



الاكتتاب في الأوراق المالية

د. علي معتوق علي صالح

كلية الدراسات الإسلامية سبها - الجامعة الأسمرية الإسلامية

الملخص:

إنّ توسّع المشاريع التجاريّة وتضخّمها يتطلّب وجود رؤوس أموال كبيرة يعجز الأفراد عن إيجادها وخدمهم، ممّا حدا بالكثير منهم إلى العمل على توسيع نطاق المشاركة في رؤوس أموال مشاريعهم عن طريق طرحها للجمهور أو لفئات محدّدة، بأسلوب الاكتتاب الذي يكاد يكون الملجأ الوحيد في عصرنا الحاضر لأصحاب تلك المشاريع.

المقدمة :

إنّ عامّة الناس وصغار المستثمرين قد وجدوا في الاكتتاب مجالاً مناسباً لاستثمار رؤوس أموالهم الصّغيرة؛ لتكون جزءاً من مشاريع كبيرة يُرجى لها النّجاح. والواقع أنّ الاكتتاب وسيلة لحشد الأموال، فإذا كانت الصّورة المستقرّة في الأذهان عند الحديث عنه، تتمثّل في الاكتتاب في أسهم شركات المساهمة لتأسيسها أو زيادة رأس مالها، فإنّه يلعب دوراً مهمّاً في تأسيس أدوات اقتصادية أخرى أو تمويلها، وخاصّة مع انتشار الأوراق الماليّة التي أصبحت تمثّل جزءاً أساسياً من الثروة الوطنيّة والدوليّة مع اتّساع دائرة الجهات المصدّرة لها، فما يُعرف اليوم بالصّناديق الاستثمارية تعتمد بشكل أساسي في نشاطها وتمويلها على الاكتتاب لجلب أموال المُستثمرين إلي جانب أموال مؤسّسيها. وتظنّ أهميّة الاكتتاب باعتباره يمثّل اتجاهاً حديثاً في تحقيق مبدأ ديمقراطيّة الاستثمار، حيثُ يتمكّن ذوو الدّخل المحدود من استثمار مُدخراتهم في مشاريع للحصول على أرباحها،



فلا يستأثر الموسرون بتكوين رأس مالها ويُحَرِّم ذُو الدخل المحدود من ذلك، وهذا له أثر إيجابي ينعكس على حركة البلاد الاقتصادية.

المبحث الأول - ماهية الاكتتاب في الأوراق المالية:

اتَّسع الدور الذي يقوم به الاكتتاب وأصبح من الوسائل المهمة التي يُمكنها تأسيس أو تمويل أدوات استثمارية عملاقة تعمل في مختلف النشاطات الاقتصادية، ويُمكن الاعتماد عليها في إنجاز الكثير من المشاريع الكبرى، ومع اتَّساع هذا الدور الزهيب إلا أنَّ مصطلح الاكتتاب في الأوراق المالية يكتنفه الكثير من الغموض، حيث نجد البعض منّا ما لم يكن الأقل على دراية بمعناه، لذلك يُقتضي علينا دراسة مفهوم الاكتتاب في الأوراق المالية.

المطلب الأول - مفهوم الاكتتاب في الأوراق المالية:

يُعتبر الاكتتاب في الأوراق المالية مُصطلح مُستحدث مع تطوّر الحياة التجاريّة؛ إلا أنّه أصبح يهَمُّ فئةً قليلةً في المجتمع، وحتّى يكون مصطلح مفهوم عند سماعه لغير ذوي الاختصاص في عالم المال والأعمال، تسعى اجتهادات البَحّاث إلي إيجاد تعريف مناسب له، من خلال دراسة معمّقة لمصطلح الاكتتاب بشكّل عام.

التعريف بالاكتتاب في الأوراق المالية:

قد تباينت التعريفات التي قيلت عن مصطلح الاكتتاب، حيث درجت معظم التشريعات على سزْد الإجراءات المنظّمة للاكتتاب دون وضع تعريف محدّد له، وللوقوف على حقيقة الاكتتاب في الأوراق المالية سيكون من المنطق ابتداءً، بيان معنى الاكتتاب عند أهل اللّغة وفي اصطلاح فقهاء القانون (أولاً)، ثمّ نسلطّ الصّوء على معنى الأوراق المالية (ثانياً)، حتّى نتمكّن من التوصل إلى تعريف عام وشامل للاكتتاب في الأوراق الماليّة.

أولاً-تعريف الاكتتاب:

عندما تُريد التّعريف على مصطلح ما، يجب البحث عنه في المعاجم لتفكيك الكلمة لغويّاً وعند عُقول الفقهاء والمشرّعين اصطلاحاً على النحو الآتي:



أ- **الاكتتاب نُغَةً**: بالرجوع إلى المعاجم والقواميس اللغوية، نجد أن الاكتتاب مصدر سُداسي فعله اُكْتُتِبَ، أي كَتَبَ وله معاني منها:

1. سؤال أن يُكْتَبَ له، يقال اُكْتُتِبَ فلانٌ فلاناً: أي سأله أن يُكْتَبَ له كتاباً في حاجة، واستُكْتُبَ الشيءُ : أي سأله أن يُكْتَبَ له، واُكْتُتِبَ أي اسْتَمْلَاهُ، وفي قوله تعالى: (وَقَالُوا **أَسَاطِيرُ الْأَوَّلِينَ اُكْتُتِبَ فِيهَا فَمِمْ لِي تُمَلَى عَلَيْهِ بُكْرَةً وَأَصِيلًا**)

2. أن يُكْتَبَ نَفْسَهُ عند الغير، يُقال: اُكْتُتِبَ الرَّجُلُ إِذَا كَتَبَ نَفْسَهُ فِي دِيْوَانِ السُّلْطَانِ، وفي الحديث عن ابن عباس، (أَنَّ رَجُلًا قَالَ: يَا رَسُولَ اللَّهِ: إِنَّ امْرَأَتِي خَزَجَتْ حَاجَةً، وَإِنِّي اُكْتُتِبْتُ فِي غَرْوَةٍ كَذَا وَكَذَا، قَالَ: اِنطَلِقْ فَحُجِّ مَعَ امْرَأَتِكَ) - مُتَّفَقٌ عَلَيْهِ، رَوَاهُ مُسْلِمٌ - و قوله (اُكْتُتِبْتُ فِي غَرْوَةٍ كَذَا وَكَذَا) أي كَتَبْتُ اسْمِي فِي جَمَلَةِ الْغُرَاةِ

3. ويقال عنه في معجم لسان العرب، أن الاكتتاب يعني النسخ، فيقال اُكْتُتِبْتُ كِتَابًا تَنْسَخُهُ، واستُكْتُبَ: أَمَرَهُ أَنْ يُكْتَبَ لَهُ، أَوْ اتَّخَذَهُ كَاتِبًا، وفي معجم اللغة العربية المعاصرة يقال **اكتتب الرجل، اکتتابا فهو مُکتتب، اکتتب** في عمل من أعمال البرِّ أو الخير شارك في عمل جماعي، دُونَ اسْمِهِ وَمَا جَادَ بِهِ مِنَ الْمَالِ، اُكْتُتِبَ فِي بِنَاءِ مَسْجِدٍ، اُكْتُتِبَ فِي شَرِكَةٍ.

ب- **الاكتتاب اصطلاحاً**:

أنَّ هناك جملة من التّعريفات لمصطلح الاكتتاب، دون وجود تعريف معيّن بذاته متّفَق عليه، ولذلك . نظرُ الباحث . سرد بعض التّعريفات وتحليلها، فنقدّها، ثمّ يستخلص منها ما يراه أكثر تحديداً لمفهوم الاكتتاب في الأوراق الماليّة، بعدما أُبحرت سفينة التّعريفات للتعرف أيضاً على مُصطلح الأوراق الماليّة.

واختلف الفقه في تعريف الاكتتاب، إذ عرّفه البعض بأنّه (إعلان الإرادة في الاشتراك في مشروع الشركة والتعهد بتقديم حصّة في رأس المال تتممّل في عدد معيّن من الأسهم)، وعرّفه آخرون بأنّه (تصرّف قانوني يقتني بموجبه المُكتتب عدداً من أسهم الشركة ويدفع ما يُقابلها من المبلغ المطلوب مع التّعهد بقبول ما ورد في عقد الشركة).



وواضح من التعريفين السابقين أنّهما اتّفقا في المضمون واختلّفا في اللفظ ، حيث تناولتا تصرف المكتتب في عبارة إعلان الإرادة في الاشتراك أو تصرفا قانونيا، دون ذكر ما يسبق هذا التصرف من طرح الشركة أسهمها للاكتتاب الذي يُعتبر جزءاً أساسياً من تأسيسها. وجانب من الفقه قصر الاكتتاب على الحصص النقدية فقط على أنّه (إقرار لشخص يأخذ سهم أو أكثر عند طرح الأسهم النقدية للجمهور ودعوته للاكتتاب، مقابل دفع قيمته) ، بينما جانب آخر شمل الحصص النقدية والعينية في أنّ الاكتتاب (عمل قانوني بمقتضاه يتعهد شخص بالدخول في شركة مساهمة بتقديم مبلغ نقدي أو مالا عينياً مقابل حصوله على أسهم بقيمة مساوية لما قدّمه) .

وعند التمعّن في التعاريف السابقة وغيرها من التعريفات التي ساقها الفقهاء إلى تعريف الاكتتاب، نتوقّف عندها على ملاحظتين مهمّتين:

أولهما أنّ أغلب التعريفات تتمحور حول فكرة واحدة وهي إعلان المكتتب عن رغبته في الاكتتاب، في حين يتّضح من مضمون الاكتتاب أنّه عمل مُشترك بين الجهة التي تُريد طرح الورقة المالية وبين المكتتبين، فإذا كان تصرف المكتتب بإعلان رغبته في الانضمام في مشروع ما اكتتاباً، يكون أيضاً طرح الأوراق المالية من خلال الجهة المخولة بذلك وتخصيص عدد منها لكل مكتتب اكتتاباً.

ثانيهما وجدنا أنّ الاكتتاب في التعريفات السابقة يقتصر على نوع واحد من الأوراق المالية وهو الأسهم، فيما يتعلّق بتأسيس شركات المساهمة والتوصية بالأسهم فقط ، رغم اتّساع الاكتتاب حيث يشمل أوراقاً مالية أخرى غير الأسهم منها وثائق الصناديق الاستثمارية، بل إنّ المجال مفتوح أمام أية ورقة يُسمح بتداولها وهو ما يُمكن أن يمتد إلى الصكوك الإسلامية، حيث سنبيّن هذه الأوراق المالية لاحقاً كما وضّحتها التشريعات القانونية.



وعند البحث في التشريعات عن تعريف الاكتتاب، وجدنا أنّ أغلبها لم تعطِ تعريفاً محدداً له، وهذه العادة جرت في فن الصياغة التشريعية؛ حتى لا يُغلق باب اجتهاد الفقه والقضاء في البحث عن التعريف المناسب وفقاً لتطورات الحياة التجارية. إلا أنّ المشرع الليبي والمشرع المصري قد وضعوا تعريفاً لأنواع الاكتتاب، وكان أولى بهما الابتعاد عن المناقشات الفقهية واستخلاص المضامين، وهذا ما فعله المشرع العراقي حيث لم يُعرّف الاكتتاب وأنواعه، بل ترك المجال للفقه واكتفى بتوضيح الإجراءات الضرورية لإنجازه.

وللإحاطة بمصطلح الاكتتاب في الأوراق المالية، رأينا من المناسب تسليط الضوء على تعريف الأوراق المالية؛ حتى يتلاشى أي غموض في عقلية القارئ اتجاه المصطلحات المتداولة في هذه الرسالة، ناهيك أنّ الأوراق المالية لم تعد حكراً على رجال الأعمال وأصحاب الشركات الضخمة، بل أصبح المواطن البسيط بإمكانه استثمار أمواله بالاكتتاب في هذه الأوراق وتداولها في سوق المال.

ثانياً - تعريف الأوراق المالية:

درجت بعض التشريعات على عدم وضع تعريف عام وشامل للأوراق المالية، وإنما اكتفت سواء بتعدادها فيكون الأرحح أنّها وردت على سبيل الحصر، أو تبيان البيانات والمعلومات التي يجب أنّ تحتويها، فيكون الأرحح أنّها وردت على سبيل التمثيل.

وهذا ما فعله المشرع المصري بتعداد الأوراق المالية تاركاً تحديد تعريفها للفقه، ومشرعنا الليبي عدّها في المادة (16) قانون سوق المال، لكن صياغته في بداية النصّ بعبارة (يُقصد بالأوراق المالية) جعلتنا في حيرة من أمرنا، لأنّ فحوى النصّ شمل أنواع أهم الأوراق المالية وأكثرها تداولاً في سوق المال دون تحديد معناها، ثمّ مؤخراً عرّف مشرّعنا الأوراق المالية في المادة (9/1) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال لسنة 2010 بموجب



قرار رقم(1377)لسنة 2017، والمفاجئ أنه هو نص المادة(16)قانون سوق المال، وكأنّ المشرّع أراد تأكيد سريان مفهوم صياغته في اتجاه التعريف.

أما المشرّع السّعودي والمشرّع الأردني عرّفا الأوراق الماليّة صراحةً في قوانينهم، وليس المشرّع الفرنسي ببعيد عنهم حيث عرّفها في قانون رقم (23)لسنة 1988على أنّها(صكوك تصدرها أشخاص اعتباريّة عامّة أو خاصّة والتي تكون قابلة للتداول بالقيّد في السّجلات أو بالتسليم، وكل نوع منها يُمنح حقوقًا متساوية لحاملها، وهي تمثّل حصّة في رأس مال الشّخص المعنوي المصدر أو حق دائنية عام في مواجهته).

وتجدر الإشارة إلى أنّ الأوراق الماليّة تمّ تعريفها من قبل الفقه الاقتصادي والقانوني، ولسنا هنا بصدد تفصيلها من جانب كل ناحية على حدا، إنّما يهمنّا معرفة الأوراق الماليّة بغض النظر عن جهات إصدارها أو أنواعها، فقد ذهب جانب من الفقه إلى تعريفها على أنّها (التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقّعة في المستقبل في ظلّ شروط محدّدة سلفًا).

وعرّفها آخرون بأنّها (صك يُعطي الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في الجزء من أصول منشأة أو الحقّين معًا).

فالورقة الماليّة أداة لها خصائص مُعيّنة، وتخضع لنظام قانوني متميّز، فكل ورقة ماليّة تعد أداة أو منتجًا ماليًّا، والعكس غير صحيح، فهناك أدوات ماليّة كثيرة لا تكتسب صفة الورقة الماليّة، مثل الأوراق التجارية....

وعليه، يُمكن إيراد تعريف للأوراق المالية بأنّها صكوك ماليّة، ذات قيمة اسميّة، غير قابلة للتجزئة صادرة من قبل أشخاص معنويّة عامّة أو خاصّة، وقابلة للتداول بالطرق التجاريّة المبسّطة، وتُستهدف الجهات المصدرّة من خلالها تجميع المدخّرات الصّغيرة لاستثمارها أو تغطية حاجتها المؤقتة للأموال .



وبعد هذا العرّض الموجز لمحاولة اقتراح تعريف مبسّط للاكتتاب في الأوراق الماليّة، نخلص إلي نتيجة مفادها صُعبية إيجاد تعريف جامع ومانع لمصطلح الاكتتاب، خصوصًا أنّ التعريفات المشار إليها آنفًا، يُوجد بها فُصور لاحتواء مضمون الاكتتاب، بالإضافة إلى أنّ الأوراق الماليّة التي يتم الاكتتاب فيها في استحداث مستمر وفقًا لتطورات الحياة التجاريّة التي لا تتّسم بالثبات.

مما سبق نستطيع اقتراح تعريف الاكتتاب في الأوراق المالية على أنّه (عمل قانوني مُشترك، يبدأ بطرح الأوراق الماليّة بدعوة عامّة أو خاصّة من الجهات المخوّلة قانونًا، يُقابلها تصرّفًا من شخص . طبيعي أو معنوي . يُبدي رغبته في شراء عدد من الأوراق المطروحة، مع تقدّمه مُقابل ما يُساوي قيمتها، ويكون ذلك إمّا عند تأسيس مشروع ما لجمع رأس المال أو لزيادته بعد التأسيس أو لاستثمار أموال المُكْتَبِين) وإذا كان طرح الأوراق المالية يتم إمّا بدعوة عامّة أو دعوة خاصّة من الجهات المخوّلة قانونًا(أشخاص اعتبارية عامّة أو خاصّة)،فهذا يعني تنوّع الاكتتاب في ظلّ القوانين، فما هي أنواعه ؟

المطلب الثاني- أنواع الاكتتاب في الأوراق الماليّة:

أنّ الاكتتاب في الأوراق الماليّة شأنه شأن الاكتتاب بشكل عام، إمّا أن يكون اكتتابًا خاصًا يُحصّر نطاقه على أشخاص معروفين (أولًا)، أو اكتتابًا عامًا للجمهور كافة(ثانيًا)، وعلى هذا الأساس عمّدنا إلي إيضاح أنواعه بنفس التّقسيم الذي جرت عليه عادة الفقه من حيث الطّريقة التي يتم بها الاكتتاب، وإنّ وجدت تّقسيمات أخرى ففي نظرنا مُجرّد مُسمّيات لاحقة بعد اختيار النّوع الشّائع للاكتتاب، لذلك نكون أمام نوعين من الاكتتاب في الأوراق الماليّة، يلي بيانها على النّحو الآتي:

أولًا-الاكتتاب الخاص:



أطلق عليه جانب من الفقه اسم الاكتتاب المغلق أو التأسيس الفوري، وذلك للدلالة على سرعة وقوعه وعدم تطلبه إلى إجراءات مطوّله كما في الاكتتاب العام، وجانب آخر وصفه باكتتاب في حُجرات؛ لأنّ المؤسّسين هم المكتتبون، حيث يعرف كل منهم الآخر. ورغم اعتماد الاكتتاب الخاص في أغلب التشريعات القانونيّة إلى جانب الاكتتاب العام في تكوين رأس مال المشاريع الاقتصاديّة، إلا أنّه لم يُعطِ حقّه في البحث والتّظهير من فقهاء القانون.

وعادة ما يتمّ اللّجوء إلى هذا الاكتتاب من أجل تأسيس مشاريع متوسّطة الحجم، أو شركات مُنضوية في إطار مجموعة شركات قابضة وتابعة، وقد يُقدّم عليه أصحاب رؤوس الأموال الذين لا يحتاجون إلى دعوة الجمهور إلى المشاركة في المشروع المزمع إنشاؤه. إذ أنّ هذا النوع من تسميته بالخاص أو المغلق، فهو يقتصر على المؤسّسين لمشروع ما فقط، ويُمكن أن يشترك معهم من الأقارب أو الأصدقاء أو غير ذلك، ممّا يرتّب وجود معرفة تامّة في ما بينهم، كأنّه يُنغلق على فئة معيّنة من الأشخاص بعد توجيه دعوة الاكتتاب لهم بالذات.

ويُتّضح أنّ للاكتتاب الخاص اعتبارات كثيرة تدعو المستثمرين إلى اللّجوء إليه تارة إلى صُغر حجم المشروع الذي لا يعجزهم عن توفير الأموال اللازمّة له، وتحمل نتائجها أياً كانت بمعزل عن الجمهور، وتارة أخرى إلى الرّغبة في الانفراد بالسيطرة المطلقة على إدارة وتوجيه نشاط المشروع بما يضمن تحقيق كامل مصالحهم.

وأنّ أغلب التّشريعات أضفت على إجراءات هذا الاكتتاب، البساطة والسهولة واختصار الوقت، فأعفتها من بعض القواعد الواجب إتباعها في الاكتتاب العام؛ لكونه لا يشكّل خطراً على الادّخار العام وصغار المدّخرين، لعدم الاستعانة بمدّخراتهم في تكوين رأس مال المشروع، الذي يتكوّن من مساهمات المؤسّسين فقط.



ولقد عرّف مشرّعنا الليبي الاكتتاب الخاص في المادة (21/1) الخاصّة بالتّعريفات من قانون رقم (11) لسنة 2010 بشأن سوق المال على أنّه (دعوة موجّهة إلي فئة معيّنة وأشخاص محدّدين للاكتتاب في أسهم شركة مساهمة أو توصية بالأسهم في مرحلة التأسيس أو عند زيادة رأس مال شركة قائمة وفقاً للشروط التي تحددها الهيئة)

وفي قانون رقم (23) لسنة 2010 بشأن النّشاط التجاري، وضع مشرّعنا في مطلع تأسيس الشركة المساهمة تعريف للاكتتاب الخاص في مادته (99) بأن بيّن فيها كيف يتم تأسيس شركة مساهمة عن طريق الاكتتاب الخاص بصور معيّنة إمّا (بقرار من مجلس إدارة شركة قابضة أو بعقد مُبرم بين شركتين مساهمتين أو أكثر أو بعقد موقع من قبل عدّة أشخاص طبيعيين أو معنويين أو منهم معاً، أو بقرار صادر عن جهة عامّة مختصّة بالنسبة لشركات المساهمة العامّة).

ثم نجد مشرّعنا عند تنظيّمه ما يسمّى بصناديق الاستثمار في نفس القانون في مادته (384) المعنونة بالاكتتاب في وثائق الاستثمار نصّت على (أن يتم الاكتتاب في الوثائق التي يصدرها الصندوق في اكتتاب خاص أو عام..)، والوثائق ورقة ماليّة تصدرها هذه الصناديق.

مما يتّضح فُصور التّعريف الذي وضعه مشرّعنا على نوع واحد من الأوراق المالية وهي الأسهم، حيث أصبح الاكتتاب بنوعه الخاص يتعدّى ذلك ليشمل أي ورقة ماليّة يُمكن السّماح بتداولها؛ حتّى يُساهم في خلق فُدرات اقتصادية أضخم وأقوى، فكان أولى بالمشرّع أن يراعى ذلك عند وضعه للتّعريف أو يتركه للفقّه.

أمّا المشرّع المصري قدّ حالفه التّوفيق عند تعريفه للاكتتاب الخاص، حيث شمل جميع الأوراق الماليّة دون تخصيص، ونصّ عليه مؤخراً في المادة (4مكرّر/3) قانون رقم (17) لسنة 2018 بتعديل بعض أحكام قانون رأس المال رقم (95) لسنة 1992، على أنّه (عرض الأوراق الماليّة على أشخاص طبيعيين أو اعتباريين تتوافر فيهم شروط معيّنة)، بعد اعتماده



كوسيلة لجمع رأس المال في الشركة المساهمة، وأجاز لصناديق الاستثمار المغلقة طرح وثائقها الاستثمارية من خلاله.

وقد تبني المشرع الأردني هذا النوع من الاكتتاب في حالات موضحة في قانون الشركات النافذ رقم (22) لسنة 1997 المعدل، وأشار إليه في المادة (11/أ) من تعليمات إصدار الأوراق المالية رقم (2) لسنة 1997، أن الاكتتاب الخاص بالأوراق المالية يتم من خلال بيعها لجهات معينة (مساهمي الشركة..، مستثمرين معينين..، مستثمرين مقابل خدمات معينة..).

وخلالها لما ذهبت إليه التشريعات السابقة، لم يجد الاكتتاب الخاص مكاناً له عند المشرع العراقي، إذ قصر الأمر على الاكتتاب العام في تكوين رأس مال الشركة المساهمة. ويرى بعض من الفقه العراقي، أن المشرع لجأ إلى الاكتتاب الخاص في الشركة المساهمة ولو بشكل غير مباشر، ففي المادة (39) الفقرة الأولى والثانية من قانون الشركات لسنة 1997، أعطى فيها المشرع للمؤسسين في الشركة المساهمة الاكتتاب في نسبة معينة من الأسهم، ثم طرح الباقي على الجمهور في اكتتاب عام، وهذا يعني أن الاكتتاب يبدأ خاصاً بين المؤسسين ثم ينتهي عاماً.

وكذلك في حالة اندماج شركتين لتكوين شركة مساهمة جديدة، فيتكون رأس مالها من أصول الشركات المندمجة، ويسمح للمساهمين في كل من الشركتين المنحلّتين الاكتتاب بأسهم الشركة الجديدة بنسبة ما كانوا يملكونه من الأسهم في إحدى الشركتين.

فكان أولى بالمشرع العراقي تبني نوع الاكتتاب الخاص عند تأسيس شركة مساهمة، ومن ثم في باقي الأوراق المالية الأخرى ومنح الخيار للمؤسسين باللجوء إلى أحدهما عند الاكتتاب .

ويرى البعض من الفقه أن للاكتتاب الخاص عيوبه، حيث أنه يمكن المؤسسين من التخلص من إجراءات الاكتتاب العام، وإذا ما تحقق لهم ذلك أعادوا بيع الورقة المالية في السوق، الأمر الذي من شأنه إضعاف الرقابة الوقائية للدولة على ذلك.



وفي نظرنا وإن كان لهذا الاكتتاب عيوبًا، فله مزايا ترنو إليها الموسرين ماليًا في تنمية أموالهم بأسلوب نزيه، وتشجيعهم على زج إمكانياتهم الماليّة في دعم الاقتصاد الوطني، وهذا بدوره سيؤدي إلى توفير الكثير من فرص العمل للكوادر الوطنيّة، فضلًا عن ثبوت نجاحه في ظلّ القوانين التي أجازته.

وخلاصة القول: أنّ أغلب التشريعات المقارنة قد أجمعت على اعتماد الاكتتاب الخاص، بُغية إيجاد إطار قانوني ينتهجه أصحاب الأموال للحفاظ على الرّوابط والعلاقات التي تجمع بينهم سواء رابطة القرابة أو الصداقة أو النّقة، عند تأسيس مشروع اقتصادي أو توسيع نشاطه دون أن تكون لديهم رغبة في إدخال الغير معهم، وأيضًا لحماية ذوي المدخّرات المحدودة من ضياع أموالهم المستثمرة في الشّركات الضّخمة ذات اكتتاب عام عند تعرّضها إلى تقلّبات تؤدي بمصيرها إلى الإفلاس والتّصفية.

وللحيلولة دون استغلال بعض المؤسّسين نتيجة تسيط إجراءات الاكتتاب الخاص، إلى الحد الذي تغيب معه الرّقابة الإداريّة من الجهات المختصّة، تفرّع نوع آخر للاكتتاب يوفّر ضمانات أقوى للمكتّبين، وهذا ما سنلاحظه في النّوع الثّاني من الاكتتاب في الأوراق الماليّة.

ثانياً-الاكتتاب العام:

أطلق عليه جانب من الفقه اسم الاكتتاب المفتوح أو التأسيس المتتابع والمتعاقب، لأنّه يتم بموجب إجراءات متتابعة، لا تُنجز بعملية واحدة على خلاف التأسيس الفوري، وجانب آخر وصفه باكتتاب الجمهور، الذي يتم من خلال طرّح ورقة ماليّة للاكتتاب بتوجيه الدّعوة إليهم كافّة.

وعادة ما يلجأ إلى هذا الاكتتاب، عندما يكون المشروع ذات رأس مال ضخم لا يستطيع المؤسسون وحدهم توفيره بالكامل، فيحتاجون جمهور المدخّرين لتجميع الأموال اللّازمة لتأسيسه أو زيادة رأس ماله، بل عموميّة الاكتتاب توفّر للذين جازفوا بأموالهم في



مشروع واحد أكثر من مصدر تمويل؛ لبتسنى لهم توظيف أموالهم في أكثر من مشروع لتجنّب مخاطر التّوظيف المنفرد.

إذاً هذا النوع من تسميته بالعام أو المفتوح، فهو لا يقتصر على فئة معيّنة بالذات، وإنما جمهور من الأشخاص غير معروفين سلفاً توجه إليهم الدعوة للاكتتاب في الأوراق الماليّة المطروحة، بصرف النظر عن أسمائهم أو صفاتهم؛ لأنّ الحكمة منه عدم تركيز رأس المال في أيدي أقلية محدودة من المستثمرين، لما يترتب عليه احتكار المشاريع الضخمة.

وتجدر الإشارة إلى أنّ الاكتتاب العام يقوم على مبدأ حرية الجمهور في اتخاذ القرار بالاكتتاب من عدمه، فليس بالضرورة تساوي اكتتابات المكتتبين، فكل منهم يكتب على ضوء إمكانيّاته الماديّة، ومع ذلك فإنّ حرية الاكتتاب لا تعني الفوضى، إذ يبقى الاكتتاب محدداً بالنسب المسموحة قانوناً، فقد حدّدت بعض التشريعات الحد الأعلى لاكتتاب الجمهور بأسمهم الشّركة، كما تحيز بعضها الحد الأدنى لذلك ولمساس هذا الاكتتاب بالادّخار العام وجمهور المدّخرين، حوّطته جميع التشريعات بأحكام تبعث الثقة للجمهور حتّى لا يترددون في الانخراط فيه عندما تحين الفرصة الاستثمارية.

فقد عرّفه مشرّعنا الليبي في المادة (20/1) قانون سوق المال على أنّه (دعوة عامّة للجمهور للاكتتاب في أسهم شركة مساهمة أو توصية بالأسهم في مرحلة التأسيس أو عند زيادة رأس مال شركة قائمة وفقاً للشروط والبيانات الواردة في نشرة الاكتتاب) ومن الواضح أنّه لم يختلف عن تعريفه للاكتتاب الخاص من ناحية قصره على الأسهم فقط، رغم أنّ الأحكام الواردة في قانون سوق المال قد اتخذت منحى آخر، حيث استخدم مشرّعنا مصطلحاً أوسع في المادة (17) التي جاء فيها (يجب على أي جهة ترغب في إصدار أوراق ماليّة عن طريق الاكتتاب العام أن تحصل على موافقة الهيئة)، فمصطلح الأوراق الماليّة تتعدد معه الحالات التي يتم فيها إتباع طريق الاكتتاب العام وليس الأسهم فحسب.



وبذلك يكون قانون سوق المال الليبي قد قطع خطوات متقدمة في تعميم تقنية الاكتتاب العام على أدوات اقتصادية متعددة، بل أن التعريف الذي وضعه مشرّعنا بات يضيق عن استيعاب هذا التطور، وهذا ما دعانا إلى أن نجدد البحث في مفهوم الاكتتاب والغاية منه ليصبح أداة أكثر فعالية.

وقد جعل مشرّعنا الاكتتاب العام إجبارياً في شركات المساهمة التي لا يقل رأس مالها على المبلغ الذي يحدده قرار من اللجنة الشعبية العامة سابقاً، وقد تم ذلك مؤخراً بموجب المادة (4) من قرار وزير الاقتصاد رقم (186) لسنة 2012، حيث أنه إذا زاد رأس مال الشركات المساهمة عن خمسة ملايين دينار، فعليها أن تطرح أسهمها للاكتتاب العام عن طريق سوق المال، وأستثنى من ذلك الشركات العامة والشركات التي تؤسس بقرار من مجلس إدارة شركة قابضة أو بعقد بين شركتين مساهمتين أو أكثر.

أما المشرّع المصري وقع في لبس وخط كثير سابقاً، حينما عزّف الاكتتاب العام في اللوائح التنفيذية، وذلك في المادة (1/40) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 على أنه (يكون في حالة دعوة أشخاص غير محددين سلفاً إلى الاكتتاب في الأسهم...)، وأضاف في المادة (10) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (159) لسنة 1981 على أن الاكتتاب العام أيضا يكون إذا زاد عدد المكتتبين في الشركة على المائة.

وكان من الأفضل الإتيان بالتعريف في القانون، فلا تأتي النصوص أمرة بقواعد قانونية في اللوائح، وهو ما درج عليه المشرّعين، لما في ذلك من تناقض إذ يُخرج اللائحة من صفتها التنفيذية إلى الصفة التشريعية، ومن باب أولى ترك التعريف لجهود الفقه والحالات المعروضة على القضاء.

وعلى ذلك يكون الاكتتاب عاماً لدى المشرّع المصري في حالتين، أولها عندما يكون موجّهاً إلى جمهور الناس وليس أشخاص محددين بأسماء أو مهنة، حيث أن مناط العمومية



في عدم تحديد جمهور المكتتب سلفاً ، أو إذا وجّهت الدّعوة إلى من يتّسم بِسمة معيّنة مثلاً أبناء مدينة معيّنة أو مهنة كبرى كشركة لإنشاء المباني الاقتصادية، أمّا ثانيها إذا زاد عدد المكتتبين عن مئة، حتى لو وجّهت الدّعوة إلى أشخاص بأسمائهم؛ لأنّ العدد هو الذي يحدّد طبيعة الاكتتاب، ويحوّل المكتتبين إلى فئة لا تتّسم بالخصوصيّة مهما كان نوعها، بل بالعموميّة لأنّها تمثل جمهوراً كبيراً.

وقد حسم المشرّع المصري مسألة تعريف الاكتتاب العام مؤخراً في المادة (4مكرّر/1) قانون رقم (17) لسنة 2018 بتعديل بعض أحكام قانون رأس المال لسنة 1992، على أنّه (عرض أوراق ماليّة على أشخاص طبيعيين أو اعتباريين غير محددين سلفاً عند إصدار هذه الأوراق)، والجدير بالذكر أن المشرّع المصري أصدر قانون رقم (89) لسنة 1986 بتنظيم بعض حالات دعوة الجمهور إلى الاكتتاب العام، بعد الوضع الخطير لأموال المودعين والمستثمرين في شركات سمّت نفسها باسم يندرج تحت مظلة توظيف الأموال، ومفاد مادته الأولى أنّه يجوز لأي شخص طبيعي أو معنوي بعد موافقة وزير الاقتصاد والتجارة الخارجيّة، وبناء على عرض مجلس إدارة الهيئة العامّة لسوق المال، توجيه دعوة إلى الجمهور للاكتتاب العام في أيّة أوراق ماليّة مقابل عائد أو مزايا ماديّة أيا كانت صورة الاستثمار أو المساهمة المطلوبة.

فجاءت بحكم هام يُعتبر من حسنات هذا القانون بل قد تكون حسنته الوحيدة على حسب رأي أحد المستشارين القانونيين المصريين، وهو أنّ أحكام هذا القانون لا تسري على الاكتتابات العامّة التي تتم طبقاً لأحكام قانون الشركات المصري وغيره من القوانين المنظّمة لصور الاكتتاب العام، وحسب رأي بعض من الفقه أن نصوص هذا القانون تتخلّله العديد من العبارات التي تثير الكثير من اللبس والغموض؛ لكن لاشك أنّه حقّق جانباً من السيطرة والرّقابة على المشروعات الفرديّة التي تقوم بتجميع رؤوس الأموال الطائلة والتصرّف فيها دون أدنى رقابة على أوجه اتّفاقها أو تشغيلها.



ونرى رغم عيوب هذا القانون، إلا أنّ هناك محاولة من المشرّع المصري لتنظيم صور الاكتتابات الأخرى غير المنظّمة بقوانين سابقة، ووضع الحلول القانونيّة المتوقّعة والمناسبة عند اقتصاد المشروعات الفرديّة أو الشّركات المسيطرة على مشروعات توظيف الأموال. أمّا المشرّع العراقي لم يعرّف الاكتتاب العام، بل نظّمه تنظيمًا دقيقًا؛ لأنّ الاكتتاب يجب أن يكون عامًا فقط، وأنّ المادة (38) قانون الشّركات المعدّل رقم (21) لسنة 1997 قصّرت الاكتتاب العام برأس مال الشّركة المساهمة فقط، ولم يشمل بقيّة الشّركات الأخرى التي نظّمها.

أمّا المشرّع الأردني عرّف الاكتتاب العام تحت مسمّى العرض العام أو الطرح العام وفقا للمادة (2) قانون الأوراق الماليّة رقم (76) لسنة 2002، على أنّه (عرض لبيع أي ورقة ماليّة لأكثر من ثلاثين شخصا من الجمهور ويشمل ذلك الإصدار العام).

وعرّفه المشرّع الفرنسي في المادة (72) قانون الشّركات سنة 1966، متى توافرت إحدى الحالات الثلاثة وهي إذا تمّ قيد صكوك الشّركة في الجدول الرّسمي للبورصة، أو قامت الشّركة بطرح الأوراق الماليّة عن طريق إحدى المؤسّسات الماليّة أو سماسة البورصة، أو قامت بوسائل دعاية لطرح الأوراق الماليّة.

ورغم مزايا الاكتتاب العام في إتاحة الفرص لجمهور الأفراد في استغلال واستثمار أموالهم، إلا أنّ بعض المستثمرين ورجال الأعمال قد يعزفون عن إنشاء الشّركات المساهمة وفقاً لهذا الاكتتاب، نظراً لدخول أعداد كبيرة من المساهمين معهم ليس لهم سوى إثارة الاعتراضات عند انعقاد اجتماعات الجمعية العموميّة مع قلّة الأسهم التي يمتلكونها. وقد جرى العمل على أن طرّح الأوراق الماليّة يتم بنوعيّ الاكتتاب، حيث يتم طرح جزء منها بين المؤسسين فقط أو بينهم وبين غيرهم على معرفة بهم، بينما يتم طرح الجزء الآخر على الجمهور وهو الوضع الغالب .



واستنادًا لما سبق رأينا أنّ أغلب التّشريعات المقارنة تصدّت للنّوعين ووضعتهما خيارًا أمام الرّاعيين في الاكتتاب، ومن ثانيا سطورنا السّابقة نُخرج أهم الفروقات بينهما، التي تتمثّل في أنّ الاكتتاب العام أكثر شيوعا في الاستثمار وأوسع انتشارا؛ لاستهدافه الأشخاص كافةً، دون فئة معينة بالذات كما في الاكتتاب الخاص، وأنّ إجراءات الاكتتاب العام مطوّلة تحتوي على جملة من الخطوات التي تستغرق وقتا، على عكس إجراءات الاكتتاب الخاص التي تتسم بالتّخفيف والبساطة.

الهوامش:

أولا: القرآن الكريم .

1: سورة الفرقان، الآية 5.

ثانيا الأحاديث النبوية .

1: رواه مسلم في كتاب الحج،باب سفر المرأة مع محرم إلي حج وغيره،حديث رقم (2391)، رسالة الماجستير في الفقه المقارن الجزء الأول ، الطبعة الأولى،دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2006، ص23 .

ثالثا : المعاجم اللغوية .

1: معجم اللغة العربيّة المعاصرة، باب الكاف فصل كت. 4227.

رابعا: القوانين العربية.

1.: تعريف المشرّع الليبي لأنواع الاكتتاب في قانون رقم (11) لسنة 2011 بشأن سوق المال، والمشرّع المصري في قانون رقم(95) لسنة1992بشأن سوق رأس المال وتعديلاته .

2.: قانون النّشاط الاقتصادي (الأوراق التّجارية)الجزء الثالث ، الطبعة الخامسة ، دار الكتب الوطنية، بنغازي، 2017، ص15.

3: المادّة (107) قانون النّشاط التجاري الليبي لسنة 2010.



4: المادة(3)نظام السّوق الماليّة السّعودي لسنة 1988والمادة(3)من قانون الأوراق الماليّة الأردني رقم(76) لسنة 2002.

5: المادة(38) من قانون الشّركات العراقي النّافذ رقم (51) لسنة 1997.

6: المواد (223.217.8) من قانون الشّركات الأردني رقم (22) لسنة 1997.

خامسا : المجالات العلمية .

1: مجلة جامعة تكريت للعلوم القانونية والسياسية، جامعة تكريت، كلية الحقوق، ع 6، العراق، 2010، ص 138، وأيضا حسّان بن إبراهيم بن محمد السيف، أحكام الاكتتاب في الشّركات المساهمة .

سادسا : المراجع

- 1: بريري ، محمود مختار أحمد ، تاريخ النشر 2001، ص224 .
- 2: بك ، محمد صالح بك، تاريخ النشر 1949 ، ص 310 .
- 3: جبودة ، الحبيب خليفة ، تاريخ النشر 2019 ، ص 105 . 106.
- 4: الجبوري ، مهّد إبراهيم ، 1996،ص124
- 5: حسين ، فرياد شكر،تاريخ النشر 2016 ،ص171- 172 .
- 6: الحفناوي ، عبد الله مصطفى إبراهيم ، تاريخ النشر 1994 ، ص 184 .
- 7: حموده ، فرج سليمان ، تاريخ النشر 2017 ، 385.
- 8: ريعيس ، مرثم المبروك علي ، تاريخ النشر 2001 ، ص 8 .
- 9: زينة غانم عبد الجبّار الصّفار، رواء يونس النّجار، بدون تاريخ نشر ، ص 141
- 10: سويلم ، محمد علي ،تاريخ النشر ، 2013،ص292 .
- 11: الصّباغ ، عبدالقادر أحمد محمد ، ، 2018تاريخ النشر ، ص 438 .
- 12: ضاري ، الواوان، تاريخ النشر 2011 ، ص 18 .
- 13: عبدالحميد ، عاشور عبّد الجواد ، تاريخ النشر 2003 ، ص 14.



- 14: العبيدي ، عباس مرزوق فليح ، 1998، ص 85
- 15: العسبلي ، سعد سالم عبد الكريم ، تاريخ النشر 2013 ، ص 243 .
- 16: عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007، ص 81
الفنيش ، هويدا مصطفى على ، تاريخ النشر 2006 ، ص 17.
- 17: فهمي ، محمود محمد ، تاريخ النشر 1990 ، ص 21 . قانون رقم 89 لسنة 1986
- 18: قاسم ، علي سيد قاسم، تاريخ النشر 141997 ، ص 3 .
- 19: القليوبي ، سميحة مصطفى ، 2009 تاريخ النشر ، ص 27
- 20 : كوماني ، لطيف جبر ، تاريخ النشر 2009 ، ص 153 .
- 21: لابن منظور ، تاريخ النشر 2003 ، ص 832 .
- 22: محمود إمام ماهر مصطفى ، تاريخ النشر 2008 ، ص 96 .
- 23: مختار ، أحمد هاني ، بدون تاريخ النشر ، بدون صفحة .
- 24: مصطفى طه، وائل أنور بندق، تاريخ النشر 2009 ، ص 360.
- 25: مؤمن ، طاهر شوقي، تاريخ النشر ، ص 81 .
- 26: ناصيف ، إلياس ، تاريخ النشر 2008 ، ص 222 .
- 27: هندي ، منير إبراهيم ، تاريخ النشر 1999 ، ص 5.