

الآثار القانونية لقواعد حوكمة الشركات في حماية الأقلية المساهمة من صفقات الاستحواذ وعروض الاستحواذ- دراسة مقارنة

د. محمد وليد علي المحاميد*

تاريخ وصول البحث: 2023/12/9 م تاريخ قبول البحث: 2024/4/30 م

الملخص

يتناول موضوع هذا البحث حماية الأقلية المساهمة من صفقات الاستحواذ وعروض الاستحواذ على الشركات المساهمة العامة، وذلك من خلال قواعد ومبادئ حوكمة الشركات التجارية، حيث تهدف هذه المبادئ إلى تعزيز مبادئ الشفافية والمساواة والعدالة في عمل الشركات التجارية.

حيث إن التشريع الأردني قد خلا من تنظيم العديد من الأحكام الخاصة بفئة الأقلية المساهمة في نطاق الاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ؛ ويرجع السبب في ذلك إلى عدم تنظيمه للاستحواذ وعروضه بالقدر الكافي مقارنةً بالتشريعات العربية والدولية، التي نظمت الاستحواذ بتنظيم قانوني متكامل نظراً لأهميته التشريعية.

وقد خلصت الدراسة بنتيجة مفادها: أن المشرع الأردني لم يضع قواعد حوكمة خاصة بفئة الأقلية المساهمة في إطار صفقات الاستحواذ وعروض الاستحواذ باستثناء بعض الإشارات الطفيفة في بعض النصوص القانونية. ويوصي الباحث من خلال هذه الدراسة المشرع الأردني، بمعالجة قانون الشركات وتعليمات حوكمة الشركات التجارية، وذلك بوضع تنظيم قانوني خاص لفئة الأقلية المساهمة؛ لتحقيق حماية متكاملة لهذه الفئة مقارنةً مع بقية المساهمين في الشركة.

الكلمات المفتاحية: حوكمة، استحواذ، عروض الاستحواذ، الأقلية المساهمة.

*دكتور.

"Legal Consequences of Corporate Governance Regulations on Protecting Minority Shareholders in the Context of Takeover Agreements and Takeover Proposals: A Comparative Analysis"

Abstract

This research delves into the protection of minority shareholders from takeover agreements and takeover proposals targeting public corporations, employing the rules and principles of corporate governance. These principles are designed to bolster transparency, equality, and fairness within the operations of commercial entities. The Jordanian legislation lacks specific provisions for the minority shareholder category within the scope of acquisitions and intended takeover offers, primarily due to insufficient regulation of takeover and their proposals compared to Arab and international laws, which have established comprehensive legal frameworks for acquisitions due to their legislative significance. The study concludes that the Jordanian legislator has not established governance rules specifically for the minority shareholder category in the context of takeover deals and offers, with the exception of minor references in some legal texts. The researcher recommends that the Jordanian legislator addresses the Company Law and corporate governance instructions by introducing a specialized legal framework for the minority shareholder category to ensure comprehensive protection compared to other shareholders in the company.

Keywords: Governance, Takeover, Takeover Offers, Minority Shareholders.

المقدمة:

أولاً: التعريف بموضوع البحث وأهميته

يُعدُّ موضوع حوكمة الشركات من المواضيع التي ظهرت نتيجة للأزمات المالية المتكررة للشركات المالية في ظل النظام الرأسمالي العالمي، حيث دعت الحاجة إلى توفير قواعد قانونية تعزز عمل الشركة وانضباطها بهدف تحقيق عدد من المبادئ التي تسهم في نجاح عمل الشركة ومن ضمنها تعزيز الثقة والمساواة بين المساهمين جميعاً، وكذلك الحد من الممارسات القانونية الخاطئة في إدارة الشركة.

حيث تتم إدارة الشركة على نحو يحقق المصالح الجماعية لجميع المساهمين فيها؛ لأنه غالباً ما يحصل تعارض ما بين قرارات الأغلبية المساهمة والأقلية المساهمة فلا يكون أمام الأقلية المساهمة سوى الامتثال لقرارات الأغلبية طبقاً لقانون الأغلبية الذي يحكم عمل الشركة. ولهذا أوجدت التشريعات آليات قانونية تفرض القيود على السلطات الإدارية في الشركة ممثلة بالهيئة العامة ومجلس الإدارة عندما تمارس سلطاتها وأعمالها بشكل تعسفي أو تلك القرارات التي تصدرها ولا تكون متناسبة مع مصالح الأقلية المساهمة فيها.

وقد حظيت قواعد الحوكمة باهتمام دولي واسع، من خلال المنظمات الدولية وأبرزها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، التي تعد من أهم المنظمات الرائدة في هذا المجال، حيث وضعت هذه المنظمة مجموعة من المبادئ المتعلقة بحوكمة الشركات حيث ساهمت بوضع معايير تسعى إلى تحقيق الإدارة المثلى للشركات لحماية حقوق المساهمين وضمان مشاركتهم في إدارة الشركة وإعلامهم بأمور الشركة من خلال قواعد الإفصاح وحماية أصحاب المصالح ونحوه.

وقد استقت منها غالبية التشريعات الداخلية للدول مبادئ الحوكمة، ومنها التشريع الأردني الذي أظهر اهتماماً تشريعاً واضحاً بهذه المبادئ من خلال وضعه مجموعة من النصوص التي تسير الاتجاه العالمي لتحقيق مبادئ الإدارة المثلى والشفافية والمساواة في عمل الشركات. وفي ظل التكوين الإداري للشركة المساهمة العامة، فإن الأغلبية المساهمة هي التي تتحكم في زمام أمور الشركة، ولهذا فإنه من المتصور أن تكون حقوق الأقلية المساهمة هي الأكثر تعرضاً للإهدار والتعسف وبالطبع، فإن قواعد الحكومة لها أثر كبير في حماية هؤلاء الأقلية وحماية مصالح الشركة من جهة أخرى.

وانطلاقاً من ذلك، فإن قواعد الحوكمة تسهم وبشكل خاص في حماية الأقلية المساهمة من بعض الصفقات التي تبرمها الشركة ومنها صفقات الاستحواذ، حيث تلعب قواعد الحوكمة دوراً مهماً وحيوياً في صفقات الاستحواذ التي تبرمها الشركة، بالإضافة إلى عروض الشراء بقصد الاستحواذ على الشركة والمرتبطة بصفقات الاستحواذ، إذ تعد عروض الاستحواذ، أو عروض الشراء بقصد الاستحواذ كما يطلق عليها في أحيان أخرى العصب الأساسي لهذه الصفقات. ولهذا، وبناءً على ما تقدم، تبرز أهمية هذا البحث من خلال إظهار الدور الذي تلعبه قواعد حوكمة الشركات في حماية حقوق الأقلية المساهمة من خلال توفير شعور بالاطمئنان لهؤلاء الأقلية وفق قواعد تضمن لهم العدالة وتكافؤ الفرص، في نطاق صفقات الاستحواذ وعروض الاستحواذ. خاصة أن الهيئة العامة للشركة ومجلس إدارتها قد تلجأ إلى أساليب ملتوية في صفقات الاستحواذ تقف أمامها الأقلية عاجزة عن ممارسة حقوقها في الشركة المساهمة العامة. ثانياً: مشكلة البحث:

تظهر مشكلة هذا البحث بوضوح للباحث من خلال عدم توفير المشرع الأردني قواعد حوكمة خاصة بحماية الأقلية المساهمة من صفقات الاستحواذ وعروض الاستحواذ، على الرغم من نص المشرع على مبادئ عديدة في الحوكمة بشكل عام، كما تبرز مشكلة هذه الدراسة من عدم وجود غطاء قانوني منظم لصفقات الاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ، مما يؤدي إلى إهدار حقوق الأقلية المساهمة عند إبرام هذه الصفقات.

ثالثاً: تساؤلات الدراسة

تثير هذه الدراسة العديد من التساؤلات أبرزها:

1. ما هو دور قواعد حوكمة الشركات في حماية الأقلية المساهمة بشكل عام؟ وما هو دورها في حماية الأقلية المساهمة من صفقات الاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ على الشركة.
2. ما مدى إلزامية مبادئ حوكمة الشركات؟ وما مدى الحماية القانونية التي تعطيها للأقلية المساهمة؟

رابعاً: منهجية البحث:

من أجل الوصول إلى إجابة عن أسئلة البحث، سيعتمد الباحث عن المنهج المقارن ما بين التشريع الأردني والتشريعين المصري والكويتي؛ وذلك لأن كل من التشريع المصري والتشريع

الكويتي قد نظماً صفقات الاستحواذ وعروض الاستحواذ بتنظيم قانوني متكامل بالإضافة إلى أنهما قد وفرا مبادئ حوكمة خاصة في ظل هذه الصفقات. كما ستم المقارنة مع قانون الشركات الإنجليزي في بعض مواطن هذا البحث وبالقدر الذي يخدم هذه الدراسة وخصوصاً في نطاق صفقات الاستحواذ. كما سيعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي، من خلال معالجة قانون الشركات الأردني وفق ما تضمنه من قواعد للحوكمة، وكذلك قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الخاصة بحوكمة الشركات في التشريع الأردني.

خامساً: محددات البحث:

ستكون هذه الدراسة مقتصرة على الشركة المساهمة العامة؛ لأن المشرع الأردني قد ألزمها بتطبيق قواعد حوكمة الشركات. بالإضافة إلى أن صفقات الاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ تظهر بشكل كبير في هذه الشركات مقارنةً مع غيرها؛ نظراً لأنها تتكون من عدد كبير من المساهمين؛ كما أن تأسيسها يتم من خلال الاكتتاب في أسهمها، وتقسّم أسهمها إلى أسهم متساوية القيمة قابلة للتداول بالطرق التجارية. وإن عمليات التركيز الاقتصادي تكثر في هذا النوع من الشركات لضخامة رأس مالها، لذا أحاطت التشريعات شركات المساهمة العامة بنصوص تشريعية أمرّة لا يجوز الاتفاق على مخالفتها، لما يترتب عليها من تأثير في الاقتصاد القومي للدولة.

سادساً: خطة البحث:

سيتم تقسيم هذا البحث إلى مبحثين:

المبحث الأول: ماهية الاستحواذ ومفهوم أقلية المساهمين.

المبحث الثاني: مبادئ الحوكمة الخاصة بحماية الأقلية المساهمة في صفقات الاستحواذ.

المبحث الأول: ماهية الاستحواذ ومفهوم أقلية المساهمين.

عالج الباحث في هذا المبحث مفهوم الاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ، التي تعد من العمليات الأساسية التي تقوم بها الشركات التجارية؛ بهدف تحقيق عمليات التركيز الاقتصادي التي تعد من أبرز مظاهر الحياة التجارية والاقتصادية في عمل الشركات التجارية.⁽¹⁾

(1)

المطلب الأول: مفهوم الاستحواذ:

خصص الباحث هذا المطلب لبيان مفهوم الاستحواذ لغة وتعريف الاستحواذ وعرضه في التشريع مع بيان النظرة الفقهية لمفهوم الاستحواذ وعلى النحو الآتي:

الفرع الأول: الاستحواذ في اللغة:

الاستحواذ من المصدر استحوذ، ويأتي بمعنى السيطرة، التحكم، والاستيلاء والغلبة⁽²⁾ وكما في قوله تعالى "الَّذِينَ يَتَّبِعُونَ بِكُمُ فَإِنْ كَانَ لَكُمْ فَتْحٌ مِنَ اللَّهِ قَالُوا أَلَمْ نَكُنْ مَعَكُمْ وَإِنْ كَانَ لِلْكَافِرِينَ نَصِيبٌ قَالُوا أَلَمْ نَسْتَحْوَذْ عَلَيْكُمْ وَنَمْنَعُكُم مِنَ الْمُؤْمِنِينَ فَاللَّهُ يَحْكُمُ بَيْنَكُمْ يَوْمَ الْقِيَامَةِ وَلَنْ يَجْعَلَ اللَّهُ لِلْكَافِرِينَ عَلَى الْمُؤْمِنِينَ سَبِيلًا"⁽³⁾

الفرع الثاني: تعريف الاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ تشريعياً:

لم يتطرق المشرع الأردني إلى تعريف الاستحواذ، ولكنه تطرق إلى مفهوم التملك في قانون الشركات الأردني الذي يرادف مفهوم الاستحواذ. إلا أن المشرع الأردني لم يكن موفقاً في اختيار هذا المعنى للدلالة على الاستحواذ؛ لأنه قد يفسر بنطاق خارج عن مفهوم الاستحواذ هذا من جانب، بالإضافة إلى أن التسمية الغالبة والشائعة في غالبية التشريعات الدولية والعربية وعند الفقه القانوني هي الاستحواذ.⁽⁴⁾

ومن خلال الرجوع إلى هذا القانون يجد الباحث أن المشرع الأردني قد أدرج المادة (222) من قانون الشركات التي أشارت إلى مفهوم التملك، تحت الفصل الخاص باندماج الشركات وتملكها، وهذا الأمر يعد خلطاً تشريعياً واضحاً حيث كان يتوجب على المشرع فصل هذه المادة عن موضوع الاندماج بسبب الاختلاف بين مفهوم الاندماج والاستحواذ، إذ كان من الأفضل على المشرع الأردني تنظيم أحكام التملك بشكل منفصل أو أفراد تنظيم خاص بها كما فعل التشريعين المصري والكويتي بهذا الجانب، حيث أفردت هذه القوانين تنظيم قانوني مستقل لأحكام الاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ على الشركات.

أما بالنسبة لقانون الأوراق المالية، فلم يحدد معالم صفقات الاستحواذ، أو عروض الشراء بقصد الاستحواذ، باستثناء بعض الأحكام الطفيفة التي تنظم عرض التملك العام والتي ترادف عروض الشراء بقصد الاستحواذ.

وقد عرف المشرع الأردني عرض التملك العام في قانون الأوراق المالية بأنه "العرض الذي يقصد به شراء (40%) أو أكثر من الأوراق المالية العائدة إلى مصدر واحد⁽⁵⁾ أو حيازتها عن طريق المبادلة"⁽⁶⁾

ويتضح للباحث من خلال تعريف المشرع الأردني لعرض التملك العام، أن المشرع قد وضع الحد الأدنى لعرض التملك وهو (40%) من الأوراق المالية العائدة للشركة، ولكنه لم يضع نسبة الحد الأعلى لهذه العروض، مما يشكل فجوة تشريعية بهذا الجانب، والسبب في ذلك أنه ولخلو النص من الحد الأعلى فإنه يجوز التملك بنسبة (100%) من الأوراق المالية العائدة للشركات.

كما أن تعريف المشرع الأردني لعرض التملك العام لم يبين ماهية عروض الشراء ولم يبين طبيعتها، حيث إن التعريف لم يتضمن العناصر الأساسية لعروض الاستحواذ، بل جاء التعريف عاماً لم يحدد أي إشارة إلى مفهوم الاستحواذ.

بينما نجد أن المشرع المصري قد وضع مفهوماً شاملاً لعروض الشراء يتضمن جميع العناصر الأساسية لعروض الشراء بقصد الاستحواذ حيث عرف المشرع المصري عروض الشراء بقصد الاستحواذ بأنها "العرض المطروح لشراء الأوراق المالية محل العرض سواء كان مقابل الشراء نقداً أو مبادلة بأوراق مالية أو عرضاً مختلطاً يجمع بين المقابل النقدي والمبادلة معاً، وسواء كان العرض إجبارياً أم اختيارياً"⁽⁷⁾

ويتضح لنا جلياً أن تعريف المشرع المصري جاء مكوناً لمفهوم الاستحواذ، كما أن المشرع المصري قد حدد الأوراق المالية التي يشملها عروض الشراء⁽⁸⁾، بينما المشرع الأردني لم يحدد ماهية الأوراق المالية التي يشملها عرض التملك العام، وهذا يعني أن التملك الوارد في القانون الأردني يشمل جميع الأوراق المالية المحددة بموجب قانون الأوراق المالية.⁽⁹⁾

كما أن المشرع المصري قد أشار إلى مفهوم عرض الشراء الإجباري وعرض الشراء الاختياري، وهذا ما لم يسلكه المشرع الأردني، وسنشير إلى هذه العروض في المطلب الثاني من هذا البحث.

أما عن موقف المشرع الكويتي فقد كان أكثر تنظيماً في تحديد مفهوم الاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ، حيث وضع المشرع الكويتي تعريفاً مباشراً للاستحواذ بأنه "المحاولة أو الطلب لتملك أسهم تؤدي إلى سيطرة على شركة مدرجة في البورصة أو غير مدرجة في حال الاستحواذ العكسي"⁽¹⁰⁾

وحسناً فعل المشرع الكويتي مقارنة مع المشرعين الأردني والمصري بوضعه إطار محدد لمفهوم عروض الشراء بقصد الاستحواذ، ولم يستخدم مصطلح عرض الشراء أو التملك كما فعل المشرع الأردني والمصري.

بل استخدم اصطلاح عروض الشراء بقصد الاستحواذ وعرفها في المادة (71) من قانون أسواق المال الكويتي بأنها "يقصد بعرض الاستحواذ العرض أو المحاولة أو الطلب لتملك 1- كافة

أسهم شركة مدرجة أو جميع الأسهم الخاصة بأي فئة أو فئات ضمن شركة مدرجة وذلك بخلاف الأسهم التي يمتلكها مقدم العرض أو الأطراف التابعة له أو المتحالف معه في تاريخ تقديم العرض 2- كافة الأسهم المتبقية في الشركة المقدم إليها العرض التي يتم عرضها على جميع حملة الأسهم الآخرين في تلك الشركة نتيجة حيازة مقدم العرض والأطراف التابعة له أو المتحالف معه لنسبة أغلبية في الشركة تمكنه من السيطرة على مجلس الإدارة وتصدر الهيئة قراراً تحدد فيه الأغلبية المطلوبة لتطبيق حكم هذه المادة"

ويتبنى الباحث ما ذهب إليه المشرع الكويتي، والسبب في ذلك أن المشرع الكويتي وضع جميع العناصر الأساسية للاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ، وبين الآلية التي تتم فيها هذه الصفقات، ولهذا فإن المشرع الكويتي كان أكثر دقة من المشرعين المصري والأردني بهذا الجانب. كما أن المشرع الكويتي كان مهتماً بتفصيل كل نوع من أنواع عروض الشراء بقصد الاستحواذ، سواء كانت عروضاً استحواذ كلية، أم عروض استحواذ جزئية⁽¹¹⁾.

وبالرجوع إلى موقف المشرع الإنجليزي في قانون الشركات الإنجليزي، وجد الباحث أنه قد تطرق إلى مفهوم عروض الاستحواذ وتطلب شرطين لتحقيق مفهوم عروض الشراء بقصد الاستحواذ: الشرط الأول أن يكون العرض للشراء، والشراء قد يكون لشراء لجميع أسهم الشركة وفي حال وجود أكثر من فئة للأسهم يجب شراء جميع أسهم كل فئة أو أكثر، باستثناء الأسهم التي يمتلكها مقدم العرض، والشرط الثاني أن تكون هذه العروض متماثلة⁽¹²⁾.

الفرع الثالث: الاستحواذ فقهاً:

تعددت الآراء الفقهية حول مفهوم الاستحواذ، لكنها لا تخرج عن وصفها بأنها عملية للسيطرة والتحكم في الشركة المستهدفة بالاستحواذ فعرفه البعض بأنه "عملية قانونية تؤدي إلى نقل أصول الشركة المستهدفة أو أسهم مالكيها إلى الشركة المستحوذة على نحو يمكنها من حسن إدارتها بشكل مباشر أو غير مباشر بعد استيفاء مجموعة من الإجراءات القانونية الواجب مراعاتها"⁽¹³⁾

وعرفه اتجاه آخر بأنه: "عملية قانونية اقتصادية تكون من خلال شركتين الأولى تسمى الشركة المستحوذة والثانية الشركة المستحوذ عليها، حيث تسيطر الأولى على الثانية، وذلك من خلال امتلاك نسب معينة يتم الاتفاق عليها، وبالتالي إعطاء الحق للشركة المستحوذة بتعديل نظام الشركة المستهدفة بالاستحواذ أو تعديل جوهرها في إدارتها"⁽¹⁴⁾.

وبعد أن استعرض الباحث تعريف الاستحواذ تشريعياً وفقهياً يقترح هذا التعريف له وفقاً لطبيعته وخصائصه بأنه: عملية قانونية تهدف إلى شراء أسهم أو أصول الشركة المستهدفة، وذلك بهدف السيطرة الفعلية عليها من قبل شخص اعتباري أو طبيعي بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، وذلك من أجل التحكم في إدارتها والسيطرة المالية عليها.

المطلب الثاني: أنواع عروض الشراء بقصد الاستحواذ:

تناولنا في هذا المطلب بيان أنواع عروض الاستحواذ في ثلاثة فروع خصصنا الفرع الأول لبيان عروض الاستحواذ من حيث الكمية والمقابل والفرع الثاني من حيث طبيعة العرض والفرع الثالث لبيان إلزامية عرض الشراء من خلال ما يسمى عرض الشراء الإلزامي.

هذا ويطلق على هذه العروض مسميات مختلفة منها: عروض الاستحواذ، عروض الشراء، عروض الشراء بقصد الاستحواذ، ولهذا أينما وردت التسمية وفقاً لذات المعاني السابقة، فإنها تحمل نفس المعنى ويعود سبب الاختلاف إلى اختلاف التشريعات في التسمية وكذلك الفقه القانوني، وللاستحواذ وعروضه دوافع عديدة، تختلف باختلاف السبب من السيطرة على الشركة المستحوذ عليها.⁽¹⁵⁾

الفرع الأول: عروض الاستحواذ من حيث الكمية والمقابل:

تتخذ عروض الاستحواذ صوراً مختلفة من حيث الكمية والمقابل، وقد فصلنا في هذا الفرع الصور المختلفة لعروض الشراء من حيث مقابل هذه العروض وكميتها وفق البندين أولاً وثانياً من هذا الفرع.

أولاً: عروض الشراء من حيث المقابل:

إذا كان مقابل عروض الشراء نقدياً تسعى عروض الشراء النقدية، في حين إذا كان مقابل الشراء مبادلة أسهم بأسهم، عن طريق نقل ملكية الأسهم العائدة له أو لإحدى الشركات التابعة له إلى المشتري، يطلق على عروض الشراء في هذه الحالة بالعروض التبادلية.⁽¹⁶⁾

أما العروض المختلطة تكون في الحالة التي يكون فيها المقابل مختلطاً، يجمع بين المقابل النقدي، وبين المبادلة بالأسهم.

ويطلق عليها العروض التخيرية في الحالة التي يترك الخيار للمساهم في الشركة المستهدفة بقبول مقابل العرض نقداً أو تبادلياً.⁽¹⁷⁾

ووجدنا أن المشرع الأردني لم ينظم هذه العروض، على الرغم من إشارته بصورة طفيفة إلى مفهوم الشراء، والشراء عن طريق المبادلة، عندما عرف عرض التملك العام في قانون الأوراق المالية، الذي أشرنا له سابقاً.

في حين أن التشريع المصري نظم هذه الصور في اللائحة التنفيذية لقانون سواق المال المصري حيث بينت المادة (326) من هذه اللائحة صور عروض الشراء من حيث المقابل إذ بين أن عرض الشراء قد يكون نقدياً أو عن طريق مبادلة أوراق مالية بأوراق أخرى، أو عرضاً مختلطاً يجمع بين المقابل النقدي والمبادلة، كما أشار المشرع المصري إلى مفهوم المبادلة في ذات المادة السابقة بأنها "تنازل مالكي أسهم الشركات المستهدفة بالعرض عن أسهمهم مقابل حصولهم على أسهم في شركة أو أكثر يمتلكها مقدم العرض أو أي من الأشخاص المرتبطين سواء كان ذلك بطريق التبادل المباشر للأسهم أو بطرق زيادة رأس مال في الشركات مقدمة العرض"

وعرف المشرع الكويتي عرض الشراء النقدي في المادة (1) من قانون أسواق المال بأنه "رغبة تملك ورقة مالية مدرجة في السوق ومن خلال مقابل قيمة مالية" وعرفت اللائحة التنفيذية للقانون عرض الشراء بالمبادلة والعرض المختلط في المادة (3-8-1) بأنه "هو المحاولة أو الطلب لتملك جميع أسهم شركة مدرجة أو جميع الأسهم الخاصة بأي فئة أو فئات ضمن شركة مدرجة بخلاف الأسهم التي يمتلكها مقدم العرض أو الأطراف التابعة له أو المتحالف معه في تاريخ تقديم العرض وذلك بمقابل عبارة عن أسهم صادرة لمساهمي الشركة محل العرض في رأس مال الشركة مقدمة العرض أو شركة أخرى أو بمقابل عبارة عن نسبة نقدية ونسبة أسهم صادرة لمساهمي الشركة محل العرض في رأس مال الشركة مقدمة العرض أو شركة أخرى".

ثانياً: عروض الشراء من حيث الكمية:

إذا كانت عروض الشراء تنصّب على عدد من الأوراق المالية تمثل نسبة 100% من رأس مال الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ فتسمى في هذه الحالة بعروض الشراء الكلية، في حين إذا كان العرض يستهدف نسبة أقل من 100% من الأوراق المالية يسمى عرض الاستحواذ بالعرض الجزئي، كما أن جانب من الفقه يقسم عروض الشراء من حيث الكمية إلى: استحواذ أغلبية واستحواذ أقلية، ويكون الاستحواذ أغلبية إذا ترتب عليه حصول المستحوذ على أكثر من 50% من رأس مال الشركة المستحوذ عليها وحقوق التصويت فيها، في حين يكون الاستحواذ

استحواذ أقلية عندما تتم السيطرة على نسبة أقل من 50% من رأس مال الشركة المستحوذ عليها وحقوق التصويت فيها.⁽¹⁸⁾

وعن مسلك المشرع الأردني بشأن عروض الشراء من حيث الكمية المطلوب شراؤها، فلم ينظمها باستثناء عرض التملك الكلي المشار له سابقاً في المطلب الأول.

في حين أن المشرع المصري قد وضع تنظيمياً لنسب الاستحواذ، مع اختلاف الأثر القانوني المرتب على هذه النسب، فقد أوجب على كل من يستحوذ على 5% من حقوق التصويت أو الملكية بما لا يتجاوز الثلث أن يفصح عن هذه العملية إلى البورصة والهيئة خلال يومين من تاريخ إتمام العملية.⁽¹⁹⁾

أما المشرع الكويتي فقد أجاز عمليات الاستحواذ الجزئي في قانون أسواق المال ونظمه في اللائحة التنفيذية، وأوجب في حال امتلاك الشخص بمفرده أو أشخاص متحالفين معه نسبة تزيد على 5% من أسهم شركة مدرجة في البورصة ويرغب بزيادة هذه النسبة بما لا يزيد عن 30% من أسهم الشركة ذاتها، فإنه يتوجب عليه مراعات أحكام قواعد الإفصاح والشفافية وفقاً لللائحة التنفيذية.⁽²⁰⁾

وبناء على ما تقدم وبعد أن استعرضنا موقف المشرعين الأردني والمصري والكويتي، يرى الباحث أن مسلك المشرع المصري والكويتي يتوافق من حيث تحديد نسب الاستحواذ، وبيان الأثر المترتب عليه في حين مع سكوت المشرع الأردني عن تنظيم هذه المسائل.

الفرع الثاني: عروض الشراء من حيث طبيعة العرض:

تعدد عروض الشراء من حيث طبيعة العرض منها: عروض الشراء الأصلية، عروض الشراء المعدلة، وعروض شراء منافسة، وعروض شراء عكسية.

وعرض الشراء الأصلي هو: العرض الذي يقدم ابتداء من قبل مقدم العرض⁽²¹⁾ وقد نص عليه كل من التشريعات الأردنية والمصرية والكويتية، ونص المشرع الأردني على عرض الشراء الأصلي في المادة (45) من قانون الأوراق المالية كما نص عليه المشرع المصري في المادة (325) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال المصري بينما نص عليه المشرع الكويتي في المادة (71) من قانون أسواق المال الكويتي.

أما الصورة الثانية فهي عروض الشراء المعدلة، ويقصد بها الحالة التي تتضمن تعديلاً لعرض الشراء الأصلي إما لسبب قانوني ملزم، أو لسبب يرجع إلى محض إرادة مقدم العرض ذاته.⁽²²⁾

ولم يتضمن التشريع الأردني الإشارة إلى ماهية عروض الشراء المعدلة سواء كانت بسبب التزام قانوني، أو بسبب يرجع إلى محض إرادة مقدم العرض ذاته، في حين نص المشرع المصري على ماهية هذه العروض في اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال المصري، حيث أجاز المشرع المصري لمقدم العرض بعد الحصول على موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية تعديل شروط عروض الشراء قبل خمسة أيام على تاريخ انتهاء العرض الأصلي، مع اشتراط إفصاح مقدم العرض عن مبرراته، على أن يكون التعديل لصالح مالكي الأوراق المالية، أو في حال تحقق حدث جوهري ضار يؤثر على العرض، وأشارت إلى هذه الأحكام المادة (344) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال المصري، وتقابل هذه المادة (3-3-12) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال الكويتي.

ويرى الباحث أن مسلك المشرعين المصري والكويتي متوافق في هذا الجانب، من حيث إجازته تعديل عرض الشراء الأصلي، في حين خلا التشريع الأردني من هذه الأحكام.

أما عروض الشراء المنافسة فهي العروض التي تقدم قبل انتهاء فترة سريان عرض الشراء الأصلي من قبل شركات أخرى، وتهدف هذه العروض إلى تحقيق أكبر قدر من المنفعة للمساهمين بالشركة المستهدفة بالعرض، وذلك بغرض منع الاحتكار في السوق المالية، وتوفير أكبر قدر ممكن لمالكي الأوراق المالية من استثمارها، وأكبر عائد من الأرباح عند بيع الأوراق المالية.⁽²³⁾

ولم ينظم المشرع الأردني هذه العروض، في حين نص عليها كل من المشرعين المصري والكويتي، حيث أجاز المشرع المصري تقديم عرض شراء منافس قبل خمسة أيام على الأقل من انتهاء العرض الأصلي، ويجب أن يكون نقدياً، وأن لا تقل الزيادة عن 2% من سعر الشراء الأصلي، كما يحق للهيئة قبول العرض المنافس إذا تضمن تعديلاً جوهرياً في الشروط المقترحة لمصلحة مالكي الأوراق المالية.

أما المشرع الكويتي فقد بين عرض الشراء المنافس في اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال، ويتوافق موقف المشرع المصري مع موقف المشرع الكويتي من حيث مدة تقديم عرض الشراء المنافس، ومن حيث جوازية تقديمه في حال حدوث تعديل جوهري على العرض الأصلي أو تعديله، كما بينت اللائحة الإجراءات التنفيذية لتقديم هذا العرض.

إلا أن موقف المشرع المصري يختلف عن موقف المشرع الكويتي من حيث اشتراط أن يكون عرض الشراء المنافس نقدياً، حيث أوجب المشرع المصري أن يكون عرض الشراء المنافس نقدياً ولم يتطلب المشرع الكويتي هذا الشرط.

أما عروض الشراء العكسية فهي العروض التي تؤدي إلى نقل السيطرة من الشركة صاحبة عرض الاستحواذ إلى الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ.⁽²⁴⁾

وعلى صعيد التشريع الأردني فلم يتطرق المشرع الأردني لها، وكذلك المشرع المصري، لم ينظم هذه بينما نظمها التشريع الكويتي.⁽²⁵⁾ حيث أجاز عروض الشراء العكسية وبين الأثر القانوني المترتب على تقديمها وهو تعليق إدراج أسهم صاحب العرض العكسي حتى تتم الصفقة، وعند إتمام الصفقة يتم إلغاء إدراج أسهم مقدم العرض، ويحق له في هذه الحالة التقدم بطلب إدراج جديد بعد استيفاء متطلبات الإدراج المنصوص عليها.⁽²⁶⁾

الفرع الثالث: عرض الاستحواذ الإلزامي على الشركة:

تعد عروض الشراء الإلزامية من أهم مظاهر حماية الأقلية المساهمة في صفقات الاستحواذ، ويقصد بها إلزام المستحوذ الذي يسيطر على نسبة معينة من الأسهم في الشركة المستحوذ عليها بأن يعرض على باقي المساهمين وخصوصاً الأقلية المساهمة المتبقية شراء أسهمهم في الشركة وتمكينهم من البيع في حال رغبتهم أو الاستمرار في الشركة، ويشمل الحكم السابق من هم في حكم الأقلية كأصحاب حقوق التصويت وحملة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.⁽²⁷⁾ وبالرجوع إلى أحكام التشريع الأردني وجد الباحث أن المشرع الأردني لم ينظم عروض الشراء الإلزامية التي تهدف إلى حماية حقوق الأقلية المساهمة من جراء صفقات الاستحواذ عندما تتم السيطرة على نسبة معينة من الأسهم.

بينما وضع كل من المشرعين المصري والكويتي أحكام وقواعد وإجراءات لعروض الشراء الإلزامية، وحدد المشرع المصري الحالات التي يتوجب بها تقديم عرض الشراء الإلزامي حيث أوجب على كل شخص يرغب في الاستحواذ بشكل مباشر أو غير مباشر بمفرده أو من خلال الأشخاص المرتبطة به على ثلث رأس المال أو ثلث حقوق التصويت أو أكثر في الشركة المستهدفة بالعرض أن يقوم بإخطار الهيئة على أن يتم تقديم مشروع عرض الشراء لجميع الأوراق المالية التي تشكل جزءاً من رأس المال وحقوق التصويت والسندات التي تخول حائزها حق التملك في جزء منه.⁽²⁸⁾

كما بين المشرع المصري شروط صحة عروض الشراء الإجبارية، حيث أوجب أن لا يقل سعر عرض الشراء الإجباري عن أعلى سعر دفعه مقدم العرض أو أحد الأشخاص المرتبطة به. كما أوجب أن يكون عرض الشراء باتاً غير معلق على شرط، ومع ذلك أجاز للهيئة في حال وجود أسباب جدية أن توافق على عرض الشراء الإجباري المعلق على شرط تملك 75% من أسهم رأس المال وحقوق التصويت وذلك في حالات الاستحواذ بقصد الاندماج أو 51% من رأس المال أو حقوق التصويت بقصد السيطرة الفعلية على الشركة.⁽²⁹⁾

أما المشرع الكويتي بشأن عروض الشراء الإجبارية فقد أورد لها المشرع الكويتي تعريفاً كما فعل المشرع المصري بهذا الجانب، وقد عرف المشرع الكويتي عرض الشراء الإلزامي في كتاب التعريفات في اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال بأنه "المحاولة أو الطلب لتملك جميع الأسهم المتبقية محل العرض التي يلتزم مقدم العرض بأن يقدم طلب شرائها من جميع حملة الأسهم الآخرين في تلك الشركة نتيجة حيازة مقدم العرض والأطراف التابعة له والمتحالفة معه لنسبة 30% من الأوراق المالية المتداولة لشركة مساهمة مدرجة"

وبين المشرع الكويتي الحالة التي يتم بها تقديم عرض الشراء الإلزامي حيث أوجب على كل شخص يحصل بصورة مباشرة أو غير مباشرة على ملكية تزيد عن 30% من الأوراق المتداولة لشركة مساهمة مدرجة أن يبادر بتقديم عرض شراء للأسهم المتبقية خلال ثلاثين يوماً من حصوله عليها وبالإضافة إلى الحالة السابقة فقد أوجب المشرع الكويتي تقديم عرض شراء إلزامي في حالة استحواذ شخص منفرد أو الأشخاص المرتبطة به على ملكية تزيد عن 30% من الأسهم المتمتعة بحقوق التصويت وبما لا يتجاوز 50%.⁽³⁰⁾

يلاحظ مما تقدم وبمقارنة موقف المشرع المصري مع موقف المشرع الكويتي أن تنظيم المشرع المصري كان أكثر دقة من حيث نسبة السيطرة وفي وضعه ضوابط تقديم عرض الشراء الإلزامي، كما أن نسبة التملك في القانون المصري التي تعطي الحق بالاستحواذ الإلزامي أكبر من النسبة في القانون الكويتي

ويرى الباحث أن المشرع المصري هدف من الحالات المتعلقة بنسبة الزيادة هو حماية الأقلية المساهمة من أي زيادة في نسبة التملك، ولهذا فقد أحسن في تنظيم حالات الاستحواذ الإلزامي،

ويرى الباحث أنه على المشرع الأردني الأخذ بما سار عليه التشريع المصري بهذا الجانب حماية لحقوق الأقلية المساهمة.

المطلب الثالث:

مفهوم الأقلية المساهمة:

المساهمون في شركات المساهمة ينقسمون إلى فئتين هما: أغلبية المساهمين وأقلية المساهمين، فالأغلبية هم الفئة التي تمتلك النسبة الأكبر من المساهمة في رأس مال الشركة، وعلى النقيض من ذلك فإن الأقلية هم الفئة التي تمتلك النسبة الأقل من المساهمة في رأس المال، فالمقصود هو المعيار العيني وليس العددي أو الشخصي للتمييز بين الأغلبية المساهمة والأقلية المساهمة.⁽³¹⁾

إلا أن المقصود بالأغلبية المساهمة أو الأقلية المساهمة ليس الأغلبية أو الأقلية المطلقة، وإنما يتحدد مفهوم الأقلية بالنظر إلى الشركاء الحاضرين في اجتماعات الجمعية العامة، وفق عدد الأسهم الحاضرة في الاجتماع، التي عارضت قرار الأغلبية في اتخاذ قرارها.⁽³²⁾

وتأسيساً على ما سبق وفي نطاق هذه الدراسة يقصد بمفهوم الأقلية المساهمة، الفئة التي تمتلك نسبة المساهمة الأقل في رأس مال الشركة، التي عارضت قرار الأغلبية في اتخاذ قرار صفقات الاستحواذ في اجتماعات الهيئة العامة للشركة.

وبمعنى آخر هم حملة الأسهم الذين لا يملكون أغلبية مسيطرة من عدد الأسهم أو حملة الأسهم الذين يمتلكون نسبة غير مؤثرة من رأس مال الشركة، الذين ليس لديهم إمكانية أو سلطة لاتخاذ قرار ملزم يمكنهم من فرض رأيهم على إدارة الشركة.⁽³³⁾

المبحث الثاني: مبادئ الحوكمة الخاصة بحماية الأقلية المساهمة في صفقات الاستحواذ.

من خلال هذا المبحث سيتطرق الباحث إلى مفهوم الحوكمة وأهميتها، مع بيان دورها في حماية الأقلية داخل نطاق صفقات الاستحواذ وعروض الاستحواذ وعلى النحو الآتي:

المطلب الأول: مفهوم وأهمية حوكمة الشركات:

الحوكمة هي: مجموعة من القواعد الإجرائية والتنظيمية التي تهدف إلى تحقيق مبادئ الشفافية والعدالة والنزاهة بين الأطراف المختلفة في الشركات التجارية وذلك بهدف إيجاد نوع من الرقابة على الشركات التجارية من أجل حماية حقوق الشركاء وأصحاب المصالح المختلفة، وعلى صعيد اصطلاح الحوكمة إذ إنه هو الترجمة المختصرة لـ (corporate governance)، ولم يتم الاتفاق على مصطلح محدد للحوكمة فقد استخدمت عدت مفاهيم منها (حاكمة الشركات،

حكمانية الشركة، التحكم المؤسسي، والإدارة الحكيمة) وينطوي هذا المصطلح على مفهوم الرقابة من جهة إدارية أو هيئة رقابة خارجية على الشركات.⁽³⁴⁾

وتهدف قواعد حوكمة الشركات إلى تحقيق عدد من المبادئ أهمها: تعزيز الثقة بين أصحاب المصالح المختلفة في الشركات التجارية،⁽³⁵⁾ سواء الشركاء أو المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح من خلال وضع نظام يحد من التصرفات القانونية التي لا تنسجم مع الأصول القانونية، والحد من السلطات التي لا تتناسب مع المصالح العامة في الشركة ونحوه.⁽³⁶⁾

وتؤدي قواعد الحوكمة في نطاق صفقات الاستحواذ دوراً حيوياً من خلال حماية حقوق الأقلية المساهمة من أي عمليات استحواذ مشكوك في صحتها وعدم سلامتها من الناحية القانونية.

وكذلك ضمان منع الاتجار في المعلومات الداخلية من خلال حق الأقلية المساهمة في الاطلاع على المعلومات المتعلقة بصفقات الاستحواذ كافة، وبالنتيجة ضمان حقوق الأقلية المساهمة في عمليات نقل ملكية الأسهم وفق الإطار القانوني، كما تؤدي قواعد الحوكمة إلى حماية مصالح الأقلية المساهمة من الممارسات الخاطئة لمجلس الإدارة والهيئة العامة للشركة وضمان عدم انحرافها في قيامها بمسؤولياتها تجاه الشركة أو تأثيرها على حقوق الأقلية المساهمة.⁽³⁷⁾

وفي إطار حماية الأقلية المساهمة وملكيتهم للأسهم، تؤدي قواعد الحوكمة دوراً جوهرياً من خلال حماية حصص الأقلية أثناء صفقات الاستحواذ، من خلال وضع ضوابط قانونية تتمثل في حماية أسهم الأقلية دون تمييز بين عدد الأسهم التي يمتلكونها وبين أسهم الأغلبية، إذ إن مؤدى قواعد الحوكمة المعاملة المتساوية في نصاب الأسهم مهما كان عددها.⁽³⁸⁾

كما تعزز قواعد الحوكمة دور الأقلية في نطاق صفقات الاستحواذ، من خلال منع السيطرة على الأصول وتجنيد الشركة حدوث مشاكل محاسبية ومالية، من خلال الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة من أجل الحفاظ على استثمارات الأقلية المساهمة ومنع تأثير الأغلبية على حقوق ومصالح الأقلية.⁽³⁹⁾

وفي نطاق صفقات الاستحواذ التي تتم من خلال الأسهم في الأسواق المالية فإن قواعد الحوكمة تعمل على حماية حقوق الأقلية المساهمة من هذه الصفقات⁽⁴⁰⁾ من خلال توفير ضمانات تتعلق بعمليات تسجيل الأسهم ونقلها وتحويلها، وحق الأقلية المساهمة في الحصول

على المعلومات الجوهرية المرتبطة بصفقات الاستحواذ ومنع أي عمليات متعلقة بتداول الأسهم بطريقة تضر بمصالح الأقلية المساهمة في الشركة.⁽⁴¹⁾

وانطلاقاً مما تقدم فقد أكد المشرع الأردني أهمية قواعد الحوكمة من خلال إلزامه الشركات المساهمة العامة على تطبيق هذه القواعد⁽⁴²⁾، ومن الجدير بالذكر أن هذه القواعد تطبق فقط على الشركات المساهمة العامة ولا تطبق على الشركات الأخرى.

ويجد الباحث أن المشرع الأردني قد جعل قواعد حوكمة الشركات قواعد إلزامية، بهدف حماية جميع الأطراف في الشركة المساهمة العامة ومن ضمنهم الأقلية المساهمة، إلا أنه في الواقع العملي فإن الأقلية المساهمة هي المستفيد الأكبر من تطبيق قواعد الحوكمة؛ لأنهم الفئة الأكثر تعرضاً للتعسف.

وبمقارنة موقف المشرع المصري مع موقف المشرع الأردني بهذا الجانب وجد الباحث أن المشرع المصري قد أضفى أيضاً صفة الإلزامية على هذه القواعد⁽⁴³⁾، وبالتالي يتوافق موقف المشرع الأردني مع المصري من حيث إلزامية هذه القواعد.⁽⁴⁴⁾

وعن مسلك المشرع الكويتي فقد أخذ بمبدأ الالتزام والتفسير، حيث جعل بعض القواعد إلزامية والبعض الآخر غير إلزامي بما يتوافق مع عمل الشركة، وهو ما تضمنه الكتاب الخامس عشر تحت عنوان حوكمة الشركات في اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال.⁽⁴⁵⁾ والقواعد الإلزامية التي نص عليها المشرع الكويتي هي القواعد المتعلقة بمبدأ الاستقلالية، وضمان نزاهة التقارير المالية، ووضع نظم سليمة لإدارة المخاطر والرقابة الداخلية، تعزيز السلوك المهني والقيم الأخلاقية، الإفصاح والشفافية في الوقت المناسب وبشكل دقيق، احترام حقوق المساهمين.

ولهذا يرى الباحث أن مسلك المشرعين الأردني والمصري في جعله قواعد الحوكمة إلزامية أفضل من المشرع الكويتي؛ والسبب في ذلك أن ترك بعض القواعد اختيارية للهيئة العامة ومجلس الإدارة يتعارض مع هذه المبادئ، لأن الأغلبية الممثلة بمجلس الإدارة والهيئة العامة قد تطبق ما يتماشى مع مصالحها الشخصية، وبالتالي فإن عدم وجود شرط الإلزامية يفقد مبادئ الحوكمة فاعليتها وجدواها.

المطلب الثاني:

أنواع قواعد الحوكمة الخاصة بحماية حقوق الأقلية المساهمة:

سنبحث في هذا المطلب أبرز قواعد الحوكمة الخاصة التي تضمن حماية قانونية للأقلية المساهمة من صفقات الاستحواذ وعلى النحو الآتي:

الفرع الأول: مبدأ الفصل ما بين ملكية الأسهم والإدارة (مبدأ الاستقلالية):

من أهم مظاهر قواعد الحوكمة في حماية ملكية أسهم الأقلية، الفصل ما بين ملكية الأسهم وسلطة الإدارة، من خلال وجود أعضاء مستقلين، سواء في مجلس الإدارة أو الهيئة العامة للشركة، لا تربطهم بملكية الشركة مصالح شخصية تدعوهم إلى استغلال مراكزهم الإدارية، من أجل تحقيق أهداف شخصية.⁽⁴⁶⁾

وفي التشريع الأردني أشارت تعليمات حوكمة الشركات إلى مبدأ الفصل ما بين ملكية الأسهم وسلطة الإدارة من خلال التطرق إلى مفهوم العضو المستقل.⁽⁴⁷⁾

ويرى الباحث من تعريف المشرع الأردني للعضو المستقل أن المشرع الأردني قد أكد عدم ارتباط العضو بأي مصلحة من شأنها التأثير على قرارات الشركة، وبالتالي فإن مبدأ الاستقلالية يضمن للأقلية المساهمة عدم انحراف أعضاء مجلس الإدارة في حال إجراء صفقات الاستحواذ، لعدم وجود مصلحة مباشرة لهم تربطهم بهذه الصفقات.

ويتفرع عن مبدأ فصل ملكية الأسهم عن الإدارة الحالات التي تنتفي فيها صفة الاستقلالية ومن خلال الرجوع إلى نص المادة (4/ج) من تعليمات الحوكمة، حيث بينت أنه تنتفي هذه الصفة عن عضو مجلس الإدارة الطبيعي أو الاعتباري، أو ممثل العضو الاعتباري، إذا كان يعمل أو كان قد عمل موظفاً لدى الشركة أو شركة حليفة أو تابعة خلال الثلاث سنوات الأخيرة السابقة لتاريخ انتخابه.

أو إذا كان العضو أو أحد أقربائه يعمل أو كان قد عمل عضواً في مجلس الإدارة أو في الإدارة التنفيذية العليا لدى الشركة أو أي شركة حليفة أو تابعة خلال الثلاث سنوات الأخيرة السابقة لتاريخ انتخابه، وإذا كان للعضو أو أحد أقربائه مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في العقود والمشاريع والارتباطات التي تعقد مع الشركة أو أي شركة حليفة أو تابعة وتساوي أو تزيد قيمتها على خمسين ألف دينار.

كما تنتفي هذه الصفة إذا كان العضو أحد أقرباء مدقق الحسابات الخارجي للشركة، أو إذا كان العضو أو أحد أقربائه شريكاً لمدقق الحسابات الخارجي للشركة أو موظفاً لديه، أو إذا كان شريكاً أو موظفاً لديه خلال الثلاث سنوات الأخيرة السابقة لتاريخ انتخابه، وكذلك إذا كان

العضو يمتلك ما نسبته 5% أو أكثر من أسهم الشركة المكتتب بها أو شركاتها الحليفة أو التابعة، وإذا كان أحد أقرباء العضو من مساهمي الشركة الذين يمتلكون ما نسبته 5% أو أكثر من أسهم الشركة المكتتب بها.⁽⁴⁸⁾

وفي التشريع المصري فقد أشارت قواعد حوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية إلى مبدأ الاستقلالية، وأورد المشرع المصري أيضاً تعريفاً صريحاً للعضو المستقل في هذه القواعد.⁽⁴⁹⁾

بينما لم يعرف المشرع الكويتي العضو المستقل كما فعل المشرعان المصري والأردني، ولكنه أورد العديد من النصوص في اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال في الكتاب الخامس عشر والمتعلقة بحوكمة الشركات، إذ بين أن تكون غالبية أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين، وأن يكون (20%) من أعضاء مجلس الإدارة على الأقل من الأعضاء المستقلين، على أن لا يزيد الأعضاء المستقلون عن النصف، كما أكد المشرع الكويتي وجوب تمتع عضو مجلس الإدارة بالاستقلالية بحيث يتيح لهم اتخاذ القرارات دون التعرض لضغوط أو معوقات، كما أناط المشرع الكويتي بالأعضاء المستقلين المهام الاستشارية الخاصة بنشاط الشركة⁽⁵⁰⁾. وأشار المشرع الكويتي إلى ضوابط الاستقلالية وحالات انتفاء صفة الاستقلالية عن العضو المستقل.⁽⁵¹⁾

ولهذا نرى أن مسلك المشرع الكويتي يتوافق مع مسلك المشرع الأردني في تحديد حالات انتفاء الاستقلالية، ولكنه يختلف عن موقف المشرعين الأردني والمصري في عدم إيراد تعريف للعضو المستقل، وإن كانت مهمة المشرع تخرج عن إطار التعريف إلا أنه ونظراً لطبيعة العضو المستقل فإنه من الأمثل تحديد مفهوم واضح للاستقلالية في هذا الجانب.

ولهذا يرى الباحث أنه يحسب للمشرع الأردني تنظيمه لمبدأ الاستقلالية وقد كان موفقاً في هذا الجانب ومسايراً لموقف التشريعين المصري والكويتي بهذا الخصوص، بل إن تنظيم المشرع الأردني كان بشكل أكثر شمولية من التشريعين المصري والكويتي.

الفرع الثاني: مبدأ المساواة ما بين المساهمين:

يعد مبدأ المساواة ما بين المساهمين من المبادئ الأساسية في الشركة، ويقوم عقد الشركة والنظام الأساسي على تحقيق هذا المبدأ، إذ إن المساواة من الضمانات التي تدفع المساهمين إلى الاستثمار في الشركات، في إطار قاعدة التناسب ما بين أسهم المساهم وما له من حقوق، التي توفر لهم الأمان وحفظ حقوقهم على الوجه الأمثل.⁽⁵²⁾

ويعد مبدأ المساواة من أهم قواعد الحوكمة التي أكدت عليها قواعد حوكمة الشركات في التشريعات الدولية والعربية، وتنبع أهمية هذا المبدأ في نطاق صفقات الاستحواذ من خلال حماية حملة الأوراق المالية في الدفاع عن حقوقهم، وحمايتهم من أي صفقات استحواذ مشكوك في صحتها، أو الإتجار في المعاملات الداخلية، وتوفير ضمانات للأقلية في إطار الجمعية العامة وإطلاعهم على كافة ما يتعلق بهذه الصفقات من معلومات.⁽⁵³⁾

ويتداخل مبدأ المساواة في جميع أعمال الشركة المساهمة، ولهذا فإن النصوص النازمة لعمل الشركات جاءت متوافقة مع هذا المبدأ، حيث تضمن قانون الشركات الأردني العديد من النصوص التي تؤكد تحقيق مبدأ المساواة ما بين المساهمين.⁽⁵⁴⁾

وتشير الدراسة في هذا المقام إلى أن نصوص قوانين الشركات جاءت بالانسجام مع قواعد الحوكمة التي أقرتها تعليمات حوكمة الشركات، فمن حيث الأصل لا يجوز أن يكون هناك تعارض ما بين هذه القواعد وما بين نصوص قوانين الشركات، إذ تعد قواعد الحوكمة منظمة للنصوص القانونية.

ولهذا جاءت تعليمات الحوكمة وأكدت مبدأ المساواة ما بين المساهمين من خلال الإشارة إلى مهام ومسؤوليات مجلس الإدارة إذ يتوجب عليه وضع الإجراءات اللازمة لضمان حصول المساهمين على حقوقهم ومعاملتهم بشكل يحقق العدالة والمساواة فيما بينهم دون تمييز.⁽⁵⁵⁾

وعلى صعيد صفقات الاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ، فلا بد أن تتم هذه الصفقات والعروض تحت ظل مبدأ المساواة ما بين الأقلية المساهمة والأغلبية من خلال عمليات بيع وشراء الأسهم، وتحقيق مبدأ تكافؤ الفرص الذي يتفرع عن مبدأ المساواة ما بين المساهمين.

ويتحقق ذلك من خلال السعر المطروح في عروض الشراء، فلا يجوز أن يتضمن العرض سعراً لفئة معينة من المساهمين، وسعراً مختلفاً لفئة أخرى، وللمساهمين الحق في الحصول على تعويضات كافية في حال انتهاك حقوقهم، ويكون للأقلية المساهمة الحق في الطعن بهذه العروض لدى الجهات الرقابية بشأن عروض الاستحواذ في حال اختلاف السعر من مساهم لآخر.⁽⁵⁶⁾

وبالرجوع إلى أحكام التشريع الأردني فقد نص المشرع الأردني في قانون الأوراق المالية على مبدأ المساواة ما بين المساهمين بشأن عروض التملك العام، وهو ما أكدته المادة (45) من هذا القانون.⁽⁵⁷⁾

ويتبين من خلال هذه المادة أن المشرع الأردني قد أوجب على الشخص الذي يتقدم بعرض تملك عام أن يدفع إلى أي من الراغبين في بيع الأوراق المالية مبلغاً مساوياً لأعلى سعر دفعه إلى أي من بائعي الأوراق المالية دون تمييز.

ويرى الباحث أن المشرع الأردني أوجب المعاملة المتساوية ما بين المساهمين من خلال تقديم أعلى سعر لضمان عدم الإضرار بحقوق الأقلية المساهمة عند بيع أوراقهم المالية، وكذلك من خلال تأكيده على عدم التمييز بين المساهمين في عمليات التملك العام.

وبمقارنة مسلك المشرع الأردني مع مسلك المشرع المصري، ونتيجة لتنظيم المشرع المصري لعروض الاستحواذ نجد أنه قد كفل للأقلية المساهمة حق المساواة في عروض الشراء من خلال وجوب مراعات حقوق مساهمي الأقلية بالشركة المستهدفة بعرض الشراء وعدم الإضرار بمصالحهم، وحظر التلاعب بأسعار أسهم الشركات المستهدفة بالعرض ومنع أي استغلال يؤدي إلى المحاباة في عروض الشراء ومراعات تكافؤ الفرص بين مساهمي الأقلية.⁽⁵⁸⁾

وفي إطار حماية مبدأ المساواة بين المساهمين أوجب المشرع المصري أن تكون البيانات الصادرة عنهم بالعرض صحيحة وغير مضللة للسوق المالي والمساهمين.⁽⁵⁹⁾

وقد وفر المشرع المصري حماية أخرى للأقلية المساهمة في عروض الشراء الإجبارية، إذ أوجب أن يكون السعر الخاص بالأقلية المساهمة بأعلى سعر من مقدم عرض الشراء.⁽⁶⁰⁾

ويتمثل موقف المشرع المصري مع موقف المشرع الكويتي في تعزيز حماية للأقلية المساهمة من خلال المساواة بعروض الشراء المقدمة لشراء أسهمهم، حيث ألزم المشرع الكويتي مقدم عرض الاستحواذ معاملة جميع مساهمي الشركة محل العرض من الفئة ذاتها معاملة متساوية ولا يجوز لمقدم العرض أو الشركة المستهدفة أو أي من مستشاريها أن يقدموا خلال فترة العرض أو أثناء دراسته معلومات لبعض المساهمين دون إتاحتها لباقي المساهمين.⁽⁶¹⁾

وقد أوجب المشرع الكويتي في ظل قواعد الحوكمة في اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال الكويتي احترام حقوق المساهمين من حيث المعاملة المتساوية لمالكي الأسهم من ذات النوع دون تمييز، فلا يجوز بأي حال من الأحوال حجب أي من حقوق المساهمين أو وضع أي من المعايير التي من شأنها التمييز بين المساهمين.⁽⁶²⁾

ويرى الباحث بناء على ما تقدم ولكون التشريع المصري والكويتي قد نظما عروض الشراء بأحكام خاصة لم ينظمها المشرع الأردني، فقد وفر كل من التشريعين حماية أكثر فاعلية لحقوق الأقلية المساهمة من عروض الشراء، بهدف تحقيق المساواة للأقلية المساهمة ومنع تعسف

الأغلبية التي قد تلجأ إلى الاحتيايل والتواطؤ بهدف إجبار الأقلية المساهمة على بيع أسهمهم بطريقة غير عادلة أو إجبارهم على الانسحاب من الشركة.

كما نجد أن المشرع الأردني أغفل مسألة الحماية السابقة لعروض الشراء قبل البت والنظر في طلب الشراء، وأغفل مسائل الحماية للأقلية المساهمة في الحالة التي يتم فيها تقديم عرض التملك العام إلى مجلس الإدارة لدراسته والموافقة عليه أو رفضه.

الفرع الثالث: الإفصاح والشفافية ومنع استغلال المعلومات الجوهرية:

يوفر مبدأ الإفصاح والشفافية ومبدأ منع استغلال المعلومات الجوهرية حماية خاصة للأقلية المساهمة بما توفره هذه المبادئ من ضمانات للحد من التلاعب والتحايل عند إجراء الاستحواذ وعلى النحو الآتي:

أولاً: الإفصاح والشفافية:

يعد مبدأ الإفصاح من المبادئ الأساسية التي تضمن مصالح المساهمين في الشركة، ومن أهم المبادئ التي تركز عليها قواعد حوكمة الشركات⁽⁶³⁾ ولقواعد الإفصاح أهمية خاصة في صفقات الاستحواذ، نظراً لارتباط صفقات الاستحواذ على وجه الخصوص بالأسهم وارتباطها بعروض الشراء.

ويتربط على مبدأ الإفصاح في نطاق الاستحواذ إتاحة المعلومات كافة المتعلقة بالأقلية المساهمة والمرتبطة بإجراء هذه الصفقات لضمان حماية مصالح الأقلية المساهمة، وخاصة عند تداول أسهم الأقلية في سوق الأوراق المالية، وما يرتبط بها من تأثير على أسعار التداول، وحتى تتمكن الأقلية المساهمة من اتخاذ القرار المناسب بشأن هذه الصفقات.⁽⁶⁴⁾

ولهذا يجب أن يكون الإفصاح عن هذه الصفقات بشكل واضح ودقيق ودال على المراكز القانونية وبما يحفظ حقوق جميع الأطراف، وأن لا يكون الإفصاح مبنياً على معلومات مضللة ومتعارضة مع مبدأ حسن النية، وأن لا يشكل إخلالاً بمبدأ الثقة والائتمان التجاري.⁽⁶⁵⁾

ويقتررب مفهوم الشفافية إلى حد كبير من مفهوم الإفصاح، بل أنه في الكثير من الأحيان يصعب الفصل فيما بينهم، فالشفافية تعني الوضوح في اتخاذ القرارات ووضوح السياسات العامة المتعلقة بنشاط الشركة بهدف إحاطة الشركة بقدر من الرقابة لضمان عدم التعسف في استعمال الأموال الخاصة بالشركة بطريقة غير مشروعة، وعدم الانحراف في إدارة الشركة بطريقة غير مشروعة.⁽⁶⁶⁾

وعلى الرغم من أهمية مبدأ الإفصاح والشفافية في صفقات الاستحواذ يرى جانب من الفقه⁽⁶⁷⁾ أنه لا يجوز التخلي عن مبدأ السرية في بعض الحالات التي تؤثر بشكل سلبي على المركز المالي للشركة، ويجب أن يكون الإفصاح والشفافية في إطاراً ضيقاً وبعيداً كافٍ للمساهمين. ويحسب للمشرع الأردني نصه على وجوب الإفصاح الخاص بصفقات الاستحواذ في تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لعام (2004)⁽⁶⁸⁾ من خلال إلزام المشرع للشركة بإبلاغ هيئة الأوراق المالية وبالسرية الممكنة عن التغيرات الهامة في ملكية أسهم الشركة التي تحدث تغييراً في السيطرة عليها⁽⁶⁹⁾.

ويرى الباحث أنه كان على المشرع الأردني تنظيم الإفصاح المتعلق بعرض التملك العام في قانون الأوراق المالية كما فعل في تنظيمه للإفصاح المتعلق بالعرض العام⁽⁷⁰⁾، حيث خلا قانون الأوراق المالية من أي إشارة إلى الإفصاح عن عرض التملك العام على الرغم من تعريف المشرع الأردني لعرض التملك العام كما جاء في المبحث الأول من هذا البحث.

وعن مسلك المشرع المصري فقد وضع قواعد خاصة للأقلية المساهمة بشأن الإفصاح عن عروض الشراء بقصد الاستحواذ على نحو لم يسلكه المشرع الأردني، فقد نص المشرع المصري على أنه على راغب الشراء المحتمل الإفصاح عن عرض الشراء المحتمل لهيئة الرقابة المالية المصرية والبورصة المصرية عند قيام راغب الشراء بالإفصاح عن نيته في عروض الشراء وإخبار الشركة المستهدفة بذلك.

كما أوجب المشرع المصري الإفصاح عند توفر الشروط الملزمة لعرض الشراء الإجباري، وعند تقديم طلب للحصول على موافقة الجهات المختصة، وكذلك في حالة ظهور ممارسات، أو شائعات، أو مضاربات، أو أي حركة غير اعتيادية تشير إلى عرض شراء محتمل⁽⁷¹⁾.

وقد أوجب المشرع المصري على الأشخاص والكيانات القانونية منذ تاريخ إيداع عرض الشراء لدى الهيئة ومذكورة المعلومات الخاصة بعرض الشراء لعدد من الأوراق المالية لا تقل عن 5% من رأس مال الشركة المستهدفة وحقوق التصويت فيها، أن يتم إخبار الهيئة بعد انتهاء جلسات التداول والبيع، ويشمل ذلك كل عملية من شأنها النقل الفوري أو المؤجل للملكية الأسهم أو حقوق التصويت⁽⁷²⁾.

ويرى الباحث مما تقدم أن المشرع المصري قد وفر حماية للأقلية المساهمة بشكل خاص منذ النية المبدئية لعرض الشراء المحتمل وقبل اتخاذ أي إجراء لاحق لصفقات الاستحواذ، كما أن

المشرع المصري وفر الحماية ذاتها منذ لحظة إيداع عرض الشراء لدى هيئة الرقابة المالية، وفي الحالة التي يرغب المستحوذ بالاستحواذ على أكثر من 5% من حقوق التصويت أو الأسهم. ويتمثل موقف المشرع الكويتي مع موقف المشرع المصري بشأن الإفصاح عن عرض الشراء المحتمل، حيث بين المشرع الكويتي أنه على الشخص الذي يرغب بتقديم عرض استحواذ أن يقدم نسخة من مشتملات العرض والبيانات ومعلومات العرض كافة إلى الهيئة والبورصة ومصدر الأوراق المالية ويتوجب عليه الحصول على موافقة الهيئة قبل البدء بإجراءات عرض الشراء.⁽⁷³⁾

كما ألزم المشرع الكويتي مقدم عرض الاستحواذ والشركة المستهدفة بالعرض الإفصاح عن البيانات في حال تم التوصل إلى اتفاق مبدئي بخصوص عرض الاستحواذ، أو في الحالة التي يلتزم بها شخص بتقديم عرض شراء إجباري، أو في الحالة التي تخطر بها الشركة المستهدفة بالعرض بوجود رغبة حقيقية لديها بعرض شراء غير مشروط، أو عند موافقة الهيئة على نشر مستند عرض الشراء، وكذلك في حال إصدار مجلس الإدارة توصية بشأن العرض أو عند الانتهاء من إجراءات الاستحواذ وأي حالات أخرى تقررها الهيئة.⁽⁷⁴⁾

ولهذا يتبنى الباحث ما ذهب إليه المشرعان المصري والكويتي، لأن الإفصاح عن عروض الشراء في جميع مراحلها وحتى الانتهاء من إبرام صفقات الاستحواذ يعطي للأقلية المساهمة فرصة اتخاذ القرار الاستثماري بالبقاء أو الانسحاب من الشركة أو اتخاذ الإجراءات القانونية التي تضمن الحفاظ على أسهم قبل تمام عملية الاستحواذ.

كما نرى ضرورة إدخال نصوص تشريعية في قانون الأوراق المالية تنظم مسألة الإفصاح عن عروض الشراء بقصد الاستحواذ مع تحديد نسبة السيطرة التي يتوجب على المستحوذ الإفصاح عنها لهيئة الأوراق المالية.

وعلى صعيد آخر لا بد من ضرورة إدخال نص يتعلق بالإفصاح عن عرض الشراء الإلزامي في الحالة التي يتقدم بها الشخص بعرض الشراء الإلزامي كما فعل التشريع المصري والكويتي بهذا الجانب.

ثانياً: منع استغلال المعلومات الجوهرية⁽⁷⁵⁾:

ترتبط حماية الأقلية المساهمة في صفقات الاستحواذ بقواعد التعامل في الأسواق المالية، فالمعلومات الجوهرية تؤثر بشكل ملموس في هذه الصفقات إذا كان من شأنها التضليل والخداع والتأثير على أسعار الأسهم المرتبطة بمصالح الأقلية المساهمة.

ولهذا فقد وضع المشرع الأردني مجموعة من الأحكام المتعلقة بشأن الإفصاح عن المعلومات الجوهرية وطريقة الإفصاح عنها، إلا أن هذه الأحكام جاءت في إطار التعامل العام في الأوراق المالية والبورصة، ولم تحدد أحكام خاصة بصفقات الاندماج والاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ.

وتهدف أحكام الإفصاح عن المعلومات الجوهرية إلى إتاحة المعلومات للمستثمرين والأقلية المساهمة في الوقت المناسب وبصورة واضحة وغير مضللة وفقاً لمتطلبات القانون بهدف التعرف على واقع الشركة واتخاذ القرار المناسب بشأن هذه المعلومات.⁽⁷⁶⁾

ولهذا فالمعلومات الجوهرية تركز مبدأ العدالة في الأسواق المالية فمن غير العادل إعطاؤها لفئة معينة من المساهمين في حين يبقى باقي المتعاملين يتعاملون على أساس معلومات غير واقعية، حيث إن مبدأ المساواة في الحصول على المعلومات يضع التزاماً على مصدري الأوراق المالية في الأسواق المالية بوجوب الإفصاح عنها.⁽⁷⁷⁾

وبالرجوع إلى أحكام قانون الأوراق المالية فقد عد المشرع الأردني انتهاك قواعد الإفصاح عن المعلومات الجوهرية مخالفة قانونية تستوجب اتخاذ العقوبات المنصوص عليها في هذا القانون، حيث نصت المادة (42) من هذا القانون على "يعد مخالفاً لأحكام هذا القانون أ- المصدر الذي يقدم نشرة إصدار تتضمن بيانات غير صحيحة تتعلق بمعلومات جوهرية أو حذف تلك المعلومات ب- الشخص الذي يوقع على نشرة إصدار تتضمن بيانات غير صحيحة متعلقة بمعلومات جوهرية أو حذف لتلك المعلومات...."

كما أن المشرع الأردني أعطى لمجلس هيئة مفوضي الأوراق المالي رفض أي نشرة إصدار أو تعليق نفاذها في الحالة التي لا تتضمن معلومات جوهرية تمكن المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري.⁽⁷⁸⁾

كما أوجب المشرع على الشركة المصدرة تزويد هيئة الأوراق المالية بتقرير مفصل عن المعلومات الجوهرية خلال أسبوع من تاريخ حدوثها، وفرض التزاماً على الشركة في حال تم نشر أي خبر يتعلق بمعلومة جوهرية في إحدى وسائل الإعلام أن تنفي أو تؤكد هذا الخبر لهيئة الأوراق المالية.⁽⁷⁹⁾

وبعد أن استعرضنا موقف المشرع الأردني بشأن الإفصاح عن المعلومات الجوهرية، يتبين أن المشرع الأردني نظم هذه القواعد بأحكام عامة تتعلق بالتعامل العام في السوق المالي والأوراق المالية.

ويرى الباحث أن على المشرع الأردني تنظيم مسائل الإفصاح عن المعلومات الجوهرية المتعلقة بصفقات الاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ على وجه الخصوص أسوة بالتشريع المصري والكويتي الذي أدرج قواعد خاصة لهذه الصفقات بهدف حماية المساهمين عند إبرامهما. فالمشرع المصري ألزم في نطاق عروض الشراء بقصد الاستحواذ على الأشخاص عدم إفشاء أي معلومات جوهرية مرتبطة بعرض شراء محتمل، وعلى هؤلاء الأشخاص المحافظة على سرية المعلومات وبذل عناية الرجل الحريص لمنع أي تسريب لهذه المعلومات التي من شأنها التأثير على سعر عرض الاستحواذ وإحداث تغيير ملموس على سعر التداول للأوراق المالية محل عرض الاستحواذ⁽⁸⁰⁾

وعن مسلك المشرع الكويتي فقد أوجب على الشركة الإفصاح عن المعلومات الجوهرية المتعلقة بصفقات الاستحواذ وما يرتبط بها من تأثير في هذه الصفقات وعروض الشراء المرتبطة بها.⁽⁸¹⁾

الخاتمة:

عرض الباحث في هذا البحث أهمية قواعد حوكمة الشركات في حماية الأقلية المساهمة من صفقات الاستحواذ وعروض الاستحواذ على الشركة، وقدمنا في هذا الموضوع عرضاً مقارناً ما بين التشريع الأردني والتشريعين المصري والكويتي، حتى يتسنى لنا الوصول إلى نتائج وغايات البحث المرجوة، ومن خلال بحثنا توصلنا إلى مجموعة من النتائج والتوصيات وعلى النحو الآتي:

أولاً: النتائج:

1- تناول المشرع الأردني مجموعة من قواعد حوكمة الشركات التجارية، إلا أنه لم يضع قواعد حوكمة خاصة بصفقات الاستحواذ لكونه لم ينظم من الأساس هذه الصفقات وعروض الاستحواذ المرتبطة بها، باستثناء بعض النصوص الطفيفة، حيث جاءت قواعد الحوكمة في إطار عام لتنظيم عمل الشركات التجارية على نقيض المشرعين المصري والكويتي اللذين نظما هذه المسائل.

2- لم يضع المشرع الأردني قواعد حوكمة تنظم الحماية السابقة لعروض الشراء قبل البت والنظر فيها وأغفل مسائل الحماية للأقلية المساهمة في الحالة التي يتم فيها تقديم عرض التملك العام إلى مجلس الإدارة لدراسته والموافقة عليه أو رفضه.

3- تسهم قواعد حوكمة الشركات بتوفير حماية قانونية للشركة والمساهمين بشكل عام وتوفير حماية خاصة للأقلية المساهمة سواء في إطار عمل الشركة بشكل أو أي صفقات تبرمها ومنها الاستحواذ وعروض الشراء بقصد الاستحواذ.

وبناء على ما تقدم من النتائج يوصي الباحث بما يلي:

1- يوصي الباحث المشرع الأردني بتنظيم قواعد حوكمة خاصة على نحو يسمح لمقدم عرض التملك العام من تعديل العرض الأصلي بعد تقديمه وبما يحقق مصالح مالكي الأوراق المالية والأقلية المساهمة، أو في حال حدوث حدث جوهري يؤثر على العرض الأصلي كما فعل التشريعين المصري والكويتي، ونقترح إضافة هذا النص: "يجوز تعديل عرض الشراء الأصلي إذا كان يتضمن مصلحة مباشرة لفئة الأقلية المساهمة، كأن يكون بسعر أعلى من السعر الأصلي وأن يكون نقدياً لضمان جدية العرض ولا يجوز سحبه إلا في حال حدوث حدث جوهري يؤثر على العرض"

2- يوصي الباحث المشرع الأردني بضرورة تنظيم عرض الشراء الإلزامي لحماية الأقلية المساهمة من خلال إدراج نصوص تلزم طالب الاستحواذ بتقديم عرض شراء إلزامي لشراء حصص الأقلية المساهمة وبأعلى سعر أسوة بالتشريعين المصري والكويتي. ونقترح على المشرع الأردني بأن يكون النص كالتالي:

"يجب على المستحوذ الذي يستحوذ على ثلث رأس مال الشركة أو ثلث حقوق التصويت في الشركة المستحوذ عليها، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، أن يقدم عرض شراء إلزامي لأسهم الأقلية المساهمة تحت رقابة هيئة الأوراق المالية ووفقاً لتعليمات تنظم شراء أسهم فئة الأقلية المساهمة.

3- نوصي المشرع الأردني بإدراج نصوص قانونية تنظم مسألة الحماية السابقة لعروض الشراء قبل البت والنظر في طلب الشراء، وكذلك تنظيم مسائل الحماية للأقلية المساهمة في الحالة التي يتم فيها تقديم عرض التملك العام إلى مجلس الإدارة لدراسته والموافقة عليه أو رفضه، أسوة بالمشرعين المصري والكويتي. ونقترح على المشرع الأردني هذا النص "تخضع عروض الشراء الأولية لرقابة هيئة الأوراق المالية للتأكد من جديتها وقانونيتها، كما تخضع القرارات التي يصدرها مجلس الإدارة والهيئة العامة للشركة بشأن عروض الشراء لرقابة الهيئة ولها الحق في إبطالها إذا كانت تتضمن إضراراً بفئة الأقلية المساهمة في الشركة.

4- نوصي المشرع الأردني بضرورة إدخال نصوص تشريعية في قانون الأوراق المالية تنظم مسألة الإفصاح عن عروض الشراء بقصد الاستحواذ مع تحديد نسبة السيطرة التي يتوجب على المستحوذ الإفصاح عنها لهيئة الأوراق المالية أسوة بالمشرعين المصري والكويتي. ونقترح على المشرع الأردني النص الآتي: يجب على طالب الشراء الإفصاح لهيئة الأوراق المالية والبورصة عن أي عرض شراء محتمل، وبالشروط التي تحددها هيئة الأوراق المالية للإفصاح عن عرض الشراء المحتمل، وذلك خلال مدة لا تزيد عن ثلاثين يوماً من تاريخ الإفصاح ويجوز لهيئة الأوراق المالية زيادة هذه المدة لمدة مماثلة شريطة وجود أسباب مبررة لذلك.

الهوامش:

- (1) Gaughan, P.A., 2010. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons. pp.41-52
- (2) محمد بن أبي بكر بن عبد القادر الرازي، مختار الصحاح، بدون ط، مكتبة لبنان، بيروت، 1986، ص 67.
- (3) سورة النساء، آية 141.
- (4) Okanigbuan, F., 2013. Corporate Takeovers And Shareholder Protection: UK Takeover Regulation In Perspective. Manchester Rev. L. Crime & Ethics, 2, p.267
- (5) المادة (2) من قانون الأوراق المالية الأردني.
- (6) يقصد بالمصدر وفق ما تضمنته المادة المخصصة للتعريف في قانون الأوراق المالية بأنه "الشخص الاعتباري الذي يصدر أوراقاً مالية أو يعلن عن رغبته في إصدارها"
- (7) المادة (326) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال المصري.
- (8) المادة (325) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري والتي حددت الأوراق المالية التي ينطبق عليها عروض الشراء بقصد الاستحواذ الشراء.
- (9) المادة (3) من قانون الأوراق المالية الأردني.
- (10) اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال الكويتي كتاب التعريفات حول مفهوم الاستحواذ العكسي.
- (11) المطيري، نورة حزام عواض، التنظيم التشريعي لعروض الشراء بقصد الاستحواذ وحماية أقلية المساهمين في شركات المساهمة وفقاً للقانون الكويتي، دراسة مقارنة، دون ط، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2017، ص 38.
- (12) Companies Act 2006, C46 Sec. 974, (UK) "(1) For the purposes of this Chapter an offer to acquire shares in a company is a "takeover offer" if the following two conditions are satisfied in relation to the offer. (2) The first condition is that it is an offer to acquire (a) all the shares in a company, or (b) where there is more than one class of shares in a company, all the shares of one or more classes, other than shares that at the date of the offer are already held by the offeror. Section 975 contains provision supplementing this subsection. (3) The second condition is that the terms of the offer are the same: (a) in relation to all the shares to which the offer relates, or (b) where the shares to which the offer relates include shares of different classes, in relation to all the shares of each class."
- (13) السيد، نهاد أحمد إبراهيم، الاستحواذ على الشركات التجارية، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، مصر، 2013، ص 59 وما بعدها.
- (14) فتحي، حسين، عرض الاستحواذ على الشركات، ط 1 دار النهضة العربية، القاهرة، بدون سنة نشر، ص 198 وما بعدها.
- (15) LIN, L., Lee, C.F. and Kuo, H.C., 2013. Merger and acquisition: Definitions, motives, and market responses. *Encyclopedia of finance*, p.542-549
- (16) السالوس، طارق، العروض العامة لشراء الأسهم بقصد الاستحواذ، بدون ط، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص 30.
- (17) المطيري، مرجع سابق، ص 67.
- (18) عبد الرحمن، أساور، اتفاق الاستحواذ على الشركات، بحث منشور في مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كركوك، العراق، مج 2، ع 6، 2013، ص 26
- (19) المادة 332 من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال المصري
- (20) المواد (2-8) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال الكويتي.
- (21) السالوس، مرجع سابق، ص 48.
- (22) المري، عايض، حماية أقلية المساهمين في حال الاستحواذ على الشركة، دراسة في القانون الكويتي، بحث منشور في مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، ع 3، ص 8، الكويت، 2020، ص 115.

- ²³ الشحومي، محمد خليفة، النظام القانوني للاستحواذ على أسهم الشركات المساهمة، ط 1، بدون دار نشر، 2018 ص 236
- ²⁴ الشحومي، مرجع سابق، ص 239.
- ²⁵ المواد (1-10-3 و 2-10-3) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال الكويتي.
- ²⁶ المواد (3-10-3) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال الكويتي.
- ²⁷ سري الدين، هاني التنظيم التشريعي لعروض الشراء الإجباري بقصد الاستحواذ على الشركات المقيدة بالبورصة وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال المصري، بدون ط، دار النهضة العربية، القاهرة، ص 46.
- ²⁸ المادة 353 من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال المصري.
- ²⁹ المادة (354) من اللائحة التنفيذية المصرية لقانون أسواق المال.
- ³⁰ المادة (74) من قانون أسواق المال الكويتي
- ³¹ يميز الفقه بين الأغلبية العددية (الشخصية) والأغلبية العينية حيث إن التصويت في الجمعية يكون وفق الأغلبية العينية الحاضرة لاجتماع الهيئة العامة والتي تحوز أغلبية رأس مال الشركة انظر للتفصيل والتوضيح أحمد، عبد الفضيل محمد، حماية الأقلية من القرارات التعسفية الصادرة عن الجمعيات العامة للمساهمين، دراسة مقارنة في القانون المصري والفرنسي، بدون ط، مكتبة الجلاء الجديدة، مصر، المنصورة، ص 9.
- ³² حدوش، نوال، سايحي، حماية أقلية المساهمين في شركة المساهمة، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2018، ص 9 وما بعدها.
- ³³ منشورات موقع البورصة المصرية بعنوان حقوق الأقلية المساهمة في الشركات المساهمة العامة وفقاً للقوانين والقواعد المصرية على الرابط www.egx.com.eg تم الاطلاع عليه بتاريخ 2021/7/15.
- ³⁴ الدلاني، عبد الله عصيد، الجوانب القانونية لحقوق المساهمين في شركة المساهمة في إطار حوكمة الشركات المساهمة، دراسة مقارنة في القانونين المصري والكويتي، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، 2020، ص 64.
- ³⁵ انظر تعريف أصحاب المصالح في المادة التعريفية لتعليمات حوكمة الشركات المساهمة المدرجة لسنة 2017 والصادرة عن هيئة الأوراق المالية بموجب القرار رقم 2017/146.
- ³⁶ صديق حلو، ماهر، آثار اندماج الشركات على حقوق الشركاء والدائنين بين التنظيم القانوني ومبادئ حوكمة الشركات، رسالة ماجستير، جامعة المنصورة.
- ³⁷ عبد الحى، رشا رضوان، الحوكمة في قواعد وإجراءات الاندماج والاستحواذ، بحث منشور في مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، كلية القانون الكويتية العالمية، الكويت، مج 4، 2016، ص 470 وما بعدها.
- ³⁸ الراوي، مظفر جابر إبراهيم، تطبيق معايير الحوكمة وأثرها القانوني في ضمان حقوق أقلية المساهمين في الشركات المساهمة العامة، المملكة الأردنية الهاشمية نموذجاً، بحث منشور في مجلة الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ع 11، 2014، ص 188 وما بعدها.
- ³⁹ عمران، فاتن عبد النعيم أحمد، مدى الالتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشركات في تعزيز حماية حقوق مساهمي الأقلية بالتطبيق على الشركات المصرية المقيدة بالبورصة المصرية، بحث منشور في المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، جامعة حلوان، مصر، ع 4، 2012، ص 302 وما بعدها.
- ⁴⁰ مؤشر حوكمة الشركات، الوصف، المنهجية، وتصنيف الشركة، ورقة بحثية صادرة عن المؤتمر السنوي الأول لحوكمة الشركات، جامعة الفيصل، المملكة العربية السعودية، 17 مايو، 2017، ص 23. وانظر أيضاً السليطي، خولة أحمد، حماية أقليات المساهمين في صفقات الدمج والاستحواذ في ضوء التشريعات والأنظمة القانونية القطرية، رسالة ماجستير، جامعة قطر، 2017، ص 42.
- ⁴¹ بوخريص، محمد، حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2015، ص 6 وما بعدها.
- ⁴² هذا ما تضمنته المادة (151) من قانون الشركات الأردني.

- (43) أشار المشرع المصري إلى إلزامية قواعد الحوكمة في قواعد حوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والصادرة بموجب قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (107) لعام (2016) تاريخ 2016/9/25 في المادة الأولى من هذه القواعد.
- (44) العكور، حسان عبد الرحيم معايير حوكمة الشركات دراسة مقارنة في القوانين الأمريكية والألمانية والأردنية، بحث منشور في مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، الكويت، ع 26، مج 7، 2019، ص 335.
- (45) ويعني مبدأ الالتزام والتفسير الذي أخذ به المشرع الكويتي أن القواعد غير الإلزامية تخضع في تطبيقها لإرادة الشركة وفي حال رغبة الشركة في عدم تطبيقها يتوجب عليها أن تفصل الأسباب من وراء عدم التطبيق. انظر حول ذلك سلامة، شريف، قواعد حوكمة الشركات في القانون الكويتي، مقالة منشورة على موقع www.alqabas.com تم سحبها بتاريخ 2022/3/19.
- (46) العالمين محمد العيش، حوكمة الشركات بين القانون واللائحة، بحث منشور في المجلة الدولية للقانون، كلية الحقوق، جامعة بنغازي، ليبيا، ص 4 وما بعدها.
- (47) راجع في ذلك مفهوم العضو المستقل الوارد في المادة الأولى من تعليمات حوكمة الشركات الأردنية.
- (48) أشارت إلى هذه الأحكام المادة (4/ج) من تعليمات الحوكمة.
- (49) أشارت المادة (2-1-2) من هذه القواعد إلى مفهوم العضو المستقل.
- (50) هذا ما تضمنته المادة (2-2) من اللائحة التنفيذية لقانون سواق المال الكويتي في الباب الخامس عشر المتعلق بالحكومة.
- (51) المادة (3-2) في اللائحة والتي أشارت إلى حالات انتفاء الاستقلالية.
- (52) إبراهيم بركات الأيوب، حماية أقلية المساهمين في الشركات المساهمة العامة في القانون الأردني، رسالة دكتوراه، كلية القانون، جامعة عمان العربية، الأردن، 2007، ص 23.
- (53) الطراونة، خالد، ورقة بحثية منشورة على موقع غرفة تجارة عمان www.ammanchamber.org.jo، بعنوان حوكمة الشركات في الأردن، ص 3 تاريخ الاطلاع عليها 2021/11/19.
- (54) ومن هذه النصوص أحكام المواد (144، 178، 181، 183، 275، 274) حيث جاءت النصوص أنفاً لتؤكد على المبادئ العامة في المساواة في عمل الشركة المساهمة العامة من حيث الاطلاع والرقابة والحضور والتصويت والمناقشة.
- (55) المادة (5/ب) من تعليمات الحوكمة.
- (56) الشجومي، محمد خليفة، مرجع سابق، ص 173.
- (57) المادة (45) من قانون الأوراق المالية بجميع فقراتها.
- (58) أشارت إلى هذه الأحكام المادة (327) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال المصري.
- (59) المادة (328) من اللائحة أعلاه.
- (60) المادة (358) من ذات اللائحة أعلاه.
- (61) تضمنت هذه الأحكام المادة (2-1-3) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال الكويتي.
- (62) المادة (6-9) من اللائحة.
- (63) مصطفى، محمد فراس عمر، الإفصاح وسيلة لحوكمة الشركات، رسالة ماجستير، جامعة جرش، 2016، ص 30 وما بعدها.
- وانظر أيضاً حول أنواع الإفصاح الدلاني، عبداً لله عصيد، مرجع سابق، ص 87 وما بعدها.
- (64) العتزي، نايف عبد العزيز، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني، دراسة مقارنة، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2012، ص 41.
- (65) زرقوق، عبد الجليل، مبدأ الإفصاح في شركة المساهمة، بحث منشور في مجلة حقوق الإنسان والحريات العامة، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، الجزائر، 2018، ص 376.
- (66) الزين، هبة، الإفصاح في تداول الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت، الأردن، 2019، ص 38، وانظر أيضاً حمودة، فرج سليمان، الشفافية في قانون الشركات، بحث منشور في مجلة الزيتونة، ليبيا، ع 3، 2014، ص 65.

- (67) سليمان، علاء، حماية أقلية المساهمين في الشركات المساهمة المغفلة من مخاطر عمليات الاستحواذ، بحث منشور في مجلة المشاركة للعلوم القانونية، ع 2، مج 16، 2019، ص 414.
- (68) تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة (2004) وتعديلاتها حتى العام 2019 والصادرة عن هيئة الأوراق المالية والمنشورة على موقع الهيئة www.jsc.gov.jo.
- (69) المادة (6/1/8) من تعليمات الإفصاح.
- (70) وقد عرفت المادة (2) من قانون الأوراق المالية العرض العام بأنه العرض لبيع ورقة مالية لأكثر من ثلاثين شخصاً من الجمهور ويشمل الإصدار العام والطرح العام، وقد نظم المشرع الأردني إجراءات الإفصاح عن العرض العام في أحكام المواد (34-41) من قانون الأوراق المالية.
- (71) المادة (330) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال المصري بجمع فقراتها.
- (72) أشارت إلى هذه الأحكام المادة 349 من اللائحة أعلاه بفقرتها الثانية.
- (73) المادة (72) من قانون أسواق المال الكويتي.
- (74) أحكام المواد (3-2-3) والمادة (1-2-3) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال الكويتي.
- (75) المادة الثانية من قانون الأوراق المالية التي عرفت المقصود بالمعلومات الجوهرية وتقابل المادة (319) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال المصري.
- (76) القطيشات، علي خالد، الشوابكة، هيام محمد، الإخلال بتنفيذ الالتزام الإفصاح في قانون الأوراق المالية الأردني، بحث منشور في المجلة الأردنية في القانون والعلوم السياسية، جامعة مؤتة، الأردن، مج 11، ع 1، 2019، ص 77.
- (77) القوصي، همام، المفهوم القانوني للمعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة بين القانونين الكويتي والسوري والتشريع المقارن، بحث منشور في مجلة الحقوق، جامعة الكويت، الكويت، مج 37، ع 4، 2013، ص 429.
- (78) المادة (2/41) من قانون الأوراق المالية الأردني. ويقصد بنشرة الإصدار التي توضح تفاصيل متعلقة بالإصدار من حيث ملخصا يشمل معلومات عن رأس مال الشركة وطبيعة نشاطها وعملياتها وأدائها السابق وإدارتها وخططها المستقبلية ومعلومات عن الإصدار الحالي ومقداره وشروطه والغاية من الإصدار وملخص عن الجدوى الاقتصادية وملخص عن المستندات القانونية والقرارات من كل من أعضاء مجلس الإدارة أو المؤسسين والمستشار القانوني ومدقق حسابات الشركة.
- (79) المادة (9) من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة (2004).
- (80) (329) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال المصري.
- (81) المادة (1-1-4) من اللائحة التنفيذية لقانون أسواق المال الكويتي.