الوثيقة تمنحهم أولوية في التصفية تشمل الأرباح المتراكمة غير المدفوعة، استوفوها قبل حملة الأسهم العادية والأسهم الأدنى مرتبة، أما إذا وُجدت أسهم ممتازة في المرتبة نفسها، فتجري القسمة بينهم بنسبة حقوقهم وعند حدود الموجودات المتاحة حسب المادة 158 من قانون الشركات العراقي النافذ، وتكون فرصة الحصول على كامل الأرباح أكثر في حالة التصفية الاختيارية بلحاظ أنّ الشركة قد تكون لديها ما يكفيها من الأموال لتوزيعها على المستحقين؛ بعكس حالة التصفية الإجبارية التي قد تفرض بسبب إفلاس الشركة أو تعثرها المالي مما قد يحول دون إمكانية استيفاء كامل حقوقه (Guerard Jr., Saxena, Gultekin, 2022, P 137).

المطلب الثاني

The Second Requirement

التكييف القانوني للأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية

The Legal Characterization of Cumulative Dividend Preferred Shares

إنّ الأسهم التراكمية تمثل واحدة من أكثر الأدوات المالية تعقيداً من حيث التكييف القانوني، إذ تقع على تخوم مفصلية بين مفهومي الملكية والدين، وبين قواعد المساهمة وقواعد الضمان العيني أو الزماني، فهي ليست سهماً بالمعنى الكلاسيكي البحت، لأنها تخرج عن مبدأ المخاطرة المطلق وليست سنداً، لأنها لا تنشئ ديناً فورياً واجب السداد (الفكي، 2017، ص 143)، وإنما هي - من حيث خصائصها الجوهرية- تمثل أداة هجينة

instrument Juridique Hybride، تتطلب تكييفاً قانونياً مركباً، وابتغاء تفصيل ذلك سنقسم هذا المطلب على الفروع الآتية:

الفرع الأول

The First Branch

تجاوز السهم التراكمي الطبيعة القانونية التقليدية للسهم التقليدي

The Cumulative Shares and the Transcendence of the Traditional Legal Nature of Shares

يعرّف السهم تقليدياً بأنه حصة شائعة في رأس مال شركة المساهمة، تُمثل حق المساهم في الأرباح وحقوق التصويت والمشاركة في التصفية وغيرها من الحقوق مثل حقه في الإطلاع على مستندات ووثائق الشركة (جالو، 2015، ص95 وما يليها)، إلا أنّ الأسهم التراكمية تتجاوز هذا التعريف من خلال إدخال عنصر جديد هو تراكم الأرباح غير المدفوعة، ما يمنحها طابعاً أقرب إلى أدوات الدين المؤجل (خضر، ص135)، وهنا يمكن القول أنّ الخاصية التراكمية إنّما هو كسر مبدأ المخاطرة المطلقة، فوفقاً لآليات توزيع الأرباح في الشركات لا يُعتبر للمساهم الحق في أي ربح إلا بعد تحقق ربح صافٍ، وصدور قرار من الجمعية العامة بتوزيعه، بيدّ أن الأسهم التراكمية تعلق هذا المبدأ، بحيث تُمنح الأرباح - وإن تأخر توزيعها - بأثر رجعي حال تحقق الأرباح في السنوات اللاحقة، وإنّ هذه الخاصية تجعل السهم التراكمي يقترب من مفهوم الدين، من حيث الضمان الزمني لاستيفاء العائد.

بهذا التكييف المزدوج، تثير الأسهم التراكمية إشكالية لا يُستهان بها في التكييف والتصنيف بين الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال، فهي تقع في موضع وسط بين الملكية الرأسمالية (Bratton & Wachter, 2018, Pp. 1819-1820)، والدين المؤجل، دون أن تنتمي بالكامل إلى أحدهما، وما يزيد هذه الإشكالية تعقيداً هو تشابهها الشكلي والوظيفي مع أدوات الدين المؤجل من جهة، مع احتفاظها في الجوهر بطبيعة سهمية من جهة أخرى، ولعل السؤال الجوهرى الذي تُثيره هذه الإشكالية هو: هل يجوز قانوناً اعتبار الأسهم التراكمية شكلاً من أشكال الدين المؤجل، أم أنها تظل دائماً ضمن إطار الملكية الرأسمالية مهما بلغت خصائصها من الثبات والتكرار والتأجيل في الأرباح؟ للإجابة عن هذا السؤال، ينبغي التفصيل وفقاً للفقرات الآتية:

1- الخلفية القانونية للأسهم التراكمية وأدوات الدين المؤجل: إنّ الأسهم التراكمية نوعٌ من الأسهم الممتازة يمنح حاملها أولويةً في الأرباح، بحيث إنّ الأرباح التي لا تُوزّع في سنة معيّنة لا تسقط، وإنّما تُرحّل إلى السنوات اللاحقة، غير أنّ هذا التراكم لا يُنشئ ديناً حقيقياً قائماً في ذمة الشركة، لأنّ حامل السهم يظلّ مساهماً وليس دائناً،

ولأن استحقاقه النهائي يبقى مرتبطاً بتحقيق شروط التوزيع القانونية والنظامية، ومن ثم فالأرباح المتركمة تمثل حقاً مالياً تفضيلياً مؤجل الأثر، وليس التزاماً دينياً حالاً منذ نشأته، أما أدوات الدين المؤجل فهي في الأصل أدوات تمويلية تُستخدم عندما تحتاج الشركة إلى تمويل لكنها ترغب في تأجيل السداد لفترة معينة، وقد تكون في صورة سندات أو قروض بشروط دفع مؤجلة أو ذات فترات سماح، هذه الأدوات تنشئ ديناً حقيقياً في ذمة الشركة، لكنه لا يُستحق دفعه إلا في التاريخ المحدد في نشرة الإصدار (المادة (77) من قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة 1997، والمادة (67) من قانون الشركات الفلسطيني رقم (12) لسنة 2004، والمادة (116) من قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997، والمادة (49) من قانون الشركات المصري.) بناءً على اتفاق محدد بين الطرفين، وتترتب على التخلف عن سداد الدين المؤجل آثاراً قانونية مباشرة، مثل الفوائد (لحساسنة، شياد، 2016 ص6 وما يليها)

عناصر التشابه بين الأسهم التراكمية وأدوات الدين المؤجل: على الرغم من اختلاف الطبيعة القانونية بين الأدوات، إلا أنهما يشتركان في جوانب متعددة قد توهم القارئ غير المتخصص بوجود تطابق بينهما، وهذه الجوانب تشمل من ناحية أولى **العائد الثابت أو المنتظم** ذلك إن كلا الأدوات - الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية وأدوات الدين المؤجل تمنحان حاملهما عائداً محدداً سلفاً، سواء كنسبة مئوية من القيمة الاسمية أو مبلغاً ثابتاً، بينما حالة الأسهم التراكمية، يكون هذا العائد مشروطاً بتحقيق الشركة لأرباح، لكنه يبقى مضمون التراكم، وهو ما يشبه إلى حد بعيد الفائدة المؤجلة في أدوات الدين. ومن ناحية ثانية نجد **التأجيل في السداد** حيث تشترك الأدوات في أن العائد قد لا يُدفع فوراً، وإنما يُؤجل إلى تاريخ لاحق، سواء بسبب عدم تحقيق ربح (في الأسهم التراكمية)، أو لأن شرط السداد لم يحن بعد (في الدين المؤجل)، وهذا التأجيل يجعل كلتا الأدوات أداة تمويل زمني مرنة؛ ومن ثم نجد **الطابع غير الإداري** إذ غالباً ما تُجرد الأسهم التراكمية من حق التصويت، كما أن الدائن لا يملك أي سلطة في قرارات الشركة، وعليه فإن كليهما لا يشارك في إدارة الشركة، وإنما يُوظف ماله لأجل العائد فقط، ما يعزز الطابع المالي البحت لهاتين الأدوات (ناصيف، 2008، ص29) وهناك من ناحية أخيرة **أولوية التوزيع في التصفية** إذ تمنح الأنظمة الأساسية للأسهم التراكمية أولوية في استرداد الحقوق المالية المتركمة حال تصفية الشركة، وهذا الحق في الأولوية يُشبه ما يتمتع به حامل السندات أو الدين المؤجل، خاصة إذا كان الدين مضموناً، وهو ما قد يثير إشكالية أولوية الفئتين عند التراجع فيما بينهما.

عناصر التمايز الجوهرية بين الأداة السهمية والدين المؤجل: رغم ما سبق، فإن الفروق بين النوعين بارزة وواضحة، وتقوم على عدة معايير منها الطبيعة القانونية للحق ذلك إنَّ السهم التراكمي هو حصة ملكية في رأس مال الشركة، يشترك في المخاطر والنتائج، في حين أنَّ الدين المؤجل هو حق دين واجب السداد، مضمون قانوناً بعقد وتاريخ استحقاق الطويل، (2010، ص117) وأما شروط الاستحقاق فإنَّ العائد في الأسهم التراكمية لا يُستحق إلا عند تحقق ربح وصدور قرار بالتوزيع، ما يعني أن الحق معلق على شرط، بينما الدين المؤجل يُستحق بقوة العقد، ويُطالب به قضائياً فور حلول أجله، بغض النظر عن نتائج الشركة. ومن حيث المعاملة الضريبية فنجدُ في القانون الأمريكي (26 U.S. Code § 163) تُعتبر الفوائد المدفوعة للدائنين مصاريف قابلة للخصم الضريبي، أما الأرباح الموزعة للمساهمين (بمن فيهم أصحاب الأسهم التراكمية) فلا تُخصم، وإنما تُوزع من أرباح خاضعة للضريبة. وأخيراً فإن العلاقة بين الأسهم التراكمية وأدوات الدين المؤجل هي علاقة قائمة على التماثل الوظيفي دون تماثل قانوني؛ فهي أدوات تمويل ذات ملامح مشتركة من حيث العائد المؤجل والمحدد، لكنها تختلف اختلافاً بيئياً في مصدر الالتزام، وفي طبيعته القانونية، وفي الحقوق المترتبة عليه.

الفرع الثاني

The Second Branch

التكييف في القانون المقارن- مقارنة مزدوجة بين الشراكة والدين

Legal Characterization in Comparative Law- A Dual Approach between Equity and Debt

في القانون الأمريكي تُعامل الأسهم التراكمية ضمن أدوات الشراكة ذات الأولوية Preferred Equity instruments، ولكنها تتضمن حقوقاً شبيهة بالدين المؤجل، فبحسب اجتهادات المحاكم التجارية في الولايات المتحدة، تُعد هذه الأسهم حقوق ملكية مشروطة، ترتب حقوقاً ثابتة في الأرباح، لكنها تُعد التزاماً مقيداً بتحقيق أرباح مستقبلية (Katz V. Oak industries inc., (Del. Ch. 1986(, Pp. : 5-8-2025)

ومن هنا فإنّ الأسهم التراكمية موجودات هجينة Hybrid Legal instruments ذلك أنّ التكييف الأنسب للأسهم التراكمية هو اعتبارها موجودات قانونية هجينة تقع في المنطقة الرمادية بين الملكية والدين، فما يشير إليه الفقه أنّ السهم الممتاز هجين أو خليط من الأسهم العادية والقرض، فهي أشبه بالدين من حيث أنّها تمثل التزاماً ثابتاً بقيمة الفائدة المحدد سعرها سلفاً بنسبة من قيمتها الاسمية، إلا أنّها تختلف عن القرض من حيث أنّ فوائد القرض لا ترتبط بنتيجة النشاط ربحاً أو خسارة، وتوقف الشركة عن سداد فوائد القرض يُشير إلى إفلاس الشركة فنياً ومالياً، وذلك فيما لو أخفقت في تحقيق فائض يكفي لسداد هذه الفوائد، بينما الفائدة المقررة للأسهم الممتازة ترتبط بنتيجة النشاط، فلو أخفقت الشركة وكان عائد النشاط سلبياً لم يكن هناك وجه لإلزام الشركة بالسداد، وتختلف كذلك عن القرض من حيث أنّ هنالك تاريخاً محدداً لسداد قيمة القرض في حين لا يوجد تاريخ لاستحقاق القيمة الاسمية للأسهم الممتازة (رضوان، 1986، ص271) وبقي الآن أن نبحث عن أساس قانوني لهذا الرأي الذي نذهب معه، وللتفصيل نرى الفقرتين الآتيتين:
الأساس القانوني في القوانين العربية يتأتى من خلال ضرورة النص الصريح في النظام الأساسي مع العرض أنّه لا يوجد في العراق تنظيم تشريعي لـ (نظام الشركة)، ولكن يترك شأن تنظيمه لإدارة الجهة المختصة في الشركة مثل الجمعية العامة.

1- بالنظر لعدم وجود نص صريح للأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية في القوانين العربية محل المقارنة كالعراق ومصر ولبنان فلا مناص من أنّ النصّ الصريح في النظام الأساسي للشركة أو عقد تأسيسها أو حتى في قرار تتخذه الجمعية العامة شرطاً جوهرياً لا اعتبار السهم التراكمي مشروعاً قانوناً، لما ينطوي عليه من امتيازات تخرج عن القواعد العامة لحقوق المساهمين، وقد أكدت عدة تشريعات على ذلك، نذكر منها قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981، المعدل:

حيث تنص المادة (35) على ما يلي: "لا يجوز اصدار اسهم تمتع إلا بالنسبة الى الشركات التي ينص نظامها على استهلاك اسهمها قبل انقضاء اجل الشركة بسبب تعلق نشاط الشركة بالتزام باستغلال مورد من موارد الثروة الطبيعية أو مرفق من المرافق العامة ممنوح لها لمدة محدودة أو بوجه من أوجه الاستغلال مما يستهلك بالاستعمال أو يزول بعد مدة معينة. ويجوز ان ينص النظام على تقرير بعض الامتيازات لبعض انواع الاسهم وذلك في التصويت أو الارباح أو ناتج التصفية على ان تتساوى الاسهم من نفس النوع في الحقوق والمميزات او القيود ولا يجوز تعديل الحقوق او المميزات او القيود المتعلقة بنوع من الاسهم الا بقرار من الجمعية العامة غير العادية وبموافقة ثلثي حاملي نوع الاسهم الذي يتعلق التعديل به . وفي جميع الاحوال يجب ان يتضمن -نظام الشركة- عند التأسيس شروط وقواعد الاسهم الممتازة ولا يجوز زيادة راس المال بأسهم ممتازة الا اذا كان النظام يرخص ابتداءً بذلك وبعد موافقة الجمعية العامة غير العادية وتحدد اللائحة التنفيذية الضوابط والايضاح والشروط الخاصة بأصدار الاسهم الممتازة. وكذلك قانون التجارة اللبناني رقم 1942/304 المعدل بموجب قانون رقم 126 تاريخ 2019/3/29، حيث تنص المادة 111 على: "إذا اتخذت الجمعية العمومية قراراً من شأنه أن ينقص بوجه من الوجوه الحقوق المختصة بفئة من الاسهم فإن هذا القرار لا يكون نافذاً إلا بعد موافقة جمعية خاصة مؤلفة من حملة أسهم الفئة ذات الشأن. وهذه الجمعية تتبع في مناقشتها القواعد المختصة بالانصاب والتصويت في الجمعيات غير العادية". وعبارة (فئة من الأسهم) تنسحب على الأسهم الممتازة الذي أجاز المشرع اللبناني إصدارها ابتداءً. فضلاً عن هذا فإن قرار الجمعية العامة كافٍ وإن لم يصدر نظاماً داخلياً للشركة.

2- أساس الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية في القانون العراقي: ليس في قانون الشركات العراقي، نصٌ صريحٌ يسمي الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية بهذا الاسم أو ينظمها تنظيمًا مباشرًا على غرار التشريعات مارة الذكر سواء ذكرتها صراحةً أن نظمت وعانها التشريعي المتمثل بالأسهم الممتازة بلحاظ أنها الشريعة العامة للأسهم التراكمية، ولذلك فإن إدخالها في البيئة العراقية لا يقوم على تأسيس نصي مباشر بقدر ما يقوم على تأسيس اجتهادي تكميلي يستخلص من مجموعة مواد في قانون الشركات وقواعد سوق الأوراق المالية، مع التمييز بين ما يجوزه النص العراقي، وما يمنعه أو يجعل قبوله محل إشكال، من هنا تقرر المادة 29/أولاً أن رأس المال في الشركة المساهمة والمحدودة يُقسم إلى أسهم اسمية نقدية متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة" وهذه المادة مهمة جداً، لأنها ترسم الحد الذي لا ينبغي

تجاوزه؛ فهي لا تمنع كل تمييز بين الأسهم، ولكنها تمنع — على الأقل بنصها الظاهر — أن تختلف الأسهم في القيمة الاسمية أو أن تنقسم السهم الواحد، ومن ثم فإن أي تأسيس للأسهم الممتازة التراكمية يجب أن ينطلق من أن الامتياز يكون في الأثر المالي المترتب عليه عند توزيع الأرباح، بعبارة أدق ما يمكن الدفاع عنه في العراق هو امتياز ربحي لا اختلاف بنيوي في القيمة الاسمية. ويعزز هذا الفهم ما تقرره المادة 33 من أن المساهم لا يسأل عن ديون الشركة إلا بمقدار القيمة الاسمية للأسهم التي يملكها؛ وهو ما يؤكد أن السهم في التشريع العراقي يظل أداة ملكية رأسمالية لا أداة دين، وعلى هذا الأساس، فإن الأسهم الممتازة التراكمية لا يمكن بناؤها في العراق باعتبارها سندات مفضلة، وإنما بوصفها أسهماً تمنح أصحابها مركزاً مالياً أفضل في ترتيب الأرباح، مع بقاء حاملها مساهماً لا دائناً.

مجال الامتياز الجائز — الامتياز يمكن أن يكون في ترتيب الأرباح لا في أصل الطبيعة القانونية للسهم إذ تظهر المادة 102 أهمية خاصة في هذا الباب؛ إذ تنص على أن الهيئة العامة هي أعلى هيئة في الشركة، ومن اختصاصها مناقشة تقارير الإدارة ومراقب الحسابات، ومناقشة الحسابات الختامية والتصديق عليها، كما أن المادة نفسها، في بندها الثامن، تقرر أن الهيئة العامة تختص بإقرار نسبة الأرباح الواجب توزيعها على الأعضاء وتحديد نسبة الاحتياطي الإلزامي وأية احتياطات أخرى تراها مناسبة، كذلك تقضي المادة 117/ثالثاً بأن مجلس الإدارة يضع الحسابات الختامية ويعد تقريراً شاملاً عنها وعن نتائج تنفيذ الخطة السنوية ويقدمه إلى الهيئة العامة، على أن يتضمن الميزانية العامة وكشف حساب الأرباح والخسائر، ومن ثم فإن هذه النصوص تكشف بوضوح أن الربح في القانون العراقي لا ينشأ كدين ثابت سابق على قرار الشركة، وإنما يمر عبر مسار قانوني مؤسسي من حسابات ختامية، وميزانية، كشف أرباح وخسائر، ثم قرار هيئة عامة بنسبة ما يوزع من الأرباح.

ومن هنا يمكن تأسيس فكرة السهم الممتاز التراكمي في العراق على النحو الآتي: لا باعتباره سهماً يقتطع ربحه ألياً من الشركة كالفائدة، وإنما باعتباره سهماً يمنح صاحبه أولوية في اقتسام الأرباح التي تقرر الشركة أصلاً توزيعها، فإذا لم توزع أرباح سنة ما، أمكن — اجتهاداً — النص في عقد الشركة أو نظام الإصدار على أن حق هذه الفئة لا يسقط، وإنما يرحل إلى السنوات اللاحقة ويُقدّم عند التوزيع قبل الأسهم العادية، وهذا الترحيل لا يحوّل السهم إلى دين، لأنه يظل مرتبطاً بوجود أرباح قابلة للتوزيع وبقرار الهيئة العامة في أصل التوزيع؛ لكنه يمنح صاحبه مركزاً تفضيلاً داخل طبقة المساهمين، هذا وتجيز المادة 54/ثانياً من قانون الشركات النافذ زيادة رأس مال الشركة بقرار من الجمعية العامة مع تعديل عقد الشركة وإصدار أسهم جديدة، كما تنص المادة 55/أولاً

منه على أن من طرق تغطية زيادة رأس المال إصدار أسهم جديدة تسدد قيمتها نقداً. وتفيد المادة 55/ثالثاً منه أيضاً بجواز احتجاز جزء من أرباح الشركة كاحتياطي لتوسيع المشروع بدلاً من توزيعه أرباحاً، ثم إضافة هذا الاحتياطي إلى رأس المال وإصدار أسهم جديدة توزع على المساهمين بنسبة مساهمة كل منهم، كذلك تعطي المادة 56/ثالثاً لكل مساهم حق الأفضلية في شراء الأسهم الجديدة بنسبة ما يملك من أسهم، ومن ثم فإن هذه المنظومة تدل على أن القانون العراقي يعرف مرونة في تشكيل رأس المال وإصدار الأسهم الجديدة، لكنه يربط ذلك بقرار الهيئة العامة وتعديل العقد واحترام حقوق المساهمين القائمة، لذلك يمكن من ناحية نظرية، عند زيادة رأس المال أو عند إعادة تنظيمه، إدخال فئة أسهم ذات امتياز ربحي بشرط النص الواضح عليها في العقد والقرار والنشرة والإفصاح، مع عدم المساس بالقواعد الأخرى.

وإذا كان ما تقدم يفتح باب القبول الجزئي، فإن النصوص نفسها تضع حدوداً واضحة تمنع نقل النموذج الأمريكي كما هو، فأول هذه الحدود المادة 29/أولاً من القانون المشار إليه والتي تشترط تساوي القيمة الاسمية للأسهم، وثانيها المادة 97/أولاً منه التي تنص صراحة على أنه في الشركة المساهمة والمحدودة، يكون لكل مساهم عدد من الأصوات يساوي عدد الأسهم التي يملكها"، وهذا يعني أن القانون العراقي، في صيغته الحالية، لا ينسجم بسهولة مع صور شائعة للأسهم الممتازة الأجنبية مثل الأسهم عديمة التصويت، أو الأسهم ذات التصويت المضاعف، أو الفئات التي تتمتع بقوة تصويتية خاصة مستقلة عن عدد الأسهم، وعليه فإن أي محاولة لتأسيس الأسهم الممتازة التراكمية في العراق ينبغي أن تُبقي قاعدة التصويت العامة على حالها، وأن تجعل الامتياز في الأولوية المالية وليس في تغيير قاعدة التصويت، بعد تعديل قانون الشركات طبعاً.

التأسيس السليم يقتضي عدم الخلط بين السهم الممتاز التراكمي وبين أدوات الدين، فالمادة 77 من قانون الشركات تنص صراحة على أن للشركة المساهمة أن تقتض بطريق إصدار سندات اسمية، وأن المكتتب بالقرض يمنح سندات مقابل المبالغ التي أقرضها للشركة، وله الحق في استيفاء فائدة معينة تدفع له في آجال محددة، وتسترد قيمة السندات من أموال الشركة، كما تُلزم المادة 80 أن تتضمن دعوة الاكتتاب بسندات القرض معلومات عن سعر الفائدة وتواريخ استحقاقها وقيمة الإصدار ومدته والقيمة الاسمية للسندات، وعلى هذا الأساس فلو صيغ السهم الممتاز التراكمي في العراق على نحو يجعل لحامله عائداً ثابتاً واجب الأداء في موعد معين بصرف النظر عن نتائج النشاط وقرار التوزيع، لتحول عملياً إلى سند قرض، واصطدم بالبنية التشريعية التي فصلت بين السهم والسند، أما إذا صيغ على أنه أولوية في الأرباح القابلة للتوزيع مع ترحيل

غير الموزع منها دون أن يكتسب صفة الفائدة أو الدين الثابت، بقي داخل منطوق السهم، وهذا هو الحد الفاصل الذي يجب التشديد عليه في أي تحليل أو مقترح تشريعي. هذا ويعرف النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية الأوراق المالية بأنها شهادات قابلة للتداول تمثل قيمة مالية، بما في ذلك أسهم الشركات والسندات وغيرها من الأدوات المالية المقبولة، كما يعرف الشركة بأنها الشركة المساهمة التي تصدر أوراقاً مالية، ومن ثم فإن هذه النصوص لا تنشئ الأسهم الممتازة التراكمية بذاتها، لكنها مهمة من زاويتين فأما الأولى أنها تؤكد أن البيئة القانونية العراقية تستوعب تنوع الأدوات المالية داخل السوق؛ والثانية أنها تفرض ضمناً أن أي أداة جديدة أو فئة ذات خصائص خاصة يجب أن تكون مفصلاً عنها بوضوح حتى تُتداول بسلامة وشفافية، ومن ثم، فإن إدخال أسهم ذات أولوية ربحية تراكمية في العراق، إن قُبِل، لا يكفي فيه نص العقد وحده، وإنما يجب أن يُصاحبه إفصاح كامل في وثائق الإصدار والإدراج والسجلات السوقية. ومن مجموع هذه المواد، يمكن الوصول إلى نتيجة دقيقة مفادها أن القانون العراقي لا يغلق الباب أمام تلكم الأسهم؛ فالذي يمكن الدفاع عنه في ظل النصوص الحالية هو قبولها الجزئي في صورة فئة من الأسهم داخل الشركة المساهمة، تتمتع بأولوية في الأرباح التي تقرر الهيئة العامة توزيعها، مع ترحيل الأرباح غير الموزعة إلى السنوات اللاحقة، بشرط النص على ذلك صراحة في عقد الشركة وقرار الزيادة أو الإصدار ووثائق الإفصاح.

المبحث الثاني

The Second Topic

الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية بين القبول والرفض

Cumulative Dividend Preferred Shares between Acceptance and Rejection

تتخذ إشكالية الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية في هذا المبحث صورة صراع منهجي بين منطقتين متقابلتين لا يلتقيان إلا ظاهراً؛ فمن جهة أولى يذهب التشريع المقارن الحديث إلى توسيع فضاء الهندسة النظامية داخل الشركة، فيحوّل السهم من قالب جامد إلى أداة تمويل مصممة بحسب الحاجة، ويمنح المؤسسين والجمعيات العامة قدرة واسعة على تركيب حقوق مالية وسياسية متميزة داخل فئات الأسهم، وفي التجربة الأمريكية ولا سيما ديلاوير عبر تفويضات الإصدار المرنة وما ينتج عنها من وثائق تعيين تلتحم بالنظام التأسيسي، وليبيان ذلك نرى المطالب الآتية:

المطلب الأول

The First Requirement

الموقف الرافض لتبني الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية

The Position Opposing the Adoption of Cumulative Dividend Preferred Shares

إنَّ بيان الموقف الرافض لتبني الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية سواءً على صعيد التشريع أم الفقه يقتضي تفريع الحديث على فرعين وكما هو آتٍ:

الفرع الأول

The First Branch

الرفض التشريعي لفكرة الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية

The Legislative Rejection of the Idea of Cumulative Dividend Preferred Shares

ليس من الدقة القول إنَّ القانون الأمريكي كان يرفض الأسهم التراكمية ثم عاد فأجازها لاحقاً؛ فالاتجاه الأمريكي- في حقيقته- لم يرق على حظرٍ تشريعيٍّ عام لهذه الفكرة، وإنَّما على اشتراط السند النظامي الصريح لإنشائها؛ فالتشريع في ديلاوير يجيز اليوم صراحةً أن تكون الأسهم الممتازة أو الخاصة تراكمية أو غير تراكمية متى نُصَّ على ذلك في شهادة التأسيس أو في قرار إنشاء السلسلة، كما تكشف بعض التطبيقات الأمريكية الأقدم أن الفكرة كانت معروفة ومجازة بنصوص خاصة؛ إذ نقلت المحكمة العليا في أوكلاهوما في قضية عرضت على حضرة المحكمة المذكورة نصّاً قانونياً يجيز أن تُجعل أرباح الأسهم الممتازة تراكمية. *Yukon Mill & Grain Co. V. Vose, 201 Okla. (Supreme Court of Oklahoma 1949, 376, 206 P.2d 495)*. ومن ثم فالموقف الأمريكي لم يكن رفضاً للمؤسسة ذاتها وإنَّما رفضاً لقيامها ضمناً أو بغير تفويضٍ صريح. أمَّا القانون الفرنسي فلم يتجه تاريخياً إلى فتح الباب على مصراعيه لهذا النمط كما في النموذج الأمريكي، وإنَّما عرف صيغاً محددة ومقيدة، مثل الأسهم ذات الأولوية في الأرباح من دون حق تصويت، ثم انتقل لاحقاً إلى نظام الأسهم التفضيلية *Actions De Préférence* الذي يجيز إنشاء أسهم تفضيلية ذات حقوق خاصة من أي نوع، لكن بشرط أن تُحدّد هذه الحقوق في النظام الأساسي كما في المادة L-228-11 من قانون التجارة الفرنسي، وأمَّا القانون العراقي فإن سكوته عن تنظيم الأسهم الممتازة التراكمية لا يبدو سكوتاً محايداً خالصاً لأن هذا السكوت يجاوره بناءً تشريعيٍّ ملزم يقوم على تساوي القيمة الاسمية للأسهم في المادة 29/أولاً من قانون الشركات النافذ، وعلى قاعدة صوتٍ لكل سهم في المادة 97/أولاً منه، مع تخصيص المواد 77 و80 وما بعدها

لأدوات الدين الممثلة بسندات القرض. لذلك فإن السكوت هنا لا ينهض- في تقديري- مقام الإباحة، وإنما يتعشّق مع الرفض التشريعي العملي لاستنساخ السهم التراكمي الأجنبي بصورته الكاملة وتوطينه في منظومتنا التشريعية العراقية التي مازالت تعتنق المذهب الإشتراكي رغم تبدل نظامنا الاقتصادي، وهذا وحده عجبٌ عجاب!، وإن ظلّ يترك منفذاً ضيقاً لاجتهادٍ محدود في تقرير أولوية ربحية لا تمسّ المساواة الاسمية ولا قاعدة التصويت ولا تحوّل السهم إلى أداة دين- كما تبيّن لنا.

الفرع الثاني

The Second Branch

الرفض الفقهي لفكرة الأسهم التراكمية أو لإنشائها بطريق السكوت

The Juristic Rejection of the Idea of Cumulative Shares or of their Creation by Silence

أما في الفقه والقضاء الأمريكيين، فإن موضع الرفض لم يكن — في الغالب — لفكرة السهم التراكمي من حيث الأصل، وإنما لفكرة افتراضه من السكوت أو استنتاج امتيازاته بطريق التوسع التفسيري، فالموقف الأمريكي المستقر يعامل حقوق الأسهم الممتازة على أنها حقوق تعاقدية أو نظامية خاصة، لا تُفترض لمجرد العدالة أو الملاءمة، وإنما يجب أن تُذكر بصراحة ووضوح، ولهذا شددت محكمة ديلوير العليا في قضية عرضت على أنظارها والمسماة Matulich V. Aegis Communications Group على أن الحقوق والامتيازات التي تميّز السهم الممتاز عن السهم العادي يجب أن تكون واضحة ومحددة، كما قررت محكمة دلاوير في LC Capital Master Fund V. James، Matulich V. Aegis Communications Group, inc. 942 A.2d 596 (Del. 2008).، أن حقوق وامتيازات الأسهم الممتازة ذات طبيعة تعاقدية في الأساس، وأن مرجعها الأول هو وثيقة الإصدار لا الافتراض القضائي (LC Capital Master V. James 990 A.2d 435 (Del. Ch. 2010). Fund, Ltd. V. James)، ويعزز هذا الاتجاه الفقه الأمريكي نفسه إذ يعامل الأسهم الممتازة بوصفها بناءً صياغياً دقيقاً لا يقوم إلا على النص،(Rights of Holders of Preferred Stock To Dividends in Conjunction With Distribution of Surplus To Common Stockholders, 12 St. John's Law Review A. H. Frey,)، ويرى اتجاه آخر يردّان السهم الممتاز إلى تصميم قانوني خاص داخل هيكل رأس المال،(A. H. Frey, Noteworthy Decisions in the Law of Private Corporations, University of Pennsylvania Law Review)، وعلى هذا الأساس فإن السكوت لا يُعدّ في ذاته رفضاً تشريعياً مطلقاً ولكنه في مجال الأسهم الممتازة يُنتج أثراً بالغ

الأهمية، وهو رفض إنشاء الامتياز من غير نص، أي إنَّ السُّكوت في الوثيقة المنشئة لا يُقرأ لصالح صفة التراكمية وإنَّما ضدها وكأنما الأصل في الأشياء الرفض، لا الإباحة!. وفي فرنسا أيضاً لا تكفي الإرادة الضمنية لأن الحقوق الخاصة لأسهم الأفضلية يجب أن تُعرَّف في النظام الأساسي- كما تبيَّن. وأمَّا في العراق فإنَّ السُّكوت يشدُّ أثره؛ لأنه لا يقف وحده وإنَّما يعمل داخل بنية قانونية أمره تجعل القول بالإباحة الضمنية عسيراً.

المطلب الثاني

The Second Requirement

الاتجاه المؤيد لتبني الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية

The Position Supporting the Adoption of Cumulative

Dividend Preferred Shares

يقتضي البحث في الاتجاه المؤيد لتبني الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية التفصيل الواف مع العمق في الطرح، وهذا ما يمكن بيانه بفرعين، وكما يلي:

الفرع الأوَّل

The First Branch

الموقف التشريعي المؤيد لفكرة الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية

The Legislative Position Supporting the Idea of Cumulative

Dividend Preferred Shares

يقوم الموقف التشريعي المؤيد- في جوهره- على أنَّ القانون لا يرى في الأسهم التراكمية خروجاً غير مشروع على فكرة السهم، وإنَّما يعدّها تنوعاً مشروعاً داخل بنية رأس المال متى وردت بصياغة صريحة في الوثائق التأسيسية أو في قرار إصدار السلسلة، وهذا هو الموقف الأمريكي الأوضح، إذ ينص قانون ديلاوير صراحة على أن حملة الأسهم الممتازة أو الخاصة يجوز أن تكون لهم أرباح بالنسب، وعلى الشروط، وفي الأوقات المبينة في شهادة التأسيس أو قرار الإصدار، وأن تكون هذه الأرباح تراكمية أو غير تراكمية، فالتشريع هنا يقرر الإجازة الإيجابية الصريحة، بما يكشف أن المشرِّع الأمريكي نظر إلى التراكمية بوصفها أداة مشروعة لتفصيل الحقوق المالية بين فئات المساهمين وجذب أنماط مختلفة من التمويل الرأسمالي؛ كما أن القانون الفرنسي- وإن لم يعتمد تاريخياً التعبير الأمريكي ذاته- فقد انتهى إلى الاعتراف بأسهم التفضيل *Actions De Préférence* مع حقوق خاصة من أي نوع، وجعل للجمعية العامة غير العادية سلطة تقرير إصدارها وتحويلها، وهو ما يدل على قبول تشريعي لفكرة التفاوت المشروع بين فئات الأسهم متى ضبطه النظام الأساسي، وحتى في الأنظمة المتحفظة نسبياً، كالعراق، فإن وجود مدخلية جزئية يظل ممكناً متى اقتصر الأمر على أولوية ربحية لا

تمسّ تساوي القيمة الاسمية ولا قاعدة صوت لكل سهم، لأن المنع هناك ليس متجها بالضرورة إلى كل امتياز مالي وإنما إلى صور الامتياز التي تصطدم بالنصوص الأمرة في قانون الشركات؛ ومن ثم فإن الحجة التشريعية المؤيدة تقول إن السهم التراكمي عمل داخله كوسيلة لإعادة توزيع المخاطر والعوائد بين المساهمين من غير تحويل حامل السهم إلى دائن بالمعنى الفني.

الفرع الثاني

The Second Branch

الموقف الفقهي المؤيد وحججه

The Juristic Position Supporting It and Its Arguments

لا يقوم الموقف الفقهي المؤيد للأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية على اعتبارها حقاً طبيعياً ملازماً لكل سهم ممتاز، ولا على عدّها صورة مقنّعة من صور الدّين، وإنما ينهض على أساس أدق، هو أنها ترتيب قانوني مشروع لتفريع الحقوق المالية داخل هيكل رأس المال متى أنشئ بنص صريح في الوثيقة التأسيسية أو في سند الإصدار، وهذا هو المعنى الذي يفسر قبولها الواسع في القانون الأمريكي، ومن ثمّ فإنّ الفقه الأمريكي المؤيد يدافع عن التراكمية بوصفها ممارسة مشروعة لسلطان الإرادة في تصميم المركز المالي للمستثمر داخل رأس المال، بما يتيح للشركة استقطاب شريحة من المستثمرين لا تكتفي بمخاطرة السهم العادي الخالص، ولا ترغب في الوقت نفسه في أن تكون مجرد دائنة للشركة (P. Bratton & Wachter, 161)، ويكتسب هذا التأييد في الفقه الأمريكي بعداً نظرياً واضحاً؛ لأن السهم الممتاز هناك يُفهم بوصفه أداة تقع في المنطقة الفاصلة بين قانون الشركات والعقد- وليس بمعنى زوال طبيعته السهمية- وإنما بمعنى أن مضمونه لا يُستمد من القواعد العامة وحدها، وإنما من البنية التعاقدية الخاصة التي أنشأته، لذلك فإن التأييد الفقهي الأمريكي يقول إن التراكمية مشروعة بقدر ما هي مصاغة صراحة، فالقضاء في ديلاوير شدد مراراً على أن حقوق الأسهم الممتازة وامتيازاتها ذات طبيعة تعاقدية، وأنها لا تُفترض من السكوت ولا تُستنتج بطريق التوسع وإنما تُحترم عندما تُردّ بعبارة واضحة في وثيقة الإصدار (Elliott Associates L.P. V. Avatex Corp. 715 A. 2d 843, 852-53 Del 1998) وعلى هذا الأساس فإنّ الموقف الفقهي المؤيد في الولايات المتحدة هو تأييد منضبط للامتياز الصريح؛ أي إن السهم التراكمي مقبول لأنه وسيلة مشروعة لإعادة توزيع العائد والمخاطر داخل الشركة، و أن الفقه الفرنسي المؤيد لا يؤسس قبوله على إطلاق حرية الشركة في اختراع الامتيازات، وإنما على أن القانون ذاته يعترف بإمكان التفاوت المشروع بين فئات الأسهم متى جرى ضبطه في نظام الشركة (Buxbaum, 1954, Pp. 243, 243-245).

ومن ثمّ فالتأييد الفرنسي لا ينصب على صفة التراكمية بوصفها فكرة منفصلة وإثماً على جواز إنشاء امتيازات مالية خاصة، ومنها ما يمكن أن يؤدي وظيفياً إلى أولوية معززة في الأرباح داخل الإطار النظامي الذي رسمه قانون التجارة، وبذلك يلتقي الفقه الفرنسي مع الفقه الأمريكي في قبول التخصيص في حقوق السهم، ويختلف عنه في أن هذا التخصيص أكثر التصاقاً بالبناء التشريعي المسبق وأقل اعتماداً على حرية الهندسة العقدية المفتوحة، ولم نجد رأياً مؤيداً لهذه الأسهم بالذات في الفقه العراقي لعدم تدارسه حتى الآن.

المطلب الثالث

The Third Requirement

الرأي الراجح

Accepted Opinion

في تقديرنا لا يستقيم تقييم الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية بمنطقٍ ثنائيٍّ جامدٍ يدور بين القبول المطلق والرفض المطلق؛ إذ يكشف التحليل المقارن أن هذه المؤسسة القانونية لا تجافي الطبيعة الذاتية للسهم، وإنما تمثل ضرباً من التخصيص النظامي لحقوق المساهمين ضمن الهيكل العام لرأس المال، فالقانون الأمريكي، ولا سيما تشريع ولاية ديلاوير، فلا يعدها شذوذاً عن البنية السهمية وإنما يبيح صراحةً إصدار فئاتٍ أو سلاسل من الأسهم متمتعاً بحقوقٍ تفضيلية، ويجيز كون أرباحها تراكميةً أو غير تراكمية متى نص على ذلك في شهادة التأسيس أو في قرار إنشاء السلسلة، ويسلك القانون الفرنسي الدرب ذاته من حيث المبدأ وإن تباينت الصياغة، مبيحاً إحداث أسهمٍ أفضلية ذات حقوقٍ خاصة من أي نوع، سواءً اقترنت بحق التصويت أم تجردت منه، شريطة تحديد هذه الحقوق في النظام الأساسي، وبهذا يتجلى أن الفكرة في أصلها المقارن والتي لا تشكل انحرافاً عن ماهية السهم بقدر ما هي تجسيدٌ لهندسة قانونية مرنة لرأس المال، بيد أن هذا لا يسوغ استنساخ النموذج الأمريكي بحذافيره وإسقاطه على كل نظامٍ قانوني؛ فالمشروعية هنا هي مشروعية نظامية تضرب بجذورها في البنية الداخلية لكل تشريع، ومن هذا المنطلق تحديداً، نرى أن القانون العراقي لا يقر الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية بهيئتها الأجنبية الشاملة حالياً، لكنه لا يوصد الباب كلياً أمام استيعابٍ جزئيٍّ ومقيدٍ لها؛ فالمادة 29 من قانون الشركات العراقي توجب انقسام رأس مال الشركة المساهمة إلى أسهمٍ اسميةٍ متساوية القيمة غير قابلةٍ للتجزئة، بينما تقرر المادة 97 منه منح كل مساهمٍ أصواتاً تعادل عدد أسهمه؛ وهذا ما يجعل استيراد النماذج القائمة على تفاوت القيمة الاسمية، أو حجب التصويت أو مضاعفته، أمراً يصطدم بظاهر النصوص الأمرة، وفي المقابل تخلق هذه المواد من منعٍ صريحٍ لإقرار أولوية مالية عند توزيع

الأرباح، طالما لم تخل بمبدأ تساوي القيمة الاسمية وقاعدة الصوت الواحد لكل سهم، وعليه، فإن المحظور في البيئة العراقية، وفقاً لتقديرنا هو الهيكل البنيوي المتكامل للسهم الممتاز الأجنبي، لا كل امتياز مالي يتقرر ضمن طائفة المساهمين.

ويزداد هذا التأسيس رسوخاً بالنظر إلى آلية نشوء الحق في الأرباح وفقاً للقانون العراقي، فقد أناط المشرع بالهيئة العامة صلاحية إقرار حصة الأرباح الموزعة وتحديد الاحتياطات، ويفضي هذا إلى أن الربح في المنظومة التشريعية العراقية لا يستحيل حقاً فردياً مستقلاً بمجرد تحققه المحاسبي، وإنما يمر بمسار قانوني مؤسسي ينتهي بقرار الهيئة العامة بالتوزيع، ومن هنا، يتحتم أن ينهض أي تأسيس تشريعي عراقي للأسهم التراكمية على فكرة الأولوية في الأرباح التي تعتزم الشركة توزيعها أصلاً، وليس على فكرة العائد الثابت الحتمي، مع إمكانية النص على أن الأرباح غير الموزعة لا تسقط، إذ ترحل إلى السنوات التوالي لتستوفي قبل أرباح الأسهم العادية عند صدور قرار توزيع جديد، وهنا يتجلى الحد الفاصل الدقيق بين السهم التراكمي المقبول نسبياً، وأداة الدين المقترضة المرفوضة تشريعياً، ويعرف القانون المذكور في المادة 77 منه سندات القرض بوصفها أداة اقتراض تخول المكتتب حق استيفاء فائدة في آجال مسماة، وتوجب المادة (80) من القانون المذكور تضمين دعوة الاكتتاب تفاصيل الفائدة ومواعيد استحقاقها، وهذا هو الموطن الحقيقي للدين؛ مبلغ مقترض، وفائدة، وتاريخ استحقاق، وأما السهم وإن حمل صفة التراكمية، فلا يسوغ صياغته بحيث يدر عائداً ثابتاً بغض النظر عن قرار التوزيع؛ لأن صنيعاً كهذا ينسف التمايز التشريعي بين السهم والسند، ويحيل الأداة الرأسمالية إلى قرض مستتر، وتأسيساً على ذلك، لا تكتسب هذه المدخلة مقبوليتها عراقياً إلا إذا انحصرت التراكمية في كونها امتيازاً ينظم أولوية اقتسام الأرباح وليس التزاماً دينياً مستقلاً، ويستند هذا التوجه بقوة إلى الفكر القانوني الأمريكي ذاته؛ إذ لم يعمد الفقه والقضاء هناك إلى تكييف السهم الممتاز التراكمي كدين، وإنما كمركز قانوني هجين وظيفياً، يقع على تخوم التماس بين قانون الشركات وقانون العقود، كما أن السهم الممتاز يمنح حقوقاً مطلقة نسبياً في العائد المتراكم ضمن بنية السهم لا السند، وقد رسخ قضاء ديلاوير في سوابقه القضائية أن هذه الحقوق تحمل طبيعة تعاقدية ونظامية خاصة، ولا تُفترض ضمناً، وإنما تستمد وجودها من صراحة النص، وتفضي هذه المعطيات إلى نتيجة جلية مفادها أن التراكمية امتياز خاص لا يثبت إلا بنص، وبناءً على ما سلف، يتلخّص الرأي الراجح في الآتي: تعد الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية مقبولة في إطارها القانوني العام، وتتمتع بالمشروعية في الأنظمة التي تتيح تفصيل الحقوق بنصوص صريحة، أما في ظل القانون العراقي النافذ، فلا يبدو من المستساغ القول بجوازها كفئة أسهم ممتازة مكتملة الأركان على غرار النموذج الأمريكي، لتعارضها

مع النصوص الأمرة والتميز التشريعي بين السهم والسند، غير أننا نرى إمكانية الدفاع عن تبنيتها بشكلٍ جزئيٍّ ومنضبط، يتجسد في جواز تضمين عقد الشركة نصاً يقر أولويةً ربحيةً تراكميةً لفئةٍ من الأسهم، وذلك رهناً بأربعة ضوابط حاسمة؛ ومنها الحفاظ على تساوي القيمة الاسمية للأسهم، وكذلك إبقاء القوة التصويتية موازيةً لعدد الأسهم، وبقاء العائد مرهوناً بقرار التوزيع بحيث لا يتماهى مع الفوائد الثابتة، وكذلك الإفصاح الجلي عن هذا الامتياز في الوثائق النظامية، فبهذا المسلك وحده يمكن عقد مصالحٍ متوازنةٍ بين حاجة التمويل المعاصر إلى أدواتٍ رأسماليةٍ مرنة، وبين التزام القانون العراقي الراسخ بالتميز الجوهرى بين السهم والدين.

الخاتمة

Conclusion

في ختام هذه الدراسة التي تناولت البنية القانونية والمالية للأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية، تبين أننا لسنا أمام مركز قانوني مُركَّب يثير إشكالاتٍ تتصل بطبيعة العلاقة بين المساهم والشركة، وبانتقال الحقوق عند التداول، وبحدود التوازن بين حماية المستثمر ومرونة التمويل، وقد انتهى البحث إلى نتائج تأسيسية تُعين المشرع العراقي والجهات الرقابية على بناء تنظيم أكثر اتساقاً مع المعايير الحديثة، وعلى ففرتين وكما يلي:

أولاً: النتائج: وهي كما يلي:

- 1- خلصت الدراسة إلى أنّ السهم التراكمي أداة هجينة تقع بين الملكية والمديونية فهو يمنح صفة الشريك من حيث الشكل، لكنه يُنشئ حقاً مالياً يقترب من حق الدائن الممتاز من حيث الأسبقية.
- 2- كما بينت أنّ الأرباح المتراكمة ليست ثماراً تنفصل عن الأصل، وإنما هي حقوقٌ تابعة تلتصق بالسهم وتنتقل معه، بما يجعل تداول السهم أقرب إلى حوالة حق ضمنية تشمل الحقوق المالية المخترنة، ويُبرّر تبني قاعدة السعر المُحمّل أو القدر لمنع الإثراء بلا سبب على حساب البائع.
- 3- أظهر المسح المقارن تبايناً بين النهج الأنجلو-ساكسوني الذي يعوّل على سلطان الإرادة وآليات التسوية الإلكترونية لضبط توقيت انتقال الحق، والنهج اللاتيني الذي يؤسّس للحماية المؤسسية عبر الجمعيات الخاصة وممثلي الفئات، وفي المقابل فإنّ صمت التشريع العراقي وتمسّكه بالمساواة المطلقة في قانون الشركات يحدّ من قابلية استيعاب هذه الأداة، بما قد يُضعف جاذبية السوق لرأس المال طويل الأجل.
- 4- ثبت أنّ عبء المتأخرات ليس أثراً محاسبياً فحسب وإنما هي واقعة قانونية تمسّ سلامة الشخص المعنوي وقد تُخلّ بتوازن الشركة، كما أنّ آليات حماية الأقلية ومنها الجمعيات الخاصة وضمانات التصويت ليست ترفاً تشريعياً بقدر ما هي ضرورة لضبط تعسف الأغلبية وصون الحق المالي.

ثانياً: المقترحات: وهي كما يلي:

- 1- تعديل قانون الشركات رقم (21) لسنة 1997 بإضافة تنظيم صريح للأسهم الممتازة، وإقرار جواز تفاوت الحقوق المالية، مع ضوابط كمية كسقف 50% من رأس المال المدفوع منعاً لتحوّل الامتياز إلى عبءٍ يُشبه ديوناً ممتازة تُغرق الشركة.

- 2- إقرار نظام الجمعيات الخاصة لفئات حملة الأسهم الممتازة، وجعل موافقتها شرطاً لأي قرار يمس حقوقهم كأولوية، والمتأخرات، وإصدار مرتبة أعلى، بما يؤمن حصانة إجرائية تُحدّ من تعسف الأغلبية.
- 3- إصدار تعليمات من هيئة الأوراق المالية تنظم تداول هذه الأسهم على أساس السعر المُحمّل، مع تحديد تاريخ الاستحقاق وآلية الإفصاح عن المتأخرات وقيمتها ضمن السعر والتقارير الدورية.
- 4- مرحلياً تُفَعّل أدوات الحوكمة من سياسات توزيع معلنة، وترتيبات تعاقدية بين المساهمين، وقواعد تصويت ملائمة كحلول انتقالية لا تُعني عن التشريع.
- 5- قضائياً يُستحسن توسيع تفسير مبادئ العدالة وحسن النية والتعسف في استعمال الحق عند منازعات حرمان المساهمين من الأرباح عبر تجويع مالي ممتد، والنظر للأرباح المحتجزة بعين رقابية تحمي الأقلية.

المصادر

Resources

First: Arabic Sources

Books

- I. Abu Zaid Radwan, *Commercial Companies in Comparative Egyptian Law*, Dar Al-Fikr Al-Arabi, Cairo, 1989.
- II. Adnan Abdullah Mohammed Owaidah, *the theory of Risk in Islamic Economics: A Foundational and Applied Study*, international institute of Islamic Thought, United Kingdom, 2015.
- III. Ahsan Lahsasna and Faisal Shayyad, *Money Market Products Among Islamic Banks*, SABIC Chair For Islamic Financial Market Studies, Imam\
- IV. Ali Al-Baroudi, *Commercial Law*, Mansha'at Al-Ma'arif, Alexandria, 1986.
- V. Azhari Al-Tayeb Al-Faki, *Capital Markets*, Dar Al-Jinan For Publishing and Distribution, 2017.
- VI. Aziz Al-Akili, *Commentary On Commercial Law*, Vol. 4: *Commercial Companies*, Dar Al-Thaqafa Library, Jordan, 1998. Mustafa Kamal Taha, *Commercial Law*, Dar Al-Jami'a Al-Jadida, Cairo, 2001.
- VII. Elias Nassif, *Al-Waseet Encyclopedia of Commercial Law*, Vol. 2, Modern Book Foundation, Lebanon, 2008.
- VIII. Hisham Faraoun, *Onshore Commercial Rights*, No Publisher, Damascus, 1975.
- IX. Ibn Manzur, *Lisan Al-Arab*, Dar Sader, Beirut.
- X. Kamil Abdul Hussein Al-Baldawi, *Commercial Companies in Iraqi Law*, Press of the Ministry of Higher Education and Scientific Research, Iraq, 1990.

- XI. Lara Adel Jabbar Al-Zandi, *Protection of Competition in the Telecommunications Sector: A Comparative Study*, Arab Center For Publishing and Distribution, Egypt, 2018.
- XII. Mohammed Azmi Al-Bakri, *Encyclopedia of Jurisprudence, Judiciary and Legislation in the New Civil Law*, Dar Mahmoud for Publishing and Distribution, Egypt.
- XIII. Mohammed Bin Barrak Al-Fawzan, *Competition in the Kingdom of Saudi Arabia*, Law and Economics Library, Riyadh, 2015.
- XIV. Mohammed Rifaat Al-Sabahi, *General Principles of Law and Commercial Jurisprudence*, Tanta University, Egypt, 1993.
- XV. Mohammed Saleh Bin Al-Fa Omar Jalo, *Shares and their Rules in Islamic Jurisprudence*, Dar Al-Kutub Al-Ilmiyyah, Beirut, 2015.
- XVI. Mohammed Suwailem, *Management of Banks, investment Funds and Stock Exchanges*, Dar Al-Hani For Printing, No Publication Details.
- XVII. Muhammad Ibn Saud Islamic University, Kingdom of Saudi Arabia, 2016.
- XVIII. Rawaa Zaki Al-Taweel, *Lectures in Political Economy*, Dar Zahran For Publishing and Distribution, Jordan, 2010.
- XIX. Samir Abdul Hamid Radwan, *Securities Markets and their Role in Financing Economic Development*, international institute of Islamic Thought, Egypt, 1986.
- XX. Shiraz Mohammed Khidr, *Principles of Corporate Accounting*, Dar Al-Academia, No Publication Details.

Doctoral Dissertations

1- Youssef Yaqoub Sarkhou, *Shares and their Trading in Joint-Stock Companies Under Kuwaiti Law*, Doctoral Dissertation, Faculty of Law, Cairo University, 1982.

Laws

- XXI. Egyptian Capital Market Law No. 95 of 1992.
- XXII. Egyptian Companies Law No. 159 of 1981.
- XXIII. insurance Business Regulation Law No. 10 of 2005.
- XXIV. Iraqi Civil Code No. 40 of 1951.
- XXV. Iraqi Companies Law No. 21 of 1997.
- XXVI. Jordanian Companies Law No. 22 of 1997.
- XXVII. Lebanese Capital Markets Law No. 161 of 2011.
- XXVIII. Lebanese Land Commercial Code No. 304 of 1942.
- XXIX. Palestinian Companies Law No. 12 of 2004.
- XXX. UAE Commercial Companies Law No. 2 of 2015.

Second: English Resources

Books:

- XXXI. Alexander J. Triantis & George G. Triantis, "Conversion Rights and the Design of Financial Contracts," 72 Wash. U. L.Q. (1994).
- XXXII. Enrico Colcera, the Market For Corporate Control in Japan, Springer, 2007.
- XXXIII. John B. Guerard Jr.; Anureet Saxena; Mustafa N. Gultekin, Quantitative Corporate Finance, Springer, 2022.
- XXXIV. Michael C. Jensen; William H. Meckling, Corporate Governance, Wiley, 2018.
- XXXV. Paul Davies; John Armour, Principles of Corporate Governance, Oxford University Press, 3017.
- XXXVI. Peter Demarzo; Jonathan Berk, Corporate Finance, Pearson, 2019.
- XXXVII. Stephen M. Bainbridge, Corporate Law, Foundation Press, 2009.

Researches:

- XXXVIII. Banque De France, Fiche 312: Les Actions De Preference.

- XXXIX. ICAEW; ICAS, TECH 02/10 Guidance On Realised and Distributable Profits Under the Companies Act 2006.
- XL. international Monetary Fund, External Debt Statistics: Guide For Compilers and Users, Statistics Department.
- XLI. Moorad Choudhry, Bond Markets, Analysis and Strategies, Chapter 23 "Preference Shares and Preferred Stock"
- XLII. Richard M. Buxbaum, "Preferred Stock—Law and Draftsmanship," California Law Review, Vol. 42, No. 2, 1954.
- XLIII. the institute of Company Secretaries of india, Guidance Note On Dividend, 2017.
- XLIV. U.S. Securities and Exchange Commission, investor Bulletin: Preferred Stocks.
- XLV. William W. Bratton; Michael L. Wachter, A theory of Preferred Stock, University of Pennsylvania Law Review, 2013.
- XLVI. Aktiengesetz (Germany).
- XLVII. Code Civil (France), 2016.
- XLVIII. Code De Commerce (France) 2000.
- XLIX. Companies Act 2006 (UK)
- L. Delaware General Corporation Law (DGCL), Title 8, Section 151.
- LI. Ordonnance N° 2004-604 Du 24 Juin 2004 (France)
- LII. U.S. Code, Title 26 (internal Revenue Code).
- Judicial Decisions:**
- LIII. Elliott Associates, L.P. V. Avatex Corp., 715 A.2d 843 (Del. 1998)
- LIV. Hay V. Hay, 38 Wash. 2d 46, 227 P.2d 335 (Wash. 1951).
See: www.Law.Justia.Com
- LV. Katz V. Oak industries inc., 508 A.2d 873 (Del. Ch. 1986)
- LVI. Nemec V. Shrader, 991 A.2d 1120 (Del. 2010)
- LVII. United States District Court, N.D. California, No. C-02-1550 VRW, Aug. 30, 2002..
- LVIII. Websites:

- LIX. Corporate Finance institute (CFI):
<https://Corporatefinanceinstitute.Com/>
- LX. Légifrance: <https://Www.Legifrance.Gouv.Fr/>
- LXI. Legislation.Gov.Uk: <https://Www.Legislation.Gov.Uk/>
- LXII. Justia (Delaware Cases/Codes): <https://Law.Justia.Com/>
- LXIII. Delaware Courts (Opinions): <https://Courts.Delaware.Gov/>
- LXIV. SEC investor Bulletins: <https://Www.Sec.Gov/>
- LXV. IFRS (IAS 32): <https://Www.Ifrs.Org/>
- LXVI. ICAEW (TECH 02/10): <https://Www.Icaew.Com/>
- LXVII. BVCA (Technical Briefings): <https://Www.Bvca.Co.Uk/>
- LXVIII. Banque De France: <https://Www.Banque-France.Fr/>
- LXIX. Delaware Code PDF (Title 8):
<https://Delcode.Delaware.Gov/Title8/Title8.Pdf>
- LXX. Courtlistener: <https://Www.Courtlistener.Com/>
- LXXI. Casebriefs: <https://Www.Casebriefs.Com/>