

عروض الشراء وأثرها على تداول الأسهم
في سوق الأوراق المالية
(دراسة مقارنة)

*Buying offers and their impact on
stock trading in the stock market
(A comparative study)*

أ.م.د. ميثاق طالب عبد حمادي
كلية القانون
جامعة بابل

Dr.Methaq Talib Abdu Hamadi
College of Law
University of Babylon
MethaqLaw@gmail.com

م.د. نهى خالد عيسى
كلية القانون
جامعة بابل

Dr. Noha Khalid Essa
College of Law
University of Babylon
nohaalmosawe85@gmail.com

الملخص

إن عروض شراء الأسهم هي عملية قانونية يعرض بموجبها شخص طبيعي أو معنوي على مساهمي شركة معينة رغبته في شراء الأسهم التي يمتلكونها، ويكون للمساهمين حرية الاختيار بين قبول العرض أو رفضه وذلك خلال مدة زمنية محددة. وهذا الشراء يكون مقبل سعر محدد غالباً ما يكون أعلى من سعر السعر؛ لغرض تشجيع المساهمين في الشركة المستهدفة على بيع أسهمهم لصاحب العرض. وبالرغم من أن عروض شراء الأسهم تعد إحدى أساليب أو طرق السيطرة على الشركات، إلا إنها تختلف عن طرق السيطرة الأخرى كالاندماج وشراء أسهم الشركة من سوق الأوراق المالية؛ كون إن عملية عروض شراء الأسهم يحكمها مجموعة من المبادئ التي يجب الالتزام بها، كالشفافية في الإفصاح عن المعلومات، والمساواة بين الأطراف المعنية بالعرض، فضلاً عن الأمانة في التعامل والابتعاد عن الغش والتحايل وعن كل عمل يسبب ضرر لأي طرف من أطراف العرض، وكذلك مراعاة مصالح الشركة المستهدفة بالعرض ومساهميها.

الكلمات المفتاحية: عروض الشراء، صاحب العرض، المساهمين، الأسهم.

Abstract

A share purchase offer is a legal process whereby a natural or legal person offers to the shareholders of a particular company the desire to buy the shares they own. Shareholders have the choice between accepting or rejecting the offer within a specified period of time. This purchase is a fixed price that is often higher than the price price; for the purpose of encouraging the shareholders of the target company to sell their shares to the bidder. Although stock purchase offers are one of the methods or methods of corporate control, they differ from other forms of control, such as mergers and purchase of shares from the stock market. The process of

stock purchase offers is governed by a set of principles that must be adhered to, Information, and equality between the parties involved in the offer, as well as the Secretariat in dealing with and avoiding fraud and fraud and any work that causes harm to any of the parties to the offer, as well as taking into account the interests of the target company and its shareholders.

Keywords: buy offers, bidder, shareholders, shares.

المقدمة

Introduction

إن شراء أسهم الشركات يتم عادةً بالتفاوض المباشر ما بين المساهم الذي يرغب في البيع وبين الراغب في الشراء. أما إذا كانت أسهم الشركة مدرجة في سوق الأوراق المالية، ففي هذه الحالة يكون الشراء عن طريق الوسيط المرخص له بذلك، لأن أسواق الأوراق المالية لا تجيز أن يقوم الشخص بالتعامل المباشر بل لا بد من الاستعانة بالوسيط المرخص له من قبل السوق لغرض إبرام الصفقة. ومع ذلك فقد أظهر الواقع العملي وسيلة جديدة لشراء أسهم الشركات، حيث تمكن الراغب في شراء أسهم شركة ما بإعلان رغبته في ذلك إلى مساهمي هذه الشركة، ويطلق على هذه الوسيلة بعروض شراء الأسهم. ويكون هذا الشراء عادةً بمقابل محدد مسبقاً، إما أن يكون بصورة نقدية، أو عينية أي مبادلة أسهم بأسهم، بمعنى آخر مبادلة الأسهم المملوكة لصاحب العرض بأسهم مساهمي الشركة المستهدفة. وفي كل الأحوال مهما كانت طبيعة المقابل، فإن سعر العرض يكون أعلى من سعر السوق في الغالب، والغرض من ذلك هو لتشجيع المساهمين على بيع أسهمهم لصاحب العرض. ويبقى عرض الشراء مفتوحاً لمدة زمنية معينة، وهي المدة التي يجب إعلان فيها المساهمون في الشركة المستهدفة رأيهم بالعرض من حيث قبوله أو رفضه. لذا فإن عروض شراء الأسهم هي إيجاب عام يوجهه صاحب العرض إلى مساهمي الشركة المستهدفة لغرض شراء الأسهم التي يمتلكونها.

وتماشياً مع موضوع البحث ارتأينا تقسيمه على مبحثين، سنخصص الأول لمفهوم عروض شراء الأسهم في سوق الأوراق المالية وسنقسمه على ثلاثة مطالب: سنتناول في المطلب الأول تعريف عروض شراء الأسهم، وفي الثاني خصائصه، أما المطلب الثالث سيكون لأهميته. بينما سنكرس المبحث الثاني لتمييز عروض شراء الأسهم من الأنظمة المشابهة لها، من خلال تقسيمه على ثلاثة مطالب: الأول لتمييزها من العروض العامة لبيع الأسهم، والثاني لتمييزها من عملية شراء الأسهم من سوق الأوراق المالية، أما المطلب الثالث فسنعده لتمييز عروض الشراء من اندماج الشركات

المبحث الأول

مفهوم عروض شراء الأسهم The concept of stock offers

تعد عروض شراء الأسهم وسيلة من وسائل تملك أسهم الشركات، من خلال قيام صاحب العرض بطرح رغبته في الشراء على مساهمي الشركة المراد شراء أسهمها (الشركة المستهدفة) لغرض شراء الأسهم التي يمتلكونها. وإن صاحب العرض يهدف من هذا الشراء إما استثمار أسهم الشركة المستهدفة، أو لغرض تحقيق السيطرة عليها. سيما وإن فائدة عرض الشراء لا تقتصر على صاحب العرض فحسب، بل يمكن للشركة المستهدفة الاستفادة منه أيضاً، فبعد نجاح العرض وانتقال ملكية أسهم الشركة إلى صاحب العرض، قد يسعى الأخير إلى إعادة هيكلة الشركة متى ما كانت متلكئة أو متعثرة، وتحسين أوضاعها على نحو يجعلها تستمر في ممارسة نشاطها بوضع أفضل من السابق.

لذا سنحاول أن نبين في هذا المبحث مفهوم عروض شراء الأسهم من حيث تعريفها وخصائصها وأهميتها، وذلك على ثلاثة مطالب: سنخصص الأول لتعريف عروض الشراء، والثاني لخصائص عروض الشراء، أما المطلب الثالث فسنتناول فيه أهمية عروض الشراء.

المطلب الأول

تعريف عروض شراء الأسهم Definition of stock offers

سنكرس هذا المطلب لبيان تعريف عروض شراء الأسهم، من حيث بيان الموقف التشريعي من تعريف عروض الشراء في فرع أول، وبعدها سنوضح موقف الفقه القانوني من ذلك التعريف في فرع ثاني، لذلك سنقسم هذا المطلب على فرعين، وكالاتي :

الفرع الأول

التعريف التشريعي Legislative definition

بالنسبة للمشرع العراقي نجد أنه لم يضع تعريفاً تشريعياً لعروض شراء الأسهم، بل أشار إليها في مشروع قانون الأوراق المالية لعام ٢٠٠٨ في المادة (٣٥)، والذي أطلق عليها (عروض التملك وعروض الاستيلاء)^(١)، إلا إنها كانت إشارات بسيطة لبعض أحكامه ومبادئه.

بينما نجد إن المشرع المصري قد عرّف عروض شراء الأسهم في اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الصادرة في ٧/٤/١٩٩٣، والمعدلة بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧، وذلك في المادة (٣٢٦) منها، حيث عرفت عرض الشراء بأنه (العرض المطروح على مالكي الأوراق المالية محل العرض سواء أكان مقابل الشراء نقدياً أو مبادلة بأوراق مالية أخرى أو عرضاً مختلطاً، وسواء كان العرض إجبارياً أو اختيارياً)^(٢).

أما المشرع السعودي فقد تناول القواعد المنظمة لعروض الشراء في الباب الثاني من لائحة الاندماج والاستحواذ الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم ١-٥٠-٢٠٠٧، بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٣٠ لسنة ٢٠٠٣، والمعدلة بموجب قرار مجلس هيئة السوق المالية رقم ٢-٤-٢٠١٢، وذلك في المواد من (٥-٣٦) إلا إنها لم تنص على تعريف لعروض شراء الأسهم^(٣).

وكذلك الحال بالنسبة للمشرع الفرنسي حيث نجد إن لائحة هيئة الأسواق المالية والتي يطلق عليها لائحة الـ (AMF)^(٤) قد نظمت عروض الشراء تحت تسمية (OPA) (Offer Publique d'Achat)، إلا أنه لم تضع تعريفاً له^(٥).

أما بالنسبة للقانون الانكليزي، حيث نجد إن قانون الشركات لعام ١٩٨٥ والمعدل سنة ٢٠٠٦^(٦)، قد أشار إلى عروض شراء الأسهم في المواد (٤٢٨ - ٤٣٠) منه، ووضع تعريفاً لها في المادة (٤٢٨/ ف١) بالنص على إنها (نظام أو عقد ينطوي على نقل أسهم الشركة الناقلة أو المتنازلة (الشركة المستهدفة) أو أي فئة من أسهمها إلى شركة أخرى وهي الشركة المحولة (صاحبة العرض) متى ما تمت الموافقة عليه من قبل المساهمين الذين يمتلكون هذه الأسهم)^(٧)

سيما وإن القانون الإنكليزي قد نظم عروض شراء الأسهم في قانون الاستحواذ (The Takeover Code)، والذي يطلق عليه قانون المدينة للاستحواذ والاندماج (The City code on Takeovers and Mergers)^(٨)، وهذا التقنين يحتوي (ست مبادئ عامة) و(ثمان وثلاثون قاعدة)، وقد ظهرت أول طبعة له في ١٩ / أبريل / ١٩٨٥، وتوالت عدة تعديلات عليه وكان آخرها هي الطبعة (١٢) الصادرة بتاريخ ١٢ / سبتمبر / ٢٠١٦، إلا إنه لم يضع تعريف لعروض الشراء (Takeovers)^(٩).

من خلال ما تقدم يتضح لنا إن أغلب التشريعات المقارنة لم تضع تعريفاً لعروض شراء الأسهم، وحسنا فعلت في ذلك؛ كي تضفي عليه نوعاً من المرونة، وتمنح الجهات المشرفة على تنفيذه سلطة تقديرية في تحديد إجراءاته وآلية تطبيقه، لاسيما وإن وضع التعريف من اختصاص الفقه والقضاء وليس من اختصاص المشرع.

الفرع الثاني

التعريف الفقهي The idiosyncratic definition

على خلاف الموقف التشريعي، نلاحظ إن هنالك تعريفات عدة قد طرحت من قبل الفقه بخصوص عروض شراء الأسهم، وجميعها تدور حول معنى ومضمون واحد وهو تملك جزء أو كل أسهم الشركة المستهدفة بموجب إجراءات عروض الشراء.

حيث نجد إن هناك من عرفها بأنها ((تعهد غير قابل للرجوع فيه موجه إلى المساهمين في إحدى الشركات التي يجري تداول أسهمها في البورصة، بشراء كمية من الأسهم مملوكة لهم بسعر محدد، غالباً أعلى من سعر البورصة أو مقابل إعطائهم أسهماً بديلة))^(١٠). حيث نجد أن هذا التعريف اعتبر عروض شراء الأسهم هي تعهد غير قابل للرجوع فيه، يصدر من صاحب العرض

تجاه المساهمين في الشركة المستهدفة، وبين أيضاً خصائص عروض الشراء من ناحية المقابل أو سعر العرض، والذي قد يكون نقدياً أو مقابل أسهم بديلة، وفي الغالب يكون أعلى من سعر السوق.

وقد ذهب جانب من الفقه إلى تعريف عرض الشراء بأنه ((العرض الموجه إلى حملة أسهم لبيع أسهمهم بغرض الاستحواذ، بسعر محدد وخلال فترة محددة وبشروط محددة في العرض، ويحقق العرض أهدافه إذا كان حاملو الأسهم الذين قبلوا العرض نسبة تمكنه من السيطرة على إدارة المشروع المستهدف))^(١١). نلاحظ من هذا التعريف أنه قد بين سعر العرض ومدته، إلا أنه قد حصر الغاية من عرض الشراء هو السيطرة على الشركة المستهدفة، بينما نجد إن الغرض من عرض الشراء قد لا يكون السيطرة دائماً، بل قد يكون من أجل استثمار أسهم الشركة المستهدفة .

في حين نجد أن جانب آخر من الفقه عرف عرض الشراء بأنه ((العرض الذي يتقدم به شخص قانوني طبيعياً كان أم معنوياً، لمساهمي شركة معينة يعلن فيه رغبته في شراء ما لديهم من أسهم، مع تحديد حد أدنى لعدد الأسهم المطلوب شراؤها وبسعر يزيد عن عادةً عن سعر السهم في سوق الأوراق المالية، وذلك خلال فترة معينة))^(١٢). نلاحظ إن هذا التعريف بين وبصورة واضحة إن عرض الشراء يقدم من قبل شخص طبيعي أو معنوي، وبين خصائص العرض من حيث عدد الأسهم المستهدفة بالعرض وسعرها ومدة العرض.

من خلال كل ما تقدم من تعريفات، نستطيع بدورنا أن نضع تعريفاً لعروض شراء الأسهم بأنها ((تصرف قانوني يعلن بمقتضاه صاحب العرض للمساهمين في شركة ما، رغبته في شراء جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها، مقابل سعر محدد غالباً ما يكون أعلى من سعر التداول في السوق، وخلال فترة زمنية محددة)) .

لذا فإن عرض شراء الأسهم هو عملية قانونية تستهدف شراء نسبة من أسهم مساهمي الشركة المستهدفة بصفقة واحدة وخلال مدة زمنية محددة، وهذه النسبة قد تكون كل أسهم الشركة أو جزء منها، وفي كل الأحوال يجب أن تكون هذه النسبة كبيرة؛ لأن شراء نسبة ضئيلة من أسهم الشركة يمكن أن يكون من سوق الأوراق المالية بدلاً من الدخول في إجراءات عملية عرض الشراء^(١٣).

المطلب الثاني

خصائص عروض الشراء Buy Offers Properties

إن عروض شراء الأسهم تتسم بعدة خصائص تجعلها تتميز عن العمليات الأخرى المتعلقة بشراء أسهم الشركات، لذا سنكرس هذا المطلب لبيان هذه الخصائص والتي يمكن إجمالها بالآتي:

١- إن عروض شراء الأسهم هي إيجاب عام وبات^(١٤): فهي إيجاب عام؛ كون أن عرض الشراء يجب أن يطرح على جميع المساهمين في الشركة المستهدفة وبدون استثناء، وهذا استناداً إلى مبدأ المساواة فيما بين المساهمين. إلا إذا كان صاحب العرض يرغب في شراء فئة معينة من الأسهم كالأسهم العادية أو الممتازة، ففي هذه الحالة يتم طرح العرض على أصحاب الأسهم من الفئة التي يرغب في شرائها فقط، ومع ذلك يجب أن يكون العرض إيجاباً عاماً بالنسبة لحاملي الأسهم من الفئة محل العرض، أي أن يطرح العرض على جميع حاملي الأسهم من الفئة التي حددها صاحب العرض بدون تمييز فيما بينهم^(١٥).

وأن عرض الشراء هو إيجاب بات؛ لأن صاحب العرض عندما يقدم عرضه للمساهمين يعبر عن إرادة جازمة باتة تعكس عزمه على التعاقد وشراء الأسهم بمجرد قبول المساهمين البيع خلال مدة العرض، وهذا يعني أن عرض شراء الأسهم يكون ملزماً لصاحبه ولا يجوز له الرجوع عنه طالما إن العرض قد حددت له مدة معينة^(١٦).

٢- إن محل عملية عروض الشراء هو أسهم قابلة للتداول لها حق التصويت^(١٧)، أما المشرع المصري فقد مد نطاق عرض الشراء بالإضافة إلى الأسهم إلى السندات القابلة للتحويل إلى أسهم^(١٨)، أما في فرنسا فإن محل العرض يشمل الأسهم والصكوك الأخرى كشهادة الاستثمار وشهادات حقوق التصويت وغيرها^(١٩).

٣- أن عروض شراء الأسهم تمتاز بكونها ذات مدة محددة، أي إن العرض يبقى مفتوحاً لمدة معينة ويغلق بنهايتها، فلا يكون إلى ما لا نهاية، بل يبقى صالحاً لفترة من الزمن، حتى يستطيع المساهمون في الشركة المستهدفة دراسة العرض خلال هذه المدة، ومن ثم إبداء رأيهم فيه بالقبول أو الرفض.

٤- سعر عرض الشراء غالباً ما يكون مرتفعاً، أي إن سعر السهم بموجب العرض يكون أعلى من سعره في السوق، والغرض من ذلك هو تشجيعاً للمساهمين على بيع أسهمهم بموجب عرض الشراء^(٢٠).

٥- مقابل الوفاء الذي يلتزم صاحب العرض بدفعه، قد يكون في صورة نقدية وهذا ما يسمى بالعروض العامة للشراء النقدية (L Offers Publiques d achat)، وقد يكون في صورة عينية أي عن طريق المقايضة بمبادلة والسندات التي يمتلكها صاحب العرض بأسهم المساهمين في الشركة المستهدفة وهذا ما يسمى بعروض العامة للشراء التبادلية أو بالمبادلة (L Offres Publiques d Echange)، وقد يكون المقابل مختلطاً أي جزء منه نقدي والجزء الآخر مبادلة وهذا ما يطلق عليه بعرض الشراء المختلط^(٢١).

٦- إن الهدف من عملية عروض الشراء هو تملك كل أو جزء كبير من أسهم الشركة المستهدفة إما لغرض السيطرة عليها، أو لغرض استثمار أسهمها، وإن التمييز بين النوعين يرجع إلى كمية أو نسبة الأسهم التي يرغب صاحب العرض في الاستحواذ عليها، فإذا كانت هذه النسبة تشكل معظم أسهم الشركة أو نسبة تكفي للسيطرة عليها، فالعرض يكون بنية السيطرة على الشركة المستهدفة، إما إذا كانت النسبة قليلة لا تكفي للسيطرة على الشركة فعرض الشراء يكون بنية الاستثمار^(٢٢).

٧- أن عروض شراء الأسهم تقدم من الأشخاص الطبيعية والمعنوية، وإن صاحب لعرض قد يكون شخص واحد يعمل بصورة منفردة، أو قد يكون مجموعة من الأشخاص يعملون بالاتفاق فيما بينهم^(٢٣). لذا يمكن لأي شخص طبيعي أن يمتلك معظم أسهم شركة معينة ويسيطر عليها، وهذا ما حصل عندما سيطر الملياردير الأمريكي مالكولم غليزر (Malcom Glazer) على نادي مانشستر يونايتد الانكليزي لكرة القدم (Manchester United) في أيار عام ٢٠٠٥ بعدما اشترى أكبر حصة فيه وجمع ٧٠% من أسهمه، بمبلغ يقدر (٧٩٠) مليون باوند استرليني، أي ما يعادل (١,٥) مليار دولار). حيث إن النوادي الرياضية في أوروبا والولايات المتحدة وفي العديد من دول العالم هي شركات مسجلة في أسواق الأوراق المالية في بلدانها، وترتفع أو تنخفض قيمة أسعار أسهمها تبعاً لما تحققه من أرباح عند حصولها على بطولات رياضية أو عند بيعها أو إعارتها للاعبين إلى أندية أخرى مقابل مبالغ مالية أو نحو ذلك، سيما وإن نادي مانشستر مقيد في سوق لندن للأوراق المالية^(٢٤).

٨- أن تقديم عرض الشراء يجب أن يكون مكتوباً، وهذا الشرط يفهم ضمناً من إجراءات تقديم العرض، ومنها تقديم مشروع العرض ومذكرة معلومات إلى الهيئة المشرفة على العرض، ويجب أن يتضمن كل منهما على مستندات ومعلومات تتعلق بصاحب العرض وبالعرض ذاته، عن العرض، فضلاً عن إعلان العرض للمساهمين قد يكون من خلال النشر في الصحف، وهذا ما لا يتصور معه أن يكون العرض شفافاً^(٢٥).

٩- إن عرض شراء الأسهم يعد عملاً تجارياً، لأنه يتعلق بالتعامل بأسهم وسندات الشركات^(٢٦).

١٠- إن عروض الشراء تعد وسيلة لإعادة هيكلة ملكية رأس مال الشركة المستهدفة دون التضحية بشخصيتها القانونية، حيث إن نجاح عرض الشراء يؤدي إلى دخول صاحب العرض كمساهم جديد في الشركة بمقدار الأسهم التي استحوز عليها بموجب العرض، وبالمقابل خروج المساهمين من الشركة بمقدار الأسهم التي وافقوا على بيعها، ولكن دون التأثير على شخصية الشركة المستهدفة حيث تظل الأخيرة قائمة ومستمرة في مزاولة نشاطها الذي تأسست من أجله^(٢٧).

١١- إن عروض شراء الأسهم تعد من الوسائل التي تؤدي إلى إنشاء التركزات الاقتصادية فيما بين المشروعات^(٢٨)، والتي تعد من الظواهر الحديثة في مجال الأعمال، إذ تتحول بموجبها المشروعات الاقتصادية الصغيرة إلى مشروعات كبيرة، بشرط أن لا يؤدي ذلك إلى الإخلال بمبدأ المنافسة المشروعة، أو إنشاء أو تقوية مركز مسيطر أو وضع احتكاري لصاحب العرض في السوق المعنية^(٢٩).

المطلب الثالث

أهمية عروض شراء الأسهم Importance of stock offers

إن عروض شراء الأسهم هي إحدى العمليات القانونية التي بموجبها تنتقل ملكية أسهم الشركة المستهدفة من المساهمين المالكين لها إلى صاحب العرض، وهذا الأمر يمكنه أن يؤدي إلى إعادة هيكلة الشركات المتعثرة أو المهتدة بالإفلاس من خلال قيام صاحب العرض بتمويل هذه المشروعات ومساعدتها على استعادة نشاطها، مما يجعلها في وضع أفضل وتحقيق عائد ربح أكبر، وهذا ما يمكنه أن يؤثر إيجاباً على سوق الأوراق المالية والاقتصاد الوطني على حدٍ سواء.

لذا سنحاول أن نسلط الضوء في هذا المطلب على أهمية عروض الشراء، بالنسبة للأطراف المعنية كصاحب العرض أو الشركة المستهدفة ومساهميها، وكذلك أهميتها بالنسبة لسوق الأوراق المالية والاقتصاد الوطني للدولة، وذلك من خلال على ثلاثة فروع ، نخصص الأول لأهميته بالنسبة لصاحب العرض، والثاني لأهميته بالنسبة للشركة المستهدفة ومساهميها، في حين سيكون الفرع الثالث لأهمية عروض الشراء بالنسبة لسوق الأوراق المالية والاقتصاد الوطني.

الفرع الأول

أهمية عروض الشراء بالنسبة لصاحب العرض

Importance of the offers to the bidder

إن نظام عروض الشراء يسمح لصاحب العرض شراء نسبة كبيرة من أسهم الشركة المستهدفة بصفقة واحدة وبسعر واحد يتم الاتفاق عليه ما بين صاحب العرض والشركة المستهدفة ممثلة بأعضاء مجلس إدارتها، وهو ما لا يمكن حدوثه عند الشراء من أسواق الأوراق المالية؛ لأن الشراء من هذه الأسواق يتطلب إبرام صفقات متعددة وبأسعار مختلفة مع مساهمين متعددين. سيما وإن عروض الشراء هي الوسيلة الأكثر شيوعاً للسيطرة على الشركات^(٣٠)، من خلال تملك جميع أو أغلبية أسهم الشركة المستهدفة والتي تشكل جزء من رأس المال وتتمتع بحق التصويت^(٣١)، فملكية هذه الأسهم تمكن صاحب العرض من إعادة تشكيل مجلس إدارة الشركة، كتبديل الأعضاء الموجودين بأعضاء جدد، أو التحكم في القرارات الصادرة عنه، وكذلك التصويت على القرارات التي تصدر من الهيئة العامة، ومن ثم يكون له الحق في تسيير أمور الشركة وفقاً لخطته وأهدافه^(٣٢). سيما وإن عروض شراء الأسهم تسمح لصاحب العرض تحقيق أهداف مالية عندما يسعى إلى استثمار الأسهم التي حصل عليها في إطار العرض، من خلال شراء هذه الأسهم وبيعها بعد مدة زمنية معينة وتحقيق أرباح من عائد البيع، مستفيداً بذلك من الفرق ما بين الثمن الذي اشترى به وثمان البيع.

مثال ذلك العرض الذي تقدمت به شركة دبي انترناشونال كابيتال هي إحدى الشركات التابعة لشركة دبي القابضة في ١٣/١/٢٠٠٥ ، لشراء كمية من أسهم شركة دايملر كرايسلر (Daimler Chrysler) الألمانية الأمريكية وهي ثاني أكبر شركة لصناعة السيارات في العالم والمالكة للمرسيدس^(٣٣)، والتي اكتسبت بموجبه نسبة لا تزيد عن ٥% من أسهم الشركة الأخيرة، بقيمة

مليار دولار أي ما يعادل (٧٦٧) مليون يورو^(٣٤)، فالنسبة التي تم الاستحواذ عليها لا تؤدي إلى السيطرة على الشركة، لذا فإن شركة دبي لم تسيطر على إدارة شركة (Daimler Chrysler) بل أصبحت مساهماً فيها ولغرض الاستثمار، والدليل على ذلك إن شركة دبي اشترت الأسهم في كانون الثاني عام ٢٠٠٥ بسعر ٣٢ يورو للسهم الواحد وبعد مدة زمنية خفضت حصتها في شركة دايملر كرايسلر أي باعت جزء من أسهمها في الشركة الأخيرة لتحقيق أرباح من ارتفاع أسعار الأسهم، حيث بلغ سعر السهم (٥٥,٢١) يورو، وهذا يعني إي إن سعر البيع يرتفع بمقدار (٧٢,٥%) عن سعر الشراء^(٣٥). لذلك فإن عروض الشراء لا يكون الهدف منها دائماً هو السيطرة على الشركة المستهدفة، بل قد تكون بهدف الاستثمار.

وهذا ما نجده واضحاً بالنسبة لشركات الاستثمار^(٣٦) وصناديق الاستثمار^(٣٧) وشركات رأس المال المخاطر^(٣٨)، فهذه الشركات غرضها الرئيسي هو تملك شركات ذات جدوى اقتصادية والاستمرار في تملكها لفترة من الزمن تتراوح بين ٣-١٠ سنوات، ثم تقوم بإعادة بيعها إلى مستثمر مالي استراتيجي أو إلى شركة عاملة في ذات مجال الشركة المستهدفة أو طرحها في سوق الأوراق المالية، ويكون البيع بسعر أعلى من سعر الشراء وبذلك يحقق ربح من الفرق بين السعرين. ويطلق على هذه العروض عروض الشراء من أجل الاستثمار (Offers de Placement)^(٣٩).

الفرع الثاني

أهمية عروض الشراء بالنسبة للشركة المستهدفة والمساهمين

Importance of purchase offers for the target company and shareholders

تتمثل أهمية عروض الشراء بالنسبة للشركة المستهدفة (Targeted Company)^(٤٠): من حيث إن نظام عروض شراء الأسهم له دور في إعادة هيكلة الشركات التي تعاني من قصور في التمويل أو خلل في الإدارة، عن طريق تمويل هذه الشركات ومساعدتها على استعادة نشاطها ونموها وتطوير الإدارة فيها، ومن ثم تحويلها إلى شركات نشطة تحقق أرباح أو تزيد من ربحيتها^(٤١)، ويتم ذلك من خلال قيام صاحب العرض في إدخال النظم الحديثة في الإدارة والإنتاج واستخدام التكنولوجيا المتقدمة والخبرات الفنية والصناعية، وهذا ما يؤدي إلى تحسين الإنتاجية

وتطوير الأنظمة الإدارية والمالية للشركة المستهدفة. لذا فإن عروض شراء الأسهم غالباً ما تقوم بها شركات عملاقة ذات رؤوس أموال ضخمة وتستخدم تكنولوجيا متقدمة في أعمالها، ولها القدرة على المنافسة^(٤٢). وقد تنتهز الشركة صاحبة العرض فرصة تعرض الشركة المستهدفة لأزمات مالية تؤدي إلى انخفاض قيمة أسهمها أو تعرضها للإفلاس، فتبادر الشركة الأولى إلى تقديم عرض لشراء أسهم تلك الشركة بأقل من قيمتها الحقيقية مستفيدةً من ظروفها المالية. وهذا ما حدث لشركة دايو (Daewoos) الكورية الجنوبية لصناعة السيارات، حيث مرت بأزمة مالية في عام ١٩٩٩ نتيجة للأزمة المالية الآسيوية التي حدثت في عامي ١٩٩٧ و١٩٩٨ واقتربت من الإفلاس حيث بلغت ديونها (٢٤,٧) تريليون وون أي (١٩,١٨ مليار دولار) بالمقارنة مع موجوداتها التي تبلغ (٧,٩) تريليونات وون، فانتهزت شركة جنرال موتورز (General Motors) (GM) الأمريكية لصناعة السيارات هذه الفرصة واكتسبت ملكية معظم أسهمها بالشكل الذي يضمن السيطرة عليها وذلك في ٢٠٠٢/٤/٣٠، وبذلك أصبحت شركة دايو تابعة لشركة جنرال موتور باسم جديد هو (GM Daewoo) وقد بدأت الشركة التابعة تمارس عملها تحت إشراف الشركة القابضة في تشرين الأول عام ٢٠٠٢^(٤٣).

فضلاً عن ذلك فإن نظام عروض الشراء يجعل مجلس إدارة الشركة المستهدفة الذي لم يرغب بعرض الشراء المقدم للشركة، أن يسعى إلى إدارة الشركة بطريقة صارمة وحازمة للحيلولة من تدني أسعار أسهمها في السوق، من أجل كسب ثقة المساهمين، وعدم التنازل عن أسهمهم لصاحب العرض بعد طرح العرض عليهم؛ لأن فشل الإدارات في تحسين شركاتها، وإخلالهم بواجباتهم من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض قيمة أسهم الشركة وإصابتها بالخسائر، ومن ثم تكون هدفاً سهلاً للاستحواذ عليها. وهذا يعني إن عروض شراء الأسهم تعد وسيلة للتخلص أعضاء مجلس الإدارة الذين لا يتمتعون بالخبرة الكافية واللازمة لإدارة شركتهم، خاصة أولئك الذين يسعون إلى تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح الشركة^(٤٤).

أما أهمية عروض الشراء بالنسبة للمساهمين في الشركة المستهدفة: فتتمثل في إن عروض الشراء تضمن تحقيق المساواة فيما للمساهمين، حيث أن من أهم المبادئ التي يقوم عليها نظام عروض الشراء هو ضرورة أن يكون العرض مقدماً إلى جميع المساهمين في الشركة وليس مقصوراً على بعضهم دون الآخر، فضلاً عن كونه يقدم بسعر واحد، وكذلك تتحقق المساواة فيما بين المساهمين من حيث المعلومات التي يحصلون عليها، والإجراءات اللازمة لإتمام العرض^(٤٥).

سيما وإن سعر الأسهم في إطار عرض الشراء يكون أعلى من سعر تداولها في السوق، وهذا بحد ذاته يحقق فائدة للمساهمين^(٤٦).

وإن أهمية عرض الشراء لا تقتصر على المساهمين الراغبين في البيع بموجب العرض، وإنما يتعدى ذلك إلى المساهمين الأقلية الذين لم يقبلوا بيع أسهمهم لصاحب العرض وقرروا البقاء في الشركة، حيث إن نظام عروض الشراء يسمح لهم بالخروج والانسحاب من الشركة بعد انتهاء فترة سريان العرض، وذلك من خلال عروض الشراء الإجبارية وعروض الانسحاب، كي لا يكونوا مضطرين إلى الرضوخ لقرارات الأغلبية الذين انتقلت إليهم ملكية رأس مال الشركة بموجب عرض الشراء^(٤٧).

الفرع الثالث

أهمية عروض الشراء بالنسبة لسواق الأوراق المالية والاقتصاد الوطني

Importance of purchase offers for stock markets and the national economy

فبالنسبة لسوق الأوراق المالية^(٤٨): إن نظام عروض الشراء يضمن تحقيق أكبر قدر من الشفافية في السوق؛ وذلك لأن مبادئ نظام عروض الشراء تفرض على صاحب العرض ضرورة الإفصاح إلى الهيئة المشرفة على العرض عن كل تفاصيل العرض من حيث السعر والمدة وكمية الأسهم وغيرها، وكذلك المعلومات والبيانات المتعلقة بشخصية صاحب العرض والأشخاص المرتبطة به؛ كي تستطيع الهيئة تقدير أهمية وفائدة العرض وبالتالي الموافقة عليه أو رفضه.

كما إن لعروض الشراء أهمية في تنشيط سوق الأوراق المالية من حيث إن سعر الأسهم في إطار العرض يكون أعلى من سعر السوق، وهذا يعني إن سعر السهم المراد شراؤه بموجب العرض لا يعكس قيمته الحقيقية^(٤٩)، الأمر الذي يؤدي إلى ازدياد الطلب على أسهم الشركة المستهدفة بالعرض، وهذا ما يؤدي إلى القضاء على حالة الركود داخل السوق وزيادة حجم التداول فيه^(٥٠).

أما أهمية عروض الشراء بالنسبة للاقتصاد الوطني: فتتمثل في كون إن عروض الشراء تعد وسيلة لتحقيق أهداف إستراتيجية من خلال التوسع الجغرافي للمشروعات، أو تملك شركات ذات

سمعة دولية جيدة أو علامة تجارية مشهورة. ويتحقق هذا التوسع عن طريق شراء صاحب العرض أسهم شركات تباشر نشاطها في ذات المنطقة الجغرافية المتواجد فيها نشاطه، أو في منطقة جغرافية أخرى، مما يساعد على نمو شركاته بسرعة، وتوسعها في أماكن جديدة دون الحاجة إلى إنشاء مشروعات أو فروع جديدة وما يستتبع ذلك من إجراءات وتكاليف^(٥١). كما لو قامت إحدى الشركات الأمريكية بشراء أسهم شركة إنكليزية من خلال عرض الشراء، وكانت الشركة الأخيرة لها نشاط اقتصادي معين في أوروبا الشرقية أو الشرق الأوسط، فعرض الشراء في هذه الحالة جعل صاحب العرض (الشركة الأمريكية) يتوسع إقليمياً بشكل سريع، من خلال تملك مشروعات قائمة بدلاً من إنشاء مشروعات جديدة والتي قد تستغرق عدة سنوات وتكلف نفقات باهظة^(٥٢).

المبحث الثاني

تمييز عروض شراء الأسهم من الأنظمة المشابهة لها

Distinguish stock offers from similar systems

إن عروض شراء الأسهم عملية قانونية يتم بموجبها طرح عرض شراء على مساهمي شركة ما، بغية شراء الأسهم التي يمتلكونها، وعند نجاح العرض وإتمامه يحل صاحب العرض محل المساهمين بمقدار الأسهم التي تملكها. ولكن هذا لا يؤثر على الكيان القانوني للشركة المستهدفة حيث تبقى الأخيرة محتفظة بشخصيتها القانونية بالرغم من انتقال كل أو جزء أسهمها إلى صاحب العرض. ويتم ذلك بموجب إتباع إجراءات قانونية خاصة نصت عليها القوانين المنظمة لعروض شراء الأسهم.

ومن هذا نجد إن عروض شراء الأسهم تختلف عن بعض الأنظمة القريبة منها، كالعروض العامة لبيع الأسهم، وشراء الأسهم من سوق الأوراق المالية بموجب إجراءات التداول في السوق، وكذلك اندماج الشركات.

لذا لا بد لنا من أن نميز عروض الشراء من هذه الأنظمة، لنرى أوجه الشبه والاختلاف بينهما، وبماذا تتميز عروض الشراء عنها، هذا ما يدفعنا إلى تقسيم هذا المبحث على ثلاثة مطالب، سنخصص الأول لتمييز عروض الشراء من العروض العامة لبيع الأسهم، والثاني لتمييزها من

شراء الأسهم من سوق الأوراق المالية، أما المطلب الثالث فسنتناول فيه تمييز عروض الشراء من اندماج الشركات.

المطلب الأول

تمييز عروض شراء الأسهم من العروض العامة لبيع الأسهم

Distinguish stock offerings from public offerings to sell shares

إن عروض شراء الأسهم (OPA)^(٥٣) كما تبين لنا هي إيجاب يصدر من صاحب العرض سواء كان شخص طبيعي أو معنوي يوجه إلى المساهمين في شركة معينة بهدف شراء كل أو جزء الأسهم التي يمتلكونها. أما العروض العامة لبيع الأسهم (OPV)^(٥٤) فهي العملية العكسية لعروض الشراء، هي عرض يقدم من قبل الشركة لبيع أسهمها على الجمهور.

فقد عرف مشروع قانون الأوراق المالية العراقي في المادة (٣/غ) من القسم (٢) العرض العام (هو عرض لبيع أو دعوى لتقديم عروض أو اكتتابات لشراء أي ورقة مالية يتم الإعلان عنها لأكثر من ٢٥ شخصاً، باستثناء المستثمرين الاعتباريين، ويشمل ذلك عرضاً يتضمن إعلان عام أو اكتتاب عام أو استعمال الإنترنت أو غير ذلك من وسائل الإعلام أو الإعلان العامة).

فعروض البيع هي عملية عرض الأوراق المالية التي تملكها الشركة لبيعها للجمهور أو دعوة الجمهور لتقديم عروض لشراء هذه الأوراق، وحتى يكون العرض عاماً يجب أن يتم الإعلان عنه لأكثر من ٢٥ شخص طبيعي بالإضافة إلى الأشخاص المعنوية، ويتم الإعلان بأية وسيلة من وسائل الإعلام.

أما المادة (١) من نظام السوق المالية السعودي فقد عرفت طرح أو عرض الأوراق المالية هي (إصدار أوراق مالية أو دعوة الجمهور للاكتتاب فيها أو الترويج لها بشكل مباشر أو غير مباشر أو أي تصريح أو بيان أو اتصال يعتبر من حيث الأثر المترتب عليه بيعاً أو إصداراً أو عرضاً للأوراق المالية، ولا يشمل ذلك المفاوضات الأولية أو العقود المبرمة مع متعهدي التغطية بينهم).

كما عرف أيضاً بأنه (طرح كل أو جزء من أسهم رأس مال الشركة للبيع للجمهور في سوق الأوراق المالية بسعر محدد)^(٥٥).

وعرف كذلك بأنه (بيع كل أو جزء أسهم إحدى الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية والذي يكون مملوكاً لأحد الأفراد أو الجهات المالكة لنسبة كبيرة من أسهم هذه الشركة وفقاً لشروط معينة تعلن للجمهور غير محددة سلفاً، على أن يتم تنفيذ عملية الطرح من خلال السوق الثانوية)^(٥٦).

وتتم عملية العروض العامة لبيع الأسهم عن طريق إخطار المستثمرين أو الجمهور من جانب الشركة أو كبار المساهمين فيها بصورة علنية برغبتها في بيع كل أو جزء أسهمها بسعر محدد أو قابل للتحديد وخلال فترة زمنية محددة، ويتم ذلك بموجب عقد بيع محله تلك الأسهم المراد بيعها وأطرافه هم الشركة المالكة للأسهم والمستثمر المشتري، وإن الراغب في الشراء يرسل أوامر الشراء خلال فترة العرض إلى الوسطاء الماليين الذين يتعامل معهم أو القائمين بتنفيذ عملية العرض^(٥٧)، وبعد ذلك اختيار أفضل العروض المقدمة سواء من الناحية المالية، أو القدرة على الاستغلال الأمثل، ويجب أن يقوم ذلك على المنافسة الحرة المشروعة والمساواة بين المتنافسين^(٥٨).

وإن عروض بيع الأسهم تعد من الأساليب والطرق التي يعمل بها في إطار خصخصة المشروعات العامة (تحويلها من القطاع العام إلى القطاع الخاص) وتوسيع نطاق الملكية الخاصة، ويتم ذلك من خلال قيام الشركة العامة بعرض كل أو جزء أسهمها للبيع لجمهور المستثمرين، فإذا كان العرض يشمل كل الأسهم فتتحول الشركة العامة إلى شركة خاصة، أما إذا كان العرض يشمل جزء من أسهم الشركة فتتحول إلى شركة مختلطة، وهذا ما يسمى بالعرض الجزئي^(٥٩).

وهناك صورة خاصة للعروض العامة لبيع الأسهم تتمثل في عرض أسهم الشركة لأشخاص محددين بصفاتهم وهو ما يطلق عليه البيع لمستثمر رئيسي أو الطرح الخاص (private placement)^(٦٠). ويقصد به وفقاً لدليل الطرح الخاص الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية لعام ٢٠٠٧، بأنه (تلك العمليات التي تتناول عرض أوراق مالية لفئات معينة من المستثمرين تتضمن المحترفين من المؤسسات المالية (بنوك، شركات تأمين، صناديق معاشات، صناديق الاستثمار، شركات إدارة، محافظ مالية) والمستثمرين من الأفراد ذوي الخبرة والملائمة المالية العالية)^(٦١).

كما ما أشارت إليه أيضاً المادة (٩) من لائحة طرح الأوراق المالية السعودية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم ٢-١١-٢٠٠٤ وبتاريخ ٤/١٠/٢٠٠٤ والمعدلة بقرار رقم ١-٢٨-٢٠٠٨ وبتاريخ ١٨/٨/٢٠٠٨، والتي نصت على الحالات التي يكون فيها الطرح خاصاً بالنص على أنه (أ- يكون طرح الأوراق المالية طرحاً خاصاً في أي من الحالات الآتية:

(١) إذا كانت الأوراق المالية صادرة عن حكومة المملكة أو عن هيئة دولية تعترف بها الهيئة. (٢) إذا كان الطرح مقصوراً على مستثمرين ذوي خبرة. (٣) إذا كان الطرح محدوداً).

وعرف أيضاً بأنه (عرض أوراق مالية للبيع سواء كان ذلك من قبل الشركة المصدرة ذاتها أو أحد مساهميها الذي يمتلك نسبة من الأسهم تسمح له بذلك، وسواء كان ذلك في السوق الأولي (سوق الإصدار) أو في السوق الثانوي (سوق التداول)، لفئات معينة من المستثمرين (أشخاص طبيعيين أو أشخاص اعتباريين) يطلق عليهم الأشخاص المؤهلين، بحيث لا يلتزم الطارح في مواجهتهم بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق محل الطرح بذات الدرجة التي يلتزم بها عند طرح الأوراق المالية من خلال اكتتاب عام أو طرح عام)^(٦٢).

وهذا يعني إن العرض بموجب الطرح الخاص لا يكون عرضاً عاماً موجهاً إلى أشخاص غير محددين، بل يكون عرضاً خاصاً لبعض المستثمرين دون غيرهم، يتم ترشيحهم لأسباب موضوعية كالكفاءة المالية والخبرة الإدارية وغيرها^(٦٣).

ويتم اللجوء إلى أسلوب الطرح الخاص عندما يكون حجم الشركة العامة المراد بيع أسهمها صغير بحيث إن طرح هذه الأسهم بإسلوب العرض العام لا يناسبها وقد لا يكون من صالحها؛ لأنه يكلف نفقات لا تتناسب مع حجمها، خاصةً إذا لم يسفر عنه بيع كل الأسهم المطروحة فهذا ما يكلف الشركة نفقات كبيرة في الإعلان ومصاريف الوسطاء وعمولات البنوك، لذا فقد تلجأ الشركة إلى بيع الأسهم إلى مستثمر واحد أو مجموعة مختارة من المستثمرين من الوطنيين أو الأجانب، أو إلى مؤسسات خاصة^(٦٤). كما يتم اللجوء إلى أسلوب الطرح الخاص عندما تكون الشركة بحاجة إلى تكنولوجيا حديثة أو إلى الدخول للأسواق العالمية، أو إذا كانت الشركة العامة تعاني من انخفاض مستوى الكفاءة والعجز المالي أو الضعف الإداري، ففي هذه الحالة تسعى الشركة إلى بيع أسهمها لمستثمر أجنبي أو إلى مستثمرين الذين تتوافر فيهم الملاءة المالية العالية والخبرة في مجال الأوراق المالية، من أجل تحقيق أهدافها^(٦٥). فضلاً عن إن أسلوب الطرح الخاص يتيح للشركة الفرصة لاختيار المشتري الملائم، كما يتسم بالمرونة في عملية البيع لمحدودية الفئة المخاطبة بها، كونه يعرض على عدد محدود من الأشخاص^(٦٦).

وبعد هذه المقدمة يجدر بنا الآن أن نبين أوجه الشبه والاختلاف ما بين عروض شراء الأسهم وبين العروض العامة لبيع الأسهم وذلك على فقرتين، وكالاتي:

أولاً: أوجه الشبه :

- ١- إن كل من عملية عروض شراء الأسهم والعروض العامة لبيع الأسهم تتم في سوق التداول (السوق الثانوية)^(٦٧)، لأن كل منهما عملية بيع وشراء أسهم سبق إصدارها.
- ٢- إن كل منهما يقع على أوراق مالية أسهم وسندات مملوكة لشركة ما .
- ٣- إن كل منهما يحقق ذات النتيجة وهي انتقال ملكية أسهم الشركة إلى المشتري الذي سوف يصبح مساهم أو مالك جديد للأسهم بدلاً من المساهمين الذين باعوا أسهمهم .
- ٤- كل منهما يوجه للكافة، حيث إن عروض الشراء توجه لكافة المساهمين في الشركة المستهدفة، والعروض العامة للبيع توجه لكافة الأشخاص من الجمهور.

ثانياً: أوجه الاختلاف :

- (١) من حيث الهدف: إن صاحب العرض في عروض شراء الأسهم يهدف إلى تملك كل أو جزء أسهم المساهمين في الشركة المستهدفة، من أجل السيطرة عليها أو استثمارها^(٦٨). بينما في العروض العامة للبيع تهدف الشركة صاحبة العرض إلى بيع كل أو جزء أسهمها، إما لغرض خصخصة المشروعات العامة عن طريق بيع أسهمها إلى أشخاص القطاع الخاص^(٦٩)، أو لغرض بيع الأسهم لمستثمرين ذو خبرة وكفاءة مالية من أجل النهوض بالشركة وإعادة هيكلتها^(٧٠).
- (٢) من حيث جهة تقديم العرض: تقدم عروض الشراء من قبل المستثمر (صاحب العرض) الذي يعرض بموجبه على المساهمين في الشركة المستهدفة رغبته في شراء الأسهم التي يمتلكونها. في حين إن عروض البيع يقدم العرض فيها من جانب الشركة التي ترغب في بيع أسهمها.
- (٣) من حيث الطبيعة القانونية للتصرف: إن عروض الشراء هي إيجاب عام بات يوجه إلى مساهمي الشركة المستهدفة لشراء أسهمهم بسعر محدد^(٧١). أما العروض العامة للبيع فقد تكون إيجاب عندما يتم طرح الأسهم للبيع مع تحديد سعر السهم ونوع الأسهم المطروحة للبيع وأنشطة الشركة مع وصف تحليلي لإصولها والمشاكل التي تواجهها وغيرها، ففي هذه الحالة يكون الطرح من جانب الشركة هو الإيجاب وإقبال المستثمرين للشراء هو القبول. وقد تكون دعوة للتفاوض، وذلك عندما يتم الإعلان عن بيع الأسهم من دون تحديد لشروط البيع، أي عندما تدعو الشركة المستثمرين للتقدم بعروض لشراء أسهمها المعلن عنها، فإذا ما تقدم أحد المستثمرين بعرض

شراء، بعد دراسة أوضاع الشركة المالية، وأحوال الطلب والعرض على أسهمها في السوق، يعد هذا العرض إيجاباً من جانب المستثمر (صاحب العرض)، والشركة هنا يمكنها قبول العرض أو رفضه، ويؤخذ في الاعتبار عند المفاضلة بين العروض المقدمة للشراء، خطة مقدم العرض في تطوير المشروع وتنميته، وإبقاء العاملين في الشركة وتنمية قدراتهم ومهاراتهم، فضلاً عن سعر العرض^(٧٢).

٤) من حيث الأشخاص الذي يقدم إليهم العرض: إن عروض الشراء يقدم إلى المساهمين في الشركة المستهدفة دون تمييز فيما بينهم وذلك استناداً إلى قاعدة المساواة بين جميع المساهمين في كافة شروط العرض. بينما نجد أن العروض العامة للبيع إذا كان في صورة الطرح الخاص بالشركة تطرح أسهمها للبيع إلى فئة معينة من المستثمرين دون غيرهم وهم من ذوي الملاة المالية والخبرة، أما إذا كان العرض عاماً فيتم طرح الأسهم على أشخاص غير محدد من الجمهور.

٥) من حيث السوق الذي يتم فيه العرض: إن عروض الشراء تتم دائماً في سوق التداول (السوق الثانوية) لأن العرض وسيلة لتداول أسهم أصدرتها الشركة مسبقاً. بينما نجد إن العروض العامة للبيع إذا كانت في صورة الطرح الخاص قد تتم في السوق الأولية أو في سوق التداول، فالشركة عند تأسيسها أو عند زيادة رأس مالها قد تطرح كل أو جزء أسهمها طرماً خاصاً في السوق الأولية^(٧٣)، وقد يتم العرض في السوق الثانوية (سوق التداول) عندما تقوم الشركة أثناء حياتها بطرح جانب من أسهمها في سوق التداول، لغرض بيعها على جهات أو أفراد معينة^(٧٤).

٦) يلتزم صاحب العرض في عروض شراء الأسهم بالمبادئ العامة لعروض الشراء كالمساواة والشفافية ونزاهة التعامل في السوق، ومراعاة مصالح الشركة المستهدفة ومساهميها. بينما نجد إن الشركة عندما تطرح أسهمها للبيع بموجب عروض البيع تلتزم بالقواعد العامة في التعاقد كالتعامل بحسن نية وعدم الإضرار بالمتعاقدين الأخر عن طريق الغش والخداع من أجل إتمام العملية^(٧٥).

المطلب الثاني

تمييز عروض الشراء من عملية شراء الأسهم من سوق الأوراق المالية

Distinguish purchase offers from the stock purchase process from the stock market

يقصد بعملية شراء الأسهم من السوق: هو شراء أسهم شركة معينة من السوق المدرجة فيها أسهمها من خلال عمليات التداول، وهذا ما يطلق عليه بعملية تجميع الأسهم من السوق المفتوحة^(٧٦).

وقد أشارت إليه المادة (٣٣١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على أنه (.... يجوز لكل شخص يرغب في الاستحواذ على أسهم في رأس مال إحدى الشركات الخاضعة لأحكام هذا الباب بما لا يجاوز ثلث رأس المال أو ثلث حقوق التصويت فيها إتمام العمليات وفقاً لقواعد التداول السارية بالبورصة دون الالتزام بتقديم عرض شراء. كما يجوز إتمام هذه العمليات من خلال عمليات محمية طبقاً للقواعد والإجراءات التي تصدرها البورصة وتعتمدها الهيئة).

نلاحظ إن عملية شراء الأسهم من السوق تتشابه مع عملية عروض الشراء من النواحي الآتية:

١- إن كلتا العمليتين يقصد منها تملك أسهم شركة معينة عن طريق شرائها من المساهمين الذين يمتلكونها متى ما رغبوا بالبيع، بحيث يخرج المساهم البائع من الشركة ويصبح المشتري مساهم جديد بقدر ما تملكه من أسهم.

٢- إن الشراء في كلا العمليتين يتم من خلال وسيط مرخص له بذلك، من خلال إصدار أوامر الشراء^(٧٧) من قبل الراغب في شراء الأسهم^(٧٨).

ومع ذلك نجد إن هناك اختلافات ما بين العمليتين من حيث :

(١) الإجراءات المتبعة: إن شراء الأسهم عن طريق عروض الشراء تتطلب إتباع إجراءات تنفيذية خاصة نصت عليها القوانين واللوائح المتعلقة بها، بينما نلاحظ إن شراء الأسهم من السوق مباشرةً يطبق عليها القواعد الخاصة بالتداول في السوق وهي إجراءات مبسطة وأقل تعقيداً مما هو عليه في عروض الشراء^(٧٩).

٢) التفاوض مع البائع: إن عروض الشراء لا تتم بموجب مفاوضات مباشرة بين المشتري (صاحب العرض) والبائعين (المساهمين)، فلا تكون هناك صلة مباشرة بينهم في أغلب الأحيان، حيث يتم تقديم العرض في صورة إعلان يوجه إلى مساهمي الشركة يتضمن شروط وأحكام العرض، وعلى المساهمين إما أن يوافقوا على العرض أو يرفضوه. بينما نجد إن عملية شراء الأسهم من السوق تتم بموجب مفاوضات واتفق ببيع ما بين البائع والمشتري، بواسطة الوسطاء المرخص لهم بذلك ما دامت الأسهم مقيدة في سوق الأوراق المالية^(٨٠).

٣) من حيث السعر: إن صاحب العرض في عملية عروض الشراء يشتري الأسهم بسعر واحد من جميع المساهمين القابلين للبيع خلال مدة العرض، سيما وإن سعر الشراء يكون أعلى من سعر السوق في الغالب. بينما نجد أن شراء الأسهم من السوق لا يكون بسعر واحد وإنما بأسعار مختلفة؛ تبعاً لسعر السهم في السوق لحظة الشراء، ومن المعروف إن أسعار الأسهم تخضع لقوى الطلب والعرض ومن ثم فإن قيمتها معرضة للارتفاع والانخفاض^(٨١).

٤) من حيث الغرض: إن عملية عروض الشراء إما أن يكون الغرض منها هو السيطرة على الشركة المستهدفة بالعرض من خلال شراء أغلبية أسهمها، أو استثمار هذه الأسهم عن طريق شرائها بموجب العرض وبيعها بعد مدة معينة والاستفادة من الفرق بين القيمتين. أما عملية شراء الأسهم من السوق ففي الغالب يكون الغرض منها هو الاستثمار، ولكن في أحيان أخرى تهدف إلى السيطرة على الشركة من خلال تجميع أسهمها بشرائها من السوق، إلا إن السيطرة في هذه الحالة تستغرق وقت طويلاً؛ لأن شراء الأسهم لا يتم دفعة واحدة بل على دفعات متعاقبة وبكميات مختلفة، خاصةً إذا كان رأس مال الشركة كبير، ففي هذه الحالة يستوجب شراء نسبة كبيرة من الأسهم حتى يتمكن من السيطرة. فضلاً عن إن السيطرة في هذه الحالة تكلف نفقات باهظة أكثر مما هو عليه في عروض الشراء؛ لأن الشراء يتم على فترات طويلة ومتلاحقة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهم هذه الشركة بسبب الطلب المستمر عليها^(٨٢).

٥) من حيث مدة الشراء: إن عروض الشراء تتم خلال مدة زمنية معينة؛ لغرض إمهال المساهمين مالكي الأسهم محل العرض الوقت الكافي لدراسة العرض ومعرفة مزاياه وعيوبه واتخاذ القرار الاستثماري الصحيح. أما عملية شراء الأسهم من السوق، فيتم تنفيذها في نفس اللحظة التي يبدي فيها الطرفين رغبتهم في التعاقد من دون أن يكون هناك مدة معينة للبائع في التفكير والاستشارة حول البيع^(٨٣).

لذلك فإن الشخص الذي يريد تملك أسهم شركة معينة من خلال شراء أسهمها، ولكنه في الوقت نفسه لا يريد الخضوع للنصوص القانونية المنظمة لعروض الشراء، عليه أن يأخذ في الاعتبار ما يأتي:

- ١- الإقلال في الإعلان عن عملية الشراء باستثناء ما هو مفروض عليه بموجب القانون إذا ما تجاوزت ملكيته من رأس مال الشركة حداً معيناً.
 - ٢- عدم الإلحاح على مساهمي الشركة المستهدفة للموافقة على بيع أسهمهم.
 - ٣- شراء الأسهم بسعر السوق.
 - ٤- عدم تحديد فترة زمنية لعملية شراء الأسهم .
- وإذا لم يأخذ الراغب في شراء الأسهم بهذه الأمور فإن تصرفه يمكن أن يكيف على أنه عرض شراء ومن ثم تطبق عليه الأحكام والقواعد القانونية التي تحكمه^(٨٤).

المطلب الثالث

تمييز عروض الشراء من اندماج الشركات

Distinguish buying offers from corporate mergers

سنحاول أن نبين في هذا المطلب أوجه الشبه والاختلاف ما بين عروض شراء الأسهم واندماج الشركات، خاصةً إذا كان صاحب العرض شخص معنوي (شركة) واشترى أسهم الشركة المستهدفة بالعرض، هل يؤدي ذلك إلى اندماج الشركتين أم لا، وما الفرق بينه وبين الاندماج. ولكن قبل تبين ذلك لا بد لنا من التطرق إلى معنى الاندماج؛ حتى يتسنى لنا معرفة الفرق بينهما.

يقصد بالاندماج (Merger)^(٨٥) عقد بين شركتين أو أكثر يترتب عليه اتحاد ذمتها المالية، بحيث يجتمع جميع الشركاء في شركة واحدة، ويتم إما من خلال ضم شركة أو أكثر إلى شركة أخرى قائمة فتزول أو تقنى الشخصية المعنوية للشركة المنضمة وتنتقل أصولها وخصومها إلى الشركة الضامة، أو تمتزج جميع الشركات لتكوين شركة جديدة فتزول الشخصية المعنوية للشركات المندمجة وتنتقل أصولها وخصومها إلى الشركة الجديدة^(٨٦).

كما عرف أيضاً بأنه (ضم شركتين أو أكثر قائمتين على وجه قانوني في شركة واحدة، بعد موافقة مساهمي الشركة المندمجة على أن تكون الشركتان متحدتين في الموضوع، بحيث تتكون منهما وحدة اقتصادية بعد الاندماج، وينشأ عن الاندماج زوال الشركتين القائمتين أو أحدهما على الأقل)^(٨٧). وهناك تعريف آخر للاندماج بأنه (ضم لشركتين أو أكثر قائمتين من قبل، إما بإدماج إحدهما بالأخرى أو بتأليف شركة جديدة تندمج فيها الشركات القائمة)^(٨٨).

يتضح لنا من خلال التعريفات إن هناك عدة أنواع للاندماج تختلف باختلاف الزاوية التي ينظر إليه من خلالها، فمن حيث الشكل القانوني الذي يتم به الاندماج، نجد أن هناك نوعين، الاندماج بطريق الضم والاندماج بطريق المزج. فيقصد بالاندماج بطريق الضم (الابتلاع) (Merger Absorption) : هو دمج شركة أو أكثر في شركة أخرى قائمة، بحيث تنقضي الشخصية المعنوية للشركة أو الشركات المندمجة وتبقى الشركة الدامجة (الضامة) هي القائمة والتمتعة بالشخصية المعنوية، ويترتب على ذلك انتقال حقوق والتزامات الشركة المندمجة إلى الشركة الدامجة لأن الشركة الأولى قد زالت شخصيتها المعنوية وانقضت بالاندماج، وهذا النوع هو الأكثر ذيوياً وانتشاراً في العمل^(٨٩).

أما الاندماج بطريق المزج (Merger Consolidation) فيقصد به دمج شركتان قائمتان أو أكثر مع بعضهما لتكوين شركة جديدة وهي الشركة الناتجة عن الاندماج، أي تنحل وتنقضي جميع الشركات الداخلة في الاندماج وتظهر شركة جديدة ذات شخصية معنوية تختلف عن شخصية كل شركة من الشركات المندمجة قبل الاندماج وتنقل إليها حقوق والتزامات الشركات المندمجة^(٩٠). وإن هذا النوع من الاندماج أقل شيوعاً من النوع الأول نظراً لزيادة تكاليفه، كونه يستلزم إلى جانب نفقات حل الشركات المندمجة نفقات تأسيس الشركة الجديدة الناتجة عن المزج^(٩١).

وقد أشارت القوانين المقارنة إلى أنواع الاندماج، منها قانون الشركات العراقي الذي نص عليها في المادة (١٤٨) على إنه (يجوز دمج شركة أو أكثر بأخرى، أو دمج شركتين أو أكثر لتكوين شركة جديدة). وكذلك قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ المعدل بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ في المادة (١٣٠) منه^(٩٢)، ونظام الشركات السعودي لعام ٢٠١٥ في المادة (١٩١)، وكذلك قانون الشركات الفرنسي في المادة (٣٧١)^(٩٣)، وقانون الشركات الانكليزي في المادة (٢٧/٤-٢، أ، ب)^(٩٤).

أما إذا نظرنا إلى الاندماج من حيث طبيعة عمل الشركات الداخلة فيه، فند أن هناك نوعين، وهما الاندماج الأفقي والاندماج العمودي. فالاندماج الأفقي (Horizontal Merger) يتحقق عندما تندمج شركتان أو أكثر تمارس نشاطاً ذا طبيعة واحدة أو نشاطاً متماثلاً. كاندماج شركتين تنتجان نوعاً واحداً من المنسوجات أو نوعين متشابهين، أو اندماج المصارف التجارية التي تعمل في نشاط متماثل^(٩٥). ويهدف الاندماج في هذه الحالة إلى زيادة التركيز الصناعي والسيولة النقدية للشركات المندمجة لكي نوع معين من الإنتاج ذات جودة عالية؛ نتيجة زيادة رأسمالها وعمالها من دون تغيير في نوع النشاط، وإن هذا النوع من الاندماج هو الشائع في مختلف أنحاء العالم^(٩٦).

أما الاندماج العمودي أو الرأسي (Vertical Merger) فإنه يتحقق عندما يتم الاندماج بين شركات تمارس نشاط مختلف ولكنه يكون متكامل، أي باندماج شركتين أو أكثر مرتبطين في صناعة معينة على مراحل مختلفة قد تكون متتالية أو متتابعة، كاندماج شركة لصناعة السيارات مع شركة لصناعة إطارات السيارات، أو اندماج شركة تنتج القطن مع شركة تنتج الملابس. وإن الهدف من الاندماج الرأسي هو تحقيق الترابط والتكامل بين نشاط الشركات المندمجة، فنشاط أحدهما يكمل أحدهما الآخر، من أجل تقديم خدمة متكاملة^(٩٧).

وسواء أكان الاندماج أفقي أو رأسي فإنه يتم عادةً بأحد الطريقتين، إما بالضم أو المزج.

وبعد أن بينا المقصود بالاندماج وأنواعه، علينا الآن أن نبين أوجه الشبه والاختلاف بينه وبين عروض شراء الأسهم وذلك على فقرتين وكالاتي :

أولاً: أوجه الشبه :

١- إن كل منهما يؤدي إلى استمرار النشاط الاقتصادي، سواء أكانت الشركة المستهدفة في عروض الشراء أو الشركة المندمجة في الاندماج، بالرغم من إن الأخيرة تنقضي شخصيتها المعنوية عند الاندماج، إلا إنها تبقى مستمرة في مزاولة نشاطها، ليست بصورة شركة مستقلة كما كانت قبل الاندماج، بل كجزء من الشركة الدامجة أو الناتجة عن الاندماج (الشركة الجديدة)^(٩٨).

٢- إن كل من عروض الشراء واندماج الشركات يمكن أن يؤدي إلى الدخول في أسواق جديدة أو الانتشار فيها، عن طريق تملك أسهم شركات تسمح بذلك، فيمكن للشركة صاحب العرض أو الدامجة زيادة قوتها التسويقية من خلال الشركة المستهدفة بالعرض أو المندمجة.

٣- إن كل من عروض الشراء واندماج الشركات تعد وسيلة لتطوير الشركات وإعادة هيكلتها ومعالجة ما تتعرض له من التعثر والإفلاس وسوء الإدارة، نظراً لما تكتسبه من خبرات وقدرات استثمارية وإتباع أساليب وطرق إدارية أفضل وتغيير القيادات غير الكفوءة بقيادات ذات كفاءة، وهذا ما يؤدي إلى النهوض بالشركة بدلاً من إنشاء شركة جديدة^(٩٩).

٥- إن كل من عروض الشراء والاندماج تعد من طرق التركيز الاقتصادي، بسبب انتقال جزء أو كل أسهم شركة معينة إلى شركة أخرى^(١٠٠).

ثانياً: أوجه الاختلاف :

١- من حيث الشكل القانوني للأطراف: إن عروض شراء الأسهم تتم بين شركتين، أو بين شخص طبيعي وشركة، فإن صاحب العرض قد يكون شخص طبيعي أو معنوي^(١٠١)، أما الشركة المستهدفة فهي دائماً تكون شخص معنوي. بينما الاندماج يتم بين الأشخاص المعنوية فقط، ولا يدخل بينها الشخص الطبيعي، سواء أكان بطريق الضم باندماج شركة مع شركة أخرى قائمة، أو بطريق المزج باندماج شركتين قائمتين أو أكثر مع بعضها لتكوين أو إنشاء شركة جديدة^(١٠٢).

٢- من حيث الاتفاق: إن عروض شراء الأسهم إما أن تتم بالاتفاق بين صاحب العرض والشركة المستهدفة، وهذا ما يسمى بعروض الشراء الودية، أو بدون اتفاق عندما يقدم العرض من غير علم مجلس إدارة الشركة المستهدفة أو بالرغم من رفضه للعرض، وهذا ما يطلق عليه بعروض الشراء العدائية (غير الودية)^(١٠٣). وهذا على خلاف عملية الاندماج التي تتم دائماً بموجب اتفاق أو تفاوض مسبق بين الشركات المعنية، أي إن الاندماج هو وليد اتصال إرادي بين الشركات الراغبة فيه^(١٠٤).

٣- من حيث الشخصية المعنوية: يترتب على عملية عروض الشراء احتفاظ الشركة المستهدفة بالعرض بشخصيتها المعنوية واستمرارها في مزاولة نشاطها، أي إن إتمام العرض وتنفيذه لا يترتب عليه انتقال عناصر الذمة المالية للشركة المستهدفة إلى الشركة صاحبة العرض أو بالعكس، حيث تبقى كل شركة مستمرة ومستقلة عن الأخرى^(١٠٥)، فكل ما يترتب عليه هو حلول صاحب العرض محل المساهمين الذين وافقوا على بيع أسهمهم بموجب العرض بوصفه خلفاً خاصاً لهم^(١٠٦). أما عملية الاندماج فيترتب عليها زوال وانقضاء الشخصية المعنوية للشركة أو الشركات المندمجة وانتقال ذمتها المالية إلى الشركة الدامجة أو الشركة الجديدة الناتجة عن الاندماج، فالشركة

الأخيرة تعد خلفاً عاماً^(١٠٧) للشركات المندمجة وتحل محلها حلولاً قانونياً فيما لها من حقوق وما عليها من التزامات^(١٠٨).

٤- من حيث مركز المساهمين: في عملية عروض الشراء إن المساهم الذي يوافق على العرض ويصدر أمر ببيع أسهمه، تزول عنه صفة المساهم ويخرج من الشركة، ويصبح صاحب العرض الذي اشترى أسهمه مساهماً جديداً بدلاً منه^(١٠٩)، أما بالنسبة للاندماج فبالرغم من إنه يؤدي إلى حل الشركات المندمجة، إلا إن مساهميها لا تنتهي مساهمتهم، بل ينتقلون إلى الشركة الدامجة أو الناتجة عن الاندماج، ويحصلون على أسهم جديدة في الشركة الأخيرة تتناسب مع قيمة الأسهم التي كانوا يمتلكونها في الشركة المندمجة، ومن ثم يبقون محتفظين بصفاتهم القانونية كمساهمين، ويتمتعون بنفس الحقوق التي كانوا يتمتعون بها في الشركة قبل الاندماج^(١١٠).

٥- من حيث المحل: إن عروض الشراء تقدم لشراء أسهم الشركة المستهدفة، بينما نجد إن الاندماج يرد على كل موجودات الشركة المندمجة من أسهم وسندات وحصص نقدية وعينية.

الخاتمة

Conclusion

نختم دراستنا لموضوع ذاتية عروض شراء الأسهم في سوق الأوراق المالية بخاتمة تتضمن أبرز ما توصلنا إليه من نتائج، فضلاً عن بعض التوصيات التي نأمل من المشرع العراقي الأخذ بها عند تشريع قانون يتضمن نصوص تتناول عروض شراء الأسهم. لذا سنقسم الخاتمة على فترتين نتناول في الأولى النتائج، وفي الفقرة الثانية التوصيات، وهذا ما سنبينه تباعاً وكالاتي:

أولاً: النتائج

إن من أبرز النتائج التي توصلنا إليها من خلال دراستنا لموضوع البحث تتمثل بالآتي:

١- إن عروض شراء الأسهم هي إيجاب يوجهه صاحب العرض إلى مساهمي الشركة المستهدفة، يعرض عليهم رغبته في شراء الأسهم التي يمتلكونها بسعر معين والذي غالباً ما يكون أعلى من سعر السوق وخلال مدة زمنية معينة، متبعاً في ذلك الإجراءات والأحكام المنظمة لعروض شراء الأسهم.

٢- إذا كانت عروض شراء الأسهم ما هي إلا عقود بيع أسهم تبرم بين صاحب العرض وبين مساهمي الشركة المستهدفة، إلا أنها عقود بيع من نوع خاص؛ لأن الإيجاب فيها يصدر من صاحب العرض وهو المشتري، وإذا ما صادفه قبول من قبل المساهمين انعقد العقد، وهذا خلاف القواعد العامة التي يصدر فيها الإيجاب من البائع في عقد البيع. فضلاً عن إن الإيجاب هنا يوجه إلى عدد من الأشخاص (مساهمي الشركة المستهدفة) أي نكون أمام إيجاب واحد وقبول متعدد. كما أن الطرفين لا يجمعهم مجلس عقد واحد، ومن ثم لا يوجد تفاوض مباشر بينهم. ولعل هذه الطبيعة الخاصة لبيع الأسهم عن طريق عروض الشراء هي ما دفعت معظم التشريعات إلى أفراد تنظيم قانوني خاص لعروض شراء الأسهم يختلف في كثير من أحكامه عن عقد البيع التقليدي.

٣- تتمثل أهمية عروض شراء الأسهم كونها وسيلة قانونية للنهوض بالشركة المستهدفة المتعثرة مالياً، وتخليصها من إجراءات الإفلاس، عن طريق إعادة هيكلتها مالياً وإدارياً، من صاحب العرض، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى الاستحواذ على شركات قائمة وتطويرها، بدلاً من تأسيس شركات جديدة وما يتبعه من إجراءات معقدة ومطولة فضلاً عن التكاليف والنفقات التي يتطلبها.

بالإضافة إلى ذلك نجد إن أحكام عروض الشراء تقرر حماية للمساهمين في الشركة بصورة عامة وحماية أقلية المساهمين الذين يرفضون بيع أسهمهم في إطار عرض الشراء، بصورة خاصة.

ثانياً: التوصيات

بعد أن بينا إن المشرع العراقي لم يتناول موضوع البحث بالتنظيم، إلا أنه قد أشار إليه إشارة بسيطة في مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لعام ٢٠٠٨ وفي مادة واحدة فقط وهي المادة (٣٥) منه، إلا أنها لم تتناول موضوع البحث بشكل وافٍ، فضلاً عن العبارات والمصطلحات الركيكة التي جاءت بها. لذا نسوق بعض التوصيات التي نأمل من المشرع العراقي الأخذ بها عند تشريع قانون يتضمن أحكام عروض الشراء.

١- ندعو المشرع العراقي إلى تنظيم موضوع عروض شراء الأسهم في قانون الأوراق المالية ووضع الضوابط اللازمة لهذه العملية، لأنها من الممكن العمل بها في الوقت الحاضر خاصة بعد أن علق قانون الشركات العراقي النافذ العمل بالفقرة (أولاً وثانياً) من المادة (٣٢) التي كانت تحدد نسبة معينة لمساهمة الشخص في رأس مال الشركة، الأمر الذي يؤدي إلى السماح للمستثمرين الوطنيين والأجانب بتقديم عروض لشراء أسهم القطاعات الاقتصادية والصناعية والتجارية في العراق.

٢- أن تتم عمليات عروض شراء أسهم الشركات العراقية تحت إشراف ومراقبة هيئة أسواق الأوراق المالية عندما تكون أسهم الشركة المستهدفة مقيدة في سوق الأوراق المالية؛ لكي تتابع هذه الهيئة عمليات الاستحواذ على الشركات العراقية خاصة إذا كان صاحب العرض أجنبي.

الهوامش

Endnotes

^١ وقد أخذت هذه التسمية من الترجمة الحرفية لكلمة (Takeovers) والتي تعطي معنى الاستيلاء أو الاكتساب ، أما الترجمة القانونية لها فتعطي معنى عروض الشراء. علماً إن هذا الموضوع لم يتم تطبيقه لحد الآن في سوق الأوراق المالية، وإنما عملية الشراء تتم عن طريق الطلب والعرض بصورته الاعتيادية، إلا إنه موجود في صلب المشروع و الآن في قيد المداولة في مجلس النواب، حسب ما قاله المدير التنفيذي لسوق العراق للأوراق المالية (الأستاذ طه أحمد عبد السلام) باعتباره عضو في لجنة تشكيل هذا القانون، أثناء لقاءنا معه في يوم الأربعاء المصادف ١٦/٨/٢٠١٧.

^٢ هذه اللائحة متاحة على الموقع الرسمي للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية (www.esfa.gov.eg).

^٣ اللائحة متاحة على الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية السعودي (www.cma.org.sa).

^٤ (Autorite des Marches Financiers)

^٥ أما التوجيه الأوربي لعروض الشراء رقم ٢٥ لسنة ٢٠٠٤، والصادر في ١٢/ أبريل/ ٢٠٠٤ فقد عرف العرض العام ((Takeover Bid في المادة (١/٢- أ) بأنه (العرض المقدم إلى حملة الأوراق المالية في الشركة المتلقية للعرض، للحصول على كل أو جزء من تلك الأوراق المالية، سواء كانت إلزامية أو طوعية، وذلك بهدف الحصول على السيطرة على الشركة المستهدفة وفقاً للقانون الوطني) ('bid' or 'takeover bid' shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law).

^٦ القانون متاح على الموقع الرسمي الإلكتروني (www.legislation.gov.uk).

^٧ 428.-(1) (a scheme or contract involving the transfer of shares or any class of ... shares in a company (" the transferor company ") to another company, (" the transferee company")...., been approved by the holders shares....)

أما المشرع الأمريكي فقد تناول موضوع عروض الشراء في قانون ويليامز (Williams Act) والصادر عام ١٩٦٨ والمعدل لقانون البورصة (Exchange Act) الصادر عام ١٩٣٤، والذي أطلق عليه (Tender Offer) إلا إنه لم يضع تعريف مباشر له، ولكن من التطبيق العملي للقواعد القانونية المنظمة لعروض الشراء من قبل المحاكم الأمريكية منها قضية (ويلمان) (Wellman) ضد ديكسون عام ١٩٧٩، إن المحكمة الأمريكية المختصة اعتبرت عروض الشراء هي (العروض التي تطرح على جميع حملة الأسهم لشراء نسبة جوهرية من الأسهم المستهدفة بأسعار أعلى من أسعارها السائدة في السوق، ويبقى العرض مفتوح لفترة محددة من الزمن)، ينظر في ذلك: Amy Bowermam (F.) and Alexander B. Johnson: Overview of Tender Offers,

June 2007. (www.lexisnexis.com.) P. 1. تاريخ زيارة

وكذلك ينظر:

PATRICK A. GAUGHAN: Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Fourth Edition, John Wiley & Sons, Inc., Canada, 2007, p.240. -

^٨ هذا القانون متاح على الموقع الرسمي الإلكتروني (www.thetakeoverpanel.org.uk).

^٩ بينما نجد أن الطبعة (٧) من هذا القانون والصادرة في ٢٠٠٢/٥/١ قد عرف عروض الشراء في القسم الخاص بالتعريفات وذلك بأنها (عمليات الاستحواذ أو الاندماج أياً كانت الوسيلة التي نفذت بها بما في ذلك العروض العكسية أو الجزئية المقدمة في ساحة القضاء أو العرض المقدم من الشركة الأم للاستحواذ على أسهم الشركة التابعة لها).

^{١٠} ينظر: د. عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، بحث منشور في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، تصدر عن كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد (٤٣)، أبريل، ٢٠٠٨، ص ٦.

^{١١} ينظر: د. طارق محمود عبد السلام السالوس، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠، ص ١٣، وبذات المعنى ينظر: **Maran Marimuthu: Mergers and Acquisitions: Some Empirical Evidence on Performance, Financial Characteristics and Firm Sustainability, International Journal of Business and Management, Faculty of Accounting and Management, Tunku Abdul Rahman University, Malaysia, Vol. 3, No.10, October, 2008, P. 9.**

^{١٢} ينظر في ذلك: د. دريد محمود علي، الشركة المتعددة الجنسية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، بدون سنة طبع، ص ١٠٩، وخلدون الحمداني، الآثار القانونية لاندماج الشركات على حقوق الدائنين، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠١١، ص ٥٢.

^{١٣} وهذا ما أكدته المادة (٤٥/أ) من قانون الأوراق المالية الأردني والتي نصت على أنه (لا يجوز لأي شخص طلب شراء أوراق مالية أو مبادلتها بهدف تملك ما يزيد على (٤٠%) من الأوراق المالية المصدرة من مصدر عام إلا عن طريق عرض تملك عام وفقاً للتعليمات التي يصدرها المجلس).

^{١٤} بينما نجد إن المشرع الأمريكي في قانون وليامز (Williams Act) اعتبر الطبيعة القانونية لعروض الشراء هي دعوة للتفاوض وليس إيجاب، على أساس إن صاحب العرض لا يلتزم بما ورد في عرضه حتى ولو قبله المساهمون في الشركة المستهدفة. ينظر في ذلك: **PATRICK A. GAUGHAN: OP. CIT., P.240,ET...** ولكن نحن لا نؤيد هذا الرأي؛ لأن: ١- الدعوة للتفاوض هي دعوة للدخول في مفاوضات، تصدر من أحد الطرفين بهدف استطلاع ومعرفة رأي الطرف الآخر في مدى استعداده للتعاقد، لذا فهي لا تتضمن إرادة نهائية عازمة على إبرام العقد، بل إرادة أولية عازمة على مجرد التفاوض بهدف التمهيد لإبرام عقد في المستقبل. بينما نجد أن تقديم عرض الشراء يعني وجود إرادة نهائية جازمة وعازمة على إبرام العقد إذا ما صادفها قبول من جانب المساهمين في الشركة المستهدفة. ٢- إن الدعوة للتفاوض لا تتضمن العناصر الأساسية والشروط الجوهرية اللازمة لانعقاد العقد كالمبيع والثمن وغير ذلك من عناصر العقد. بينما نجد أن مشروع عرض الشراء ومذكرة المعلومات التي يقدمها صاحب العرض للهيئة المختصة لأخذ موافقتها على تقديم العرض، تتضمن جميع المعلومات المتعلقة

بالعرض. ٣- إن من حق المفاوض قطع المفاوضات في أي وقت، من دون أن تترتب عليه أي مسؤولية طالما إن عدوله عن التفاوض قد تم بحسن نية. أما في عروض شراء الأسهم فلا يجوز لصاحب العرض الرجوع عن عرضه بعد طرحه على مساهمي الشركة المستهدفة إلا في حالات استثنائية وبموافقة الهيئة المختصة المشرفة على العرض. ينظر بالمعنى ذاته: د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، ج ١ (نظرية الالتزام بوجه عام)، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٤، ص ١٧٣، ود. رجب عبد الكريم عبد اللاه، التفاوض على العقد، دراسة تأصيلية تحليلية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٠، ص ٨٦ و ٨٧، وكذلك د. محمد حسين عبد العال، التنظيم الاتفاقي للمفاوضات العقدية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨، ص ٣٦. ود. محمد محمد أبو زيد، المفاوضات في الإطار التعاقدية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥، ص ١٣.

^{١٥} ينظر بالمعنى ذاته: د. حسين فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٨، ص ١٨٥، ود. محمد الهادي المكنوزي، العروض العمومية في سوق البورصة والأخطار المرتبطة بها، ط ١، دار السلام، الرباط، ٢٠١١، ص ١١.

^{١٦} وهذا تطبيقاً لنص المادة (٨٤) من القانون المدني العراقي رقم ٤٠ لسنة ١٩٥١ المعدل والتي نصت على أنه (إذا حدد الموجب ميعاداً للقبول التزم بإيجابه إلى إن ينقضي هذا الميعاد) ويقابلها نص المادة (٩٣) من القانون المدني المصري رقم ١٣١ لسنة ١٩٤٨ المعدل.

^{١٧} وهذا ما أشارت إليه المادة (٣٥/أ) من مشروع قانون الأوراق المالية العراقي على أن (تضع الهيئة التعليمات التي تحكم العرض العام أو عملية استدراج العروض لتملك ما يزيد على ١٥% من فئة ما من أوراق المصدر المالية التي يملكها الجمهور التي لها حق التصويت والمدرجة أو المسموح تداولها في سوق أوراق مالية مرخص) ويقصد بالأسهم هي (وثائق قابلة للتداول تكون اسمية أو لأمر أو لحاملها، تمثل أقساماً متساوية في رأس مال الشركة، غير قابلة للتجزئة. وللشهم معنى مزدوج، إذ انه يعني حق المساهم في شركة الأموال، بما فيه من منافع، كما يعني الصك المثبت للحق، بحيث أن حيازة الصك تعتبر ضرورية لممارسة هذا الحق). ينظر: د. إلياس ناصيف، الكامل في قانون التجارة، ج ٢ (الشركات التجارية)، ط ١، منشورات عويدات، بيروت، ١٩٨٢، ص ٢٣٢، ود. عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية، ط ٢، دار الثقافة، عمان، ٢٠١٠، ص ٢٢٨. والأسهم التي تتمتع بحق التصويت هي الأسهم التي تخول صاحبها التصويت على قرارات الهيئة العامة أو مجلس إدارة الشركة.

^{١٨} هذا ما أشارت إليه المادة (٣٢٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري والتي نصت على أنه (تسري أحكام هذا الباب على عروض شراء الأسهم والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم في الشركات المقيدة ببورصات الأوراق المالية في مصر. ...)، ويقصد بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم هي (سندات ذات قيمة اسمية قابلة للتداول غير قابلة للتجزئة، تصدرها الشركة المساهمة بعد موافقة الجمعية العامة غير العادية للمساهمين، بقيمة لا تقل عن القيمة الاسمية للسهم وتعطي حاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم، وبالتالي تغيير مركزه القانوني من دائن للشركة إلى شريك فيها، أو الاحتفاظ بها كما هي وبالتالي إبقاء مركزه القانوني على ما هو عليه). ينظر د. محمد فريد العريني، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٥، ص ٢١٥، ود. أكرم ياملكي، القانون التجاري (الشركات)، ط ٣، دار الثقافة، عمان، ٢٠١٠، ص ٢٣٤ وما بعدها.

لقد أخذ بهذا النوع من السندات بعض القوانين العربية كقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمعدل بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ في المادة (٥١)، ونظام الشركات السعودي لعام ٢٠١٥ في المادة (٢/١٢٢)، وكذلك المادة (١٩٥) قانون الشركات التجارية الفرنسي رقم (٥٣٧-٦٦) الصادر في ٢٤ يوليو ١٩٦٦ والمعدل عام ٢٠٠٣، متاح على الموقع الإلكتروني الفرنسي (www.legifrance.gouv.fr) ، أما المشروع العراقي فلم يأخذ بهذا النوع من السندات لأن المادة (٥٥) من قانون الشركات رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ والمعدل بالقرار رقم ٦٤ لسنة ٢٠٠٤، حددت وسائل زيادة رأس مال الشركة المساهمة ولم يكن من بينها هذه الوسيلة. فضلاً عن ذلك فإن المشروع العراقي لا يعرف سوى نوعين من السندات، فالأولى سندات القرض التي نصت عليها المواد (٧٧-٨٤) من قانون الشركات، والثانية هي السندات الحكومية، التي أشار إليها القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية في الفقرة (١٦) من القسم الأول.

^{١٩} هذا ما أكدته المادة (٤-١/٢٣٣) من لائحة هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) بالنص على (إن العرض المقدم من قبل شخص يعمل بمفرده أو بالتنسيق بالمعنى المقصود في المادة (١٠/٢٣٣) من القانون التجاري يرمي إلى الحصول على الأسهم الممتازة وشهادات الاستثمار وشهادات حقوق التصويت)،

ويقصد بشهادة (وثائق) الاستثمار حسب نص المادة (١٤١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ والمعدلة بموجب القرار رقم (١٢) لعام ٢٠٠٧ بأنها (ورقة مالية تمثل حصة حامل الوثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق (صندوق الاستثمار))، كما عرفت أيضاً بأنها (صكوك تصدرها صناديق الاستثمار لمساهميها في مقابل الأموال المقدمة للصندوق المراد توظيفها) ينظر: د. أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٦٣، ود. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، ط ١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٩، ص ١٤٨.

^{٢٠} ينظر في ذلك: د. حسين فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، مصدر سابق، ص ١٨٥، وخلدون الحمداني، مصدر سابق، ص ٥٥، وكذلك: Conan Elodie : Les Offres Publiques Achat, I A E BREST, Institut d Administration des Entreprises, université de Bretagne occidentale, 2004 , P.20.

^{٢١} ينظر في ذلك: سامي محمد الخرابشة، التنظيم القانوني لإعادة هيكلة الشركات المساهمة العامة، دار الثقافة، عمان، ٢٠٠٨، ص ١٧٨، وكذلك: Thomas Jaegle: L' actionnaire de court-terme dans les offers publiques, These Pour lobtention du grade de Docteur en Droit, Faculte de droitm, Universite Paris Descartes, 2014, n.4, p.5.

وينظر أيضاً: R. Wtterwulghe: Takeover Bids In Belgium, Journal of Comparative Business and Capital Market Law, Vol.5, 1983, north-Holland publishing Company, p.42 .

^{٢٢} هذا ما أكدته قرار المحكمة الأمريكية العليا في قضية (Allied signal, Inc. As successors in interest) (to the Bendix Corp. V. Director, Division of Taxation. No.97-675.1992) مشار إليه لدى:

ينظر علي ضاري خليل، التنظيم القانوني للشركة القابضة، اطروحة دكتوراه، مقدمة إلى كلية القانون، جامعة بغداد، ٢٠٠٦، ص ١٩٣ ما بعدها

^{٢٣} ينظر د. حسين فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، مصدر سابق، ص ٣٨.

^{٢٤} لمزيد من التفصيل ينظر الموقع الإلكتروني (www.alghad.com).

^{٢٥} ينظر: د. عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، مصدر سابق، ص ١٢.

^{٢٦} وهذا ما أشارت إليه المادة (١٥/٥) من قانون التجارة العرقي رقم ٣٠ لسنة ١٩٨٤ والتي نصت على انه (تعتبر الأعمال التالية أعمالاً تجارية إذا كانت بقصد الربح ، ويفترض فيها هذا القصد ما لم يثبت العكس خامس عشر : التعامل في أسهم الشركات وسنداتها).

^{٢٧} ينظر بذات المعنى: **TRẦN VĂN KHANH: AMERGER AND ACQUISITION A COMPARATIVE STUDY ON VIETNAM AND The United Kingdom Legal Regulation,** ' Master's Thesis In Law, Faculty Of Law Lund University, 2009, p.7.

^{٢٨} يقصد بالتركزات: هي عملية تكتل تتم بين المشروعات ذات الأنشطة الاقتصادية المتجانسة، أي التي تقوم بتصنيع منتجات مكملية، أو منتجات متشابهة ولكن يتم تسويقها في أسواق مختلفة، مما يفضي إلى اتحاد اثنين أو أكثر من المشروعات تحت إدارة واحدة، بهدف إنشاء أو تقوية وحدة اقتصادية جديدة. ينظر تفصيل ذلك: د. خليل فيكتور تادرس، المركز المسيطر للمشروع في السوق المعنية على ضوء أحكام قوانين حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٨٦.

^{٢٩} ينظر بمعنى قريب: د. خليل فيكتور تادرس، المصدر السابق، ص ٨٤ و ٩٧.

^{٣٠} فقد أشار مشروع قانون الأوراق المالية العراقي إلى المقصود بالسيطرة في القسم (٢) // المادة (٢/٢) بأنها (القدرة المباشرة أو غير المباشرة على التأثير على أعمال وقرارات شخص آخر) وتطابقها المادة (١) من نظام السوق المالية السعودي رقم (٣٠) لسنة ٢٠٠٣، أما المادة (٣٢٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري فقد نصت على مفهوم السيطرة الفعلية بأنها (كل وضع أو اتفاق أو ملكية الأسهم أو حصص أيأ كانت نسبتها تؤدي إلى التحكم في تعيين أغلبية أعضاء مجلس الإدارة أو في القرارات الصادرة منه أو من الجمعيات العامة للشركة المعنية). وكذلك المادة (٨/٢٣٤) من اللائحة العامة لهيئة الأوراق المالية الفرنسية (AMF) التي نصت على أن اكتساب السيطرة بالمعنى المقصود في النصوص المطبقة هي (شركة قابضة تمتلك بشكل مباشر أو غير مباشر أكثر من ٣٠% من رأس المال أو حقوق التصويت في الشركة التي يتم قبول تداول أوراقها المالية في سوق منظم)، أما قانون الاستحواذ الانكليزي فقد عرف السيطرة (Control) في القسم الخاص بالتعريفات، بأنها (ملكية أسهم تبلغ في مجموعها ٣٠% أو أكثر من حقوق التصويت للشركة، بغض النظر عن ما إذا كانت ملكية هذه الأسهم تعطي السيطرة الفعلية)، ص (C7) من القانون ذاته.

^{٣١} فهناك أسهم تعد جزء من رأس المال ولكن ليس لها حق التصويت كالأسهم لحاملها وهذا ما أكدته المادة (١) من قانون سوق رأس المال المصري والتي نصت على أنه (... لا يكون لحائزي الأسهم لحاملها الحق في التصويت في اجتماعات الجمعيات العامة) وتطابقها المادة (١٣) من لائحته التنفيذية ، كما يوجد هناك أسهم لا تعد جزء من رأس المال وليس لها قيمة اسمية ومن ثم لا تتمتع بحق التصويت كأسهم العمل التي تمنح بصورة مجانية للعاملين في الشركة، من أجل حصولهم على نصيباً من أرباحها التي تقرر توزيعها، تشجيعاً أو إثابةً لهم. ينظر تفصيل ذلك: لدى د. أحمد محمد محرز، الوجيز في الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣، ص ٢٩٤ وما بعدها، ود. أكرم عبد القادر ياملكي، اختلاف حقوق المساهم باختلاف أنواع الأسهم، بحث منشور في مجلة الحقوق الكويتية، العدد الأول، السنة الثلاثون، ٢٠٠٦، ص ٢٣٧ وما بعدها. أما المشرع العراقي فلم يأخذ بالأسهم لحاملها وإنما أخذ بالأسهم الاسمية، وهذا أشارت إليه المادة (٢٩/أولاً) من قانون الشركات على أنه (يقسم رأس المال في الشركة المساهمة والمحدودة إلى أسهم اسمية نقدية متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة).

^{٣٢} ينظر في ذلك : عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، مصدر سابق، ص ١٩ ، كما ينظر بذات المعنى:

Conan Elodie: Op. Cit, P.18.

^{٣٣} علماً إن شركة دايمر بينز الألمانية قد اندمجت مع شركة كرايسلر الأمريكية عام ١٩٩٨ لتكونا شركة (دايمر كرايسلر) العملاقة لصناعة السيارات. ينظر الموقع الإلكتروني (www.albayan.ae.)

^{٣٤} ينظر الموقع الإلكتروني Dw على شبكة الانترنت (www.dw.com.)

^{٣٥} ينظر الموقع الإلكتروني (www.gulf4cars.com.) لذلك نجد أن المحكمة العليا الأمريكية ميزت بين عروض الشراء لأجل السيطرة وعروض الشراء لأجل الاستثمار، في القضية (Allied Signal Inc. As Successers In To The Bendix Corp. V. Director, Division Of Taxation. No. 97-675.1992). فعروض الشراء لغرض السيطرة يعني نقل ملكية نسبة كبيرة من أسهم الشركة المستهدفة إلى الشركة العارضة مما يؤدي إلى سيطرة الأخيرة على الأولى. أما النوع الثاني فهي عروض شراء لغرض الاستثمار وذلك عندما تكون نسبة الأسهم التي انتقلت إلى الشركة العارضة غير كافية للسيطرة على الشركة المستهدفة. وهذا يعني أن المحكمة ميزت بين نوعي العرض بالنظر إلى نسبة الأسهم التي تنوي الشركة العارضة اكتسابها. ينظر على ضاري خليل، مصدر سابق، ص ١٩٤ و١٩٥.

^{٣٦} عرفت المادة (٩/ أولاً) من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل شركات الاستثمار المالي بالنص على أن (شركة الاستثمار المالي هي شركة منظمة في العراق، نشاطها الرئيسي فيه هو توجيه المدخرات نحو الاستثمار في الأوراق المالية العراقية، بما في ذلك، الأسهم والسندات وحوالات الخزينة والودائع الثابتة). لذا فهي شركات تتخصص بتجميع رؤوس الأموال المنتثرة لاستثمارها إما لحسابها أو لحساب عملائها من خلال محافظ تتولى تكوينها وإدارتها. لمزيد من التفصيل حول ذلك ينظر: د. خالص نافع أمين، خصوصية

شركات الاستثمار المالي في التشريع العراقي، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية، جامعة بغداد، المجلد ٢٧،
العدد ١، ٢٠١٢.

^{٣٧} عرفت المادة (١٤١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ والمعدلة عام
٢٠٠٧، صناديق الاستثمار بأنها) وعاء استثماري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة
جماعياً في الاستثمار في المجالات الواردة في هذه اللائحة ويديره مدير استثمار مقابل أتعاب).

^{٣٨} أشارت المادة (١٢٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري إلى نشاط شركات رأس المال
المخاطر بالنص على أنه (يتضمن نشاط رأس المال المخاطر تمويل نشاط الشركات التي تصدر أوراقاً مالية
أو دعمها أو تقديم الخدمات الفنية والإدارية أو المشاركة في المشروعات والمنشآت وتمييزها بقصد تحويلها إلى
شركات مساهمة أو توصية بالأسهم متى ما كانت هذه المشروعات وتلك الشركات عالية المخاطر أو تعاني
قصوراً في التمويل وما يستتبعه من طول دورة الاستثمار).

^{٣٩} ينظر في ذلك: د. هاني سري الدين، محاضرات في الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٢،
ص ٢٦٧ و٢٦٨

^{٤٠} عرفت المادة (٣٢٦) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الشركة المستهدفة بالعرض بأنها
(الشركة المصدرة للأوراق المالية محل عرض الشراء)، وتقابلها المادة (٢٣١/٢/ثانياً) من لائحة هيئة الأسواق
المالية الفرنسية (AMF)، كما عرفها قانون الاستحواذ الانكليزي في القسم الخاص بالتعريفات تحت
تسمية (Offeree Company) بأنها (الشركة متلقية العرض والتي تكون أسهما في إطار خطة العرض) في
ص(C14)، وبذات المعنى عرفتها المادة (١/٢- ب) من التوجيه الأوروبي الخاص بعروض الشراء بالنص
على أنها(الشركة التي تخضع أوراقها المالية لعرض الشراء).

^{٤١} ينظر في ذلك: د. هاني سري الدين، محاضرات في الشركات التجارية، مصدر سابق، ٢٦٧ و٢٦٨ ، وبذات

المعنى ينظر: **Isaac Marfo Orduro And Samuel Kwaku Agyei: Mergers & Acquisition and Firm Performance: Evidence from the Ghana Stock Exchange,**
Research Journal of Finance and Accounting, Vol.4, No.7, 2013, p.99.

^{٤٢} ينظر بذات المعنى: **Francis Okanigbuan: Corporate Takeovers And Shareholder Protection, Manchester Student Law Review ,Vol 2:267,2013,p.1.**

P. Alexander Roberts, And Dr. William Wallace, And Dr. Peter Moles:
Mergers and Acquisitions, Edinburgh, Britain, 2003, p.4. & Conan Elodie:
Op.cit, p.4 .

- ^{٤٣} ولمزيد من التفصيل حول ذلك ينظر الموقع الالكتروني (www.aljazeera.net.hom.getpage)
- ^{٤٤} ينظر بذات المعنى: Francis Okanigbuan: Op.Cit, P.267,289. & TRAN VÂN KHANH: OP .CIT., P. 9.
- ^{٤٥} ينظر: د. عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة لشراء الأسهم في البورصة، مصدر سابق، ص ١٢.
- ^{٤٦} ينظر بذات المعنى: Francis Okanigbuan: Op. Cit, P.269.
- وكذلك: Isaac Marfo Orduro And Samuel Kwaku Agyei: Op. Cit., P.100.
- ^{٤٧} ينظر: سمير برهان راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء السهم، اطروحة دكتوراه، مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٦، ص ٤٩ و ٥٠.
- ^{٤٨} يقصد بسوق الأوراق المالية أو ما يطلق عليه (البورصة): (هو المكان الذي يجتمع فيه مجموعة من الناس (مستثمرون، وسطاء) لكي يقوموا فيما بينهم بعمليات مختلفة تتعلق بالأوراق المالية)، ينظر في ذلك: د. خالد علي صالح الجنبلي، الحماية الجنائية الخاصة لسوق الأوراق المالية، ط١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٧، ص ٢١، ولمزيد من التفصيل ينظر: جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠، ص ٢٢ وما بعدها.
- ^{٤٩} يقصد بقيمة السهم الحقيقية أو الفعلية (الدفترية): هي قيمة السهم في صافي موجودات الشركة بعد خصم ديونها، وهذه القيمة قد تتساوى مع القيمة الاسمية للسهم وقد تختلف عنها بحسب الأحوال، فإذا كانت الشركة غير مدينة فإن اصولها تتساوى مع رأس مالها، ومن ثم تصبح القيمة الحقيقية للسهم متساوية مع قيمته الاسمية، وإذا حققت الشركة أرباحاً وزادت موجوداتها فإن اصولها تزيد على رأس مالها ومن ثم تزداد قيمة السهم الحقيقية عن قيمته الاسمية، وعلى العكس من ذلك فإذا منيت الشركة بخسارة وقلت موجوداتها عن رأس مالها، فإن قيمة السهم الحقيقية تكون أقل من قيمته الاسمية. ينظر: د. باسم محمد ملحم ود. بسام حمد الطراونة، الشركات التجارية، ط١، دار الميسرة، عمان، ٢٠١٢، ص ٤٣٠، ود. معن عبد الرحمن عبد العزيز جويحان، النظام القانوني لتخفيض رأس مال شركات الأموال الخاصة، ط١، مطبعة الحامد، عمان، ٢٠٠٨، ص ٣٠، هامش(١)، ٥٠-
- ينظر بذات المعنى: Conan Elodie: Op. Cit., P.20.
- ^{٥١} ينظر في ذلك: د. هاني سري الدين، محاضرات في الشركات التجارية، مصدر سابق، ص ٢٦٦، وبذات المعنى ينظر: Francis Okanigbuan: Op. Cit, P.268,288. & Isaac Marfo Orduro And Samuel Kwaku Agyei: Op. Cit., P.100.
- ^{٥٢} ينظر في ذلك: د. هاني صلاح سري الدين، محاضرات في الشركات التجارية، المصدر السابق، ص ٢٦٧، وكذلك: Conan Elodie: Op. Cit, P.4. & Fabien Joly : Offre Publique d'Achat, Memo Fin, 2013, P. 19.
- ^{٥٣} ويطلق عليه باللغة الفرنسية (L Offres publiques d'achat)
- ^{٥٤} (L offres publique de vent)
- ^{٥٥} ينظر في ذلك: د. منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة خلاصة الخبرات العالمية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية وإدارة البحوث والدراسات، ١٩٩٥، ص ٤٦، ود. مهند إبراهيم علي

فندي، النظام القانوني للتحويل إلى القطاع الخاص (الخصخصة)، ط١، دار الحامد، عمان، ٢٠٠٨، ص٩٤،
وكذلك أميرة جعفر شريف، التنظيم القانوني للخصخصة ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، إطروحة
دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، ٢٠١٥، ص١٩.
^{٥٦} ينظر: د. ساهر أحمد عبد النافع، التنظيم القانوني للطرح الخاص للأوراق المالية، ط١، دار النهضة العربية،
القاهرة، ٢٠١٥، ص٣٧.

^{٥٧} ينظر د. أحمد محمد محرز، النظام القانوني للخصخصة، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٣، ص٨٨. وأن
العرض العام لبيع الأسهم يختلف عن الاكتتاب بالرغم من إن كلاهما يتمثل في عملية طرح أسهم الشركة
للجمهور، (فيقصد بالاكتتاب هو تصرف قانوني يعبر فيه المكتتب عن رغبته في الانضمام إلى شركة تحت
التأسيس ليكون مساهماً فيها، مع تعهده بتقديم مبلغ من النقود مساوٍ للقيمة الاسمية للأسهم التي يرغب في
الحصول عليها)، ينظر في ذلك د. عباس مرزوك فليح العبيدي، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، دار
الثقافة، عمان، ١٩٩٨، ص١١٥. فضلاً عن إن الاكتتاب لا يتم إلا في السوق الأولية (سوق الإصدار)، بينما
العرض العام يتم في سوق التداول باعتباره أحد وسائل تداول الأسهم، ويرجع سبب ذلك إلى تباين الغاية المرجوة
من كل منهما، فالإكتتاب يهدف إلى بيع أسهم إلى جمهور المدخرين أو المؤسسين لتجميع الأموال اللازمة
لتأسيس الشركة ومباشرة نشاطها إذا كان الإكتتاب تأسيسي، أو للحصول على دعم مالي من أجل مواصلة نشاط
الشركة إذا كان الإكتتاب لزيادة رأس المال، فهذا لا يتم إلا في سوق الإصدار لكون إن الأسهم تطرح في هذا
السوق لأول مرة، أي إن الأسهم تطرح للجمهور من خلال الإكتتاب ولم تكن موجودة مسبقاً. ينظر في ذلك: د.
ساهر أحمد عبد النافع، المصدر السابق، ص٢٨. أما العرض العام للبيع فالغاية منه هو تداول الأسهم وانتقالها
ملكيتها من الشركة البائعة إلى المستثمر المشتري، فهذه الأسهم لم تكن في إصدارها الأول وإنما هي قائمة
وموجودة فعلاً وصادرة مسبقاً من الشركة، لذا فإن بيع هذه الأسهم هو تداول لها لذا يتم في سوق التداول. ومن
خلال ذلك سنبيين الفرق ما بين الإصدار العام والطرح العام، (فالإصدار العام: هو قيام المصدر بعرض بيع
إصداراته الجديدة من الأوراق المالية ويشتمل ذلك على الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات)، (أما الطرح
العام فيقصد به: قيام المصدر بعرض بيع أوراقه المالية الناتجة عن غير الإصدار العام من خلال إتاحة هذه
الأسهم للتداول في السوق). ينظر في ذلك: د.باسم محمد ملحم ود. بسام حمد الطراونة، مصدر سابق، ٢٠١٢،
ص٤٠٢.

^{٥٨} ينظر د. أحمد محمد محرز، النظام القانوني للخصخصة، المصدر السابق، ص١٤٧.

^{٥٩} ينظر د. إيهاب الدسوقي، التخصيصية والإصلاح الاقتصادي في الدول النامية مع دراسة التجربة المصرية،
دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥، ص٣١، وبالمعنى ذاته ينظر: د. القاضي انطوان الناشف،
الخصخصة (التخصيص) مفهوم جديد لفكرة الدولة ودورها في إدارة المرافق العامة، منشورات الحلبي الحقوقية،
بيروت، ٢٠٠٠، ص١٠٢ و٢٦٥، وبذات المعنى د. حسام الدين عبد الغني الصغير، بيع أسهم شركات قطاع
الأعمال العام للعاملين، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٤، ص٦٠، وقد نصت المادة (٧/أولاً) من قانون
الشركات العراقي على أنه (تتكون الشركة المختلطة باتفاق شخص أو أكثر من قطاع الدولة مع شخص واحد أو
أكثر من غير القطاع المذكور، وبرأس مال مختلط لا تقل نسبة مساهمة قطاع الدولة فيه مبدئياً عن (٢٥%)

خمس وعشرين في المئة... وتعتبر الشركة المختلطة التي تتخض مساهمة قطاع الدولة فيها إلى أقل من (٢٥%) خمس وعشرين في المئة شركة خاصة وتعامل على هذا الأساس...).

^{٦٠} ينظر في ذلك: د. محسن حسن المعموري، الخصخصة دراسة تحليلية للمفهوم والآليات، بحث منشور في مجلة جامعة ديالى، العدد الثلاثون، ٢٠٠٨، ص ١١ و١٢، وبذات المعنى ينظر: د. حسام الدين عبد الغني الصغير، مصدر سابق، ص ٧٣، هامش (٢).

^{٦١} وإن الطرح الخاص للأوراق المالية في السعودية قد سجل تنامياً ملموساً حيث حقق حوالي (٣,٥٠ مليار ريال) أي (٤,١٣ مليار دولار) عام ٢٠٠٣، أما في عام ٢٠٠٧ حيث تشير البيانات إلى أن القيمة المسجلة لمبالغ الطرح الخاص تبلغ (٧,١٧١ مليار ريال) أي (٧,٤٥ مليار دولار) قدمها المستثمرون من الشركات والأفراد في الأوراق المالية. بينما نجد أن قيمة الطروحات في عام ٢٠١٤ بلغت (٦,٣٣ مليار ريال). خبر منشور على الموقع الإلكتروني (www. aawsat.com). أما في مصر فنجد مستشفى كليوباترا طرحت أسهمها طرْحاً خاصاً في ٢١/مايو/٢٠١٦ وإن إجمالي قيمة طلبات الاكتتاب بلغت (٢,٠٥٩) مليار جنيه أي ما يعادل (٩,٢٣١ مليون دولار) وإن البورصة وافقت على بدء تسجيل أوامر شراء أسهم المستشفى إلى حين ٣٠ مايو/٢٠١٦، وأن الشركة تحدد السعر النهائي للطرح ب(٩) جنيهات للسهم، وتهدف إلى جمع ٦٠٠-٧٠٠ مليون جنيه من خلال طرح أسهمها في البورصة. علماً إن رأس مال الشركة يبلغ ٨٠ مليون جنيه موزعاً على ١٦٠ مليون سهم بقيمة اسمية قدرها ٥٠ قرش للسهم الواحد. خبر منشور على الموقع الإلكتروني (ww.mubasher.info).

^{٦٢} ينظر د. ساهر أحمد عبد النافع، مصدر سابق، ٤٩، وبمعنى قريب ينظر د. احمد محمد محرز، النظام القانوني للخصخصة، مصدر سابق، ص ١٤٧.

^{٦٣} أن المادة (١٠) من لائحة طرح الأوراق المالية السعودية قد حددت المستثمرون ذوي الخبرة بالنص على أن (يكون طرح الأوراق المالية مقصوداً على مستثمرين ذوي خبرة عند توجيه الطرح إلى أي من الآتي: (١) أشخاص مرخص لهم يتصرفون لحسابهم الخاص. (٢) عملاء شخص مرخص له من الهيئة لممارسة أعمال الإدارة. (٣) حكومة المملكة، أو أي هيئة دولية تعترف بها الهيئة، أو السوق وأي سوق مالية أخرى تعترف بها الهيئة، أو مركز الإيداع. (٤) شركات استثمارية تتصرف لحسابها الخاص. (٥) مستثمرون متخصصون. (٦) أي أشخاص آخرين تحددهم الهيئة).

^{٦٤} ينظر في ذلك: د. إيهاب الدسوقي، مصدر سابق، ص ٣٤. وأميرة جعفر شريف، مصدر سابق، ص ٣٣.

^{٦٥} ينظر د. مهند إبراهيم علي فندي، مصدر سابق، ص ١١٠، ود. منير إبراهيم هندي، الخصخصة خلاصة التجارب العالمية (الإعداد للخصخصة: خصخصة المشروعات الاقتصادية، خصخصة مشروعات البنية التحتية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٤، ص ١٤٨).

^{٦٦} ينظر في ذلك: د. منير إبراهيم هندي، الخصخصة خلاصة التجارب العالمية، المصدر السابق، ص ١٤٨، وبذات المعنى ينظر: د. حسام الدين عبد الغني الصغير، مصدر سابق، ص ٦١. غير إن ما يؤخذ على هذا الأسلوب إنه يؤدي إلى تركيز الملكية كما يؤدي إلى السيطرة الأجنبية في حالة كون المستثمر الرئيس من الأجانب. ولمزيد من التفصيل ينظر د. مهند إبراهيم علي فندي، مصدر سابق، ص ١١٠. وهذا بعكس الطرح العام الذي يؤدي إلى عدم احتكار مستثمر أو مجموعة من المستثمرين للمشروعات العامة الخاضعة للتخصيص،

خاصةً في حالة توزيع القيمة الرأسمالية للمشروع على عدد كبير من الأسهم إلى جانب وضع حد أقصى لعدد الأسهم التي يمكن أن يمتلكها الشخص الواحد. ينظر د. إيهاب الدسوقي، مصدر سابق، ص ٣٢.

^{٦٧} يقصد بالسوق الثانوية (Secondary Market) أو سوق التداول (البورصات): (هي السوق التي يجري فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وإن التعامل في هذا السوق ينصب على نقل ملكية الأوراق المالية من مستثمر إلى آخر، وإن المبالغ المتحصلة من هذا التعامل لا تذهب إلى الجهة المصدرة للورقة المالية بل إلى حملة الأوراق المالية). أما السوق الأولية (First Market) أو سوق الإصدار أو سوق الورقة الجديدة: (فهي السوق التي تطرح فيها الأوراق المالية من قبل الجهات المصدرة لأول مرة بقصد بيعها أو تسويقها في هذا السوق، ويتم فيها تجميع المدخرات وتقديم رؤوس الأموال إلى المشروعات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة قبل ذلك ويتم التعامل فيها بين مصدري الأوراق المالية والمكتتبين لأول مرة)، وهناك علاقة وثيقة بين سوق الإصدار وسوق التداول وهي إن ما يتم طرحه في سوق الإصدار يتم تداوله في سوق التداول ولا يتصور وجود ورقة مالية يتم تداولها في سوق التداول إلا سبق وتم عرضها في سوق الإصدار. ولمزيد من التفصيل حول أنواع الأسواق المالية ينظر د. فاروق إبراهيم جاسم، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، ط ١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠١٦، ص ٢٧ وما بعدها. ود. سمير عبد الحميد رضوان، د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، ط ١، دار النشر للجامعات، القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٢٧ وما بعدها، وكذلك د. بلال عبد المطلب، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦ ص ٤٢ و ٤٣.

^{٦٨} ينظر د. طارق عبد السلام السالوس، المصدر السابق، ص ١٧، وكذلك على ضاري خليل، مصدر سابق، ص ١٩٣ وما بعدها

^{٦٩} ينظر: أميرة جعفر شريف، مصدر سابق، ص ١٩.

^{٧٠} ينظر: د. منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة، مصدر سابق، ص ٥٦ وما بعدها.

^{٧١} ينظر د. طارق عبد السلام السالوس، مصدر سابق، ص ١٧.

^{٧٢} ينظر د. منير إبراهيم هندي، الخصخصة خلاصة التجارب العالمية، مصدر سابق، ص ١٣٩ وما بعدها و ١٤٥ وما بعدها، ود. حسام الدين عبد الغني الصغير، مصدر سابق، ص ٧٣ و ٧٤.

^{٧٣} وهذا ما يسمى بالاكنتاب الخاص كونه يطرح في السوق الأولية ولأشخاص محددین.

^{٧٤} ينظر د. طارق عبد السلام السالوس، المصدر السابق، ص ١٨، ود. ساهر أحمد عبد النافع، مصدر سابق، ص ١٧٧ و ١٧٨.

^{٧٥} ينظر: سمير برهان، مصدر سابق، ص ٤٤٨.

^{٧٦} ينظر بمعنى قريب: د. طارق عبد السلام السالوس، مصدر سابق، ص ١٨.

^{٧٧} نصت المادة (١) من التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق لعام ٢٠٠٤، على أنه يقصد بأمر الشراء (الطلب الذي يقدمه المستثمر للوسيط ويقبل به الأخير طالباً منه ومفوضاً له تنفيذ عملية شراء أوراق مالية وفقاً لشروط عامة أو خاصة معمول بها في السوق يحددها المستثمر).

- ^{٧٨} ينظر تفصيل ذلك لدى د. عبد الباسط كريم مولود، مصدر سابق، ص ٣٦١ وما بعدها.
- ^{٧٩} ينظر بمعنى قريب: د. نهاد أحمد السيد، مصدر سابق، ص ٣٨٠.
- ^{٨٠} ينظر د. خالد عبد العزيز بغدادي، تداول الأسهم والقيود الواردة عليه في النظام السعودي، ط ١، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، ٢٠١٢، ص ٣١٣ هامش (١).
- ^{٨١} ينظر بمعنى قريب: د. نهاد السيد أحمد، مصدر سابق، ص ٣٨٣، ود. فاروق إبراهيم جاسم، مصدر سابق، ص ٢٩.
- ^{٨٢} ينظر: د. طارق عبد السلام السالوس، مصدر سابق، ص ١٨ و ١٩.
- ^{٨٣} ينظر: د. نهاد أحمد السيد، مصدر سابق، ص ٣٨٦.
- ^{٨٤} ينظر في ذلك: د. سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الجديدة الصادرة بالقرار الوزاري رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧، بحث منشور في مجلة القانون والاقتصاد، العدد (٧٩)، ٢٠٠٨، ص ٢٢. ولغرض التمييز بين عمليات عروض شراء الأسهم وعمليات الشراء الأخرى التي تتم في أسواق الأوراق المالية، وضعت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية الـSEC (Securities and Exchange Commission) معايير ترشد إلى إن العملية المزعم القيام بها تعد عرضاً للشراء وتتمثل هذه المعايير بالآتي: ١- يوجه العرض إلى جميع المساهمين حاملي الأسهم محل العرض. ٢- غالباً ما تهدف عروض الشراء إلى شراء كمية كبيرة ومحددة من أسهم الشركة المستهدفة. ٣- تكون شروط عرض الشراء محددة بصورة جازمة وثابتة لا تقبل التفاوض إلا في أبعد الحدود. ٤- إن عرض الشراء لا يكون إلى مالا نهائية، بل يبقى مفتوحاً لمدة محددة من الزمن فقط. ٥- أن يكون العرض بأسعار أعلى من السعر السائد في السوق. ٦- لا يجوز ممارسة أي ضغوط على المساهمين متلقي العرض لبيع الأسهم. ٧- تتم عملية عروض الشراء في إطار من العلانية، حيث تفرض الجهات المشرفة على العرض ضرورة الإعلان عن العملية وفق إجراءات قانونية محددة، فيجب أن تسبق أو تتزامن مع عمليات عروض شراء الأوراق المالية المستهدفة مجموعة من الإعلانات العامة. ينظر في ذلك: **Amy Bowermam Freed and Alexander B. Johnson: Op. Cit. , p.1.**
- ^{٨٥} هذا باللغة الانكليزية ، ويطلق عليه باللغة الفرنسية (Fusion)
- ^{٨٦} ينظر في ذلك: د. حسني المصري، اندماج الشركات وانقسامها، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠٠٧، ص ٣٦، ود. محمد أنور حامد علي، حماية المنافسة المشروعة في ضوء منع الاحتكار والإغراق، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ١٩٤. ود. عبد الناصر فتحي الجلوي محمد، الاحتكار المحظور وتأثيره على حرية التجارة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨، ص ٢٧٥، وكذلك: لينا يعقوب الفيومي، الآثار الناشئة عن دمج الشركات المساهمة، ط ١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٩، ص ١٢.
- ^{٨٧} ينظر في ذلك: د. إلياس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية، ج ١٢، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ص ٣٤٨، وكذلك د. علي ضاري خليل ود. ذكرى محمد حسين إلياسين، توسع الشركات الفابضة بطريق الاندماج، بحث منشور في مجلة القانون المقارن، العدد ٤٩، السنة ٢٠٠٧، ص ٧٨. وبذات المعنى: **Maran Marimuthu: Op. Cit., P.8.**

^{٨٨} ينظر في ذلك: د. مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ١٩٩٧، ص ٣٣٩.
^{٨٩} ينظر في ذلك د. لطيف جبر كوماني، الشركات التجارية، مكتبة السنهوري، بغداد، ٢٠١٢، ص ٢٨٦، ود. حسن محمد هند، النظام القانوني للشركات متعددة الجنسيات، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠٠٩، ص ٣٥٣، ود. علي سيد قاسم، قانون الأعمال، ط ٣، ج ٢ (الشركات التجارية)، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون سنة نشر، ص ١٤٩.

^{٩٠} ينظر في ذلك: ود. عمر محمد حماد، الاحتكار والمنافسة غير المشروعة، ط ١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٩، ص ٨٨. وكذلك د. أحمد سفر، الدمج والتملك المصرفي في البلدان العربية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٨، ص ٨٠. وهناك نوع آخر من الاندماج يسمى بالاندماج بطريق الانقسام (أو الانفصال) ومعناه أن تقتصر عملية الاندماج بالانقسام، حيث تنقسم الشركة وتنقل ذمتها المالية لشركتين أو أكثر قائمتين، فتتقضي الشركة المقسمة نتيجة الانقسام وتزول شخصيتها المعنوية، وتوزع ذمتها المالية على الشركات القائمة التي تخلفها خلافة عامة فيما لها من حقوق وما عليها من التزامات وهذا ما يسمى بالانقسام البسيط، أو أن تنقسم الذمة المالية لشركة إلى قسمين أو أكثر لتكوين شركات جديدة، بحيث يكون كل قسم أو أكثر شركة جديدة، وهذا ما أخذ به المشرع الفرنسي في قانون الشركات التجارية رقم (٥٣٧-٦٦) الصادر في ٢٤ يوليو ١٩٦٦ والمعدل عام ٢٠٠٣، ولائحته التنفيذية الصادرة بالمرسوم الفرنسي رقم (٢٣٦-٦٧) الصادر في ٢٣ مارس ١٩٦٧، حيث نجد أن قانون الشركات قد نظم الاندماج والانقسام في الفصل الرابع منه والذي جاء بعنوان الاندماج والانقسام (Fusion et Scission) في المواد (٣٧١-٣٨٩)، حيث نصت المادة (٣٧١) على أنه (... كما يجوز للشركة عن طريق التقسيم نقل اصولها إلى عدة شركات قائمة أو إلى عدة شركات جديدة)، أما اللائحة التنفيذية فقد نظمهم أيضاً في الفصل الرابع منها في المواد (٢٥٤-٢٦٥). القانون واللائحة متاحان على الموقع الإلكتروني الفرنسي (www.legifrance.gouv.fr)، تاريخ الزيارة ٢٥/١٢/٢٠١٦. ولمزيد من التفصيل حول ذلك ينظر: د. حسني المصري، مصدر سابق، ص ٤٨، ود. أحمد محمد محرز، الوجيز في الشركات التجارية، مصدر سابق، ص ١٢٩، ود. علي سيد قاسم، مصدر سابق، ص ١٥٢.

^{٩١} ينظر د. علي سيد قاسم، المصدر السابق، ص ١٥٠.

^{٩٢} نصت المادة (١٣٠) على إنه (يجوز بقرار من الوزير المختص... الترخيص لشركات المساهمة وشركات التوصية بنوعها والشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات التضامن سواء كانت مصرية أو أجنبية أن تزاوّل نشاطها الرئيسي في مصر بالاندماج في شركات مساهمة مصرية أو مع هذه الشركات وتكوين شركة مصرية جديدة وتعتبر في حكم الشركات المندمجة في تطبيق أحكام هذا القانون فروع ووكالات ومنشآت الشركات...)، وتقبلها المادة (٢٨٨) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري الصادرة بموجب القرار رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢ والتي نصت على إنه (يجوز أن تندمج واحدة أو أكثر من الشركات المبينة فيما يلي في شركة مساهمة مصرية قائمة، أو أن تندمج أكثر من شركة منها لتكوين شركة مساهمة مصرية جديدة...)، وتقبلها المادة (٢-أ/٢٢٢) من قانون الشركات الأردني التي أشار إلى الاندماج بطريق المزج.

^{٩٣} نصت المادة (٣٧١) على أنه (يجوز لأحد الشركات أو أكثر عن طريق الاندماج، نقل اصولها إلى شركة قائمة أو إلى الشركة الجديدة التي تكونت من الاندماج....).

^{٩٤} والتي نصت على أنه (... الاندماج يتم بموجب نقل اصول وخصوم الشركة المعنية بمخطط اقتراح التسوية والترتيبات إلى شركة أخرى لغرض إعادة بناء شركة أو اندماج شركتين أو أكثر).

^{٩٥} ينظر في ذلك: د. معين فندي الشناق، الاحتكار والممارسات المقيدة للمنافسة، دار الثقافة، عمان، ٢٠١٠، ص ٢٠٧، وكذلك لينا حسن ذكي، الممارسات المقيدة للمنافسة والوسائل القانونية اللازمة لمواجهتها، أطروحة دكتوراه، مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة حلوان، ٢٠٠٤، ص ٢٤٦.

^{٩٦} ينظر: د. عبد الوهاب عبد الله المعمرى، اندماج الشركات التجارية متعددة الجنسيات، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠١٠، ص ٣٤٢، وكذلك لينا يعقوب الفيومي، مصدر سابق، ص ١٤.

^{٩٧} ينظر في ذلك: د. حسن محمد هند، مصدر سابق، ص ٣٥٣، ولينا حسن ذكي، مصدر سابق، ص ٢٤٥، وكذلك:

TRẦN VĂN KHANH: OP. CIT., P.8.

ويقول البعض إن هناك نوع ثالث من الاندماج وهو الاندماج المختلط أو المتنوع أو الاندماج التجميعي ويقصد به: أن تندمج شركتان أو أكثر تعملان في أنشطة مختلفة غير مرتبطة مع بعضها أي ليست بينهما أي علاقة اقتصادية قبل الاندماج، والهدف منه هو توسيع إنتاج الشركات أو الامتداد الجغرافي لنشاط الشركة أو التنوع في الإنتاج أو لغرض تقديم نظام إدارة جديد إلى الشركات المندمجة. ولمزيد من التفصيل حول ذلك ينظر: د. معين فندي الشناق، مصدر سابق، ص ٢٠٩، ود. مروان بدرى الإبراهيم، تصفية شركات المساهمة، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠١٠، ص ١٣٠. وهناك تقسيمات أخرى للاندماج، منها بحسب جنسية الشركات الداخلة فيه وهو إما اندماج وطني أو دولي، مثال ذلك الاندماج الذي حصل سنة ١٩٧١ بين شركة (دانلوب) البريطانية وشركة (بيريللي) الإيطالية لمنافسة الشركات الأمريكية في منتجات المطاط وبصورة خاصة إنتاج إطارات المركبات. ينظر تفصيل ذلك: لدى د. عوني الفخري، التنظيم القانوني للشركات متعددة الجنسية والعولمة، ط ١، بيت الحكمة، بغداد، ٢٠٠٢، ص ١١٠ و ١١١، وكذلك رسول شاكر محمود، النظام القانوني للشركة القابضة، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية القانون، جامعة بابل، ٢٠٠٤، ص ٥٥. ومنها بحسب دور الإرادة فيه، وهو إما اندماج طوعي (ودي أو اختياري) أو إجباري (عدائي أو إرادي أو قسري)، لتفصيل ذلك ينظر: د. عبد الوهاب عبد الله المعمرى، مصدر سابق، ص ٣٤٥.

^{٩٨} ينظر في ذلك: د. حسني المصري، مصدر سابق، ص ١٥٤ و ١٥٨. وهذا ما يسمى بالحل المبتر وهو حل يختلف عن الحل المعتاد للشركة، فهو حل من نوع خاص حيث لا يتبعه تصفية الشركة المندمجة وقسمة موجوداتها، بل تظل هذه الموجودات قائمة وتؤول بحالتها وما تشمله من اصول وخصوم (ذمتها المالية) إلى الشركة الدامجة أو الجديدة، وهذا يعني إن الشركات الداخلة في الاندماج تنقضي شخصيتها المعنوية في الشركة الدامجة أو الضامة من دون تصفيتها. ينظر في ذلك: د. مروان بدرى الإبراهيم، مصدر سابق، ص ١٣٣، ود. محمد فريد العريني، مصدر سابق، ص ٣٨٩، ولينا يعقوب الفيومي، مصدر سابق، ص ٤٨.

^{٩٩} ينظر بذات المعنى: د. طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٩، ص ٨، ود. نهاد أحمد السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٤، ص ٤٦٦، وكذلك ينظر: Conan Elodie: Op.cit,p.4. & Fabien Joly: op.cit, p. 19.

^{١٠٠} ينظر د. معين فندي الشناق، مصدر سابق، ص ١٨٦.

١٠١ ينظر: د. حسين فتحي، الأسس القانونية للاستحواذ على إدارات الشركات، مصدر سابق، ص ٣٨.
١٠٢ وهذا ما أكدته المادة (١٤٨) من قانون الشركات العراقي على إنه (يجوز دمج شركة أو أكثر بأخرى أو دمج
شركتين أو أكثر لتكوين شركة جديدة) وهذا يعني إن الاندماج يتم بين الشركات فقط. وتقابلها المادة (٢٨٨) من
اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري.

١٠٣ ينظر في ذلك: د. طارق عبد السلام السالوس، مصدر سابق، ص ١٥، وكذلك: **TRẦN VĂN KHANH:**

OP. CIT., P.6 .

١٠٤ وهذا ما أشارت المادة (١٥٠/ثانياً) من قانون الشركات العراقي على أن (يتخذ قرار الدمج في الهيئة العامة
لكل شركة على أفراد....)، وتقابلها المادة (١٣٥) من قانون الشركات المصري والتي نصت على إنه (مع
عدم الإخلال بنص المادة (١٣٠) يتم الاندماج بقرار يصدر من الجمعية العامة غير العادية لكل من الشركتين
المندمجة والمندمج فيها أو من جماعة الشركاء الذين يملكون أغلبية رأس المال بحسب الأحوال...).

١٠٥ ينظر بمعنى قريب في ذلك د. طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركات، مصدر سابق، ص ١٠، ود.
طارق عبد السلام السالوس، مصدر سابق، ص ١٦.

١٠٦ يقصد بالخلف الخاص (هو كل من يتلقى من سلفه ملكية شيء معين بالذات أو حقاً عينياً على هذا الشيء،
فالبائع خلف خاص للمشتري في الشيء المبيع) ينظر د. عبد المجيد الحكيم ود. عبد الباقي البكري ود. محمد طه
البشير، الوجيز في نظرية الالتزام في القانون المدني العراقي، ج ١، مصادر الالتزام، مطبوعات وزارة التعليم
العالي والبحث العلمي، ١٩٨٠، ص ١٣٢، ود. عبد القادر الفار، مصادر الالتزام، ط ١، دار الثقافة، عمان،
٢٠٠٤، ص ١٣٠.

١٠٧ يقصد بالخلف العام (هو كل من يخلف غيره في ذمته المالية كلها أو جزء شائع منها كالربع والثالث والنصف)
ينظر: د. جلال محمد إبراهيم، مصادر الالتزام، ط ٤، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٢، ص ٢٠٤، ود. نبيل
إبراهيم سعد، النظرية العامة للالتزام (مصادر الالتزام)، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٧، ص ٣٣١.

١٠٨ وهذا ما أكدته المادة (١٥١) من قانون الشركات العراقي والتي نصت على أن (... تنتهي الشخصية المعنوية
للشركات التي اندمجت في شركة أخرى أو التي اندمجت مكونة شركة جديدة) والمادة (١٥٢) من القانون ذاته
قد نصت على أن (تنتقل حقوق والتزامات الشركة المندمجة كافة إلى الشركة الدامجة أو الناتجة عن الدمج)
وكذلك المادة (١٣٢) من قانون الشركات المصري قد نصت على أن (تعتبر الشركة المندمج فيها أو الشركة
الناتجة عن الاندماج خلفاً للشركات المندمجة وتحل محلها حلولاً قانونياً فيما لها وما عليها وذلك في حدود ما
اتفق عليه في عقد الاندماج مع عدم الإخلال بحقوق الغير) والمادة (٢٩٨) اللائحة التنفيذية لقانون الشركات
المصري والصادرة بالقرار رقم (٩٦) لعام ١٩٨٢ والتي تنص على أن (تعتبر الشركة الدامجة المدين بالنسبة
لكافة ديون الشركات المندمجة بمجرد إتمام إجراءات الاندماج...)، والمادة (١٩٢) من نظام الشركات
السعودي، وكذلك المادة (١/٣٧٢) من قانون الشركات الفرنسي والتي نصت على أن (يؤدي الاندماج إلى حل
الشركة المندمجة وإلى النقل الكلي لإصولها إلى الشركة المستفيدة في تاريخ الانتهاء من الصفقة...)، والمادة
(٣/٤٢٧-أ) من قانون الشركات الانكليزي قد نصت على أن (تنتقل إلى الشركة الدامجة اصول وخصوم الشركة
المندمجة).

^{١٠٩} ينظر في ذلك: د. علي ضاري خليل ود. زكري محمد حسين، مصدر سابق، ص ٨٥ و٨٦، وبذات المعنى ينظر

: Francis Okanigbuan : Op .Cit, P.281.

^{١١٠} وهذا ما أكدته المادة (٣٧١) من قانون الشركات الفرنسي والتي نصت على أن (... يحصل مساهمو الشركات المندمجة على حصص أو أسهم في الشركة المستفيدة، وإذا لزم الأمر يتم دفع مبلغ نقدي بمبلغ لا يتجاوز ١٠% من القيمة الاسمية للوحدات أو الأسهم المخصصة)، وكذلك المادة (١/٣٧٢) من القانون ذاته قد نصت على أن (... يحتفظ الشركاء في الشركات المندمجة بصفة الشركاء في الشركات المستفيدة، وفقاً للشروط التي يحددها عقد الاندماج، ومع ذلك يتم تبادل أسهم في الشركة المستفيدة لأسهم الشركات المندمجة عند الاحتفاظ بهذه الأسهم...)، وينظر في ذلك: د. عماد محمد أمين رمضان، حماية المساهم في الشركة المساهمة، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠٠٨، ص ٥٧، وكذلك: Christopher C. Nicholls: Lock-Ups, Squeeze-Outs, And Canadian Takeover Bid Law: A Curious Interplay Of Public And Private Interests, LAW Journal, Vol. 51, 2006, P. 412.

المصادر

References

أولاً : الكتب باللغة العربية

- I. د. أحمد سفر، الدمج والتملك المصرفي في البلدان العربية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٨
- II. د. أحمد محمد محرز، النظام القانوني للخصخصة، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٣.
- III. ود. أحمد محمد محرز، الوجيز في الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣،
- IV. أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧.
- V. د. أكرم ياملكي، القانون التجاري (الشركات)، ط٣، دار الثقافة، عمان، ٢٠١٠.
- VI. د. القاضي انطوان الناشف، الخصخصة (التخصيص) مفهوم جديد لفكرة الدولة ودورها في إدارة المرافق العامة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٠.
- VII. د. إلياس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية، ج١٢، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، بدون سنة طبع.
- VIII. د. إلياس ناصيف، الكامل في قانون التجارة، ج٢ (الشركات التجارية)، ط١، منشورات عويدات، بيروت، ١٩٨٢.
- IX. د. إيهاب الدسوقي، التخصيصية والإصلاح الاقتصادي في الدول النامية مع دراسة التجربة المصرية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥.
- X. د. باسم محمد ملحم ود. بسام حمد الطراونة، الشركات التجارية، ط١، دار الميسرة، عمان، ٢٠١٢.
- XI. د. بلال عبد المطلب، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦.
- XII. د. جلال محمد إبراهيم، مصادر الالتزام، ط٤، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٢.
- XIII. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠.
- XIV. د. حسام الدين عبد الغني الصغير، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال العام للعاملين، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٤.
- XV. د. حسن محمد هند، النظام القانوني للشركات متعددة الجنسيات، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠٠٩.
- XVI. د. حسني المصري، اندماج الشركات وانقسامها، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠٠٧.
- XVII. د. حسين فتحي، الأسس القانونية لعروض الاستحواذ على إدارات الشركات، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٨.
- XVIII. د. خالد عبد العزيز بغدادلي، تداول الأسهم والقيود الواردة عليه في النظام السعودي، ط١، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، ٢٠١٢

- XIX.** د. خالد علي صالح الجنيبي، الحماية الجنائية الخاصة لسوق الأوراق المالية، ط١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٧.
- XX.** خلدون الحمداني، الآثار القانونية لاندماج الشركات على حقوق الدائنين، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠١١.
- XXI.** د. خليل فيكتور تادرس، المركز المسيطر للمشروع في السوق المعنية على ضوء أحكام قوانين حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧.
- XXII.** د. دريد محمود علي، الشركة المتعددة الجنسية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، بدون سنة طبع.
- XXIII.** سامي محمد الخرابشة، التنظيم القانوني لإعادة هيكلة الشركات المساهمة العامة، دار الثقافة، عمان، ٢٠٠٨.
- XXIV.** د. ساهر أحمد عبد النافع، التنظيم القانوني للطرح الخاص للأوراق المالية، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٥.
- XXV.** د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، ط١، دار النشر للجامعات، القاهرة، ٢٠٠٥.
- XXVI.** د. طارق محمود عبد السلام السالوس، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠.
- XXVII.** د. طاهر شوقي مؤمن، الاستحواذ على الشركة دراسة نظرية تطبيقية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٩.
- XXVIII.** د. عباس مرزوك فليح العبيدي، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة، دار الثقافة، عمان، ١٩٩٨.
- XXIX.** د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، ط١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠٠٩.
- XXX.** د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، ج ١ (نظرية الالتزام بوجه عام)، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٤.
- XXXI.** د. عبد القادر الفار، مصادر الالتزام، ط١، دار الثقافة، عمان، ٢٠٠٤.
- XXXII.** د. عبد الوهاب عبد الله المعمري، اندماج الشركات التجارية متعددة الجنسيات، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠١٠.
- XXXIII.** د. عبد المجيد الحكيم ود. عبد الباقي البكري، ود. محمد طه البشير، الوجيز في نظرية الالتزام في القانون المدني العراقي، ج١، مصادر الالتزام، مطبوعات وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، ١٩٨٠.
- XXXIV.** ود. عبد الناصر فتحي الجلوي محمد، الاحتكار المحظور وتأثيره على حرية التجارة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨.
- XXXV.** د. علي سيد قاسم، قانون الأعمال، ط٣، ج٢ (الشركات التجارية)، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون سنة نشر.
- XXXVI.** د. عماد محمد أمين رمضان، حماية المساهم في الشركة المساهمة، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠٠٨.
- XXXVII.** د. عمر محمد حماد، الاحتكار والمنافسة غير المشروعة، ط١، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٩.

- .XXXVIII د. عوني محمد الفخري، التنظيم القانوني للشركات متعددة الجنسية والعولمة، ط١، بيت الحكمة، بغداد،
٢٠٠٢.
- .XXXIX د. فاروق إبراهيم جاسم، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، ط١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت،
٢٠١٦.
- .XL د. لطيف جبر كوماني، الشركات التجارية، مكتبة السنهوري، بغداد، ٢٠١٢.
- .XLI لينا يعقوب الفيومي، الآثار الناشئة عن دمج الشركات المساهمة، ط١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت،
٢٠٠٩.
- .XLII د. محمد الهادي المكنوزي، العروض العمومية في سوق البورصة والأخطار المرتبطة بها، ط١، دار السلام،
الرباط، ٢٠١١.
- .XLIII د. محمد أنور حامد علي، حماية المنافسة المشروعة في ضوء منع الاحتكار والإغراق، دار النهضة العربية
، القاهرة، ٢٠٠٦.
- .XLIV د. محمد حسين عبد العال، التنظيم الاتفاقي للمفاوضات العقدية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨.
- .XLV د. محمد فريد العريني، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٥.
- .XLVI د. محمد محمد أبو زيد، المفاوضات في الإطار التعاقدية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥.
- .XLVII د. مروان بدري الإبراهيم، تصفية شركات المساهمة، دار الكتب القانونية، مصر، ٢٠١٠.
- .XLVIII د. مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ١٩٩٧.
- .XLIX د. معن عبد الرحمن عبد العزيز جويحان، النظام القانوني لتخفيض رأس مال شركات الأموال الخاصة،
ط١، مطبعة الحامد، عمان، ٢٠٠٨.
- .L د. معين فندي الشناق، الاحتكار والممارسات المقيدة للمنافسة، دار الثقافة، عمان، ٢٠١٠.
- .LI د. مهدي إبراهيم علي فندي، النظام القانوني للتحويل إلى القطاع الخاص (الخصخصة)، ط١، دار الحامد،
عمان، ٢٠٠٨.
- .LII د. منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة خلاصة الخبرات العالمية، المنظمة
العربية للتنمية الإدارية وإدارة البحوث والدراسات، ١٩٩٥.
- .LIII د. نبيل إبراهيم سعد، النظرية العامة للإلتزام (مصادر الإلتزام)، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٧.
- .LIV د. نهاد أحمد إبراهيم السيد، الاستحواذ على الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٤.
- .LV د. هاني سري الدين، محاضرات في الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٢.

ثانياً: البحوث

- I. د. أكرم عبد القادر ياملكي، اختلاف حقوق المساهم باختلاف أنواع الأسهم، بحث منشور في مجلة الحقوق الكويتية، العدد الأول، السنة الثلاثون، ٢٠٠٦.
- II. د. خالص نافع أمين، خصوصية شركات الاستثمار المالي في التشريع العراقي، بحث منشور في مجلة العلوم القانونية، جامعة بغداد، المجلد ٢٧، العدد ١، ٢٠١٢.
- III. د. سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الجديدة الصادرة بالقرار الوزاري رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧، بحث منشور في مجلة القانون والاقتصاد، العدد (٧٩)، ٢٠٠٨.
- IV. د. عبد الفضيل محمد أحمد، العروض العامة للشراء في البورصة، بحث منشور في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، تصدر عن كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد (٤٣)، أبريل، ٢٠٠٨.
- V. د. علي ضاري خليل ود. ذكرى محمد حسين إلياسين، توسع الشركات القابضة بطريق الاندماج، بحث منشور في مجلة القانون المقارن، العدد ٤٩، السنة ٢٠٠٧.
- VI. د. محسن حسن المعموري، الخصخصة دراسة تحليلية للمفهوم والآليات، بحث منشور في مجلة جامعة ديالى، العدد الثلاثون، ٢٠٠٨.

ثالثاً: الرسائل والأطاريح

- I. أحمد عبد الوهاب سعيد أبو زينة، الإطار القانوني لاندماج الشركات، أطروحة دكتوراه، مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٢.
- II. أميرة جعفر شريف، التنظيم القانوني للخصخصة ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، ٢٠١٥.
- III. رسول شاكر محمود، النظام القانوني للشركة القابضة، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية القانون، جامعة بابل، ٢٠٠٤.
- IV. سمير برهان راغب، النظام القانوني للعرض العام لشراء السهم، أطروحة دكتوراه، مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٦.
- V. علي ضاري خليل، التنظيم القانوني للشركة القابضة، أطروحة دكتوراه، مقدمة إلى كلية القانون، جامعة بغداد، ٢٠٠٦.
- VI. ليلى حسن ذكي، الممارسات المقيدة للمنافسة والوسائل القانونية اللازمة لمواجهةها، أطروحة دكتوراه، مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة حلوان، ٢٠٠٤.

رابعاً: المصادر باللغة الأجنبية

- I. **Amy Bowermam (F.) and Alexander B. Johnson:** Overview of Tender Offers, June 2007. (www.lexisnexis.com).
- II. **PATRICK A. GAUGHAN:** Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Fourth Edition, John Wiley & Sons, Inc., Canada, 2007, p.240.
- III. **Maran Marimuthu:** Mergers and Acquisitions: Some Empirical Evidence on Performance, Financial Characteristics and Firm Sustainability, International Journal of Business and Management, Faculty of Accounting and Management, Tunku Abdul Rahman University, Malaysia, Vol. 3, No.10, October, 2008, P. 9.
- IV. **Conan Elodie :** Les Offres Publiques Achat, I A E BREST, Institut d Administration des Entreprises, université de Bretagne occidentale, 2004 , P.20.
- V. **Antar And Joyce and ETC. :** Acquisition& Market Performance, Kandidat Uppsats Inom Finansiering, Jonkoping University, Sverige, 2005, P.3 .
- VI. **Thomas Jaegle:** L actionnaire de court-terme dans les offers publiques, These Pour lobtention du grande de Docteur en Droit, Faculte de droitm, Universite Paris Descartes, 2014, n.4, p.5.
- VII. **R. Wtterwulghe:** Takeover Bids In Belgium, Journal of Comparative Business and Capital Market Law, Vol.5, 1983, north-Holland publishing Company, p.42 .
- VIII. **TRẦN VĂN KHANH:** AMERGER AND ACQUISITION A COMPARATIVE STUDY ON VIETNAM AND The United Kingdom Legal Regulation, Master's Thesis In Law, Faculty Of Law Lund University, 2009
- IX. **Isaac Marfo Orduro And Samuel Kwaku Agyei:** Mergers & Acquisition and Firm Performance: Evidence from the Ghana Stock Exchange, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.4, No.7, 2013.
- X. **Francis Okanigbuan:** Corporate Takeovers And Shareholder Protection, Manchester Student Law Review ,Vol 2:267,2013.
- XI. **P. Alexander Roberts, And Dr. William Wallace, And Dr. Peter Moles:** Mergers and Acquisitions, Edinburgh, Britain, 2003, p.4.

- XII. P. Alexander Roberts, Dr. William Wallace, Dr. Peter Moles:** Mergers And Acquisitions, Edinburgh, Britain, 2003, P.3,20.
- XIII. Christopher C. Nicholls:** Lock-Ups, Squeeze-Outs, And Canadian Takeover Bid Law: A Curious Interplay Of Public And Private Interests, LAW Journal, Vol. 51, 2006.
- XIV. Fabien Joly :** Offre Publique d'Achat, Memo Fin, 2013.

خامساً: القوانين

- .I** القانون المدني المصري رقم ١٣١ لسنة ١٩٤٨ المعدل.
- .II** القانون المدني العراقي رقم ٤٠ لسنة ١٩٥١ المعدل
- .III** قانون الشركات التجارية الفرنسي رقم (٥٣٧-٦٦) الصادر في ٢٤ يوليو ١٩٦٦ والمعدل عام ٢٠٠٣.
- .IV** اللائحة التنفيذية لقانون الشركات الفرنسي الصادرة بالمرسوم رقم (٢٣٦-٦٧) الصادر في ٢٣ مارس ١٩٦٧.
- .V** قانون ويليامز (Williams Act) والصادر عام ١٩٦٨ والمعدل لقانون البورصة (Exchange Act) الصادر عام ١٩٣٤.
- .VI** قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمعدل بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨
- .VII** اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري الصادرة بموجب القرار رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢ .
- .VIII** قانون التجارة العرقي رقم ٣٠ لسنة ١٩٨٤
- .IX** قانون الاستحواذ الانكليزي الصادر في ١٩ / ابريل / ١٩٨٥ والمعدل في ٢٠ / ٥ / ٢٠١٣.
- .X** قانون الشركات الانكليزي لعام ١٩٨٥ المعدل
- .XI** قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .
- .XII** قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ والمعدل بموجب قرار سلطة الائتلاف رقم ٦٤ لسنة ٢٠٠٤.
- .XIII** نظام السوق المالية السعودي رقم (٣٠) لسنة ٢٠٠٣،
- .XIV** القانون المؤقت الأسواق الأوراق المالية رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.
- .XV** التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق لعام ٢٠٠٤،
- .XVI** اللائحة التنفيذية لهيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) الصادرة في ١٢ / نوفمبر / ٢٠٠٤، والمعدلة في ٢٢ / سبتمبر / ٢٠١٤.
- .XVII** لائحة طرح الأوراق المالية السعودية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم ٢-١١-٢٠٠٤ وبتاريخ ٤/١٠/٢٠٠٤ والمعدلة بالقرار رقم ١-٢٨-٢٠٠٨ وبتاريخ ١٨/٨/٢٠٠٨.
- .XVIII** أما التوجيه الأوربي لعروض الشراء رقم ٢٥ لسنة ٢٠٠٤، والصادر في ١٢ / أبريل / ٢٠٠٤ .

- .XIX** اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ والمعدلة بموجب القرار رقم (١٢) لعام ٢٠٠٧.
- .XX** مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لعام ٢٠٠٨
- .XXI** لائحة الاندماج والاستحواذ السعودية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم ١-٥-٢٠٠٧ والموافق ٣/١٠/٢٠٠٧، والمعدلة سنة ٢٠١٢.
- .XXII** نظام الشركات السعودي لعام ٢٠١٥.