

شهادات الإيداع العموميّة الصّادرة عن الشّركات المساهمة على

ضوء تعديل أحكام قانون التّجارة البريّة (دراسة مقارنة).

رسالة ماجستير من متطلّبات نيل دبلوم الدّراسات العليا في قانون الأعمال.

إعداد:

خديجة خليفة فرحات.

إشراف:

الدّكتور يحيى ضاهر.

.٢٠٢٣-٢٠٢٤.

الجامعة اللبنانية غير مسؤولة عن الآراء الواردة في هذه الرسالة، وهي تعبّر عن آراء صاحبها فقط.

## إهداء

{والله أخرجكم من بطون أمماتكم لا تعلمون شيئاً وجعل لكم السمع والأبصار لعلمكم تشكرون} النحل ٧٨.  
الحمد لله حباً وشكراً على البدء والختام وعلى إلهامي البصر والبصيرة التي حثتني على الصبر  
والاجتهاد، متشبتةً بأيات الله الحكيم.  
{وأنّ ليس للإنسان إلا ما سعى وأنّ سعيه سوف يُرى} النجم ٤٠.

بكل فخرٍ وحبٍ أهدي هذا العمل البحثي:

إلى حبيبي، الرّجل الأوّل في حياتي، المحارب القويّ، الباسل بحنانه، إلى من يردّد دائماً ابنتي تغلب الشّمس  
بنورها، أبي، مهجة قلبي ونور عيوني الذي بذل كُنه التّعب وحقّ الخوض حتّى يبني لنا قصرًا نستقي منه  
ثروات العلم والمعرفة،

إلى الباقية إلى جانبي في زحام الحياة وفنائها، إلى التي تحبّني بلا شروط، إلى من صنعت من الصّعاب  
قوة، إلى دافئة القلب، صافية الرّوح، أمّي، هذا العمل نتاج تضحياتك ومحاولاتك الدّائمة في حثنا على  
الوصول إلى عمق الحياة وخوض مراحلها،

إلى من أضفوا إلى حياتي طعم السّعادة والضّجيج المبهج.. إخوتي

إلى جنى.. أختي، صديقتي عند التّعب، رفيقتي في كلّ شدّة ومرشدتي عند تعدّد الطّرق.

## شكرٌ خاصّ

للدكتور يحيى ضاهر الذي لا يوفيه كلامٌ على تشجيعه الدائم إنّما يلخص جهوده قول الشاعر أحمد

شوقي: "أعلمت أشرف وأجلّ من الذي يبني وينشئ أنفساً وعقولاً؟"

شكرٌ خاصّ لأعضاء اللجنة الكرام.

## ملخص

أصبحت الشركات التجارية بصورة عامة والشركة المساهمة بصورة خاصة تمثل إحدى أهم وأبرز صور النشاط التجاري، انطلاقاً من كونها تشكل الإطار القانوني والتنظيمي لمجموعة جهود الأفراد والأنشطة والأموال، فهي الأداة المحركة للمشاريع الضخمة، إذ منذ نشأتها وحتى انقضاءها وزوالها تؤدي دورها وتحقق غاياتها في جو من المنافسة التجارية حتى أصبح تعظيم دورها وإثبات قوتها أحد أهم وأبرز غاياتها في الآونة الأخيرة.

لذلك فإن التقدم الذي بات يشهده عالم الأعمال والاستثمارات سلط الضوء على الوظيفة التمويلية للشركات المساهمة وأهمية الأدوات التمويلية المتاحة في قبضتها ودورها في استيعاب متطلبات هذه الشركات ومدى قدرتها على تنفيذ المشروعات التي يتطلب تنفيذها قدرًا هائلًا من رؤوس الأموال والخبرات العالية.

فأصبحت تبعاً لذلك الشركات المساهمة تستمد قوتها ووجودها انطلاقاً من أهمية الأدوات المالية المعتمدة كجزء غير منفصل في سياستها التمويلية وقدرتها الهائلة على تجميع رؤوس الأموال واستثمارها في نطاق الغايات التي نشأت من أجلها.

عليه، عمدت التشريعات التجارية المعاصرة إلى تجديد الأحكام القانونية الخاصة بالشركات المساهمة بما يتلاءم والمتغيرات الحاصلة محدثة نقلة قانونية في النظام القانوني للشركات وبشكل خاص الأحكام القانونية التي ترعى الشركات المساهمة.

**الكلمات المفتاح:** شركات تجارية، شركات أموال، شركات مساهمة، شهادات الإيداع العمومية، الشركة المصدرة، أسهم أساسية، المصرف المصدر، مركز الإيداع، مستثمر، تمويل، أوراق مالية، استثمار.

## دليل المصطلحات الملخصة

### ١- المصطلحات الملخصة باللغة العربية

ص:صفحة.

لا ط.: لا طبعة.

لا ت. ن.: لا تاريخ نشر.

### ٢- المصطلحات الملخصة باللغة الأجنبية

N. :Numéro.

V. :Volume.

p. :Page.

DR : Depositary Receipts.

ADR :American Depositary Receipts.

EDR :European Depositary Receipts.

GDR :Global Depositary Receipts.

MEDEF :Mouvement des entreprises de France.

AFIC :Association Française des investisseurs en capital.

HEC :Hautes études commerciales.

DEESS :Dirigeant d'entreprise de l'économie sociale et solidaire.

DJCE :Diplôme de juristes conseil d'entreprise.

U.S :United States.

LLP :Limited liability partner Ship.

## ملخص التصميم

القسم الأول: النظام القانوني لشهادات الإيداع العمومية.

الفصل الأول: ماهية شهادات الإيداع العمومية.

المبحث الأول: المفهوم القانوني لشهادات الإيداع العمومية.

المبحث الثاني: خصائص شهادات الإيداع العمومية.

الفصل الثاني: آلية إصدار شهادات الإيداع العمومية.

المبحث الأول: شروط إصدار شهادات الإيداع العمومية.

المبحث الثاني: إجراءات إصدار شهادات الإيداع العمومية.

القسم الثاني: الآثار المترتبة على إصدار شهادات الإيداع العمومية.

الفصل الأول: الآثار المترتبة تجاه الشركة.

المبحث الأول: الآثار على نشاط الشركة.

المبحث الثاني: الآثار على رأس مال الشركة.

الفصل الثاني: الآثار المترتبة تجاه حملة شهادات الإيداع العمومية.

المبحث الأول: الآثار الإدارية المترتبة تجاه حملة شهادات الإيداع العمومية.

المبحث الثاني: مصير شهادات الإيداع العمومية عند انقضاء الشركة.

## المقدمة

إنَّ صفة التَّاجر لم تعد مقترنةً فقط بالأشخاص الطبيعيين إنّما أصبحت تلحق كذلك بعض الأبنية القانونية والاقتصادية التي تؤدي انطلاقةً مما تتمتع به من شخصية معنوية في الحياة القانونية والاقتصادية الدور ذاته الذي يؤديه الأفراد، وقد أطلق على هذه الأبنية القانونية تسمية الشركات التجارية.<sup>1</sup> إذًا، فممارسة التجارة لم تعد تقتصر على الأفراد وحدهم وإنّما أصبحت في تطوّر دائمٍ إلى جهود مجموعة من الأشخاص يتخذون شكل نظامٍ قانوني هو الشركات التجارية.<sup>2</sup>

بالتالي، لم يعد بالإمكان تجاهل أو إنكار الأهمية البالغة التي تتمتع بها الشركات التجارية، انطلاقةً من كونها تمثل مجموع جهود الأفراد ومدخراتهم، فهي باتت تضطلع بالمشروعات التي يعجز المرء وحده عن تحقيقها وتنفيذها مهما بلغت قدراته وإمكانياته، الأمر الذي جعل الشركات التجارية الأداة المثلى للنهوض الاقتصادي.

وقد عرفت الشعوب المتمدّنة الشركات التجارية بالرغم من تباين أشكالها وتنوع نشاطاتها عبر العصور، إذ احتلت منذ نشأتها موقعًا بالغ الأهمية نظرًا لنشاطها الذي لم يعد لفردي واحد القدرة على القيام به بالنظر لما تتطلبه بعض المشروعات من جهدٍ حثيثٍ وتمويل.<sup>3</sup>

كل ذلك نتيجة اتساع رقعة عالم الأعمال الذي أصبح بما يتضمّنه من نشاطاتٍ متنوعةٍ تجارية، صناعية واقتصادية مع ما يرافقها من مشروعاتٍ وعلاقاتٍ لا يقتصر فقط على جهود الأفراد والأشخاص الطبيعيين وحدهم إنّما أضحى أوسع نطاقًا وشموليةً، حتّى باتت هذه المشروعات والنشاطات أكثر وأشدّ اقترانًا بالمحرك الجماعي وقائمةً على جهود الأفراد وإمكانياتهم معًا.

فيمتاز العصر الزاهن ببروز ظاهرة المشروعات الكبرى في ممارسة النشاط التجاري، وتعاظم أهمية الشركات التجارية في مزاوله هذا النشاط وتنفيذ خطط التنمية، فالشركات التجارية باعتبارها أدوات قانونية واقتصادية تعدّ مؤشّرًا كبيرًا هامًا على مدى نمو الحياة الاقتصادية عمومًا وسعة النشاط التجاري على

<sup>1</sup> محمد فريد العريني، القانون التجاري اللبناني (مقدمات، نظرية العمل التجاري، نظرية المهنة التجارية، النظرية العامة للشركات وشركات الأشخاص)، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الثانية، بيروت، لبنان، ١٩٨٥، ص ٢٣٧.

<sup>2</sup> Mohamed El Sayed El feky, Commercial law, (commercial operations, merchant, commercial companies), Al Halabi legal publications, first issue, Beirut, Lebanon, 2005, p.309.

<sup>3</sup> أسامة أبو ظهر، الشركات المساهمة في ظل القانون ٢٠١٩/١٢٦، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الحكمة، ٢٠٢٠، ص ١٠.

وجه الخصوص، لذلك تطوّرت تبعاً لذلك النّظم القانونيّة التي تحكم الشّركات وبرزت أنماط جديدة منها فأصبح لكلّ منها قواعده وأحكامه.<sup>١</sup>

عليه، احتلت الشّركات التجاريّة بصفة عامّة أهميّة قانونيّة بالغه نظرًا لارتباطها ارتباطاً وثيقاً بواقع الحياة الاقتصاديّة والتّجاريّة<sup>٢</sup>، انطلاقاً من اعتبارها المهيم الأكبر في عالم الأعمال الذي باتت تحكمه المرونة، التّطوّرات والمتغيّرات المتسارعة التي فرضها هذا التّقدّم الاقتصاديّ والتّجاريّ، الأمر الذي اقتضى تبعاً لذلك تعاضم دورها كوسيلةٍ قادرةٍ على موازنة هذا التّقدّم المستمرّ والمضطرد.

انطلاقاً من ذلك حظيت الشّركات بحصّة كبيرةٍ من اهتمام التّشريعات المعاصرة فكانت الحصّة الأكبر من نصيب شركات الأموال وعلى وجه التّحديد الشّركات المساهمة التي استطاعت إبراز النتائج المرجوة من تضافر الجهود، فأصبحت الشّركات المساهمة بذلك النّموذج الأمثل لشركات الأموال في العصر الحديث والتي تتكوّن في الأساس من أجل جمع رؤوس الأموال وتسخيرها في تنفيذ مشروعات معيّنة بصرف النّظر عن الاعتبار الشّخصيّ فيها.<sup>٣</sup>

فقد أصبحت الشّركات المساهمة أداةً لجمع رؤوس الأموال وتركيزها في قبضة مجموعةٍ من الأشخاص، الأمر الذي أتاح بدوره هيمنة أصحابها على البنية الاقتصاديّة، فتؤدّي تبعاً لذلك دوراً هاماً في تحقيق المشروعات التي يتطلّب تنفيذها قدرًا كبيراً من رؤوس الأموال والخبرات كما الكفاءات العالية، ما جعلها بالتّالي الرّكيزة الرّئيسة للبنية الاقتصاديّة العالميّة بحكم ما تسمح به طبيعتها من قدرةٍ هائلةٍ على تجميع رؤوس الأموال واستثمارها.

بنتيجة ذلك، تعاضمت أهميّة الشّركات المساهمة لدرجةٍ أصبحت معها هذه الشّركات تتمتع بسلطانٍ لا يبرزه إلا سلطان الدولة، فشكّلت قوّةً اقتصاديّةً واجتماعيّةً تخشى الدولة سطوتها وهيمنتها، فوجدت أنّ من واجبها السّهر على رقابتها كي لا تتحرف عن الطّريق السّويّ فتصبح أداةً للاستغلال الاجتماعيّ أو السّيطة السّياسيّة.<sup>٤</sup>

<sup>١</sup> فاروق محمّد جاسم، حقوق المساهم في الشّركة المساهمة، منشورات الحلبيّ الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠٠٨، ص ٥.

<sup>٢</sup> إلياس ناصيف، الشّركات التجاريّة وفقاً لآخر التّعديلات القانونيّة والأحكام الجديدة المضافة بموجب القانون رقم ١٢٦ تاريخ ٢٠١٩/٣/٢٩ والقانون المقارن، منشورات الحلبيّ الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠٢٢، ص ٧.

<sup>٣</sup> سميحة القليوبي، الشّركات التجاريّة، دار النهضة العربيّة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، ١٩٨٤، ص ٢٥٢.

<sup>٤</sup> محمّد فريد العريني، القانون التجاريّ اللّبنانيّ، مرجع سابق، ص ٢٣٧، مأخوذ من أكرم أمين الخولي، قانون التجارة اللّبنانيّ المقارن، الشّركات التجاريّة، دار النهضة العربيّة، الجزء الثّاني، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، ١٩٦٨، ص ٢.

لذلك بدأ يظهر جلياً اهتمام التشريعات القانونية بالشركات المساهمة متمثلاً بإقدام المشرع على صياغة النصوص القانونية بما يتكيف ويتلاءم مع البيئة التي تحكم عمل هذه الشركات والعاملين فيها لاحظاً الدور البارز الذي تؤديه على مختلف الأصعدة.

وإنّ الاهتمام الذي طال الشركات المساهمة من قبل التشريعات التجارية الحديثة استهدف بشكلٍ أساسي مدى أهمية الأدوات التي توضع بتصريف هذه الشركات في سبيل تحقيق غاياتها.

فمنذ تأسيسها، طيلة حياتها وحتى انقضائها ترتكز الشركات المساهمة في أعمالها على مصادر التمويل انطلاقاً من الاعتبار المالي الذي يميزها حتى باتت تستمد أهميتها وقوتها من أهمية وقوة الأدوات التمويلية الموجودة بقبضتها، فهي تقوم على الاعتبار المالي، دونما توقف على شخصية مقدم المال، نظراً لضخامة رأسمالها وضمها أعداداً كبيرة من المساهمين.<sup>1</sup>

هذا وتتعدد مصادر تمويل الشركات المساهمة كما هو معلوم ومتعارف عليه حيث تتنوع مصادر التمويل التي تعتمد عليها هذه الشركات كأساس لسياستها التمويلية بين مصادر داخلية وأخرى خارجية.

ولأنّ الشركات المساهمة، تتطلب باستمرار تدفقاً متواتراً للأموال في سبيل ازدهار نشاطها وتعزيز إنتاجيتها بغية تحقيق الأهداف التي نشأت هذه الشركات في الأصل من أجل بلوغها ألا وهي تنفيذ المشروعات الكبيرة، القدرة على المنافسة والتكيف مع التطورات الرائدة التي باتت تحكم عالم الأعمال، كان البحث منصباً دائماً على إيجاد مصادر تمويل إضافية أقل كلفة لا تكبدها أعباء إضافية وقادرة على استيعاب احتياجاتها.

من هنا تجلّى بشكلٍ واضحٍ تدخل المشرع بنصوصٍ آمرةٍ لتنظيم هذا النوع من الشركات<sup>2</sup>، حيث باتت الشركات المساهمة في العصر الحالي تحظى بحصةٍ كبيرةٍ من أبحاث القانونيين واهتمام الاقتصاديين والمستثمرين نظراً لدورها الاستراتيجي في عملية النهوض الاقتصادي وعملها على مضاعفة قدرة الشركاء مجتمعين وزيادة فرصهم واحتكار السوق، فبسبب مقتضيات العولمة وتفشي الفلسفة الرأسمالية، أخذت العديد

<sup>1</sup> ريم فرحات، المبسط في شرح قانون الأعمال، منشورات صادر الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠١٢، ص ٢٢٧.

<sup>2</sup> صفاء مغربل، القانون التجاري اللبناني، الشركات التجارية، لا ناشر حقوق النشر للمؤلف، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠١٣، ص ٨.

من الدّول إلى تنظيم القوانين التي ترعى عمل هذه الشّركات بهدف السّيطرة عليها وحماية أموالها<sup>١</sup> كما تأمين استمراريّتها.

ولأنّ المبادرات التّجاريّة والاستثماريّة أصبحت ضرورةً لا بدّ منها في ظلّ التّطوّرات والمتغيّرات المتسارعة في عالم الأعمال، ولأنّ الاقتصاد اللّبنانيّ يقوم في الأساس على الاستثمارات الأجنبيّة، فإنّه لم يكن بعيداً عمّا تشهده السّاحة القانونيّة من إعادة بلورة لنصوصها التّشريعيّة في مجال القانون التّجاريّ وبشكلٍ خاصّ تلك التي تسعى بصورةٍ دائمةٍ إلى تسهيل عمل الشّركات، تعزيز نشاطها وجذب أكبر عددٍ من المستثمرين إلى السّوق اللّبنانيّ.

عليه، شهد لبنان في الآونة الأخيرة حركةً تشريعيّةً تتمحور حول كفيّة تكييف السّوق الماليّة مع مستجدّات النّظم الاقتصاديّة في العالم، أمثّل آخرها بالقانون التّجاريّ الجديد الصّادر بموجب القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ الصّادر بتاريخ ٢٩/آذار/٢٠١٩ على وقع مؤتمر سيدر لدعم لبنان محدثاً نقلةً قانونيّةً طالت معظم النّصوص التّجاريّة بشكلٍ خاصّ تلك التي ترعى النّظام القانونيّ للشّركات التّجاريّة في طليعتها الشّركات المساهمة، مضافاً إصلاحاتٍ فضلاً عن تغيّراتٍ جذريّةٍ وجوهريّةٍ على قانونٍ متوارثٍ عن الانتداب الفرنسيّ كان الرّمن قد عفا عن بعض نصوصه بعد أن أصبحت عاجزةً عن تغطية المتغيّرات المستجدة في عالم الأعمال، التّجارة والشّركات.

فإنّ تعديل قانون التّجارة البريّة اللّبنانيّ عدّ خطوةً جريئةً أقدم المشرّع اللّبنانيّ على اتّخاذها بعد محاولاتٍ حثيثةٍ وطويلةٍ لتعديل أحكامه ولا سيّما أنّه لم يسبق له أن أجرى تعديلاتٍ جذريّةٍ طالت القانون المذكور منذ صدوره<sup>٢</sup>، فقد سبق أن تعدّدت مشاريع تعديل هذا القانون منذ التّسعينات فأفضت هذه المساعي إلى نتيجةٍ واحدةٍ تمثّلت بإدخال تعديلاتٍ جذريّةٍ على هذا القانون.

فقد صدر القانون التّجاريّ اللّبنانيّ في سنة ١٩٤٨ وقد طرأت عليه تعديلاتٌ عديدة على مرّ السّنين، لكن لم يدخل النّشاط التّجاريّ في لبنان مرحلةً جديدةً متطورةً إلّا مع صدور القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦، الذي أرسى تعديلاتٍ جديدةً أدت إلى تطويرٍ فعليّ وعمليّ للنّظام القانونيّ للشّركات التّجاريّة في لبنان، فأتى هذا النّظور القانونيّ واضعاً إطاراً قانونياً جديداً يحكم النّشاط التّجاريّ ويطوّر منظومته القانونيّة والاقتصاديّة

<sup>١</sup> نورهان سمير أبو التّجاء، إساءة استعمال أموال الشّركة ودور نظام الحوكمة في مواجهتها، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدّراسات العليا في القانون الخاصّ، كليّة الحقوق، جامعة الحكمة، ٢٠٢١، ص ١.

<sup>٢</sup> صفاء مغربل، "السّمات القانونيّة والاقتصاديّة الجديدة التي طرأت على الشّركة المساهمة بموجب القانون ٢٠١٩/١٢٦،" *مجلة العدل*، العدد الثّاني، بيروت، لبنان، ٢٠٢٢، ص ١٠٥٣.

<sup>٣</sup> جان ثابت، "التّعديلات الطّارئة على قانون التّجارة البريّة الجديد"، *مجلة محكمة*، <https://mahkama.net> تاريخ النّشر ٢٠١٩/٧/١٧، تاريخ الدّخول، ٢٥/٥/٢٠٢٤.

لا سيّما في إرساء مبادئ ونظم جديدة للشركات المساهمة التي تشكّل ركيزة أساسية في الاقتصاد اللبناني، كل ذلك انطلاقاً من كون العامل الأساسي في لبنان يتمثّل بالتطوّر التجاريّ وتطوّر النظم القانونيّة التي ترعى عمل الشركات في لبنان لما قد يؤدي تطوورها ونموها بنتائج فعّالة على الاستثمار في لبنان على المدى البعيد.<sup>1</sup>

والجدير نكره أنّ القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ قد أبصر النور في مرحلةٍ بغاية الدقّة من تهقير الوضع الاقتصاديّ اللبناني، حيث يقتضي أن يكون له فعاليّة واضحة على صعيد إنعاش المنظومة التجاريّة والمساهمة في التخفيف من وطأة الأزمة التي يخوضها لبنان حتّى الوقت الزاهن من خلال تطوير مصادر تمويل الشركات وجلب أكبر عدد من الاستثمارات الجديدة إلى لبنان.

عليه، يكون المشرّع اللبناني بذلك، لم يكتفِ فقط بتعديل الأحكام القانونيّة القديمة التي تضمّنها القانون التجاريّ والتي أضحت بحاجةٍ إلى تبديلٍ جذريّ بفعل المستجدات التي طالت عالم التجارة والاقتصاد، إنّما يكون قد استطاع تلقّف هذه المستجدات مضيّاً قواعد جديدة من شأنها نقل هذا القانون إلى مرحلة معاصرة مستقيماً ذلك من صلب التشريعات والاجتهادات الأجنبية في طبيعتها التشريع والاجتهاد الفرنسيّ.

ولعلّ أبرز ما جاء به القانون الجديد من تعديلاتٍ يتجلّى باستحداث المشرّع أدواتٍ تمويليّة تتمثّل بصورة مصادر إضافية لتمويل الشركات فرضها تعاضم دور الشركات المساهمة وقدراتها الهائلة في تشكيل رؤوس الأموال وتوظيفها، جاءت لاستيعاب احتياجات الشركات المساهمة التّمويليّة ضماناً لاستمراريّة وجودها وتحقيق غاياتها.

فتمثّلت إحدى أهمّ هذه الأدوات التّمويليّة بما يعرف بـ"شهادات الإيداع العموميّة"، حيث استحدث المشرّع اللبناني أحكاماً جديدةً حول إصدار شهادات الإيداع العموميّة أو ما يعرف بإيصالات الإيداع العموميّة، إذ أضيف إلى الكتاب الرّابع من القانون التجاريّ اللبناني بابّ جديد هو الباب السادس تحت عنوان "إيصالات الإيداع للعموميّة".

وهذه الشّهادات هي التي تتيح للشركات المساهمة تأمين مصدر للتمويل والتّعويم الذي قد تحتاجه الشركة خلال فترةٍ معيّنة، فضلاً عن كونها تسمح لها بالانتشار في الخارج باعتبارها قابلةً للتداول في الأسواق الماليّة في الدّاخل والخارج، والجدير بالذّكر، أنّ هذا النوع من الشّهادات منتشرٌ بشكلٍ واسعٍ عالمياً، كما وقد

<sup>1</sup> أسامة أبو ظهر، الشركات المساهمة في ظلّ القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦، مرجع سابق، ص ٥.

أجاز مصرف لبنان للمصارف والمؤسسات الماليّة شراء شهادات إيداع عموميّة مرتبطة بأسهمها ضمن ضوابط وأطر محدّدة بموجب القرار الأساسي رقم ٧٤٣١ تاريخ ٢٩/١٠/١٩٩٩.<sup>١</sup>

عليه، فإنّ المفهوم القانوني "شهادات الإيداع العموميّة" يستدعي دراسة الأحكام القانونيّة التي تنظّمه والآثار المترتّبة عليه على مختلف الأصعدة في ضوء التشريع اللبنانيّ والتّشريع المقارن.

انطلاقاً ممّا تقدّم، ومن واقع التّعديل وأهميّة تسليط الضّوء على مفهوم جديدٍ استحدثه المشرّع اللبنانيّ في ضوء تعديل القانون التجاريّ اللبنانيّ بمقتضى القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦، ضمن إطار أحكام قانونيّة صريحة، فإنّ الموضوع المعالج في هذه الدّراسة هو "شهادات الإيداع العموميّة الصّادرة عن الشّركات المساهمة على ضوء تعديل أحكام قانون التجارة البريّة".

حيث يهدف الموضوع المعالج في هذه الدّراسة إلى تسليط الضّوء على مفهوم "شهادات الإيداع العموميّة" الذي أقدم المشرّع اللبنانيّ على استحداثه ضمن أحكام القانون التجاريّ اللبنانيّ على أثر تعديل القانون المذكور بموجب القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ مستعيناً بتجربة سابقة في القطاع المصرفيّ، وذلك من خلال دراسة النّظام القانونيّ الذي يرقى إصدارها وبيان الانعكاسات والآثار المترتّبة على منح الشّركات المساهمة هذا النّوع من الشّهادات ووضعها بمتناولها كأداة لاستقطاب رؤوس الأموال.

عليه، تكمن أهميّة موضوع "شهادات الإيداع العموميّة" التي وضعت بمتناول الشّركات المساهمة في ظلّ قانون التجارة البريّة الجديد في كونها أداة جديدة للتّمول، تؤمّن للشّركات المساهمة مصدراً للتّمول اللازم لحاجات مشاريعها بشكل أفضل من الوسائل الأخرى التي سبق أن اعتمدتها الشّركات المساهمة من أجل تعزيز تمويلها وزيادة رساميلها، فضلاً عن مساعدتها على الانتشار عالمياً من خلال ولوج الأسواق الماليّة العالميّة، بالإضافة إلى تخويل المستثمرين توسيع نطاق استثماراتهم والحصول على منافع ماديّة متنوّعة ذات صلة بأرباح الشّركة دونما تدخّل مباشرٍ في إدارتها.

بالتّالي تعود أهميّة دراسة هذا الموضوع إلى حدّاته والموقع المهمّ الذي احتلّه على رأس التّعديلات الجديدة التي طالت القانون التجاريّ، وتأثيره الواضح والجليّ في مختلف الأصعدة الاقتصاديّة، الماليّة والتّجاريّة، لا سيّما في ظلّ اهتمام التّشريعات المحليّة والدوليّة بالشّركات المساهمة وسعيها المستمرّ إلى تقويم النّصوص القانونيّة التي تعنى بتنظيمها وحرصها الدائم على تأمين كافّة الوسائل التي تساهم في تعاظم دور هذه الشّركات، تعزيز رؤوس أموالها، وأرباحها وضمن استمراريتها.

<sup>١</sup> صفاء مغربل، "السّمات القانونيّة والاقتصاديّة الجديدة التي طرأت على الشّركة المساهمة بموجب القانون ٢٠١٩/١٢٦، مرجع سابق، ص ١٠٨٠.

وإنّ دراسة هذا الموضوع لم تخلُ من الصّعوبات والعقبات نظرًا لشخّ المصادر والمراجع التي بحثت في موضوع شهادات الإيداع العموميّة كمفهومٍ جديدٍ أدرج ضمن أحكام قانون التجارة في ضوء التّعديل الأخير، فضلًا عن ندرة الدّراسات التي عالجت هذا الموضوع وأحاطت بكافة جوانبه القانونيّة، إذ من الجلي أنّ أغلب الدّراسات التي عالجت تناولته بصورةٍ عرضيّةٍ دون التّوسّع في عرض النّظام القانوني لشهادات الإيداع العموميّة بصورةٍ معمّقةٍ لجهة مفهوما، خصائصها، طبيعتها القانونيّة، شروط وإجراءات إصدارها، كما دون التعمّق في بيان الآثار المترتبة على الأخذ بها كأداة ذات فعاليّة لتأمين التّمول اللازم للشركات المساهمة، الأمر الذي اقتضى اللّجوء في هذه الدّراسة إلى الدّوريات، المقالات والدّراسات القانونيّة الحديثة في هذا الصّد.

وبعد تعدّد المحاولات الرّامية إلى تعديل قانون التجارة البريّة منذ بداية التّسعينيات<sup>١</sup>، صدر القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ الصادر بتاريخ ٢٩ آذار ٢٠١٩، على وقع مؤتمر سيدر الذي انعقد لدعم لبنان بشكلٍ غير متوقّع، فاتخذ المشرّع اللبناني خطوة جريئة باستحداث مفهوم شهادات الإيداع العموميّة، انطلاقًا ممّا تقدّم فإنّ الإشكاليّة القانونيّة التي تطرح في هذا الصّد هي:

ما مدى تأثير إدراج هذا المفهوم الجديد ضمن أحكام القانون التجاري اللبناني وما الفائدة التي سيعود بها إصدار هذا النوع من الشّهادات ووضعها بمتناول الشركات المساهمة؟

يتفرّع عن الإشكاليّة القانونيّة المطروحة عدّة تساؤلات تتمثّل بالآتي:

١- ما هو المفهوم القانوني لشهادات الإيداع العموميّة؟

٢- ما هي الطّبيعة القانونيّة لشهادات الإيداع العموميّة؟

٣- ما هي شروط وآليّة إصدار شهادات الإيداع العموميّة؟

٤- ما هو مصير شهادات الإيداع العموميّة عند انقضاء الشركة؟

من أجل الإجابة على الإشكاليّة القانونيّة المطروحة لا بدّ من اعتماد المنهج التحليلي من خلال تحليل الأحكام القانونيّة التي تنظّم إصدار شهادات الإيداع العموميّة، انطلاقًا من التّطرّق إلى المفهوم القانوني لها، تحليل طبيعتها القانونيّة مع بيان أوجه المقاربة والمفارقة بينها وبين الأنظمة المشابهة لها، إجراءات

<sup>١</sup> ألين طانليان فاضل، "تعديل قانون التجارة اللبناني خطوة ناجحة نحو تسهيل الأعمال وتشجيع الاستثمار؟"، المفكرة القانونيّة، [https:// legal Agenda.com](https://legalagenda.com)، تاريخ النّشر ٢٠١٩/٦/١٤، تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/٥/٢٥.

إصدارها والإشارة إلى ما يترتب على إصدارها من انعكاساتٍ وآثارٍ في مختلف الأصعدة، فضلاً عن اعتماد المنهج المقارن من خلال مقارنة أحكام القانون التجاري اللبناني في هذا الصدد مع أحكام نظيره الفرنسي.

ولأنّ هذه الدراسة تتناول موضوع شهادات الإيداع العموميّة التي أصبحت بمتناول الشركات المساهمة بعد تعديل قانون التجارة البريّة اللبناني، فإنّه لا بدّ من تقسيمها إلى قسمين، حيث يتناول القسم الأول النظام القانوني لشهادات الإيداع العموميّة فينقسم إلى فصلين فيبحث الفصل الأول ماهيّة شهادات الإيداع العموميّة من خلال تشعبه إلى مبحثين يتناول الأول منها المفهوم القانوني لشهادات الإيداع العموميّة من خلال إعطاء التعريف القانوني لها في ضوء الفقه والتشريعات المختلفة كما في ظلّ التشريع اللبناني والمقارن ومقارنتها مع الأنظمة المشابهة لها، بينما يتطرق المبحث الثاني إلى خصائص شهادات الإيداع العموميّة من خلال البحث في مميّزاتها وطبيعتها القانونية، في حين يتناول الفصل الثاني آليّة إصدار شهادات الإيداع العموميّة متشعباً إلى مبحثين يبحث الأول في شروط الإصدار أمّا الثاني فيفصل إجراءات الإصدار.

أمّا القسم الثاني فيتناول الآثار المترتبة على إصدار شهادات الإيداع العموميّة، فينقسم إلى فصلين، الأول يبحث في الآثار المترتبة تجاه الشركة من خلال تشعبه إلى مبحثين، حيث يتطرق المبحث الأول الآثار على نشاط الشركة، ويبحث الثاني في الآثار على رأس مال الشركة، في حين يبحث الفصل الثاني الآثار المترتبة تجاه حملة شهادات الإيداع العموميّة متناولاً في المبحث الأول الآثار الإداريّة وفي المبحث الثاني مصير شهادات الإيداع العموميّة عند انقضاء الشركة.

## القسم الأول: النظام القانوني لشهادات الإيداع العمومية

انبثق القانون التجاري بصفة عامة من صلب البيئة التجارية المرتكزة بشكل رئيس على الحركة، السرعة والحرية في التعامل فضلاً عن قيامها بشكل أساسي على عنصري الثقة والائتمان، فهو قانون متصف بالحركة والمرونة، إذ يتأثر بصورة مباشرة بتطور عالم الأعمال والمشروعات التجارية بتعدد أشكالها. وبالفعل يطغى على الأنشطة التجارية طابع السرعة والمرونة، بمعنى أنها تتلاحق بوتيرة متسارعة، فتنفوت وتنفاوت الحاجات وتختلف باختلاف متطلبات الحياة.

وتعود نشأة القانون التجاري اللبناني إلى عهد الإنتداب الفرنسي، إذ أعد القانون المذكور من قبل مجموعة من رجال القانون الفرنسيين، بعدها أقدمت اللجنة التشريعية اللبنانية على تنقيحه تمهيداً لنشره الذي تم في ٧ نيسان ١٩٤٣ بالمرسوم الإشتراعي رقم ٣٠٤ الصادر بتاريخ ٢٤ كانون الأول ١٩٤٢.

بعد ذلك، شهد قانون التجارة تعديلاً بالمرسوم الإشتراعي رقم ١١ الصادر بتاريخ ١١ تموز ١٩٦٧، أدخل إصلاحات طفيفة متفرقة لم يكن لها ذلك التأثير الجوهري في أحكامه و نصوصه، تبع هذا التعديل تعديلاً آخر بالمرسوم الإشتراعي رقم ٣٥ الصادر بتاريخ ١٥ آب ١٩٦٧ والذي لم يلحظ بدوره أيضاً تغييراً جذرياً طال أحكام القانون المذكور، تلتها تعديلات أخرى مختلفة.

ثم وبتاريخ ٨ آذار ٢٠١٩، عقدت الهيئة العامة لمجلس النواب اجتماعاً أقر على أثره مجلس النواب تعديلات جوهريّة على القانون التجاري اللبناني من خلال إصدار القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ الذي صدر بدوره بتاريخ ٢٩ آذار ٢٠١٩ ودخل حيز التنفيذ منذ الأول من تموز ٢٠١٩.

شكل التعديل الجديد خطوة متقدمة من شأنها السمو بالقانون التجاري إلى رتبة القوانين التجارية الحديثة لاسيما أنه صدر بصورة أساسية من أجل مجارة ما تقتضيه ضرورات الاستثمارات الحديثة والعولمة الاقتصادية الحاصلة التي تتطلب تماشياً لازماً مع التطورات الحاصلة.<sup>١</sup>

ويتجلى بوضوح أنّ التعديلات الطارئة على قانون التجارة اللبناني، طالت في الجزء الأكبر منها الشركات المساهمة<sup>٢</sup> سواء لناحية الشروط الشكلية أو الموضوعية أم لناحية ابتكار واستحداث هندسات مالية تساهم

<sup>١</sup> عبده غصوب، تعديلات قانون التجارة اللبناني من وجهة نظر الباحث و القاضي، نظرة شاملة عن تعديل قانون التجارة اللبناني، مؤتمر حول أهم تعديلات قانون التجارة في معهد الدروس القضائية، بيروت، لبنان، ٢٠٢٠، ص ١٤.

<sup>٢</sup> تالا مصطفى الزين، "الشركات المساهمة في ظلّ التعديلات الحديثة لقانون التجارة اللبناني بموجب القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦"، مجلة الدراسات القانونية، لا عدد، بيروت، لبنان، ٢٠٢٠، ص ٢.

في تحفيز التّمويل اللّازم لحاجاتها باعتبارها أداةً لاستقطاب الاستثمارات الوطنيّة، المحليّة، والعالميّة فضلاً عن كونها المستحوذ الأكبر في الأسواق التجاريّة والماليّة.

وقد استقى المشرّع الإضافات الجديدة على قانون التّجارة الجديد بما تتضمنه من أحكامٍ مستحدثة من النّصوص القانونيّة العائدة إلى المصارف اللّبنانيّة، فوضع بقبضة الشّركات المساهمة أدواتٍ ماليّةٍ كان إصدارها محصوراً بالمصارف وحدها في وقتٍ سابقٍ، ورد ضمنها ما يعرف بشهادات الإيداع العموميّة. حيث ألحق بأحكام القانون المذكور ضمن الكتاب الرّابع باب جديد هو الباب السّادس، ورد تحت عنوان "إيصالات الإيداع العموميّة".

إنّ مفهوم شهادات الإيداع العموميّة أو ما يعرف بإيصالات الإيداع العموميّة، وإن يكن مصطلحاً أو مفهوماً مبتكراً ومستحدثاً بالنسبة لأحكام قانون التّجارة اللّبنانيّ، إلّا أنّه ليس مفهوماً غريباً عن السّاحة العالميّة، فهو مفهومٌ رائجٌ عالمياً، إذ ينتشر عالمياً استعمال هذا النّوع من الشّهادات<sup>1</sup> على نطاقٍ واسعٍ، كما تحتلّ أهميّةً بالغةً في عالم التّجارة، المصارف، والأسواق الماليّة المحليّة، الإقليميّة والدّوليّة، كأداة ماليّةٍ وجدت في الأساس من أجل استقطاب أكبر قدر من التّمويل اللّازم، بغية دعم الشّركات المساهمة وتعزيز وتيسير نشاطاتها.

أمّا على مستوى التّشريع الوطنيّ، فقد سبق للمشرّع اللّبناني عن أتاح للمصارف اللّبنانيّة والمؤسّسات الماليّة عبر المصرف المركزي التّعامل بهذا النّوع من الشّهادات من خلال تمكينها من شراء شهادات إيداع عموميّة مقترنة بأسهمها ضمن شروطٍ صريحةٍ و محدّدة في القرار الأساسيّ رقم ٧٤٣١ الصّادر بتاريخ ١٠/٢٩/١٩٩٩، فضلاً عن أنّ فكرة اعتماد شهادات الإيداع العموميّة لم تكن جديد إذ سبق أن طرح اقتراح إدراج هذا النّوع من الشّهادات، فعقدت اللّجنة الفرعيّة المنبثقة عن لجنة الإدارة والعدل المكلفة درس اقتراح القانون الرّامي إلى إضافة فصل جديد إلى قانون التّجارة متعلّق بشهادات الإيداع العموميّة، حيث تركّز النقاش حول ملكيّة الأسهم الأساسيّة التي تصدر على أساسها شهادات الإيداع وحول أحقيّة تمثيلها في الجمعيات العموميّة وحقّ التّصويت فيها، والتمييز بين هذه الأسهم والحقوق الاقتصاديّة

<sup>1</sup> تعديل قانون التّجارة البريّة الصّادر بالمرسوم الإشتراعي رقم ٣٠٤ تاريخ ١٩٤٢/٤/٢٢ وتعديلاته وإضافة أحكام جديدة عليه، وتعديل المادّة ٨٤٤ من قانون الموجبات والعقود، مركز المعلوماتيّة القانونيّة، الجامعة اللّبنانيّة، [www.legiliban.ul.edu.lb](http://www.legiliban.ul.edu.lb)، تاريخ النّشر ٢٩/٣/٢٠١٩، تاريخ الدّخول ٢٧/١١/٢٠٢٣.

المتعلّقة بها، كما ناقشت مسألة تقاربها وتوافقها مع أحكام قانون تملك الأجانب وضرورة عدم الإلتفاف حول هذه الأحكام.<sup>1</sup>

إنّ ما تقدّم ذكره يسلط الضوء على مدى أهميّة البحث في النّظام القانوني لشهادات الإيداع العموميّة، عليه، ستتم دراسة ماهيّة شهادات الإيداع العموميّة في (الفصل الأوّل) و من ثمّ البحث في آليّة إصدار هذا النوع من الشّهادات وذلك في (الفصل الثّاني).

## الفصل الأوّل: ماهيّة شهادات الإيداع العموميّة

إنّ التّقدّم الذي يشهده عالم الأعمال في شىّ الميادين وبشكلٍ خاصّ الميدان التجاريّ<sup>2</sup>، الاقتصاديّ كما الماليّ، منح الشّركات التجاريّة أهميّة بالغة وارتقى بها إلى مكانةٍ لم تحظّ بها في وقتٍ سابق.

وإنّ قيام الشّركات التجاريّة بتأدية وظيفتها الماليّة بنجاح يفضي بدوره إلى نجاح الوظائف الأخرى التي تؤدّيها وذلك من خلال تحقيق النّشاطات التجاريّة والاقتصاديّة على اختلاف أنواعها سواء الإنتاجيّة منها أو الخدماتيّة فضلاً عن تأمين الرّفاهيّة للمجتمع.

فيظهر جلياً، أنّ الوظيفة الماليّة للشّركات التجاريّة في مقدّماتها شركات الأموال تبقى الوظيفة الأهمّ والأبرز باعتبارها تتركز على الاعتبار المالي<sup>3</sup>، إذ لا يمكن تصوّر أيّ وجهٍ من أوجه النّشاط التجاريّ من دون توفّر مصادر تمويل تعمل على تعزيز تمويلها.

فمستقبل الشّركات التجاريّة، ضمان استمراريتها وديمومة وجودها، يعتمد بصورةٍ أساسيّةٍ على مجموعةٍ من القرارات يأتي في طبيعتها تلك القرارات المتعلّقة بمصادر تمويلها، أي المصادر التي أنشئت في الأصل من أجل تخويل الشّركات التجاريّة تأمين الأموال الصّروية والتي تتيح لها إمكانيّة الدخول في استثماراتٍ جديدةٍ فضلاً عن دعم مشاريعها المختلفة، وصولاً إلى حمايتها من شبح التّعثر والانهيار عبر تأمين التّمويل اللّازم لمكافحة العقبات الماليّة التي تواجهها أثناء تأدية هذه الوظيفة.

<sup>1</sup> إضافة فصلٍ جديدٍ إلى قانون التجارة عن شهادات الإيداع، الموقع الرّسمي للمجلس النّيابي اللّبناني، <https://www.lp.gov.lb> تاريخ النّشر ٢٠١١/٩/١، تاريخ الدخول ٢٠٢٣/١١/٢٧.

<sup>2</sup> محمّد بن دراح و محمّد بونوة، الاعتبار الشّخصيّ و الماليّ للشّركة التجاريّة، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدّراسات العليا في قانون الأعمال، كليّة الحقوق والعلوم السياسيّة، جامعة زيان عاشور، ٢٠٢٠، ص ٣٧.

<sup>3</sup> إوناس دنيا، "امتداد الاعتبار الشّخصيّ لشركات الأموال-الشّركة المساهمة نموذجاً"، مجلّة الباحث للدّراسات الأكاديميّة، العدد ٢، ٢٠٢٢، ص ٥٩٠.

وبما أنّ الشّركات التّجاريّة تؤدّي دوراً رئيساً في عمليّة التّقدّم الاقتصاديّ والتّجاريّ إنّ بالنّظر للدّول أو الحكومات، فذلك يعني أنّ عمليّة تمويلها تمثّل أهم مظاهر وعوامل التّشّاط الاقتصاديّ والتّجاريّ نظراً لضرورتها وأهميّتها في بناء الشّركة ونجاحها، إذ يتحمّن على كلّ شركة تجاريّة أن تبحث عن نقاط القوّة التي تؤمن لها الاستمراريّة داخل الأسواق المحليّة أو الدّوليّة، من خلال العمل على تحسين مركزها الماليّ، كما يقع على عاتقها النقاط نقاط ضعفها وما سيترتّب على مراكز الضّعف هذه من آثارٍ بالغة وذلك من أجل السّيطرة عليها ومقاومتها، لذلك يعتبر تأمين التّوازن الماليّ في الشّركات التّجاريّة من العناصر الأساسيّة في عمليّة توسّع الشّركات وامتداد نشاطها بغية مواجهة خطر التّعثر وتعميم دورها.

فانطلاقاً من ذلك، يترتّب على الشّركات التّجاريّة اللّجوء إلى سياساتٍ تمويليّة ترمي إلى تعزيز تمويلها وضخّ السيولة الضّروريّة لتحقيق أهدافها، لأنّ عدم تأمين التمويل اللازم قد يعرضها لخطر فقدان مركزها في الأسواق الماليّة، ما يؤوّل بالتّالي إلى تضائل دورها وقدرتها على خلق مشاريع جديدة.

ولأنّ الشّركات المساهمة تحتلّ المرتبة الأبرز من بين الشّركات التّجاريّة نظراً لأثرها المباشر، الواضح والجليّ في اقتصاديات الدّول، فإنّها باتت تعدّ معياراً تقيّم بواسطته مدى قوّة الدّولة، فقد أدّى النّموّ الاقتصاديّ العالميّ بصورة متتابة كما هيمنة نظام العولمة إلى امتداد رقعة أعمال الشّركات المساهمة وتعاضم أرباحها، فأصبحت بالنّظر إلى ضخامة المشاريع التي تحقّقها أكثر عرضةً من غيرها من الشّركات لمخاطر التّعثر. لذلك أمام هذه العقبات بات الحديث عن وسائل تمويلٍ حديثةٍ أمراً في غاية الأهميّة.

ومن المتعارف عليه أنّ مصادر تمويل الشّركات المساهمة تتمّ بعدة طرق، منها ما هو داخل الشّركة أي رأسمالها الاحتياطيّ أو من الأرباح المتراكمة ومنها ما هو خارج الشّركة عبر زيادة رأس المال عبر طرح أسهم جديدة للاكتتاب بها، أو بإصدار سنداتٍ يتمّ تداولها في الأسواق الماليّة، أو من خلال قروضٍ قصيرةٍ أو متوسّطة الأجل. فغالباً ما تظهر حاجة الشّركات المساهمة إلى مصادر تمويل عند تنفيذها المشاريع الضّخمة أو عند تعرّضها لنكساتٍ اقتصاديّةٍ تؤدّي إلى تعرّضها ممّا يهدّد استمرارها، لذلك من أجل تأمين أو تسهيل عمليّات التّمويل بخلاف الطّرق التّقليديّة أدخل المشرّع بعض التّعديلات وابتكر أنواع جديدة من السّندات لم يكن معمولاً بها سابقاً<sup>1</sup> عرفت بتسمية "شهادات الإيداع العموميّة" أو "إيصالات الإيداع العموميّة".

<sup>1</sup> صفاء مغربل، "السّندات القانونيّة والاقتصاديّة الجديدة التي طرأت على الشّركة المساهمة بموجب القانون ٢٠١٩/١٢٦"، مرجع سابق، ص ١٠٦٨.

حيث تركز فكرة شهادات الإيداع العمومية بشكلٍ أساسي على التعاون و التنسيق بين أطرافٍ متعدّدة من خلال آلية محدّدة قانونًا، وإصدار شهادات الإيداع العمومية يعود بالمنفعة على جميع المتعاملين بها بدءً من المستثمرين الأجانب منهم أو الوطنيين، والشركة المصدّرة لها فضلًا عن مركز الإيداع والأسواق المتداولة فيها. فالتعامل والتداول بها يسهم في تطوير اقتصاد الدولتين أي تلك المصدّرة لها والأخرى المتعاملة بها من أجل تعزيز وتبادل الاستثمارات الأجنبية فيما بينهما.<sup>1</sup>

بذلك تتنوع الأوراق الماليّة المتداولة والمتعامل بها بدلًا من الاقتصار على الأسهم وحدها، إذ أنّ السّماح للشركات المساهمة إصدار هذا النوع من الشّهادات القابلة للتداول في الأسواق الماليّة يتيح لها توفير أكبر قدر من التّمويل اللازم عبر درّ الأرباح بالعملة الأجنبيّة ما يؤوّل بدوره إلى تطوير السّوق توسيع قاعدة الاستثمار وبالتالي الإسهام في التّمية الاقتصاديّة.

عليه، لا بدّ من دراسة المفهوم القانوني لشهادات الإيداع العموميّة وذلك في (المبحث الأول) ومن ثمّ البحث في أبرز خصائصها في (المبحث الثّاني) وذلك بالمقارنة مع أحكام التّشريع الفرنسي في هذا الصّدّد.

### المبحث الأول: المفهوم القانوني لشهادات الإيداع العموميّة

يشكّل جمع الأموال من جهة والمدخرات من جهة أخرى لتنفيذ المشاريع الكبرى الرّكيزة الأساسيّة التي تستند عليها الشّركات المساهمة التي تحتلّ بدورها المرتبة الأولى من بين شركات الأموال من حيث الأهميّة. لذلك عدّت الشّركات المساهمة أنّها تقوم بصورة أساسيّة على الاعتبار الماليّ دون الاعتبار الشّخصي، فتفوّقت من حيث أهميّتها على شركات الأشخاص لما تؤدّيه من دورٍ بالغ الأهميّة على صعيد اقتصاديّات الدّول وعملية تنمية البيئة الاقتصاديّة والتّجاريّة.

لذلك حاول المشرّع اللبنانيّ جاهدًا تقويم النّصوص القانونيّة التي تنظّم هذه الشّركات من خلال إضافة أحكام جديدة عليه<sup>2</sup> تعنى بها بغية حمايتها من المعوّقات والعثرات التي قد تواجهها أثناء تأدية

<sup>1</sup> نوفل رحمن ملغيط الجبوري، التّنظيم القانوني لشهادات الإيداع الدوليّة، مجلة كليه التّربية الأساسيّة للعلوم التّربويّة والإنسانيّة، العدد ٣٣، جامعة بابل، بابل، العراق، ٢٠١٧، ص ٧٥٢.

<sup>2</sup> إلياس نصيف، الوسيط في شرح تعديلات قانون التجارة البريّة، منشورات زين الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠٢١، ص ٥.

دورها، كأهم نظام دولي منشئ للعمل المشترك بين الشعوب المتحضرة و أفضل ثمرة قانونية للنظام الاقتصادي الحر الذي تمكن بفضلها من التوسع والانتشار داخل الدولة وخارجها.<sup>1</sup>

نتيجة لذلك، بدأ العالم في الوقت الراهن يشهد تضافراً واضحاً ومتبادلاً فيما بين الحكومات، الشركات المساهمة والأسواق المالية، إذ لم تعد الشركات المساهمة العملاقة تكتفي عند حد تداول أوراقها المالية في الأسواق المالية المحلية، إنما باتت في رحلة بحثٍ مستمرة عن وسائل وأنماط تمويلٍ تكفل لها استمرارية تدفق رؤوس الأموال التي تتيح الوصول إلى الأسواق المالية الدولية، بمعنى أنها أضحت تلجأ إلى أساليب تمويلية حديثة بغية جلب الإستثمارات الضخمة وتعظيم مكاسبها.

من هنا، ظهرت شهادات الإيداع العمومية أو ما يعرف بإيصالات الإيداع العمومية التي استحدثها المشرع وأدخلها ضمن منظومة الشركات المساهمة بموجب التعديل الأخير لقانون التجارة البرية اللبناني بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ الصادر بتاريخ ٢٩ آذار ٢٠١٩.

بالتالي، شكّلت شهادات الإيداع العمومية مفهوماً جديداً في منظومة الشركات المساهمة، صوّبت الاهتمام نحو استحداث نظام قانوني كاملٍ يعنى بتنظيم إصدارها لا سيما أنها أبصرت النور في أوج الأزمة الاقتصادية التي ما زال يشهدها لبنان منذ عام ٢٠١٩ حتى وقتنا الراهن، أي في المرحلة الأكثر تطلباً لوسائل إنعاش البيئة الاقتصادية والتجارية.

وبالإضافة إلى دورها تمثّل شهادات الإيداع العمومية واحدة من أسهل العمليات وأكثرها شيوعاً للمستثمرين غير اللبنانيين الذين يسعون إلى الاستحواذ على أسهم شركاتٍ لبنانيةٍ مدرجة في أسواقٍ غير أسواق الدولة التي ينتمون إليها.<sup>2</sup>

عليه، فإنه انطلاقاً من كون شهادات الإيداع العمومية من الأوراق المالية الحديثة غير المتعارف عليها في العديد من التشريعات التي لم تخصّها بنظام قانوني متكاملٍ يسלט الضوء على طبيعتها القانونية ويعني بتنظيم إصدارها، فإنّ التعرّف إليها يقتضي تحديد مفهومها القانوني بصورةٍ معمّقةٍ دقيقةٍ انطلاقاً من الفقه

---

<sup>1</sup>Georges Ripert, l'aspect juridique du capitalisme moderne, La librairie générale de droit et de jurisprudence, N.46, Paris, France 1951, p.109.

<sup>2</sup> Nadime Abboud, les certificats d'investissement ou depositary Receipts (DR), Regard croisé de l'école et du palais à l'aune de la réforme du code de commerce libanais, conférence organisée par l'institut des études judiciaires, Beirout, Liban, 2020, p.30.

والتشريعات المختلفة وفي ضوء التشريعين اللبناني والفرنسي وذلك ضمن (الفقرة الأولى)، ومن ثمّ مقاربتها مع غيرها من الأنظمة المشابهة لها وذلك في (الفقرة الثانية).

### الفقرة الأولى: تعريف شهادات الإيداع العموميّة

ظهر التّعامل بشهادات الإيداع العموميّة بصورة عامّة للمرّة الأولى منذ قرابة قرن من الزّمن عندما أقدم مصرف أميركيّ<sup>1</sup> عام ١٩٢٧ بإصدار شهادات الإيداع كوسيلة للاستثمار في أسهم شركة انكليزيّة<sup>٢</sup> في المملكة المتّحدة نتيجة فرض ضوابط تقيد قدرة المستثمرين الأميركيين على الاستثمار في الأوراق الماليّة الأجنبيّة، لتقوم بعد ذلك هيئة الأسواق الماليّة والبورصات الأميركيّة بتنظيم إصدار هذه الشّهادات المتداولة في الأسواق الماليّة من الوجهة القانونيّة، فهي بذلك وليدة القانون الانغلو سكوني.

فقد نشأت شهادات الإيداع العموميّة في البداية من أجل كسر القيود التي فرضها العديد من الدّول لا سيّما الأوروبيّة منها على حدود الملكيّة في أسهم شركاتها المحليّة للحدّ من المستثمرين الأجانب في ملكيّة رأسمالها.

إذ كانت الحاجة الملّحة لتأمين مصادر تمويلٍ خارجيّة واستخدام أسواق المال كأداة لاستقطاب الاستثمارات الأجنبيّة، فضلاً عن عدم توقّر ما يكفي من موارد لزيادة قيمة الأسهم الحقيقيّة نتيجة إقبال المستثمرين الواضح على شراء شهادات الإيداع العموميّة والرّغبة في تشجيع توجّهات الشّركات المحليّة على الانفتاح والاندماج في الأنشطة التجاريّة ذات الطّابع الدّولي، بالإضافة إلى التّوجّه والرّغبة في لفت أنظار مؤسّسات الاستثمار الدّوليّة نحو الأسواق الماليّة المحليّة وتأمين وسيلة آمنة لتجاوز القيود المفروضة على المستثمرين الأجانب عند التّعامل مع أسواق الشّركات المحليّة لناحية الملكيّة في رأسمالها والرّغبة المستمرة في توسيع قاعدة الملكيّة، جميعها شكّلت أسباباً ودوافع نحو ضرورة إصدار شهادات الإيداع العموميّة واعتمادها كوسيلة تمويليّة سلسة يسهل التّعامل بها في ضوء الامتيازات التي تقدّمها للمتعاملين بها.

<sup>1</sup> J.P Morgan.

<sup>2</sup> Thibaut Ardaillon, L'interêt des ADR (Américan Depositary Receipts) dans le cadres d'offres publiques des sociétés Américaines, Mémoire de recherche, dirigée par Mella Barral, Groupe HEC Majeure finance, Paris, France, 2006, page 5.

<sup>3</sup> Selfridges Provincial Limited.

انطلاقاً من ذلك، تضاعفت أهمية شهادات الإيداع العمومية منذ تسعينيات القرن الماضي حتى الوقت الراهن، فأصبح دورها أكثر أهمية وفعالية، فهي تعود بالمنافع على جميع أطرافها، لا سيما أنها تؤمن للشركات مصدرًا حديثًا لتمويل استثماراتها ونشاطاتها المتعددة عبر مصادر دولية وبعملة أجنبية، دون حاجتها إلى التواجد الفعلي في الأسواق الدولية العالمية مع ما يرافق الدخول إليها والوجود المباشر فيها من عوائق وتحديات.

عليه، وبالرغم من رواج مفهوم شهادات الإيداع العمومية حول العالم والشعبية التي أصبحت تلاحقها بعد أن ذاع صيتها في عالم الأعمال، التجارة والأسواق المالية بسبب أهميتها، سهولة التداول بها، وحجم ما تدره من أرباح و تمويل لجميع الأطراف، إلا أن عددًا ضئيلاً من التشريعات خصّها بمفاهيم واضحة و صريحة تبين ماهيتها بصورة جلية.

لذلك لا بدّ من تحديد مفهوم شهادات الإيداع العمومية في ظلّ الفقه، التشريعات المختلفة والتشريعات اللبناني والمقارن وذلك في (أولاً) ثم بيان مختلف صورها وذلك في (ثانياً).

### أولاً: تحديد مفهوم شهادات الإيداع العمومية

عرفت شهادات الإيداع العمومية كنظام قانوني جديد في التشريع التجاري اللبناني، على أنه بالرغم من حداثة هذا المفهوم المبتكر في القانون التجاري اللبناني إلا أنه مفهوم رائج ومتعارف عليه عالمياً سبق أن عرفته العديد من التشريعات المختلفة العربية منها والأجنبية وإن كان ذلك ضمن نطاق محدود نوعاً ما حتى أنه سبق لبعض الفقه أن تناول مفهومها القانوني مشيراً إلى ماهيتها، عليه فإنّ تحديد مفهوم شهادات الإيداع العمومية يستوجب تسليط الضوء على مفهومها القانوني في ضوء الفقه ومختلف التشريعات وذلك في (أ) ثم دراسة هذا المفهوم في ضوء التشريعات اللبناني والمقارن وذلك في (ب).

### أ- شهادات الإيداع العمومية في ضوء الفقه والتشريعات المختلفة

تعددت تعريفات شهادات الإيداع العمومية إذ عمد الفقه من جهة إلى بيان المفهوم القانوني لها، كما تناولت هذا المفهوم تشريعات عربية وأجنبية مختلفة، لذلك لا بدّ من بيان مفهوم شهادات الإيداع العمومية في ضوء الفقه في (١) ومن ثمّ في ضوء التشريعات المختلفة في (٢).

## ١- مفهوم شهادات الإيداع العمومية في ضوء الفقه

عدّ الفقه شهادات الإيداع العمومية أنّها أوراقٌ ماليّةٌ قابلةٌ للتداول تصدر بواسطة مصرفٍ تودع لديه ممثّلة لأسهم شركةٍ أجنبيّةٍ يجري التداول فيها بين الجمهور بالعملة الأجنبيّة.

كما عرّفها بأنّها وثيقة قابلةٌ للتداول تتولّى عملية إصدارها مصارف تسمّى مصارف الإيداع والتي تشكّل دليلاً على ملكيّة أسهم عائدة لشركة، يحتفظ فيها المصرف، حيث تكون هذه الأسهم محفوظةً لدى مركز الإيداع المودعة لديه في الأسواق المحليّة للإصدار.

وقد برز تعريف آخر لشهادات الإيداع العمومية فعرّف بها بأنّها عبارة عن صكٍّ أو وثيقة قابلة للتداول تصدر بواسطة البنك المودعة لديه، والتي تمثّل دليلاً على ملكيّة أسهم شركة ما، يحتفظ بها البنك، أو مجمّدة لحسابه لدى مركز الإيداع والقيد المركزيّ للأوراق الماليّة، أو هي تلك التي تقوم إصدارها إحدى المؤسّسات الماليّة أو المصارف بالعملة الأجنبيّة المتداولة في السّوق الحرّة مقابل الاحتفاظ بغطاءٍ يقابلها من الأسهم المحليّة.<sup>١</sup>

## ٢- مفهوم شهادات الإيداع العمومية في ضوء التشريعات المختلفة

تناولت و نظّمت العديد من التشريعات العربيّة والأجنبيّة مسألة إصدار شهادات الإيداع العمومية نذكر في طليعتها التشريعين الأبرز وهما التشريع الإماراتيّ الذي عرّف بدوره شهادات الإيداع العمومية بأنّها "أداة ماليّة تصدر مقابل أوراق ماليّة أجنبيّة تكون قابلة للإدراج والتداول في سوق الأوراق الماليّة".<sup>٢</sup>

وتطرّق المشرّع المصريّ أيضاً إلى مسألة إصدار شهادات الإيداع العمومية دون تعريفها تعريفاً واضحاً ودقيقاً، إنّما مشيراً إلى ماهيّة الجهة المصدّرة لهذا النوع من الشّهادات بأنّها "البنوك التي تصدر شهادات إيداع يتمّ قيدها وتداولها في بورصات الأوراق الماليّة المحليّة والدوليّة في مقابل ملكيّتها ملكيّة مسجّلة لأوراق ماليّة".<sup>٣</sup>

<sup>١</sup> أشرف الضبيّع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربيّة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، ٢٠٠٧، ص ٧٦.

<sup>٢</sup> قرار مجلس إدارة الهيئة الإماراتي رقم ٣٢/٢٠١٤ الصادر بشأن نظام شهادات الإيداع.

<sup>٣</sup> المادّة ٦ الفقرة الثّانية من قانون الإيداع و القيد المركزيّ المصريّ المعدّل بالقانون رقم ٩٣/٢٠٠٠، الصادر بتاريخ ١٨ أيّار ٢٠٠٠، الجريدة الرّسميّة، العدد ٢٠، تاريخ ١٨ أيّار ٢٠٠٠، دخل حيّز التنفيذ في الأوّل من تمّوز ٢٠٠٠.

بعد تسليط الضوء على مفهوم شهادات الإيداع العمومية في ظلّ الفقه والتشريعات المختلفة يقتضي التّطرق إلى مفهومها في ظلّ التشريع اللبناني والفرنسي.

## ب- شهادات الإيداع العمومية في ضوء التشريع اللبناني والمقارن

برز أيضًا مفهوم شهادات الإيداع العمومية ضمن أحكام القانون التجاري اللبناني المعدل الجديد الذي أورد تعريفًا صريحًا لها ضمن هذه الأحكام لذلك لا بدّ من بيان هذا المفهوم في ضوء التشريع اللبناني في (١) ومن ثمّ في ضوء التشريع المقارن الفرنسي في (٢).

### ١- مفهوم شهادات الإيداع العمومية في ضوء التشريع اللبناني

على صعيد التشريع الوطني، فإنّ المشرّع اللبناني عزّف بدوره شهادات الإيداع العمومية أو ما أطلق عليه ضمن أحكامه الجديدة بموجب التعديل الأخير بـ "إيصالات الإيداع العمومية" بأنّها "صكوكٌ إسمية قابلة للتداول مرتبطة بأسهم إسمية (الأسهم الأساسية) لشركة مغفلة لبنانية، تصدر بالخارج من قبل مصدر مرخص في بلد الإصدار وتدرج في الأسواق المالية المنظمة".<sup>٢</sup>

عليه، وانطلاقًا من التعريف الذي ألحقه المشرّع اللبناني لشهادات الإيداع العمومية بمقتضى المادة ٤٥٨ مكرّر ١ من قانون التجارة البرية المعدل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦، يظهر جليًا أنّ شهادات الإيداع العمومية هي عبارة عن صكوكٍ إسمية لشركة مساهمة لبنانية، صادرة وقابلة للتداول خارج لبنان ممثلة لنسبة معينة من الأسهم الأساسية لهذه الشركة فتكون هذه الأسهم صادرة بالصورة الإسمية فقط وذلك بعد إلغاء الأسهم لحامله ولأمر مع إمكانية انتماؤها إلى فئة من فئات الأسهم المتعددة أي إمّا أسهم عادية أو أولوية أو تفضيلية.

فهي إذاً وسيلة تمويلية تخوّل الشركات المساهمة الحصول على مصادر وفيرة لعملية التمويل التي تحتاجها هذه الشركات خلال فترة معينة من حياتها، فتسمح لها تبعًا لذلك بالانتشار على نطاقٍ أوسع من نشاطها الداخلي أي الانتشار في الخارج نظرًا لقبليتها للتداول في الأسواق المالية المنظمة سواء الداخلية أو الخارجية.

---

<sup>1</sup> Underlying shares

<sup>٢</sup> المادة ٤٥٨ مكرّر ١ من القانون التجاري اللبناني المعدل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ الصادر بتاريخ ٢٩ آذار ٢٠١٩، الجريدة الرسمية، العدد ١٨، تاريخ الأول من نيسان ٢٠١٩، دخل حيّز التنفيذ في الأول من تموز ٢٠١٩.

بمعنى آخر هي تقنية تمويلٍ مستحدثة تلتجئ إليها الشركات المساهمة بغية تعزيز قوتها الماليّة وذلك على غرار تلك المعتمدة من قبل العديد من المصارف اللبنايية منذ العام ٢٠٠٠ مخولةً مالكي هذه الصكوك الماليّة أحقيّة الحصول على أرباحٍ بالرغم من كونهم من غير المساهمين.

فهي وسيلة بديلة ومحدّدة تركز على السّماح لغير المقيمين في لبنان تملك الأسهم الصّادرة والعائدة للشركات المساهمة اللبنايية بصورة غير مباشرة، إذ بدلاً من الاستحواذ المباشر على حصّة في شركة لبنايية يمكن للمستثمر الأجنبيّ الحصول على أداة ماليّة أخرى هي شهادات الإيداع العموميّة، صادرة عن مصرف أو مؤسّسة مالية أجنبية تمثّل حصّةً لبنايية أو جزء حصّة لبنايية.

عليه، يكون المشرّع اللبناييّ بذلك قد منح الشركات المساهمة حق الاستعانة بمصدّر أجنبيّ خارج لبنان يتولّى إصدار شهادات الإيداع العموميّة، فيصبح مكتتب الصكّ تبعاً لذلك مخولاً الاستثمار في أداة ماليّة تتّصف بقابليتها للتداول داخل الأسواق الماليّة المنظّمة في خارج لبنان، لعلّ أبرز مثال عليها بورصة نيويورك، فينتفع بالعوائد الماليّة المختصّة بالسهم الأساسيّ الذي ترتبط به هذه الصكوك مباشرة، مع التّشدد بضرورة التقيّد بالشروط والإجراءات المفروضة قانوناً في هذا الصدد.

والجدير بالذّكر أنّ يمكن الأخذ الاعتبار أنّ ما أدرجه المشرّع اللبناييّ ضمن أحكام القانون الجديد من تجزئةٍ لحق الرّقبة وحقّ الانتفاع أتاح وضع هذه التّقنية الحديثة في قبضة جميع المستثمرين سعياً لتيسير وتنسيق النّشاط المصرفيّ وإنعاش الإقتصاد اللبناييّ.

تمثّل التّعديل في هذا الصدد بقيام المشرّع بإصلاح ثغرة قانونية من خلال توزيع الحقوق بين صاحب حقّ الرّقبة وصاحب حقّ الانتفاع للسهم الواحد، فأصبحت هذه الحقوق تتوزّع على النّحو المنصوص عنه بمقتضى القانون المذكور باستثناء الحالة التي يتفق فيها كل من صاحب حقّ الرّقبة وصاحب حقّ الانتفاع على العكس، وفق الطّريقة التي يرتئيانها على أن يصار إلى توقيع العقد فيما بينهما وتبليغه إلى الشركة ثمّ نشره في السّجل التجاريّ، فنصّ المشرّع اللبناييّ على أنّ صاحب حقّ الانتفاع من السهم يكون له وحده الحق في حضور الجمعية العموميّة العادية والتّصويت فيها، في حين يكون لصاحب حقّ الرّقبة حضور الجمعيات غير العادية فضلاً عن التّصويت فيها، إذ يكون له وحده الحق بممارسة الأولوية في شراء الأسهم المتفرّغ عنها من قبل أحد المساهمين وحق الاكتتاب عند زيادة رأس مال الشركة، فيكون وحده ملزماً بتسديد ثمن السهم فضلاً عن كونه وحده مخولاً لأن يكون عضواً في مجلس الإدارة.<sup>١</sup>

<sup>١</sup> نهلة شمس الدّين، "تعديلات قانون التجارة اللبناييّ خطوة أساسية في مسيرة تحديث القوانين"، مجلة محكمة، العدد ٤، بيروت، لبنان، <https://www.Mahkama.net> تاريخ النّشر ٢٠١٩/١٠/١٥، تاريخ الدّخول ٢٠٢٣/١٢/٢٠.

## ٢ - مفهوم شهادات الإيداع العمومية في ضوء التشريع الفرنسي

أمّا على صعيد التشريع الفرنسي، يبدو جلياً أنّ المشرّع الفرنسي لم يعمد إلى إدراج تعريف واضح وصريح لشهادات الإيداع إنّما أشار في قانون النقد والتسليف الفرنسي إلى أنّ "الشهادات التمثيلية هي شهادات قابلة للتداول تجسد ملكية الأوراق المالية لمصدر أجنبي يكون مؤهلاً للتداول في سوقٍ منظمٍ ويمكن تداوله بشكلٍ مستقلٍّ عن الأوراق المالية لهذا المصدر" وهي متميزة عن شهادات الاستثمار التي نصّ عليها ضمن الكتاب الثاني في الباب الثاني، في الفصل الثاني تحت عنوان "الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المالية" الذي تضمّن في القسم الثالث منه مصنفاً إيّاها ضمن الأوراق المالية المعرضة لخطر الانقراض فتناول المشرّع الفرنسي شهادات الاستثمار في المواد ٢٢٨-٣٠ إلى ٢٢٨-٣٥، إذ اكتفى بالبحث بالجهة المخولة إصدارها منظماً الأحكام الأساسية التي تعنى بإصدارها، مشيراً إلى حقوق وواجبات حاملي هذه الشهادات.

إذ نصّ القانون التجاري الفرنسي على أنه "يجوز للجمعية العامة غير العادية لشركة مساهمة، أو الجهة التي تقوم مقامها عند عدم تواجدها، أن تقرّر بناءً على قرار مجلس الإدارة بحسب الأحوال بالنسبة لمدققي الحسابات إنشاء نسبة لا تزيد عن ربع رأس المال تمثل الحقوق المالية وشهادات حقّ التصويت التي تمثل الحقوق الأخرى المرتبطة بالأسهم الصادرة بمناسبة زيادة رأس المال أو تجزئة الأسهم القائمة".<sup>١</sup>

انطلاقاً ممّا تقدّم، نستخلص أنّ شهادات الإيداع العمومية هي أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية المحلية والدولية تصدرها الشركات المساهمة عن طريق مصرف أو مؤسسة مالية أجنبية مقابل الاحتفاظ بنسبة معينة من الأسهم العائدة لها فق آليّة خاصّة بإصدار شهادات الإيداع العمومية.

فإصدار شهادات الإيداع العمومية يشكّل أسلوباً و نهجاً مالياً مستحدثاً جديراً بالثناء بالنظر إلى قدرته الكبيرة على تشجيع الشركات الكبرى على اللجوء إليها بغية توسيع قاعدة أعمالها ونشاطاتها فضلاً عن تعظيم أرباحها والمحافظة على قوتها المالية في مواجهة العثرات والتعثّرات التي تقف عقبةً في وجه ديمومتها واستمراريتها.

١ المادة ٤٢٠-٨ من قانون النقد والتسليف الفرنسي الصادر بالقرار رقم ١٢٢٤-٢٠٠٠ تاريخ ١٤/١٢/٢٠٠٠ والقرار رقم ١٠٠٥-٢٠٠٥ تاريخ ٢/٩/٢٠٠٥.

٢ الفقرة الأولى من المادة ٢٢٨-٣٠ من القانون التجاري الفرنسي الصادر بتاريخ ١ كانون الأول ٢٠٠٠، الجريدة الرسمية، تاريخ ٢١ أيلول ٢٠٠٠.

إنّ بيان مفهوم شهادات الإيداع العموميّة يفتح المجال أمام تسليط الضوء على صورتها.

## ثانياً: صور شهادات الإيداع العموميّة

انتشرت شهادات الإيداع العموميّة بصفة عامّة على نطاق واسع متخذة أشكالاً وأنواعاً مختلفة، فبعد أن نشأت لأول مرة في الولايات المتحدة الأميركيّة كوسيلة تحدّ من القيود الاستثماريّة وتلبّي احتياجات المستثمرين الذين أرادوا الاستثمار في الشركات غير الأميركيّة، بدأت شهادات الإيداع العموميّة بالامتداد تدريجيّاً متخذة أنواعاً عدّة أهمّها وأكثرها تداولاً هي شهادات الإيداع الأميركيّة، شهادات الإيداع الأوروبيّة، شهادات الإيداع الدوليّة وغيرها.

لذلك لا بدّ من التفرّق إلى شهادات الإيداع الأميركيّة في (أ) ، شهادات الإيداع الأوروبيّة في (ب) وشهادات الإيداع الدوليّة في (ج).

### أ- شهادات الإيداع الأميركيّة:<sup>1</sup>

إنّ شهادات الإيداع الأميركيّة<sup>2</sup> هي شهادات الإيداع التي يجري إصدارها في الولايات المتحدة الأميركيّة وتداولها بالدولار الأميركيّ مقابل إيداع الأوراق الماليّة العائدة لشركة من الشركات الأجنبيّة.

بمعنى آخر، أنّها تلك الشّهادات التي يتولّى أحد المصارف الأميركيّة إصدارها ضمن الأسواق الماليّة في الولايات المتحدة الأميركيّة مقابل إيداع إحدى الشركات الأجنبيّة لأسهمها لديه، يطلق على المصرف غالباً مصرف الإيداع أو الإصدار، ويتمّ تسجيل هذه الشّهادات من قبل لجنة البورصات والأوراق الماليّة.

وشهادات الإيداع الأميركيّة على نوعين، الأوّل يطلق عليه شهادات الإيداع المكفولة وهي التي تحصل على الدّعم من قبل مؤسّسات الإصدار من خلال التّسويق والتّرويج لها ما يضمن ثقة المستثمرين في التّشجيع على امتلاكها ويضاعف ثقلها وأهميّتها في الأسواق الماليّة، أمّا النوع الثّاني فيطلق عليه بشهادات الإيداع غير المكفولة وهي بخلاف الأولى لا تحظى الدّعم من المصرف الصّادرة عنه فضلاً عن عدم تسجيلها في الأسواق الماليّة.

وتكمن نقاط الاختلاف بين شهادات الإيداع الأميركيّة وشهادات الإيداع الدوليّة في كون في الأولى يجري إدراج أسهم الشركة المصدّرة في الأسواق الأميركيّة فقط، فتمنح هذه الشّهادات من خلال قيام مصرف

<sup>1</sup> American Depositary Receipts(ADR)

<sup>2</sup> تمّ تنظيم شهادات الإيداع الأميركيّة في قانون الأوراق الماليّة الأميركيّ الصّادر عام ١٩٣٣ بغية حماية المستثمرين من الأنشطة ذات الصّبغة الاحتياطيّة وتأمين الشّفافيّة في عروض الأوراق الماليّة.

أميركيّ بشراء أسهم في سوق أجنبيّ ويصدر بعدها شهادات الإيداع من أجل التّجارة الدّاخلية، فيعمد المصرف إلى إصدار شهادات الإيداع لحساب شركة أجنبية بموجب اتّفاقٍ قانونيّ على أن تتحمّل الشركة الأجنبيّة التّكاليف المترتبة بينما يتولّى الأخير المعاملات مع المستثمرين، في حين أنّ الثّانية تتيح للشّركات المساهمة إدراج أسهمها في أسواق تقع خارج مركزها الرّئيسيّ والانتشار في أكثر من سوق واحد، فعلى سبيل المثال بإمكان شركة صينيّة إنشاء برامج إيداع عامّة من شأنها أن تصدر أسهمها من خلال مصرف وسيط في سوق لندن وسوق الولايات المتّحدة الأميركيّة.

والجدير بالذّكر أنّه من خلال إحصائيّات أجريت حول شهادات الإيداع العموميّة تبين أنّ شهادات الإيداع الأميركيّة تحتلّ ما يقارب ثلاث أرباع القيمة الإجماليّة لشهادات الإيداع الصّادرة حول العالم حتّى نهاية ٢٠١٥، إذ عادلّت ما يقارب ٥٠٠ مليار دولار من أصل مجموع يبلغ ٧٠٠ مليار دولار أميركيّ.

## ب- شهادات الإيداع الأوروبيّة.<sup>١</sup>

إنّ شهادات الإيداع الأوروبيّة هي شهادات الإيداع التي تصدر وتدرج باليورو، في سوقٍ خاصّ منظمّ، أنشئت عام ١٩٩٨ بواسطة بورصة باريس<sup>٢</sup>. وهي بدورها تحصر إدراج أسهم الشّركة المساهمة المصدّرة لهذه الأسهم في الأسواق الأوروبيّة دون سواها.

وقد اكتسبت شهادات الإيداع الأوروبيّة شعبيّةً وأصبحت أكثر انتشاراً مع تصاعد الاستثمار العالميّ، فهي تؤمّن للمستثمرين الأوروبيّين سهولة الوصول إلى أسهم الشّركات المساهمة الأجنبيّة التي يرتكز مقرّها الرّئيسيّ في دول أجنبيّة، الأمر الذي يتيح بدوره لهذه الشّركات اجتذاب مجموع أكبر من رأس المال من خلال إدراجها في أوروبا.<sup>٣</sup>

فبعد أن يتمّ التّأكّد من أنّ أسهم الشّركة المساهمة المصدّرة لهذه الأسهم تلبّي متطلّبات الصّرف المحليّ، يقوم أحد البنوك التي يوجد مقرّه الرّئيسيّ في أوروبا بشراء كتلة من أسهم الشّركة وضعها بعهدّة مركز الإيداع الخاصّة به.

---

<sup>1</sup> European Depositary Receipts(EDR).

<sup>2</sup> Ghassan Souaiby, l'émission des certificats de dépôts par les sociétés Libanaises, Souaiby-Rassi law firm, <http://Souaiby.com>, sans date de publication, la date de visite 21/12/2023.

<sup>3</sup> Adam Hayes, European Depositary Receipts, What is and how it works, Investopedia.com, Date of publication 26/6/2022, Date of visit, 21/12/2023.

## ج-شهادات الإيداع الدولية.<sup>1</sup>

وهي شهادات الإيداع التي يتم إصدارها في أسواق مالية متعددة، بمعنى أنها تصدر في أكثر من سوق من الأسواق الدولية لا سيما في أوروبا وبشكل خاص تصدر عن المصارف في بريطانيا ولوكسمبورغ وذلك ضمن شروط وضوابط محددة وبما يتوافق مع متطلبات هذه الأسواق.

إذاً يتم تداولها في سوق أو أكثر من الأسواق المالية الدولية، أي أنها قابلة للتداول في الأسواق الدولية، من خلال قيام إحدى المؤسسات أو المصارف إصدارها مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية.

بالإضافة إلى هذه الأنواع درجت أنواع أخرى من شهادات الإيداع العمومية حول العالم كشهادات الإيداع في هونغ كونغ، الهند والبرازيل وغيرها.

إن دراسة مفهوم شهادات الإيداع العمومية بصورة مفصلة وبيان أنواعها تستوجب حتماً البحث في أوجه المقارنة التي تجمعها مع غيرها من الأنظمة المالية القانونية المشابهة فضلاً عن أوجه المفارقة التي تميزها عنها.

### الفقرة الثانية: مقارنة شهادات الإيداع العمومية مع الأنظمة القانونية المشابهة لها

بغية تحقيق غاياتها وأهدافها، تعتمد الشركات المساهمة إلى إصدار أوراق مالية متنوعة، فتختلف هذه الصكوك عن بعضها البعض، إذ يتميز كل منها من حيث خصائصه والغايات التي ترمي إلى تنفيذها، فكانت مواكبة للتطورات والمتطلبات القانونية الحديثة الجمّة التي طرأت على مر الزمن والتي كان لها الأثر البالغ في تغيير المفاهيم التقليدية لهذه الأوراق المالية أو الصكوك، والذي فرضه بشكل خاص الإقبال الواضح والشديد على التعامل بها وتداولها في الأسواق المالية المختلفة، المحلية منها والدولية.

من هذه الأوراق المالية أو الصكوك ذات القيمة المالية ما يرافق الشركات المساهمة منذ نشأتها في طبيعتها الأسهم وهي المكون الأول لرأس مال الشركة فهي في المقام الأول تمثل نصيب كل مساهم في الشركة، تحدد بالاستناد إليها مسؤولية الشريك المساهم في رأسمالها بالقدر الذي يقدمه من هذه الأسهم دون تجاوز له، بذلك أضحت الأسهم انطلاقة من أهميتها في بناء وقيام الشركة المساهمة العصب الرئيس وعمود الأساس في صناعة رؤوس الأموال، استقطاب الاستثمارات وجذب المستثمرين، وإعادة ترميم النشاط

<sup>1</sup> Global Depositary Receipts(GDR).

الاقتصادي محلياً، إقليمياً أو دولياً تبعاً لمتطلبات الشركات، حاجاتها التمويلية وتوسّع نطاق أهدافها ومشاريعها على المدى البعيد.

كما يعدّ من قبيل الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة ما يطلق عليها بسندات الدين التي تلجأ إليها الشركات المساهمة عند حاجتها للمال إذ تعدّ بالنظر إليها الوسيلة الأفضل لزيادة رأسمالها، فتميّز بتأثيرها الجليّ في حركة الاستثمار والأعمال والحياة الاقتصادية<sup>1</sup>.

بالإضافة إلى الصكوك والأوراق المالية التقليدية التي تصدرها الشركات المساهمة يظهر بجانبها أوراقاً مالية حديثة تمثّل تقنيات جديدة ابتكرتها التشريعات المتقدمة نهضت بالشركات المساهمة من جديد من أجل مواجهة السّبات الاقتصاديّ الذي كاد يقذف بها في هاوية الانهيار والتّعثر لا سيّما في ظلّ الأزمات المتتالية التي خاضتها على مختلف الصّعد، وهي تتمثّل بشهادات الإيداع العموميّة والأسهم التفضيلية التي عرفت كوسيلة تمويلية تحدّ من التّعقيدات الإجرائيّة من خلال سهولة منحها والتخلّص منها.

لذلك، لا بدّ من بيان أوجه المقاربة و المفارقة بين شهادات الإيداع و هذه الأنظمة القانونية على مختلف الأوجه.

عليه سيتم تسليط الضّوء على أوجه الشّبه والاختلاف بين شهادات الإيداع العموميّة والأسهم التفضيلية في (أولاً) وبينها وبين السّنات في (ثانياً).

### أولاً: مقاربة شهادات الإيداع العموميّة مع الأسهم التفضيلية

إنّ مسألة إدراج كلّ من شهادات الإيداع العموميّة والأسهم التفضيلية كنظامين قانونيين حديثين يؤديان الوظيفة نفسها باعتبارهما في عداد التّقنيات التّمويلية التي باتت تعتمد عليها الشركات المساهمة في زيادة تمويلها، تفتح المجال أمام ضرورة تسليط الضّوء على أهمّ ما تشترك به هاتين الوسيّلتين، فضلاً عن عمّا تختلف به لذلك لا بدّ من بيان أوجه المقاربة بينها في (أ) فضلاً عن أوجه المفارقة وذلك في (ب).

#### أ- أوجه المقاربة

تتشترك شهادات الإيداع العموميّة مع الأسهم التفضيلية في كونهما معاً يشكّلان تقنيّاتٍ ماليّةٍ قابلة للتداول ابتكرها المشرّع اللبنانيّ ضمن أحكام القانون التجاريّ اللبنانيّ بعد صدور القانون الجديد رقم ٢٠١٩/١٢٩، برّرت ضرورة استحداثها لزوم الشركات المساهمة التّمويل المستمرّ بغية تمكينها من

<sup>1</sup> محمود سليم خشفة، الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة (دراسة مقارنة)، المركز العربيّ للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، ٢٠١٨، ص ١٤.

مواصلة نشاطها التجاري، أي إشباع حاجة الشركات المساهمة من خلال قدرة هاتين التقنيتين على تعظيم أموال الشركات الخاصة، مضاعفة موجوداتها وتوسيع نطاق عملها عند أوسع حد ممكن، مستمداً ذلك من التجربة السابقة التي شهدتها المصارف اللبنانية في فترة سابقة.

## ب- أوجه المفارقة

تتناول أوجه المفارقة نقاط الاختلاف الكامنة بين كل من شهادات الإيداع العمومية والأسهم التفضيلية من حيث المفهوم القانوني (١)، الحقوق الملاصقة لكل منها (٢)، القيود المفروضة على هذه الحقوق (٣)، إجراءات إصدارها (٤)، المفاعيل المترتبة عند انقضاء الشركة (٥) والنسبة المحددة قانوناً لكل منهما (٦).

### ١- المفهوم القانوني

إنّ الجدير بالذكر أولاً أنّ أوجه المفارقة في هذا الصدد تتناول ما يشكّل اختلافاً بين كل من شهادات الإيداع العمومية والأسهم التفضيلية لا أسهم الأفضلية التي بدورها تختلف عن هذه الأخيرة.

فمن حيث المفهوم القانوني لكل منهما لم يعمد المشرع اللبناني إلى وضع تعريف قانوني صريح للأسهم التفضيلية إنّما اكتفى بتفصيل النظام القانوني الذي يعنى بها متناولاً البحث في شروط، إجراءات ومفاعيل إصدارها وذلك في المواد ١١٠ و ١٢١ مكرر ١- إلى ١٢١ مكرر ١٢- من الكتاب الثاني في الباب الثالث ضمن الفصل الثاني تحت عنوان "الوثائق التي تصدرها الشركات المغفلة والنظام القضائي لحملة هذه الوثائق" في الجزء الأول منه الذي وضع تحت عنوان "الأسهم" متيحاً للشركات المساهمة إمكانية إصدار ما يعرف بالأسهم التفضيلية دون أي إشارة إلى مفهومها القانوني حيث جاء أنّه "مع الاحتفاظ بأحكام القانون رقم ٣٠٨ تاريخ ٣/٤/٢٠٠١ المتعلق بإصدار أسهم المصارف والتداول بها، يجوز لأي شركة مغفلة إنشاء أسهم تفضيلية إسمية تتمتع بامتيازات أو حقوق أو منافع مادية أو أولويات معينة و تنتفع بجميع الحقوق المنصوص عنها في المادة ١٠٥ من هذا القانون باستثناء حق المشاركة والنقاش والتصويت في الجمعيات العمومية و حق تولي عضوية مجلس الإدارة و حق إقتسام موجودات الشركة.

على إدارة الشركة اطلاع أصحاب الأسهم التفضيلية على المعلومات والمستندات المعدة لاطلاع سائر المساهمين".<sup>١</sup>

<sup>١</sup> المادة ١٢١ مكرر ١- من القانون التجاري اللبناني المعدل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ السابق.

فبعد أن كرّس المشرّع اللبنانيّ وأكّد على مبدأ المساواة في الحقوق والمنافع بين المساهمين في المادّة ١١٠ من القانوني التجاريّ اللبنانيّ بصيغتها الجديدة المعدّلة أدخل استثناءً يقابل هذا المبدأ متمثلاً بإجازة إنشاء أسهم تفضيليّة تمنح أصحابها حقّ الأولويّة في استيفاء بعض أنصبة الأرباح أو في استعادة رأس المال أو أيّة منفعة ماديّة أخرى.<sup>١</sup>

بالتالي، فإنّ الأسهم التفضيليّة هي كينونة عن قيم ماليّة متساوية قابلة للتداول تلجأ إليها الشّركات المساهمة من أجل تغطية عجز معيّن في أصولها بغية تعزيز ملاءتها دون اضطرارها إلى زيادة رأس مالها بواسطة إدخال مساهمين جدد الأمر الذي يفاقم الأعباء عليها. فيلجأ المستثمر بدوره إلى الانخراط في هذا النوع من التّمول من خلال هذه الأسهم نظرًا لكونها متدنيّة المخاطر في مقابل الأسهم العاديّة. فهي تمنح هذا الأخير بالأولويّة نصيبًا من الأرباح والعديد من الامتيازات التي تجعل منه بمنأى عن الخسارة، فضلًا عن أنّه لا يشارك في تصفية موجودات الشّركة كون أسهمها لا تدخل في رأس مالها، كما له الحقّ إضافةً إلى الرّبح الأوليّ الاكتتاب بالأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال شرط أن يسمح نظام الشّركة أو الجمعيّة غير العموميّة بذلك.<sup>٢</sup>

والجدير ذكره أنّ الأسهم التفضيليّة تشكّل جزءً من الأسهم التي تقدّمها الشّركة المساهمة مقابل شهادات الإيداع إذ تقتصر على تقديم نسبة من الأسهم الأساسيّة فقط على ألاّ تتجاوز النسبة المحدّدة قانونًا.

في حين أنّ المشرّع تطرّق إلى مفهوم شهادات الإيداع العموميّة بصورة مفصّلة واضحة وصريحة حيث أشار في المادّة ٤٥٨ مكرّر ١- حيث عرفها بأنّها "صكوك إسميّة قابلة للتداول مرتبطة بأسهم إسميّة لشركة مغفلة لبنانيّة تصدر في الخارج من قبل مصدر في بلد الإصدار وتدرج في الأسواق الماليّة المنظّمة"، وذلك على خلاف المشرّع الفرنسيّ الذي لم يتناول بدوره مفهومًا خاصًا واضحًا وصريحًا.

وعلى غرار المشرّع اللبنانيّ لم يتطرّق المشرّع الفرنسيّ ضمن أحكام قانون التجارة الفرنسيّ إلى مفهوم الأسهم التفضيليّة إنّما أشار إلى إمكانيّة إصدارها والتعامل بها إذ نصّ على أنّه "عند تأسيس الشّركة وأثناء

<sup>١</sup> فاتن حوى، "المستجدّات القانونيّة في التشريع التجاريّ اللبنانيّ-قراءة في مستجدّات التّنظيم القانوني للأعمال التجاريّة والإفلاس و الشّركات في ضوء التشريع المقارن: التشريع الإماراتي نموذجًا"، مجلّة الحقوق و العلوم السياسيّة، العدد ٢٧، الجامعة اللبنانيّة، بيروت، لبنان، ٢٠١٩، ص ٣٤٢.

<sup>٢</sup> صفاء مغربل، "السّمات القانونيّة والاقتصاديّة الجديدة التي طرأت على الشّركة المساهمة بموجب القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦"، مرجع سابق، ص ١٠٧٤.

وجودها يجوز إنشاء أسهم ممتازة مع أو بدون حق التصويت مصحوبةً بحقوق من أي نوع مؤقتة أو دائمة".<sup>١</sup>

فقد عرف التشريع الفرنسي نظام الأسهم التفضيلية بموجب القرار رقم ٢٠٠٤/٦٠٤ الصادر بتاريخ ٢٤ حزيران ٢٠٠٤<sup>٢</sup> والذي صدر بغية تحقيق جملة أهداف في طبيعتها إصلاح نظام الأوراق المالية القابلة للتداول، ومن أهم الابتكارات القانونية التي أصدرها تمثلت بإنشاء سندات رأسمالية جديدة أطلق عليها "الأسهم التفضيلية" مستوحياً ذلك من العديد من المقترحات والتقارير التي سبق أن قدمتها جمعيات مختلفة يذكر منها حركة الشركات الفرنسية<sup>٣</sup> والجمعية الفرنسية لمستثمري رأس المال<sup>٤</sup>، إذ بهذه الخطوة يكون المشرع الفرنسي قد بسط قانون الأوراق المالية وفقاً للترخيص الممنوح للقانون رقم ٢٠٠٣/٥٩١ الصادر بتاريخ ٢ تموز ٢٠٠٣، فحلت بذلك الأسهم التفضيلية محل ما يسمى بأسهم الأفضلية وأسهم الأفضلية دون حق التصويت، الأمر الذي أتاح للمصدرين حرية تحديد الحقوق الملائمة لأوراقهم المالية ضمن إطار قانوني موحد، ما يجعل بالتالي القانوني الفرنسي أكثر مرونة لا سيما بالنظر للمستثمرين، كل ذلك إ انطلاقة من المبادئ القانونية لقانون الشركات أهمها مبدأ المساواة بين المساهمين حاملي أوراق مالية من الفئة ذاتها والتناسق بين حق التصويت ونسبة رأس المال المملوكة فضلاً عن حظر كل شرط غير عادل.<sup>٥</sup>

هذا بالإضافة إلى أن أبرز ما يميز شهادات الإيداع العمومية عن الأسهم التفضيلية هو في كون الأولى تصدر في الأسواق المالية العالمية المنظمة في حين تصدر الثانية في الأسواق المحلية.

<sup>١</sup> المادة ٢٢٨-١١ من القانون التجاري الفرنسي السابق التي أدخلت إلى القانون المذكور بموجب القرار رقم ٢٠٠٤/٦٠٤ الصادر بتاريخ ٢٤ حزيران ٢٠٠٤.

<sup>٢</sup> صفاء مغربل، قانون التجارة البرية، الشركات التجارية، شركات الأموال، دار أبعاد، الطبعة الثالثة، بيروت، لبنان، ٢٠٢١، ص ٩٠.

<sup>٣</sup> Mouvement des entreprises de France (MEDEF).

<sup>٤</sup> Association Française des investisseurs en capital (AFIC).

<sup>٥</sup> Schiebel Audrey, Les actions de préférences, Étude de propositions de MEDEF pour la modernisation du droit des valeurs mobilières, Magistère de juristes d'affaire DESS-DJCE, Faculté de droit, Université de Paris 2, Panthéon, Assass, le Juin 2002, p.5.

إذاً، يكمن القول أنّ الأسهم التفضيلية هي فئة خاصة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة في حين أنّ شهادات الإيداع العمومية هي صكوك إسمية صادرة عن مصدر أجنبيّ.

## ٢- الحقوق الملاصقة لها

من المعلوم أنّ لكل ورقة أو وسيلة مالية تصدرها الشركات المساهمة حقوق ملاصقة لها يتمتع بها حاملوها تبعاً لوضعها بمتناولهم وبتصرفهم إذ يبدو من نصوص القانون أنّ الأسهم التفضيلية تعطي أصحابها مجموعة من الامتيازات والحقوق تتمحور بشكل خاص حول تخويلهم الحصول على أنصبة الأرباح، إمكانية استرداد قيمة الأسهم الإسمية، التفرغ عن الأسهم، جواز حضور الجمعيات العمومية دون التصويت فيها باستثناء الحالات المحددة قانوناً بمقتضى المادة ١٢١ مكرر ٥ وذلك خلافاً واستثناءً على القاعدة المقررة في المادة ١٢١ مكرر ١ التي لا تخولهم حق التصويت في هذه الجمعيات، هذا فضلاً عن منحهم الحق بأفضلية الاكتتاب برأس المال ضمن ضوابط محددة تتمثل بوجود نص في النظام الأساسي للشركة يقرّر هذا الحق أو وروده في قرار الجمعية العامة غير العادية الذي سبق أن قضى بإصدار الأسهم التفضيلية، هذا فضلاً إلى تخويل أصحاب الأسهم التفضيلية عند كل إصدار إنشاء جمعية خاصة<sup>١</sup> تدعى وتتخذ قراراتها على منوال جمعية حملة سندات الدين<sup>٢</sup>. ولجهة التشريع الفرنسي في هذا الصدد يستخلص من نصوص قانون التجارة الفرنسي أنّ الأسهم التفضيلية تمنح حاملها حق التصويت التي تناولته المادة ٢٢٨-١ في قرارات محددة وضمن شروط خاصة، وقد تناول البعض إمكانية منح الأسهم التفضيلية حق الفيتو<sup>٢</sup> الذي يمنح حامل السهم التفضيليّ نقض القرارات الصادرة عن الأغلبية وقد يصل إلى حد إمكانية إصدار قرارات منفردة بالرغم من الانتقاد الواسع التي طال هذا الحق لجهة صعوبة نقض القرارات الصادرة عن مجلس الإدارة واجتماعات المساهمين، فضلاً عن منح مصدري هذا النوع من الأسهم الحرية الواسعة شبه المطلقة في تحديد الحقوق المالية الممنوحة تلبيةً لمتطلبات المستثمرين وتماشياً مع توقعاتهم.

على أنّ المشرع اللبناني قرّر ضمن الأحكام الخاصة لشهادات الإيداع العمومية حقوقاً ملازمة لمالكي هذه الشهادات من جهة وأخرى لمصدرها من جهة أخرى، إذ منح مالكي الشهادات إمكانية الاستعاضة عنها بعدد من الأسهم الأساسية شرط ألا يخالف ذلك الأحكام القانونية والنظامية على وجه الخصوص تلك

<sup>١</sup> المادة ١٢١ مكرر ٦ من القانون التجاري اللبناني المعدل بموجب القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ السابق.

<sup>٢</sup> Agnès Baudry, Les actions de préférences, Magistère de juristes d'affaires, DEESS-DJCE, Faculté de droit, Université de Paris 2, Panthéon, Assas, Le mai 2005, page 26.

التي تقصر تملك الأسهم الأساسية بأشخاص لبنانيين<sup>١</sup>. أما بالنسبة لمصدرها فقد منحهم المشرع الحق في حضور الجمعيات العمومية للشركة مصدره الأسهم الرئيسية وحق التصويت ضمن القيود المفروضة قانوناً<sup>٢</sup>.

### ٣- القيود المفروضة على الحقوق الممنوحة قانوناً

بالإضافة إلى ذلك بالرغم من الامتيازات والحقوق التي تمنح هاتين الوسيطتين وضع المشرع قيود على الحق بالحصول عليها، تتمثل بعدم السماح لحاملي الأسهم التفضيلية بالمشاركة في الاجتماعات، المشاركة في عضوية مجلس الإدارة ولا حتى اقتسام موجودات الشركة عند حلها وتصفياتها فضلاً عن منع كل من رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والمدراء العامين والمساعدين وفقاً لأحكام المادة ٥٣ وأزواجهم كما أولادهم القاصرين حق تملك الأسهم التفضيلية أو ترتيب حقوق أخرى بشكل مباشر أو غير مباشر وسواء كان تحت ستار شخص طبيعي أو معنوي. في حين أنه لجهة شهادات الإيداع العمومية لم يتطرق المشرع سوى إلى تقييد حق التصويت الممنوح لمصدرها ضمن ثلاثة شروط وردت ضمن أحكام المادة ٤٥٨ مكرر ٢ التي تناولت بدورها شروط إصدارها.

### ٤- إجراءات الإصدار

ولجهة إجراءات الإصدار تتميز شهادات الإيداع العمومية بإجراءاتها الدقيقة كونها تصدر في الأصل عن مصدر أجنبي في الخارج في حين أنّ الأسهم التفضيلية تصدر في ضوء إجراءات أكثر بساطة وأقل تعقيداً فهي تنشأ استناداً إلى قرار الجمعية غير العمومية على غرار المشرع الفرنسي جعل من الجمعية العامة غير العادية الجهاز الوحيد المخول بإصدار الأسهم التفضيلية، وتقرير إصدار شهادات الإيداع العمومية بناءً على قرار مجلس الإدارة من خلال الموافقة على نشرة الاكتتاب.

### ٥- المفاعيل المترتبة عند انقضاء الشركة

و لجهة المفاعيل المترتبة على انقضاء الشركة، تسدّد القيمة الإسمية للأسهم التفضيلية ونصيب الربح الأولي غير المدفوع بكامله العائد لتلك الأسهم قبل أي تسديد لقيمة الأسهم العادية<sup>٣</sup>، في حين يكون

<sup>١</sup> المادة ٤٥٨ مكرر ٢ من القانون التجاري اللبناني المعدل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ السابق.

<sup>٢</sup> المادة ٤٥٨ مكرر ٣ السابقة.

<sup>٣</sup> المادة ١٢١ مكرر ١١ من القانون التجاري اللبناني المعدل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ السابق.

لمالكي شهادات الإيداع العمومية الحقوق كافة العائدة للأسهم الأساسية مع مراعاة أحكام القانون المنفذ بالمرسوم رقم ١٠٨٤٥ تاريخ ١٠/٩/١٩٦٨ المتعلق باكتساب غير اللبنانيين الحقوق العينية العقارية في لبنان.<sup>١</sup>

## ٦- النسبة المحددة قانوناً

أخيراً خصّ المشرع اللبناني كلاً من الأسهم التفضيلية وشهادات الإيداع العمومية بأحكام خاصة لناحية عدم جواز تخطيها نسبة ٣٠٪ من الأسهم الإسمية التي تمثل رأس مال الشركة بتاريخ إصدار الأسهم الممتازة وعدم تجاوز تلك الممثلة لشهادات الإيداع للأسهم العائدة لرأس مال الشركة المصدرة للأسهم الأساسية التي سدّد ثمنها كاملاً بالنسبة ذاتها. في حين ميّز التشريع الفرنسي لجهة بالنسبة التي يقتضي تمتلئها كلّ منهما فقرّر عدم جواز تخطي الأسهم الممتازة نصف رأس مال الشركة.

## ثانياً: مقارنة شهادات الإيداع العمومية مع سندات الدين

تشكّل كل من شهادات الإيداع العمومية و سندات الدين وسيلةً تلجأ إليها الشركات لحماية نفسها من العثرات من خلال تعزيز تمويلها، عليه، فإنّ إضافة شهادات الإيداع العمومية ضمن أحكام القانون التجاري، يسلب الضوء على ضرورة بيان أوجه الشّبه بين شهادات الإيداع العمومية كتقنية حديثة وسندات الدين كوسيلة تقليدية وذلك في (أ) ثمّ التطرّق إلى أوجه الاختلاف بينهما وذلك في (ب).

## أ- أوجه المقاربة

تتشارك شهادات الإيداع العمومية والإيداع العمومية وسندات الدين في كون كليهما وسائل تمويلية قابلة للتداول تلجأ إليهما الشركات المساهمة عند حاجتها لزيادة تمويلها والمحافظة على استمرارية نشاطها. فيصبح من السهل على الشركات المساهمة أن تحقّق لنفسها موارد وفيرة لتأمين السيولة اللازمة التي تضمن متابعة النشاط التجاري القائمة عليه. إذ تعدّ السندات من أبرز الأوراق المالية وأكثرها أهمية، ويطلق عليها تسمية الأوراق المالية أو النقدية التقليدية أو الكلاسيكية، فهي مكرّسة في مختلف التشريعات التجارية حول العالم، وتعدّ حتى الوقت الراهن من الوسائل التمويلية الأكثر انتشاراً واستعمالاً من قبل الشركات المساهمة فضلاً عن كونها من ضمن الوسائل التمويلية الأكثر تداولاً وتعاملاً بها.

<sup>١</sup> المادة ٥٨ مكرّر ٣ السابقة.

## ب- أوجه المفارقة

إنَّ أوجه المفارقة بين شهادات الإيداع العموميّة والسندات تتناول أوجه الاختلاف بينهما من حيث المفهوم القانوني (١)، الحقوق الملاصقة لهما (٢)، إجراءات الإصدار (٣)، المفاعيل المترتبة عند انقضاء الشركة (٤)، وأخيراً النسبة المحددة قانوناً لكلّ منهما (٥).

### ١- المفهوم القانوني

لم يعمد المشرع اللبناني إلى وضع مفهوم صريح للسندات إنّما اكتفى بالإشارة إلى التعامل بها في الجزء الثاني من الفصل الأوّل المتعلّق بالوثائق التي تصدرها الشركات المساهمة في المادة ٢٢ وما يليها متناولاً النظام القانوني الذي يعنى بكيفية إصدارها والحقوق والالتزامات المترتبة على التعامل بها كنوع من الأوراق الماليّة التي تصدرها الشركات المساهمة، ذلك خلافاً للقانون الفرنسي الذي وضع مفهوماً للسندات ضمن المادة ٢٢٨-٣٨ من قانون التجارة الفرنسي، إذ عرّفها بأنّها "أوراق ماليّة قابلة للتداول تمنح بالنسبة لإصدار معيّن حقوق ماليّة مماثلة بنفس القيمة الإسميّة."<sup>١</sup>

ويمكن تعريف السندات بأنّها صكوك قابلة للتداول غير قابلة للتجزئة تشكّل قروضاً طويلة الأجل تعقد بواسطة الاكتتاب العامّ.

على أنّ أبرز الفوارق التي تبرز بين شهادات الإيداع العموميّة والسندات تكمن في أنّ الأولى تؤمّن للشركة وسيلة تمويليّة تتيح لها المحافظة على استمراريتها وتعظيم موجوداتها من خلال مصدر أجنبيّ في الخارج مقابل أسهم إسميّة تقدّمها الشركة وفق آليّة محدّدة قانوناً، في حين أنّ الثانية توفر التمويل للشركة عوضاً عن دخول مساهمين جدد يتشاركون في اقتسام الأرباح.

كما أنّ شهادات الإيداع العموميّة تشكّل ديناً قصير الأجل في حين تمثّل السندات ديناً طويل الأجل، ثمّ إنّ أصحاب شهادات الإيداع العموميّة هم مساهمون في الشركة كونها تصدر مقابل نسبة من أسهمها الأساسيّة بمعنى أنّ أصحابها هم مالكو الأسهم الأساسيّة في حين أنّ أصحاب السندات هم دائنون، فشهادات الإيداع العموميّة هي كناية عن صكوك إسميّة على أنّ السندات قد تكون سندات إسميّة لأمر أو لحامله.

<sup>1</sup> Article 228-38 du code de commerce français « Les obligations sont des titres négociables qui pour une émission donnée, confèrent les droits de créances identiques pour une même valeur nominal. ».

## ٢- الحقوق الملاصقة لها

هذا فضلاً عن أنّ شهادات الإيداع تقدّم للشركة المساهمة القدر اللازم من التّمويل مانحة مالكيها ومصدّريها بعض الامتيازات والحقوق في حين أنّ السّنّدات تمنح قيمة السّنّد بالإضافة إلى الفائدة الثّابتة. تمنح شهادات الإيداع العموميّة مصدّريها حقّ حضور الجمعيات العامّة وحقّ التّصويت ضمن شروط وضوابط محدّدة قانوناً في حين أنّه ليس لحملة السّنّدات الحقّ في التّصويت كونهم ليسوا في عداد المساهمين على أنّه قد تنشأ هيئة خاصّة مكوّنة من أصحاب السّنّدات يخول ممثّلها حقّ حضور الجمعيات العموميّة للمساهمين على أثر تلقّيهم ذات المعلومات المقدّمة للمساهمين.

## ٣- إجراءات الإصدار

أمّا لجهة الإجراءات يخضع إصدار شهادات الإيداع العموميّة لإجراءات خاصّة كونها تصدر عن مصدر أجنبيّ في الخارج في حين أنّه يجب أن يسبق الاقتراض الاكتتاب الكامل لرأس المال فيتخذ القرار بإصدار السّنّدات عن الجمعية العامّة العاديّة، على أنّ المشرّع الفرنسيّ اشترط أن يسبق إصدار السّنّدات وجوب التّحقّق من الأصول والالتزامات تحت طائلة بطلان العقود المبرمة والسّنّدات من قبل مفوض واحد أو أكثر تعيّنهم الشركة، وقد خول مجلس الإدارة أو المدير صلاحية اتّخاذ القرار أو التّفويض بإصدار السّنّدات ما لم يحتفظ النظام الأساسيّ بهذه الصّلاحية للجمعية العامّة أو ما لم تقرّر بنفسها ممارسة هذه الصّلاحية، فضلاً عن تخويل مجلس الإدارة إمكانية تفويض شخص يختاره الصّلاحيّات اللازمة بغية قيامه خلال سنة واحدة بإصدار السّنّدات والبتّ بالشّروط والأحكام متّبعاً لتعليمات مجلس الإدارة في هذا الصّدّد.

## ٤- المفاعيل المترتبة عند انقضاء الشركة

أخيراً من حيث المفاعيل المترتبة على انقضاء الشركة وتصفيتها يستحصل مالكي شهادات الإيداع العموميّة على جميع الحقوق المتعلقة بالأسهم الأساسيّة مع الأخذ بعين الاعتبار القواعد المتعلقة باكتساب الأجانب للحقوق العينيّة العقاريّة في لبنان، في حين يكون لحامل السّنّد الضّمان العامّ على جميع أموال الشركة، ولا يكون بإمكانه الحصول على القيمة العائدة لسهمه إلّا بعد إيفاء أصحاب السّنّدات، وفي أغلب الأحوال يكون إصدار السّنّدات مرتبباً بشكلٍ مباشرٍ بإنشاء تأمين أو ضمان خاصّ لتسديد قيمتها. وبالإضافة إلى الضّمان وتخويل ممثلي الهيئة المكوّنة من حاملي السّنّدات التّصرّف نيابةً عن الشركة عند حلّها وتصفيتها قرّر القانون الفرنسيّ عدم إنقضاء هذه الهيئة بانقضاء الشركة.

## ٥- النسبة المحددة قانوناً

الجدير بالذكر أنه لا يمكن أن تمثل الأسهم الممثلة بشهادات الإيداع العمومية نسبة تجاوز الـ ٣٠٪ من الأسهم المكونة لرأس مال الشركة المصدرة للأسهم الأساسية المستوفاة بكاملها، في حين أنه لا يجب أن تزيد قيمة سندات الدين عن رأس المال الموجود حين إصدارها.

انطلاقاً مما تقدم، إن شهادات الإيداع العمومية تعدّ وسيلة خاصة متميزة تشترك مع الأوراق المالية الأخرى العائدة للشركات المساهمة في العديد من النواحي من جهة، إلا أنها تتميز عنها في نواحٍ عدّة من جهة أخرى، مما يقتضي بيان أهم الخصائص التي تميّزها وصولاً إلى تحديد ودراسة طبيعتها القانونية.

### المبحث الثاني: خصائص شهادات الإيداع العمومية

إنّ الأوراق والصكوك المالية أصبحت ميزة لا يمكن إغفالها تتسم بها الشركات المساهمة، والمغذي الأول للأسواق المالية المختلفة، فتلجأ إليها هذه الشركات بغية توفير أكبر قدرٍ من الأموال في سبيل زيادة رأس مالها لغرض تمويل المشاريع التي هي بصدد تنفيذها، وزيادة أرباح ونتاج استثماراتها المتعددة، لذلك حازت على اهتمام ملحوظ وكبيرٍ من قبل التشريعات المتقدمة من أجل تطوير مفاهيمها وتقويم الأحكام التي تعنى بضبطها وتنظيم إصدارها داخل الشركات المساهمة تحقيقاً للتوازن والنظام فيها وحفاظاً على الحقوق الملازمة لإصدارها والتعامل بها.

إذ أصبح النشاط المتجدد للشركات المساهمة والأسواق المالية في حاجةٍ مستمرةٍ إلى أوراق وصكوكٍ ماليةٍ تجاريةٍ تواكب السرعة والمرونة التي باتت تتصف بها وتفرضها النشاطات التجارية بمختلف أنواعها، كما تتناسب والمتغيرات الحاصلة في عالم الأعمال، التمويل والاستثمار، تختزل الإجراءات الطويلة المحدودة والتي تقف عقبةً تعيق عمل الشركات المساهمة وسرعة التداول ضمن الأسواق المالية الكبرى المحلية منها، الإقليمية والدولية.

على أثر ذلك نالت شهادات الإيداع العمومية كقنينة قانونية تمويلية مستحدثة وباعتبارها إحدى الصكوك الإسمية المالية التي تصدرها الشركات المساهمة ثناءً كبيراً منذ نشأتها حتى الوقت الراهن، فاستحوذت بدورها على حركة الأسواق المالية ضمن نطاقٍ واسعٍ، فأصبحت جزءاً هاماً من السياسات التمويلية

١ عقاب بن صلفيق بن عايد، "الصكوك التمويلية في الشركات المساهمة"، المجلة العربية للنشر العلمي، العدد ١٠، ٢٠١٩، ص ٢.

والقرارات المالية التي تتخذها الشركات المساهمة بهدف توسيع رقعة إنتشارها وتعظيم أموالها، والمحرك الأول لنشاط الأسواق المالية الكبرى.

فإن إدخال شهادات الإيداع العمومية كنظام قانوني جديد ضمن أحكام القانون التجاري اللبناني على أثر التعديل الأخير بعد سنواتٍ طوالتٍ من خوض القطاع المصرفي لتجربة التعامل بها، شكّل نقلةً كبيرةً تميّزت بها الشركات المساهمة على صعيد التمويل والاستثمار بالنظر لما تضيفه هذه التقنية التمويلية المبتكرة من مميزات وتسهيلات بالنظر لجميع أطرافها.

عليه، طرح موضوع استحداث نظام شهادات الإيداع العمومية كنظام قانوني خاصّ بالشركات المساهمة ضمن أحكام القانوني اللبناني أهمية دراسة مميزات شهادات الإيداع العمومية وذلك ضمن (الفقرة الأولى) والتي تفضي بدورها إلى التعرّف إلى الطبيعة القانونية لها وذلك ضمن (الفقرة الثانية).

### **الفقرة الأولى: مميزات شهادات الإيداع العمومية**

منذ نشأتها وإصدارها أخذ الاهتمام بشهادات الإيداع العمومية كأداة مالية عالمية بالازدياد بالنظر إلى الفوائد التي تجنيها الشركات المساهمة والمؤسسات المالية الأجنبية كما صناديق الاستثمار سواء المشتركة أو الفردية.

فيظهر جلياً، أنّ برامج شهادات الإيداع آخذة بالازدياد اعتباراً من السنوات الأخيرة، إذ تحقّق عامّاً بعد عام أرقاماً قياسيةً لجهة الأرباح والتمويل الذي تقدّمه لمختلف أطرافها وعلى وجه الخصوص الشركات المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسية في مقابل الحصول عليها، فيستمرّ العدد الإجمالي لهذه الشهادات فضلاً عن حجم تداولها ومجموع رأس المال كما عدد البرامج الجديدة المنشأة بالتزايد، إذ بلغت ذروتها حتّى الوقت الراهن.

لذلك أصبح الاتجاه الغالب يرمي إلى تدويل الأسواق المالية بسبب زيادة عدد المشاركين في أسواق رأس المال من مقترضين، مستثمرين ووسطاء ماليين، فضلاً عن تطوّر التعاون بين الهيئات المالية والسعي نحو تحرير الأسواق المالية.

فأصبحت الشركات في تطّلع دائمٍ إلى ما هو أبعد من أسواقها المالية المحلية من أجل تحقيق أهدافها الرئيسية المتمثلة بتوسيع قاعدة مستثمريها و زيادة رأسمالها، حتّى بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة الرئيسية في العالم بنهاية شهر كانون الأول من عام ٢٠٠١، ٢٤٦٥ شركة.

بذلك تتمتع شهادات الإيداع العمومية بالعديد من المزايا التي تجعلها أكثر تميّزاً عن غيرها من الأوراق المالية المعتمدة من قبل الشركات المساهمة، فهي تعود بمنافع متنوّعة وتحقق عائداً ماليّةً طائلة لجميع الأطراف ذات الصلة بها.

فهي تتميّز بخصائص عامّة تميّزها كأداةٍ ماليّةٍ بذاتها عن غيرها من الأدوات والأوراق أو الصكوك المالية التي تشكّل عمود الأساس الذي يرتكز عليه تمويل الشركات المساهمة، كما تتمتع بالإضافة إلى هذه الخصائص، بمميّزاتٍ خاصّةٍ تجعل منها أداة تمويلٍ متميّزة بالنظر لكلّ طرف من أطرافها انطلاقاً ممّا تقدّمه لكلّ منهم من منافع، حقوق، وامتيازات.

انطلاقاً ممّا تقدّم سنتم دراسة المميّزات العامّة لشهادات الإيداع العمومية في (أولاً) من ثمّ معالجة المميّزات الخاصة بها في (ثانياً).

### أولاً: المميّزات العامّة لشهادات الإيداع العمومية

اكتسبت شهادات الإيداع العمومية مع الوقت شعبيةً متزايدة<sup>1</sup>، إذ ومن خلال إصدارها تستطيع الشركات المساهمة جمع أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال عن طريق مجموعةٍ كبيرةٍ من المستثمرين، فضلاً عن أنّها تصبح قادرةً على تحقيق تقييم في الأسواق المالية الدوليّة أكبر من ذلك الذي تكون قادرةً على تحقيقه من خلال الأسواق المحليّة، بالتالي، فإنّ ذلك يكون مفيداً على نحو خاصّ للشركات التي تتطلّع و تسعى بشكلٍ دائمٍ إلى التوسّع دولياً وتطمح إلى تنويع قاعدة مستثمريها.

لذلك، تؤمّن شهادات الإيداع العمومية طريقةً أكثر كفاءةً لزيادة رأس مال الشركات المساهمة مقارنةً بالطرق الأخرى كإصدار أسهم جديدةٍ على سبيل المثال، وذلك كون شهادات الإيداع العمومية تتميّز في كونها لا تتطلب إصدار أسهم جديدة، ما يخفّف الأعباء على مختلف الأوجه.

فتشكّل شهادات الإيداع العمومية من أكثر الوسائل الجاذبة للمستثمرين، كما المساهم الأول في تحسين أداء الشركات من خلال تخويل الشركات المساهمة الاستفادة من أكبر مجموعة من المستثمرين تفوق عدد المستثمرين المتاحين ضمن الأسواق المحليّة، الأمر الذي يؤمّن للشركات إمكانية توسّع تداولها في الخارج مقارنةً بمنشئها الأصلي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Ali Sajed and Mohammed Amin Hassan, "Global Depositary Receipts and firm: An empirical analysis of pre-post issuance", **Journal of business and management**, volume 2, 2023, p: 968.

<sup>2</sup> Joseph Velli, « Américan Depositary Receipts :An overview », **Fordham International law Journal**, volume 6, 1993, p : 39.

انطلاقاً من ذلك تتسم شهادات الإيداع العمومية بالعديد من المميزات التي تجعل منها وسيلة تمويل متميزة بحد ذاتها وهي تتمثل:

أ- شهادات الإيداع العمومية تصدر بشكلٍ أساسي بواسطة مصدرٍ أجنبي في الخارج، غالباً ما يكون مصرفاً أو مؤسسة مالية أجنبية تتمركز خارج بلد المنشأ للشركة المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية ما يعني أنّ هذه الصكوك المالية لا تصدر في الشركة المساهمة المقدّمة للأسهم الأساسية لها.

ب- إنّ شهادات الإيداع العمومية غالباً ما تصدر بالعملات الأجنبية المختلفة تبعاً لنوعها والجهة المصدرة لها، الأمر الذي يفتح المجال أمام إمكانية تداولها ضمن الأسواق المالية المحلية والأجنبية الدولية، ما يؤمن الحماية اللازمة للمتعاملين بها مما يمكن أن يواجهونه من مخاطر سعر صرف العملة التي تواجه المتعاملين بالأوراق المالية الصادرة محلياً، على أنه في مقابل ذلك تكون الأسهم الأساسية مقومة وفقاً للعملة المحلية.<sup>1</sup>

ج- تتميز شهادات الإيداع العمومية بسهولة وسرعة المعاملات التي تجري عليها بحيث لا يواجه المتعاملين بها صعوبة لهذه الجهة، حيث تتكفل وتضمن الجهة المخولة إصدارها تسوية جميع المشكلات والمعضلات التي قد تطرأ بين الجهة المصدرة لشهادات الإيداع العمومية من جهة والمستثمرين الأجانب من جهة أخرى.

هـ- هذا وتمتاز شهادات الإيداع العمومية في كونها وسيلة تمويل تضمّ وتجمع أكبر عدد من المتعاملين بها، بمعنى آخر تتميز بتوسع قاعدة المتعاملين بها وذلك بالنظر لسرعة انتشارها وتداولها في الأسواق المالية الدولية واستحواذها الواضح على حركتها، فضلاً عن إمكانية التعامل بها في الأسواق المالية المحلية، وذلك على خلاف الأوراق والصكوك المالية الأخرى المشابهة لها في وظيفتها التمويلية والتي يقتصر تداولها على الأسواق المحلية، وذلك باعتبار أنّ الشركة غالباً ما تتداول أسهمها وسنداتها في الأسواق المحلية المقيدة فيها تبعاً لقواعد القيد المتبعة في الأسواق المحلية وإن كان المتعاملون بها من الأجانب.

---

<sup>1</sup> P.R.Kosayla and S.N.Ranjana, "Global Depository Receipts", **Global Journal for research analysis**, volume6, 2017, p:539.

<sup>2</sup> نوفل رحمن الغليظي، "التنظيم القانوني لشهادات الإيداع الدولية"، مرجع سابق، ص ٧٥٤.

و-إنّ شهادات الإيداع العموميّة تصدر مقابل تقديم الشركة المساهمة نسبة من أسهمها الأساسيّة، على أنّ هذه الأسهم يجب أن تكون إسميّة، بمعنى آخر تصدر شهادات الإيداع العموميّة مقابل أسهم إسميّة فقط تودعها الشركة المساهمة لدى مركز الإيداع، بالتّالي يكون أصحاب شهادات الإيداع في الحقيقة أصحاب الأسهم الأساسيّة المحليّة، فيتمتّعون بالتّالي بكافة الحقوق الماليّة والإداريّة العائدة لهم.

بعد بيان المميّزات العامّة التي تختصّ بها شهادات الإيداع العموميّة لا بدّ من البحث في المميّزات الخاصّة التي تتمتّع بها.

### ثانياً: المميّزات الخاصّة بشهادات الإيداع العموميّة

بالإضافة إلى ما تتمتّع به شهادات الإيداع العموميّة من مزايا عامّة تجعل منها أداة تمويليّة خاصّة من بين الأدوات التّمويليّة الأخرى، تشكّل شهادات الإيداع خاصيّة مميّزة بالنّظر لكلّ من أطرافها انطلاقاً من الامتيازات، الحقوق والمنافع التي تخصّ كلّ منهم بها، لذلك لا بدّ من بحث مميّزات شهادات الإيداع العموميّة لجهة الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة (أ) ثمّ التّطرّق إلى مميّزاتها لجهة المستثمرين (ب).

#### أ- مميّزات شهادات الإيداع العموميّة لجهة الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة

تعدّ شهادات الإيداع العموميّة تقنيّة متميّزة خاصّة بالنّظر للشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة انطلاقاً من تمتّعها ببعض المميّزات بالنّسبة إليها:

- 1- فهي تعدّ وسيلةً تضمن توسيع قاعدة المستثمرين والانتشار السّريع في الأسواق الماليّة.
- 2- كما تضمن الشركة المساهمة من خلالها وسيلةً مرنةً للتمويل<sup>1</sup> مستقبلاً من الأسواق الماليّة لا سيّما عند قيام الشركة بإصدار جديد يتمثّل بشهادات الإيداع العموميّة.
- 3- هي تقنيّة تؤمّن نطاقاً أوسع على صعيد سوق تداول الأسهم بواسطة قاعدة أوسع وأكثر تنوعاً وتعدّداً من المستثمرين فضلاً عن زيادة السيولة العائدة للأسهم المحليّة.
- 4- هي تمثّل فرصة لا تفوت لفرض نشاط الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة في الأسواق الماليّة الدّوليّة، الأمر الذي يعود بالمنفعة والفائدة على نشاط وعمل الشركة، ما يؤمّن دعماً قوياً.

<sup>1</sup> شهادات الإيداع الدّوليّة، الموقع الرّسمي للبورصة المصريّة، <https://egx.com.eg> لا ت. ن. ، تاريخ الدّخول 1/12/2024.

٥- كما أنّها تتميز بحريّة تداولها في هذه الأسواق.

٦- هي تقنية فعّالة تساهم في نشر المعلومات والبيانات الخاصّة بالشركة المصدّرة في الأسواق الماليّة.

٧- تعدّ من أكثر الأدوات الماليّة المتداولة والموضوعة بتصرّف المستثمرين في الأسواق الماليّة الدّوليّة.

## ب- مميّزات شهادات الإيداع العموميّة لجهة المستثمرين

يعدّ استثمار الأوراق الماليّة من الاستثمارات غير المباشرة، فتعدّ الأوراق الماليّة من بينها شهادات الإيداع العموميّة إحدى أدوات الاستثمار المهمّة في الوقت الحاضر، ويرجع ذلك إلى المزايا التي تحقّقها مقارنةً بأدوات الاستثمار الأخرى فهي تعدّ عصب الحياة بالنسبة للشركات الكبرى، الأسواق الماليّة والمستثمرين، فأصدار شهادات الإيداع العموميّة لا يعود بالمنافع ويضمن الامتيازات فقط لجهة الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة أو الأسواق الماليّة التي تدرج فيها وإنّما تقدّم العديد من الامتيازات بالنسبة للمستثمرين بالتالي فهي تتمتع بالعديد من المميّزات بالنظر إليهم تتمثل:

١- في كون شهادات الإيداع العموميّة تؤمّن درجةً عاليةً من الإفصاح والشفافيّة، هذا فضلاً عن كونها تضمن تسهيل وتيسير إجراءات ومعاملات التسوية والمقاصة من خلال أنظمة متميّزة متعارف عليها كالبيدكوير، اليوروكوير، كلير ستريم، و نظام دي تي سي المعتمد في الولايات المتّحدة الأميركيّة.

٢- تعدّ شهادات الإيداع العموميّة من الصّكوك الماليّة التي يسهل بيعها وشراؤها ضمن الكمّيّات والنسب المطلوبة منها، ممّا يدرّ السيولة بوفرة للمستثمرين.

٣- تشكّل الإيداع العموميّة أداةً مناسبة تمكّن المستثمرين من امتلاك أسهم أجنبيّة أي تتيح لهؤلاء المستثمرين إمكانيّة الاستثمار في أسهم شركة مساهمة في بلد ما.

٤- تقوم أسعار شهادات الإيداع العموميّة بالعملة الأجنبيّة الأمر الذي يجنب المستثمرين المخاطر المتعلّقة بأسعار الصّرف وبالتالي فهي وسيلة تحمي حقوق المستثمرين.

٥- تحول دون تكبّد تكاليف وأعباء نظراً لانخفاض كلفة تداولها وحفظها في الأسواق الماليّة.

<sup>١</sup> رائد صيوان المالكي ولؤي قاسم فاضل الحمداني، "النظام القانوني للقيد في الأسواق الماليّة-دراسة مقارنة"، مجلة القانون للدراسات و البحوث القانونيّة، العدد ١٨، ٢٠١٩، ص ١٧١.

٦- تتغلّب شهادات الإيداع العموميّة على قيود الاستثمار الأجنبيّ، إذ تُمنع بعض المصارف وصناديق الاستثمار بموجب أنظمتها الأساسيّة الاستثمار المباشر للأوراق الماليّة الأجنبيّة فتلجأ إلى استثمار أموالها في شهادات الإيداع.

٧- إنّ شهادات الإيداع العموميّة معفيّة من الضّرائب لذلك تشكّل وسيلةً خفيفة الأعباء بالنّسبة للمستثمرين.

٨- تفتح شهادات الإيداع العموميّة المجال أمام المستثمرين للاستفادة من أساليب للتداول المتنوّعة التي قد لا تتوفّر في الأسواق الماليّة المحليّة.

عليه، فإنّ دراسة خصائص شهادات الإيداع العموميّة و التّعرف على خصائصها تستوجب دراسة الطّبيعة القانونيّة لها.

### الفقرة الثّانية: الطّبيعة القانونيّة لشهادات الإيداع العموميّة

عرّف المشرّع اللبنانيّ شهادات الإيداع العموميّة في المادّة ٤٥٨ مكرّر ١ من القانون التجاريّ اللبنانيّ بأنّها "صكوك إسميّة قابلة للتداول مرتبطة بأسهمٍ إسميّة لشركة مغفلة لبنانيّة تصدر في الخارج من قبل مصدر مرخّص في بلد الإصدار وتدرج في الأسواق الماليّة المنظّمة".

عليه، انطلاقاً من هذا المفهوم الذي اعتمده التّشريع اللبنانيّ في مضمون هذه المادّة، يتّضح أنّ القانون اللبنانيّ عدّ شهادات الإيداع العموميّة من قبيل الصّكوك الماليّة الإسميّة.

وعليه يعدّ المفهوم الذي أورده المشرّع اللبنانيّ لشهادات الإيداع العموميّة ضمن أحكام القانون التجاريّ المذكور متضمناً وصفاً لها في كونه لا يحدّد بشكلٍ خاصّ طبيعة هذه الأداة لا سيّما أنّه أدرجها ضمن باب مستقلّ هو الباب السّادس عن الباب الخامس المخصّص للقيم المنقولة.

فإنّه وبالرغم من أنّ مختلف التّشريعات صوّبت اهتمامها نحو دراسة ما تضيفه إلى الأطراف المتعاملة بها من امتيازات ماليّة وتجاريّة، مسألطة الضّوء على دورها كصكوك تمويليّة تضاعف وجودها والتّعامل بها مع توسّع نطاق الأسواق الماليّة وحاجتها إلى تداول الصّكوك التّمويليّة فيها<sup>١</sup>، الحاجة إليها في تمويل واسع مستقرّ طويل الأمد وقدرتها على تغطية العجز الماليّ، إلّا أنّها لم تصب تركيزها على دراسة طبيعتها القانونيّة وتحديد فئة خاصّة تنتمي إليها.

<sup>١</sup> عقاب بن صلفيق بن عايد، "الصّكوك التّمويليّة في الشركات المساهمة"، مرجع سابق، ص ٣.

الأمر الذي سلط الضوء حول التساؤل عن توجه المشرع الذي لم يكن التعريف التي خص به شهادات العمومية واضحة لناحية تحديد طبيعتها القانونية التي بقيت غامضة تشوبها الضبابية، فيظهر جلياً أن نية المشرع لم تكن واضحة إزاء الطبيعة القانونية لشهادات الإيداع العمومية.

ما يدفع نحو ضرورة التساؤل ما إذا كانت شهادات الإيداع العمومية تعدّ من قبيل القيم المنقولة التي تعتمد عليها الشركات المساهمة بانتظام وتشكل جزءاً أساسياً لا يتجزأ من نظامها وعملياتها التمويلية أم أنها مجرد صكوك تمويلية تدرج ضمن فئة خاصة من الأوراق المالية الصادرة عن هذه الشركة.

إنّ توضيح هذه النقاط يقتضي ضرورة البحث في ماهية القيم المنقولة، تحديد أهم أنواعها ومن ثم تفسير الطبيعة القانونية لشهادات الإيداع العمومية، لذلك سيتم التطرق إلى ماهية القيم المنقولة وذلك في (أولاً) ثم تحديد الطبيعة القانونية لشهادات الإيداع العمومية في (ثانياً).

### أولاً: ماهية القيم المنقولة

تمثل الشركات المساهمة العماد الرئيس للنظام الرأسمالي وأداة للتطور الاقتصادي في العصر الحديث فهي تهدف إلى جمع أموال المدخرين لتحقيق مشاريع اقتصادية هامة تعجز عن تحقيقها الشركات الأخرى فأصبحت تحتكر وحدها المشروعات الكبرى واسعة النطاق، وبالنظر إلى حاجة هذه الشركات إلى رؤوس الأموال الضخمة من أجل تنفيذ مشاريعها أتاح لها المشرع إصدار قيم منقولة تعدّ آلية قانونية لتمويل رأس المال الضروري لتنفيذ نشاطها الأمر الذي يقتضي دراسة مفهوم القيم المنقولة (أ) من ثم بيان أنواع هذه القيم المعتمدة من قبل الشركات المساهمة وذلك في (ب).

### أ- مفهوم القيم المنقولة

أظهرت مختلف التشريعات اهتماماً خاصاً بتأمين إطار قانوني منظم للأوراق المالية التي تتولّى الشركات المساهمة إصدارها وإن تتباين المصطلحات التي تطلق عليها ما بين مصطلح الأوراق المالية أو مصطلح القيم المنقولة، فالهدف الرئيسي لإصدارها يكمن في تزويد الشركة بالأموال اللازمة لتحقيق نشاطها وإتاحة الفرصة أمام المدخرين بزيادة مدخراتهم.

<sup>1</sup> فاطمة رمضان وسوماية بونفير، القيم المنقولة الصادرة عن الشركات المساهمة، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون التجاري، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، ٢٠١٦، ص ٢.

من هنا، تقتضي طبيعة الشركات المساهمة المالية ضرورة امتلاكها لرؤوس أموال كافية عند تأسيسها منذ بداية حياتها حتى انقضائها، وهو ما يصعب على مؤسسيها، الأمر الذي برّر إصدار قيم منقولة ممثلة بالأسهم والسندات التي تؤمّن لها تمويلاً لمشاريعها وتضمن لها توسيع استثماراتها.

وتمثّل القيم المنقولة أهمّ ميزة تتسم بها الأسواق المالية والشركات المساهمة، فهي تمثّل نوعاً من الأوراق المالية إلى جانب الأوراق التجارية وغيرها من أدوات الشركات المساهمة تصدر عن الشركات المسموح لها قانوناً إصدارها على رأسها الشركات المساهمة وكان لها الأثر البالغ في تركيبة الذمّة المالية للأفراد منذ ظهورها ابتداءً من القرن التاسع عشر.

والجدير بالذكر أنّ المشرّع اللبناني لم يعمد إلى وضع مفهوم واضح وصريح للقيم المنقولة إنّما عمد إلى بيان الأحكام القانونية التي تعنى بتحديد أنواع هذه القيم المنقولة ومفاعيل امتلاكها وإصدارها وذلك في الباب الخامس للفصل الثامن من القانون التجاري من الكتاب الرابع للقانون التجاري اللبناني المعدّل وفقاً للقانون الجديد رقم ٢٠١٩/١٢٩، تحت عنوان "القيم المنقولة"، في حين أنّ المشرّع الفرنسي تطرّق إلى القيم المنقولة ضمن الأحكام الخاصة بالشركات التجارية في القانون التجاري الفرنسي في الفصل الثامن من الباب الثاني تحت عنوان "القيم المنقولة الصادرة عن الشركات المساهمة" في المادة ٢٢٨-١ منه.

بالتالي يمكن القول بأنّ القيم المنقولة وفقاً لمفهومها التجاري كناية عن أوراق مالية وأسناد قابلة للتداول، كما يندرج ضمن مفهوم القيم المنقولة الأسناد القابلة للتداول التي تصدر وتكون مخولة للحق بقيم متساوية من المال وتكون قابلة للتداول في إحدى الأسواق المالية.

هذا ويمكن تعريفها بأنها سند مالي قابل للتداول صادر عن كيان قانوني يحتاج إلى الحصول على تمويل من أجل تنفيذ مشاريعه الاستثمارية المختلفة، على أنّ المقصود بالكيان القانوني هو شركة أو جماعة أو حتى هيئة عامة أو خاصة.

وهي كذلك تعرف بأنها كناية عن سندات قابلة للتداول، تعمد الشركات المساهمة إلى إصدارها، تتصف بقابلية تداولها في الأسواق المالية، يترتب على إصدارها منح حقوق مماثلة، تسمح الدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأس مال الشركة أو حقّ مديونية عامّ على أموالها.

إنّ تحديد مفهوم القيم المنقولة يفتح المجال أمام بيان أنواع هذه القيم.

## ب-أنواع القيم المنقولة

تعتبر الأسهم والسندات من أبرز الأوراق المالية وأكثرها أهمية، كما يطلق عليه "الأوراق المالية أو النقدية التقليدية أو الكلاسيكية"، وهي مكرسة في مختلف التشريعات التجارية حول العالم، إذ تعدّ حتى الوقت الراهن من القيم المنقولة الأكثر شيوعاً والأكثر تداولاً على صعيد الأسواق المالية، لذلك لا بدّ من التطرّق إلى الأسهم في (١) ومن ثمّ إلى السندات في (٢).

### ١- الأسهم

تعدّ الأسهم من أهمّ الأوراق المالية والأكثر تداولاً في الأسواق المالية، حيث تتسم بأهمية بالغة على مستوى المعاملات التجارية والمالية، فهي من أفضل الأدوات المالية الاستثمارية على المدى الطويل، وتؤدي فضلاً عن ذلك دوراً مؤثراً في تكوين رأس المال الضروريّ لقيام الشركة المساهمة وتأسيسها لا سيّما إذا كان الهدف الأول للاستثمار النهوض بالنموّ الإقتصاديّ.

تمثّل الأسهم بالمطاف الأول مقدار الحقوق التي يملكها الشركاء في الشركة وحجم المسؤولية التي يتحملونها فيها. اُفتتحت الشركات المساهمة إلى إصدار الأسهم في مناسبتين، تتمثّل الأولى عند تأسيس الشركة عند تكوين رأس المال الضروريّ لتحقيق نشاطها، في حين تتمثّل الثانية أثناء مزاوله أعمالها وتنفيذ نشاطاتها بغية زيادة رأس المال المذكور.

وقد عرّف المشرّع اللبنانيّ الأسهم بأنّها "أقسام متساوية من رأس مال الشركة تمثّلها وثائق قابلة للتداول تكون إسميّة"<sup>٢</sup>، في حين أنّ المشرّع الفرنسيّ لم يتطرّق إلى مثل هذا المفهوم عند نصّه على الأسهم من المادة ٢٢٨-٧ حتى المادة ٢٢٨-٢٩ من القانون التجاريّ الفرنسيّ إنّما اكتفى بالتمييز بين الأسهم النقدية وتلك العينية.

<sup>١</sup> عدنان الخير، قانون التجارة اللبنانيّ، المؤسسة الحديثة للكتاب، لاط، طرابلس، لبنان، ٢٠٠٨، ص ٥٧٠.

<sup>٢</sup> المادة ١٠٤ المعدّلة بموجب القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ السابق "الأسهم هي أقسام متساوية من رأسمال الشركة غير قابلة للتجزئة تمثّلها وثائق للتداول تكون إسميّة".

وتتصّف الأسهم بخصائص عدّة تتمثّل في كونها أداة لتحديد حقوق المساهم في الشركة، كما أنّها أداة تحدّد مسؤولية هذا المساهم في الشركة، كما تتميزّ بتساوي قيمتها، عدم قابليتها للتجزئة فضلاً عن قابليتها للتداول.<sup>١</sup>

وهي تنقسم إلى أنواع عدّة تبعاً لمعايير ثلاثة، إذ تنقسم من حيث شكلها إلى أسهم إسميّة تكتسب إسم مالكةا وتثبت فيها ملكيته من خلال قيد إسم المساهم في سجلات الشركة. والجدير بالذكر أنّ التشريع اللبنانيّ حظّر على الشركات المساهمة إصدار أسهم لحامله و أسهم لأمر بالغائه هذين النوعين من الأسهم.<sup>٢</sup> أمّا من حيث نوعها فتقسم إلى أسهم عينيّة تتمثّل بحصص عينيّة في رأس مال الشركة وأخرى نقدية تتمثّل بحصص نقدية في رأس مال الشركة، وأخيراً من حيث الحقوق التي تمنحها تنقسم إلى أسهم عادية، أسهم ممتازة أو تفضيلية وأسهم تمتّع.

## ٢- السندات

تؤدّي السندات دوراً جلياً في عملية التمويل، إذ من الملاحظ أنّ الشركات المساهمة حققت منذ سنواتٍ عديدةٍ نجاحاً باهراً ملحوظاً، من خلال اعتمادها لآلية الاقتراض من الجمهور بواسطة سندات الدين، ذلك بغية تعظيم قاعدة نشاطاتها وأعمالها المنفردة على نطاق واسع، في ضوء ارتكاز الأسواق الاقتصادية كما المالية على مبادئ المنافسة الحرة فضلاً عن أهميّة الجودة والنوعية على مستوى الإنتاج والخدمات التي تقدّمها هذه الشركات.

فالشركة المساهمة عند حاجتها لأموالٍ جديدة يكون أمامها طريقتان، إمّا زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة وإمّا الاقتراض، لكن غالباً ما تفضّل هذه الشركات الاقتراض على زيادة رأس المال لا سيّما إذا كانت في عداد الشركات الناجحة، وذلك بسبب أنّ زيادة رأس المال ستؤدّي حتماً إلى زيادة عدد المساهمين ما يخفّض نسبة الربح فيخشى تغيير تكوين الجمعيات العمومية ما يؤدّي إلى إنتقال الإدارة من يد إلى أخرى.<sup>٣</sup>

<sup>١</sup> سعود موسى وجمور باديس، القيم المنقولة في الشركة المساهمة، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، ٢٠١٨، ص ١٥.

<sup>٢</sup> المادة الأولى من قانون رقم ٧٥، تاريخ ٢٧/١٠/٢٠١٦، الجريدة الرسمية، العدد ٥٢، تاريخ ٣/١١/٢٠١٦، ص ٣٤٦٨-٣٤٦٩. "خلاقاً لأي نصّ آخر يحظّر على الشركات المساهمة (بما فيها شركات التوصية بالأسهم) إصدار أسهم لحامله وأسهم لأمر بعد دخول هذا القانون حيّز التنفيذ...".

<sup>٣</sup> سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال والشركات، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الثانية، بيروت، لبنان، ٢٠٠٨، ص ٣٧٩.

وسبق أن تمت الإشارة إلى أنّ المشرّع اللبناني لم يتناول مفهوم سندات الدين ضمن الأحكام القانونية المعنية بتنظيمها، إنّما اكتفى بالإشارة إلى إمكانية إصدارها مع الإشارة إلى شروط، إجراءات ومفاعيل هذا الإصدار، في حين أنّ المشرّع الفرنسي عكس نظيره اللبناني عرّفها بأنّها "أوراق مالية قابلة للتداول تمنح بالنسبة لإصدار معيّن حقوق مالية مماثلة لنفس القيمة الإسمية".<sup>١</sup>

وفي كلّ حال، فسندات الدين هي "صكوك قابلة للتداول تمثّل مديونية على الشركة للغير لتقديم الغير قرض إلى الشركة يسدّد بعد فترة طويلة الأجل، ويحصل صاحب الصك على فائدة يتفق عليها تسدّد بصفة دورية".<sup>٢</sup> فتميّز سندات الدين بقابليتها للتداول، عدم قابليتها للتجزئة فضلاً عن تمثيلها لقيمة إسمية واحدة. إنّ تحديد ماهية القيم المنقولة وأبرز أنواعها يستوجب تفسير وتحديد الطبيعة القانونيّة لشهادات الإيداع العموميّة.

## ثانياً: الطابع القانوني لشهادات الإيداع العموميّة

أطلق المشرّع اللبناني على شهادات الإيداع العموميّة في صدد التعريف بها عندما أدرج مفهومها القانوني في المادة ٤٥٨ مكرّر ١ تعبير "صكوك إسمية".

فقد عرّفها ضمن أحكام المادة المذكورة بأنّها "صكوك إسمية قابلة للتداول مرتبطة بأسهم إسمية (الأسهم الأساسيّة) لشركة مغفلة لبنانيّة تصدر في الخارج من قبل مصدر مرخص له في بنك الإصدار وتدرج في الأسواق الماليّة المنظّمة".

إذاً يفيد المفهوم الذي خصّه المشرّع اللبناني لشهادات الإيداع العموميّة بأنّ هذه الأخيرة صكوك إسمية. والصكوك بدورها تنفرد بطبيعة خاصّة ذات سمات ماليّة متميّزة، حازت على اهتمام مختلف التشريعات، المؤسسات والهيئات كما الشركات والأفراد، كأداة ماليّة يستخدمونها في الحصول على السيولة المطلوبة، فأصبح لها دوراً بارزاً في تمويل الاستثمارات، مرافقاً لسهولة التعامل بها وقلة مخاطرها فضلاً عن مساهمتها في سدّ العجز وتنمية البنية الاقتصاديّة.<sup>٣</sup>

<sup>١</sup> المادة ٢٢٨-٣٨ السابقة.

<sup>٢</sup> محمّد سمير الصّبا عبد العظيم، المحاسبة الماليّة في شركات الأموال، دار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، لاط، القاهرة، مصر، ٢٠٠٠، ص ١٤٤.

<sup>٣</sup> عبدالله أحمد محمد عليوة، "الطبيعة القانونيّة للصكوك التجاريّة-دراسة مقارنة بين القانون الوضعي والتشريعية الإسلاميّة"، مجلة حقوق دمياط للدراسات القانونيّة والاقتصاديّة، العدد ٧، جامعة دمياط، دمياط، مصر، ٢٠٢٣، ص ٢١٨.

الأمر الذي حمل إلى القول بأن هذا المفهوم الذي أورده المشرع اللبناني في نص هذه المادة يعدّ وصفياً بحتاً، نظراً لكونه لا يحدّد بصورة خاصّة، واضحة وصريحة الطّبيعة القانونيّة لهذه الصّكوك التّمويليّة الإسميّة أي شهادات الإيداع العموميّة.

إذ جاء المفهوم الذي اعتمده المشرع اللبناني لشهادات الإيداع العموميّة مشوباً بالغموض والضبابيّة لا سيّما أنّه نظّم أحكامها ضمن باب مستقلّ هو الباب السادس عن الباب الخامس الذي سبقه والمخصّص للأحكام القانونيّة التي تعنى بالقيم المنقولة من المادّة ٤٥٣ إلى ٤٥٨ من القانون التجاريّ اللبناني المعدّل وفقاً للتّعديل الأخير عام ٢٠١٩، ما دفع إلى الاعتقاد أنّ إرادة المشرع ونيّته لم تكن تتجّهان نحو اعتبار شهادات الإيداع العموميّة من قبيل القيم المنقولة للشركات المساهمة، فلو أراد اعتبارها كذلك لكان ضمّها بصورة صريحة ضمن الأحكام الواردة في الباب الخامس الخاصّة بالقيم المنقولة. وذلك على غرار المشرع الفرنسيّ الذي لم يلحظ أحكاماً خاصّة بها ضمن الباب المخصّص للقيم المنقولة في القانون التجاريّ الفرنسيّ.

عليه، فإنّ عدم تحديد فئة معيّنة تنتمي إليها شهادات الإيداع العموميّة، هذه الصّكوك التّمويليّة الإسميّة، يؤدّي إلى تفسير خاطئ لمضمون المادّة ٤٥٨ مكرّر ١- السابقة، ما يجعل القراءة الحرفيّة للنصّ الأخير تدفع إلى الاعتقاد بأنّ شهادات الإيداع العموميّة هي مجرد صكّ أو أداة بسيطة تجسّد وتمثّل الأسهم الصّادرة عن الشركات المساهمة، مع العلم أنّ شهادات الإيداع العموميّة في ضوء آليّاتها وإجراءاتها تشكّل حقوقاً حقيقيّة مختلفة عن الأسهم التي تقدّمها هذه الشركات.

بالتّالي فإنّ التّعريف الذي خصّ به المشرع شهادات الإيداع العموميّة في كونها صكوكاً إسميّة قابلة للتداول، لا يقتصر فقط على أداة بسيطة في التّمويل وإنّما تشكّل صكاً مالياً يكون المصرف المودع مديناً به.

فهي إذاً من جهة أخرى صكاً مالياً أي إيصال إيداع بمعناها الضيق والذي يشكّل حصّة إيداع، ومن جهة أخرى هي مجموعة من الامتيازات تترتّب على العقد المبرم بين المصرف أو المؤسسة الماليّة والشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة في حال وجوده.

و انطلاقاً من وصف شهادات الإيداع العموميّة بالصّكوك الماليّة، فهي تتمتع ببعض مواصفات سندات الدّين، لكنّها تختلف عن سندات رأس المال والسّنات الصّادرة عن هيئات الاستثمار الجماعيّ والتي من الواضح أنّها لا تشكّل بدورها شهادات إيداع عموميّة.<sup>1</sup>

إذاً، فالجدير بالذّكر أنّ المشرّع اللبنانيّ خلافًا للتّشريعات التّجاريّة الأخرى لم يتوسّع في نطاق تعريف شهادات الإيداع العموميّة، إنّما خصّها بمفهوم مقيد، نظرًا لاقتصاره على وصفها بصكوك تمثل أسهمًا أساسيّة للشّركة المساهمة، علاوةً على حظر تداولها في غير الأسواق الماليّة.

وانطلاقاً من الخصائص التي تميّز بها شهادات الإيداع العموميّة، يظهر جلياً أنّها تجمع في الوقت عينه كلاً من خصائص الأسهم وسندات الدّين معاً، إلّا أنّها في المقابل تحتفظ بخصائص ومميّزات تجعل منها أداة تمويل ذات طبيعة خاصّة ممّا يستبعد إمكانية اعتبارها من قبيل القيم المنقولة للشّركات المساهمة.

بعد دراسة المفهوم القانوني لشهادات الإيداع العموميّة، بيان أنواعها، البحث في أهمّ الخصائص التي تميّزها وتفسير طبيعتها القانونيّة، يقتضي دراسة أبرز الشّروط والصّوابط المفروضة على إصدار شهادات الإيداع العموميّة، ومن ثمّ البحث في آليّة إصدارها.

## الفصل الثّاني: آليّة إصدار شهادات الإيداع العموميّة

يتمثل الهدف الأساسي للمنشآت بصورة عامّة والشّركات بصورة خاصّة في الفكر الماليّ المعاصر في تعظيم القيمة السّوقيّة للأسهم العاديّة، أي تعظيم القيمة السّوقيّة لهذه الشّركات. فيحكم هذا الهدف فئتين من القرارات هما قرار الاستثمار وقرار التّمول، بمعنى آخر يمكن زيادة قيمة الشّركة السّوقيّة إمّا من خلال قرارات استثماريّة؛ ينتج عنها زيادة التّدفّقات الماليّة، وإمّا من خلال قرارات تمويليّة ينجم عنها تخفيض تكلفة التّمول حتّى أدنى قدر ممكن وإمّا كلاهما معاً.<sup>2</sup>

وقد نجح لبنان بعد فترة طويلة من الاخفاقات المتتالية في تكوين سمعة قويّة في مجال عالم الأعمال، إذ يشهد القطاع الخاصّ به نشاطاً كبيراً، إذ يشهد تصاعداً ملحوظاً في عدد الشّركات على اختلاف أنواعها من خلال نشوء قاعدة كبيرة من الشّركات التي تساهم إلى حدّ كبير في تعزيز نموّ اقتصاده المفتوح.

<sup>1</sup> مرجع سابق، ص ٣٠. Nadime Abboud, Les certificats d'investissement Depository Receipts.

<sup>2</sup> محمد فاروق دعبس، تأثير حوكمة الشّركات على الهيكل المالي للشّركات المقيدة في سوق الأوراق الماليّة المصريّة، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدّراسات العليا في إدارة الأعمال، كليّة التّجارة، جامعة الاسكندرية، ٢٠١٥، ص ١٢.

ففي الواقع، وعلى مرّ العقود المنصرمين قطع شوطاً كبيراً في إنعاش بيئته الاقتصادية لجهة توفير التسهيلات، الدعم والتمويل محاولاً مصارعة الانكماش العالمي<sup>١</sup> من خلال وضع وخلق سياسات تمويلية أقلّ تعقيداً، أسهل لناحية الإجراءات وأكثر ضماناً وتعزيزاً للثقة، بغية تحقيق هدف واحد ألا وهو تعزيز بيئة الأعمال.

إذ غالباً ما تكون الشركات التجارية لا سيما شركات الأموال في طبيعتها المساهمة منها لما تركز عليه من اعتبار ماليّ فتشكّل السياسات والقرارات التمويلية جزءاً لا يتجزأ من عملها ونشاطها في رحلة بحث مستمرّ عن وسائل تمويلية تختزل عليها التعقيدات والإجراءات العسيرة، فتكون متاحةً بالقدر المناسب وفي الوقت المناسب، لا سيما في ظلّ الإجراءات المعقّدة التي تتطلبها بعض عمليات التمويل وزيادة رأس المال.

ولما كانت شهادات الإيداع العمومية تؤمّن دخول الشركات المساهمة المحلية إلى الأسواق المالية الدولية الأمر الذي يضمن بدوره تنوّع حملة أسهم تلك الشركات ومن ثمّ التوسّع في الأسهم المحلية عن طريق توسيع قاعدة المستثمرين، فضلاً عن كونها وسيلة متميّزة بطبيعتها تتمتع بتأثير متبادل، ما يعني أنّ ارتفاع سعرها في هذه الأسواق ينعكس إيجاباً على الأسواق المالية المحلية ما يؤدي إلى انتعاشها، والعكس تماماً عند انخفاض قيمتها، فإنّها حتماً تتطلب إجراءات خاصة دقيقة يكون لكلّ طرفٍ فيها وظيفة ودوراً خصّه القانون به تنظيمياً لعملية إصدارها لكن ضمن شروطٍ وضوابطٍ محدّدة وصريحة تناولها القانون.

بذلك تتطلب عملية إصدار شهادات الإيداع العمومية تعاوناً متبادلاً بين أطرافها، أي أن يشهد إصدار هذه الصكوك المالية الإسمية تضافراً وبذل جهودٍ متبادلةٍ بين عدد من المؤسسات والأشخاص المعنويين المعنيين بهذه العملية مع الشركة المصدّرة مع الالتزام الكامل بالضوابط التي نصّ عليها المشرّع والتي فرض التقيّد بها.

عليه وإنّه بغية تأمين أكبر قدر من العوامل المؤثرة التي تحكم عالم الأعمال والتجارة من ثقة، ائتمان وسرعة فضلاً عن تأمين بيئة تجارية آمنة يتعاظم فيها نشاط الشركات المساهمة، وفي سبيل تحقيق الغاية الأساسية التي وجدت من أجلها وسائل تمويل الشركات المستحدثة التي ابتكرتها معظم التشريعات الحديثة لما تتمتع به من يسر في إجراءاتها و آليّة إصدارها وإن كانت تتطلب بدورها دقّة إلا أنّها تختزل مراحل طويلة من الإجراءات والضوابط المعقّدة والعسيرة التي تفرضها الوسائل التمويلية التقليدية.

<sup>١</sup> الاستراتيجية اللبنانية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة "خريطة الطريق نحو ٢٠٢٠"، الموقع الرسمي لوزارة الاقتصاد والتجارة اللبنانية، <https://www.economy.gov.lb> تاريخ النشر ١٩/١٢/٢٠١٤، تاريخ الدخول ١٢/٢/٢٠٢٤، ص ٩.

انطلاقاً من ذلك بدأت التشريعات الحديثة لا سيما التجارية منها في طليعتها التشريع التجاري اللبناني الاهتمام بإرساء قواعد قانونية تعنى بتنظيم آلية خاصة لإصدار هذه الفئة الخاصة والاستثنائية من الأوراق المالية، تستند على إجراءات وضوابط تضمن الاستفادة من التعامل بها بما يتوافق مع الوظيفة التي وجدت في الأصل من أجلها هذه الأداة المالية، مع ضمان منع استحواذ المستثمرين الأجانب على الشركات الوطنية من خلالها، فضلاً عن تأمين الرقابة الفعالة على عملية التداول من أجل التأكيد من التزام المتعاملين بها بالتعليمات والشروط المفروضة قانوناً، مع ما توفّره هذه الإجراءات والضوابط الدقيقة من نقل للخبرات المتعلقة بآلية التعامل بالأوراق المالية الأمر الذي يحفز على تحقيق أرباح طائلة، تعزيز الاستثمار وبالتالي المساهمة في تنمية الاقتصاد.

إذاً، تتضمن الضوابط والإجراءات التي أرساها المشرع بغية تنظيم عملية إصدار شهادات الإيداع العمومية الانفتاح حول العالم في سبيل توطيد العلاقات التجارية الدولية، التحرر من مظاهر العولمة الاقتصادية لاسيما مع انتشارها وتأثيرها البارز في سوق المال والأعمال<sup>١</sup> وتحرير التجارة من مختلف القيود كما المعوقات المفروضة عليها، فضلاً عما توفّره من ظهور رؤوس الأموال الدولية أي تبادل رؤوس الأموال عبر الحدود الدولية في ظلّ النظم الدولية.<sup>٢</sup>

بالتالي، فإنّ البحث في آلية إصدار شهادات الإيداع العمومية يستوجب حتماً دراسة شروط إصدار شهادات الإيداع العمومية وذلك في (المبحث الأول) ومن ثمّ البحث في إجراءات إصدارها وذلك في (المبحث الثاني).

### المبحث الأول: شروط إصدار شهادات الإيداع العمومية

إنّ إصدار شهادات الإيداع العمومية، هذه الأداة المالية المبتكرة والحديثة، بلغت أهمية الشركات المساهمة حدّاً امتدّ معه نشاطها من الصعيد الوطني إلى الصعيد الدولي، لتأخذ شكل شركات عملاقة قادرة على السيطرة على السوق العالمي.<sup>٣</sup>

<sup>١</sup> أسماء صبحي وحرورية سويقي، "حوكمة الشركات المساهمة المقيدة في سوق القيم المنقولة"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد ١، ٢٠٢٢، ص ٤٣٤.

<sup>٢</sup> نوفل رحمن الغلطي الجبوري، "النظام القانوني لشهادات الإيداع الدولية"، مرجع سابق، ص ٧٥١.

<sup>٣</sup> محمد فريد العريني ومحمد السيد الفقي، القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الثمانية، بيروت، لبنان، ٢٠١١، ص ٤٢٩.

عليه، فإنّ الانفتاح العالميّ الذي ترتّب على إصدار شهادات الإيداع العموميّة شكّل حافزاً قوياً ساعد الشركات المساهمة على الامتداد، الاستمرار والتوسّع، فهذه الشركات بوصفها وحدات قانونيّة ذات نشاطٍ اقتصاديّ لا تتخذ نشاطاً في قطاعٍ دون غيره ولا في دولةٍ دون سواها وإنّما يراد منها الاستمرار في التوسّع والنموّ كلّما توقّرت المقدمات اللازمة لذلك ولو عبرت حدود الدّول.<sup>1</sup>

والجدير بالذكر، أنّ عمليّة الاستثمار بشهادات الإيداع العموميّة تختلف في خصائصها عن عمليّة الاستثمار بالوسائل الأخرى كالاستثمار بالأسهم المقيّدة في الأسواق الماليّة المحليّة، وذلك بغية ضمان السرعة في زيادة رأس المال بصورة أكثر ملاءمة ومرونة.

ولما كانت الشركات المساهمة في سعيّ مستمرّ إلى إصدار أوراق ماليّة تدخل الأسواق الماليّة الخارجيّة الأجنبيّة بأشكال وأنواع متعدّدة سواء التقليديّة منها كالأسهم والسندات والمشتقات الماليّة أو المستحدثة منها من بينها شهادات الإيداع العموميّة، كما أنّه لا تكفي رغبة الشركة في إصدار هذه الأوراق الماليّة بغية تأمين التّمول الخارجيّ، إنّما يترتّب عليها أن تتمتع بأداء متميّز في الأسواق المحليّة في تخصّصها الإنتاجيّ فضلاً عن التزامها بنشر بياناتها وتقاريرها الدوريةّ المعدّة بما يتوافق والمعايير المحاسبية المقبولة والمتعارف عليها دوليّاً، فضلاً عما يترتّب عليها من وجوب إثبات مدى قدرتها الإقتصاديّة في أن تؤدّي عملها وتقوم بوظيفتها بنجاح وبالطرق التي تخولها تحقيق أرباح تتيح لها بشكلٍ واضح إيفاء ديونها وتوفير عوائد ماليّة طائلة.

ولما كانت شهادات الإيداع العموميّة من الأساليب التي يمكن للشركات المساهمة أن تدخل من خلالها أسواق المال من خلال إصدار أسهم يجري تداولها في هذه الأسواق وارتكازها على فكرة أساسيّة تتمثّل بقيام الشركة المصدّرة بتداول أسهمها في الأسواق العالميّة والمحليّة ضمن آليّة وضوابط تعنى بتنظيمها التّشريعات التجاريّة المختلفة.

وبالنظر لكون شهادات الإيداع العموميّة تصدر في الأصل في الخارج بواسطة مصدرٍ أجنبيّ الأمر الذي يفتح المجال بدوره إلى إمكانية شرائها في السّوق الدوليّة إذ تحفظ الأسهم الفعليّة التي يجري تخصّصها في إحدى المصارف العالميّة المخصّصة بدورها لذلك، من خلال اعتبار هذه الشّهادات صكوك صادرة عن جهة أجنبيّة مقابل الاحتفاظ بالأسهم المصدّرة فضلاً عن عرضها للبيع على المستوى العالميّ؛ جميع هذه العوامل دفعت التّشريعات التجاريّة بشكل خاص تلك التي لحظت نظاماً قانونيّاً لشهادات الإيداع

<sup>1</sup> عمار حبيب جهلول، النظام القانوني الحوكمة الشركات، منشورات زين الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠١١، ص ١١.

العموميّة إلى ضرورة تحديد إطار محدّد ومعايير خاصّة فضلاً عن ضوابط وشروط خاصّة لا يمكن تجاوزها في عمليّة إصدارها.

فكان المشرّع اللبناني من بين التشريعات التي لحظت وفرضت ضوابط وشروط على عمليّة إصدار شهادات الإيداع العموميّة وذلك ضمن أحكام قانون التجارة البريّة اللبناني المعدّل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦، حيث خصّصت الشّروط القانونيّة التي فرضها المشرّع ضمن عمليّة إصدار شهادات الإيداع العموميّة في تحديد الجهة المخوّلة المختصّة بإصدارها أي هويّة المصدر الأجنبيّ الذي خوّله القانون صلاحية إصدار شهادات الإيداع العموميّة، فضلاً عن الجهة التابعة للشّركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة المنوط بها منح الموافقة على المعلومات الواردة في نشرة الإكتتاب العدة لإصدارها، مصنّفًا شهادات الإيداع العموميّة تبعًا لصدورها بموجب عقدٍ بين الجهة المخوّلة إصدار هذه الشّهادات والشّركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة أم لا، هذا بالإضافة إلى تحديد الجهة التي يعهد إليها حفظ الأسهم الأساسيّة المقدّمة كغطاء مقابل لإصدارها مع فرض بعض القيود على الحقوق الممنوحة لكلّ من أطرافها وأخيرًا حصر عدد الأسهم الممثّلة بشهادات الإيداع العموميّة بنسبة معيّنة لا يمكن تخطّيها.

انطلاقًا من ذلك لا بدّ من البحث في الشّروط الخاصّة بعمليّة الإصدار وذلك في (الفقرة الأولى)، ومن ثمّ دراسة الشّروط المقيدة للحقوق الممنوحة لبعض الأطراف المحدّدين قانونًا وذلك في (الفقرة الثانية).

### **الفقرة الأولى: الشّروط الخاصّة بعمليّة الإصدار**

إنّ عمليّة إصدار شهادات الإيداع العموميّة شأنها شأن أي عمليّة قانونيّة أخرى يتطلّب سير عملها شروط وضوابط قانونيّة تنظيميّة يكرّسها المشرّع ويلزم جميع أطرافها بضرورة التقيّد بها لضمان أكبر قدر ممكن من النّقة والنّظام في التّعامل، وضمان حقوق مختلف الجهات ذات الصّلة لا سيّما في ضوء تعدّد الأطراف المشتركة في هذه العمليّة الدّقيقة الحديثة الفريدة من نوعها بالنظر لآليات التّمول الأخرى، وامتداد إجراءاتها على المستوى الدّاخليّ والخارجيّ.

لذلك، فرض المشرّع اللبناني في صدد عمليّة إصدار شهادات الإيداع العموميّة مجموعة من الشّروط والضوابط القانونيّة ألزم التقيّد بها وذلك ضمن الأحكام الخاصّة بشهادات الإيداع العموميّة الواردة في قانون التجارة البريّة اللبناني وفقًا للتّعديل الأخير بموجب القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ الصّادر بتاريخ ٢٩ آذار ٢٠١٩.

إذ ورد في المادة ٤٥٨ مكرّر ٢ من القانون الأخير أنه "مع الاحتفاظ الكليّ بالأحكام التنظيمية المتعلقة بإيصالات الإيداع العمومية المرتبطة بأسهم المصارف على الشركة أن تتأكد عند إصدار إيصالات إيداع عمومية مرتبطة بإسمها من توافر الشروط التالية:.."

عليه، تتجلى الشروط الخاصة بعملية إصدار شهادات الإيداع العمومية؛ في أنّ إصدار هذه الشهادات لا يتمّ في لبنان وإثما في الخارج من قبل مصدر أجنبيّ يتمثّل بمصرف أو مؤسسة مالية أجنبية وذلك ضمن معايير محدّدة (أولاً)، مع وجوب موافقة مجلس إدارة الشركة المصدّرة للأسهم الأساسية على المعلومات الواردة في نشرة الإكتتاب التي يمكن إصدارها من أجل هذا الإصدار (ثانياً)، مع إمكانية إصدارها بالاستناد أحكام عقد مبرم وموقع بين المصرف أو المؤسسة المالية التي ينوي أيّ منهما إصدار شهادات الإيداع العمومية والشركة المصدّرة للأسهم الأساسية أو لقاء كتاب عدم ممانعة من الشركة المصدّرة للأسهم الأساسية في حال عدم وجود عقد (ثالثاً)، وذلك مقابل حفظ هذه الأسهم الأساسية في مركز حفظ ومقاصة الأدوات المالية للبنان والشرق الأوسط "الميدكلير"<sup>١</sup> (رابعاً).

لذلك، لا بدّ من البحث في كلّ شرط على حدة بصورة تفصيلية معمّقة.

## **أولاً: صدور شهادات الإيداع العمومية عن مصرف أو مؤسسة مالية في الخارج ضمن معايير محدّدة**

نصّت الفقرة الأولى من المادة ٤٥٨ مكرّر ٢ على "١... قيام مصرف أو مؤسسة مالية في الخارج بإصدار إيصالات الإيداع العمومية بعد استلام ما يفيد أنّه تمّ حفظ الأسهم الأساسية لدى مركز حفظ ومقاصة الأدوات المالية للبنان والشرق الأوسط (ميدكلير) المنشأة بموجب القانون رقم ١٣٩ تاريخ ١٩٩٩/١١/٢٦".

بذلك تكون المادة ٤٥٨ مكرّر ٢ أنفة الذمّر قد حدّدت الجهة المنوط بها إصدار شهادات الإيداع العمومية، فحصرها بقيام مصرف أو مؤسسة مالية في الخارج بإصدارها، ما يعني أنّ المشرّع اللبنانيّ حصر أمر إصدار هذه الشهادات في الخارج من قبل مصدر أجنبيّ.

<sup>١</sup> المادة ٤٥٨ مكرّر ٢ من القانون التجاريّ اللبنانيّ المعدّل بالقانون ٢٠١٩/١٢٦ السابق.

وإنّ هذا المصدر الأجنبيّ أي المصرف أو المؤسسة الماليّة الأجنبيّة المخوّلة إصدار شهادات الإيداع العموميّة يكون عادةً مصرفاً استثمارياً يقع خارج لبنان ويكون مسؤولاً عن بناء الهندسة الماليّة لعمليّة الإصدار، فيدخل في عقدٍ مع المرجع المختصّ بحفظ الأسهم الأساسيّة وحمايتها.

وهو يتولّى إصدار شهادات الإيداع العموميّة وفق نسبٍ محدّدة فعلي سبيل المثال فإنّ نسبة ٣/١ تعنى أنّ كلّ شهادة إيداع عموميّة تعادل ٣ أسهم أساسيّة<sup>١</sup>، فيودعها لدى المستثمرين الأجانب ويحوّل الأموال المحصّلة إلى الشركة المصدّرة في لبنان، فضلاً عن قيامه بالاحتفاظ بسجّل يحدّد حملة شهادات الإيداع العموميّة، مع استلامه الأرباح وتوزيعها على حاملي هذه الشّهادات.

على أنّ المشرّع لم يفرض على المصرف أو المؤسسة الماليّة مهمّة إصدار شهادات الإيداع العموميّة بصورة مطلقة، إنّما اشترط مقابل ذلك ضرورة استلام ما يفيد ويؤكّد عن حفظ الأسهم الأساسيّة لدى مركز حفظ ومقاصة الأدوات الماليّة للبنان والشرق الأوسط "الميدكلير" التي تأسّست بموجب القانون رقم ١٣٩ تاريخ ١١/٢٩/١٩٩٩، فيتولّى المصرف أو المؤسسة الماليّة بذلك تملك الأسهم اللبنانيّة العائدة للشركة اللبنانيّة، فيصبح من النّاحية القانونيّة شريكاً في الشركة المساهمة اللبنانيّة.

أمّا بالنسبة للمشرّع الفرنسيّ، فإنّه بصدد تعريفه للشّهادات التمثيليّة باعتبارها شهادات قابلة للتداول تجسّد ملكيّة الأوراق الماليّة لمصدر أجنبيّ يكون مؤهّلاً للتداول في سوقٍ منظمّ ويمكن تداوله بشكلٍ مستقلّ لهذا المصدر يكون قد كرّس أيضاً بدوره وجوب إصدار شهادات الإيداع من قبل مصدر أجنبيّ في الخارج يتجلّى في مصرف أو مؤسسة ماليّة في الخارج وهو المرجع الصّالح لإصدار جميع شهادات الإيداع العموميّة بشكلٍ عامّ.

إذاً، يقوم المصدر الأجنبيّ بتمكّن الأسهم اللبنانيّة التي تصدرها الشركة و يودعها لدى الوديع المركزيّ مقابل إصدار شهادات الإيداع العموميّة وتسويقها في السوق المنظمة.

**ثانياً: وجوب موافقة مجلس إدارة الشركة المصدّرة على المعلومات الواردة في نشرة الاكتتاب**

ورد في الفقرة الثّانية من المادّة ٤٥٨ مكرّر ٢ على "٢...- موافقة مجلس إدارة الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة على المعلومات الواردة في نشرة الإكتتاب الممكن أن تعدّ لهذا الإصدار".

<sup>1</sup> Ghassan Souaiby, L'émission des certificats de dépôt par les sociétés Libanaises, مرجع سابق، ص ٣.

بذلك، يكون المشرّع قد أناط صلاحية منح الموافقة على المعلومات الواردة في نشرة الاكتتاب التي يمكن تعدد إصدار شهادات الإيداع العمومية، بمجلس إدارة الشركة المصدرة للأسهم الأساسية.

فيتولّى مجلس إدارة الشركة المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية المتمركزة في لبنان، باعتباره الهيئة التنفيذية المنوط بها مهمة رسم التوجيهات الرئيسية والأهداف الأساسية للشركة منح الموافقة على هذه المعلومات الأساسية الواردة في نشرة الاكتتاب، فمجلس الإدارة هو هيئة أساسية في الشركة المساهمة، يتولّى إدارتها وسير أعمالها تحقيقاً للهدف الذي قامت من أجله، فهو أحد الأسس الإدارية الضرورية التي تتركز عليها الشركة المساهمة العامة، يفرض سيطرته على جميع الأعمال والنشاطات التي تمارسها الشركة من خلال تحكمه بالقرارات ذات الصلة بهذه الأعمال.<sup>1</sup>

بالتالي، وباعتبار مجلس إدارة الشركة المساهمة الجهاز المختص بالموافقة على القرارات الرئيسية فيها، يدخل ضمن صلاحياته منح الموافقة على المعلومات المضمنة في نشرة الاكتتاب التي يحتمل إصدارها من أجل عملية إصدار شهادات الإيداع العمومية، بمعنى أنه على مجلس الإدارة أن يمنح موافقته على ما تتضمنه نشرة الاكتتاب من معلومات ذات صلة بالأسهم المطروحة للاكتتاب، جهة الإصدار، متعهد الاكتتاب وغيرها من المعلومات المباشرة التي تفسح المجال أمام اتخاذ القرار الاستثماري.

والجدير بالذكر أنّ المشرّع الفرنسي في صدد منحه شركة "اليوروكليز" الفرنسية إمكانية إصدار شهادات في الخارج تمثل الأوراق المالية الفرنسية بغية تحقيق المصالح العامة للأسواق المالية، مع الأخذ بالاعتبار على وجه الخصوص الممارسات المعمول بها في الأسواق الخارجية بموجب القرار الصادر بتاريخ ١٦ شباط ٢٠١٦ المتعلق بتعديل قواعد العمل لهذه الشركة كان قد نصّ على أنّ القرار بإجراء هذا الإصدار يتخذ من قبل مجلس إدارة الشركة بالتالي يكون المرجع الصالح لمنح الموافقة على اتخاذ القرار هو مجلس إدارة الشركة.<sup>2</sup>

**ثالثاً: إصدار شهادات الإيداع العمومية بالاستناد إلى أحكام عقد موقع أو لقاء كتاب عدم ممانعة**

نصت الفقرة الثالثة من المادة ٤٥٨ مكرّر ٢ على "٣...- إصدار شهادات إيداع عمومية إمّا:

<sup>1</sup> دانا محمد جمعة، مجلس إدارة الشركة المساهمة في ضوء تعديل قانون التجارة اللبناني سنة ٢٠١٩ (دراسة مقارنة)، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة بيروت العربية، ٢٠٢١، ص ٣.

<sup>2</sup> المادة ٨ الفقرة الثانية من القرار الصادر بتاريخ ١٦ شباط ٢٠١٦ المتعلق بتعديل قواعد تشغيل شركة "يوروكليز" الفرنسية بصفتها الوديع المركزي للأوراق المالية.

أ-استنادًا إلى أحكام عقد موقع بين المصرف أو المؤسسة الماليّة الذي ينوي أي منهما إصدار إيصالات إيداع عموميّة وبين الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة مقابل أسهم تملكها هي من أسهمها أو مقابل أسهم يملكها بعض مساهمي الشركة في الشركة المصدّرة.

ب-لقاء كتاب عدم ممانعة من الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة في حال عدم وجود عقد وفقًا لما هو مشار إليه في الفقرة (أ) هذه.وتقوم شركة ميدكلير، في هذه الحالة، وبما يمكن أن تتوافر لديها من معلومات بالتأكّد أيضًا من تحقّق شروط هذه المادّة عند إصدار شهادات إيداع عموميّة."

انطلاقًا من ذلك، لا بدّ من تناول إصدار شهادات الإيداع العموميّة بموجب عقد في(أ)، ثمّ البحث في إصدارها لقاء كتاب عدم ممانعة في(ب).

### أ-إصدار شهادات الإيداع العموميّة إستنادًا لأحكام عقد موقع بين الجهات ذات الصلحيّة

في هذه الحالة، إنّ الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة عند مبادرتها بإصدار شهادات إيداع عموميّة تلبيةً لاحتياجاتها الماليّة،تبدأ بتحديد المصرف الاستثماريّ الأجنبيّ كجهة للإصدار<sup>1</sup>،فتتمّ عمليّة الإصدار بموجب عقد إيداع موقع من قبل كليهما، فيشكّل هذا العقد بدوره الإطار القانونيّ لعمليّة الإصدار فينظّم العلاقة بين الطرفين محدّدًا على وجه الخصوص؛الالتزامات المتبادلة بين الطرفين، الخدمات التي سيقدّمها المصرف أو المؤسسة الماليّة لحملة شهادات الإيداع العموميّة فضلًا عن الحقوق التي ستقدّمها لهم الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة وشروط ممارسة حقوق التصويت المرتبطة بهذه الأسهم.

وتكون شهادات الإيداع الصّادرة بمقتضى هذا العقد من فئة شهادات الإيداع العموميّة المكفولة أو المضمونة<sup>2</sup>،وتعود تسميتها إلى كون المصرف أو المؤسسة الماليّة المصدّر لهذه الشّهادات يؤمّن لها الدّعم من خلال التّسويق والتّرويج لها الأمر الذي يضاعف ثقة المستثمرين بها،يزيد الإقبال عليها،ويمنحها ثقلًا إضافيًا في الأسواق الماليّة المختلفة.

<sup>1</sup> فادي توكل ومحمود فكري الشاهد،"الطبيعة القانونيّة لقبود وتداول شهادات الإيداع في البورصة المصريّة والبورصات العالميّة"،مجلة مصر المعاصرة، العدد ٥٣٩، مصر، ٢٠٢٠ ص ٣٦٥.

<sup>2</sup> Sponsored DRs.

## ب- إصدار شهادات الإيداع العمومية لقاء كتاب عدم ممانعة

في حال غياب عقد مبرم وموقع بين المصرف أو المؤسسة المالية المصدرة لشهادات الإيداع العمومية والشركة المصدرة للأسهم الأساسية، تصدر هذه الشركات لقاء كتاب ممانعة من الشركة الأخيرة.

وكتاب عدم الممانعة هو وثيقة قانونية تصدرها الشركة المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية تفيد عدم ممانعتها عملية الإصدار مع قيام المرجع المختص بحفظ الأسهم الأساسية المقدمة كغطاء مقابل إصدار شهادات الإيداع العمومية المتمثل بشركة الميدكلير بالتأكد من مدى تحقق شروط المادة ٤٥٨ مكرر ٢ من القانون التجاري اللبناني المعدل بالقانون الأخير رقم ٢٠١٩/١٢٦.

وتصنف شهادات الإيداع العمومية الصادرة لقاء كتاب عدم ممانعة ضمن فئة شهادات الإيداع العمومية غير المكفولة أو غير المضمونة<sup>١</sup> التي تنشأ دون اتفاق<sup>٢</sup> من أجل تلبية طلب المستثمرين للأوراق المالية لشركة أجنبية معينة دون أن تتلقى المساندة والدعم من الجهة المصدرة لها خلافاً لشهادات الإيداع المكفولة أو المضمونة.

## رابعاً: إبقاء الأسهم الأساسية بحيازة مركز حفظ ومقاصة الأدوات المالية في لبنان والشرق الأوسط "ميدكلير"

نصت الفقرة الخامسة من المادة ٤٥٨ مكرر ٢ علي: "إبقاء الأسهم الأساسية بحيازة مركز حفظ ومقاصة الأدوات المالية للبنان والشرق الأوسط (ميدكلير) لحين تسديد قيمة إيصالات الإيداع العمومية كلياً أو جزئياً أو لحين استبدالها بالأسهم الأساسية المقابلة كلياً أو جزئياً أو لحين حل وتصفية الشركة المصدرة للأسهم الأساسية." "

بالتالي يتبين من الأحكام الواردة في هذه المادة أنها جعلت المرجع المختص لحفظ الأسهم الأساسية المصدرة مقابل إصدار شهادات الإيداع العمومية هو مركز حفظ ومقاصة الأدوات المالية للبنان والشرق الأوسط أو ما يطلق عليه بشركة "الميدكلير".

<sup>1</sup> Unsponsored DRs.

<sup>2</sup> The U.S legal Environment for sponsored and Unsponsored ADR Program, A White paper created by Ziegler Ziegler associates LLP and Depository management corporation, <https://zalaw.com>, Date of publication 10/4/2009, Date of visit 25/2/2024.

فيؤدّي مركز حفظ ومقاصّة الأدوات الماليّة في الشّرق الأوسط "ميدكلير" دور الوكيل عن المصرف أو المؤسّسة الماليّة المصدر لشهادات الإيداع العموميّة، فيتلقّى الأسهم الأساسيّة ويتولّى حفظها لفترة معيّنة عيّنتها المادّة الأخيرة اي إمّا لحين تسديد قيمة الشّهادات كلياً أو جزئياً أو إمّا لحين استبدالها بالأسهم الأساسيّة المقابلة لها كلياً أو جزئياً أو لحين حلّ وتصفية الشّركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة، فتتعاون بذلك شركة "ميدكلير" مع المصرف أو المؤسّسة الماليّة المصدر لشهادات الإيداع العموميّة بصورة خاصّة خلال إجراءات الإصدار ويقوم بحفظ رصيد الأسهم الأساسيّة التي تشكّل غطاءً لشهادات الإيداع العموميّة.

و"ميدكلير" هي شركة لبنانيّة للأوراق الماليّة مغلقة كان مصرف لبنان المركزيّ المساهم الرّئيس فيها. تقوم هذه الشّركة حصراً بدور الإيداع المركزيّ للأدوات الماليّة والأوراق الماليّة المدرجة في الأسواق الماليّة التّنظيميّة في لبنان بالإضافة إلى عمليّات المقاصّة والتّسوية للأدوات والأوراق الماليّة، كان الهدف الأساسيّ لإنشائها توفير مجموعة متنوّعة من خدمات الإيداع والمقاصّة التي تتوافق مع المعايير الدوليّة التي كرّستها مجموعة الثلاثين<sup>١</sup>، وهذه الأخيرة هي هيئة دوليّة تتكوّن من مجموعة من الممولين والأكاديميين تتولّى دراسة القضايا الاقتصاديّة والماليّة بمختلف أوجهها.

وقد تمّ تأسيس شركة "ميدكلير" كمركز لحفظ ومقاصّة الأدوات الماليّة في لبنان والشرق الأوسط من قبل مصرف لبنان المركزيّ بموجب القانون رقم ١٣٩ الذي أصدره مجلس التّواب في تشرين الأوّل من العام ١٩٩٩ والذي أصبحت بمقتضاه البنك الوديع للبنان<sup>٢</sup>، إذ ورد في القانون الأخير أنّه "يقوم بصورة حريّة، مركز حفظ ومقاصّة الأدوات الماليّة للبنان والشرق الأوسط الشّركة المغلقة اللّبنانيّة التي يساهم مصرف لبنان في رأسمالها بدور الوديع المركزيّ للصّكوك الماليّة والقيم المنقولة المقبولة لديه أو المتداولة في الأسواق الماليّة المنظّمة في لبنان"<sup>٣</sup>، فضلاً عن أنّه في نيسان ٢٠٠١ عيّن القانون رقم ٣٠٨ شركة "ميدكلير" كمسجّل مركزيّ لجميع الأسهم في البنوك اللّبنانيّة.

<sup>١</sup> الجمعيّة العامّة للمصارف، أهمّ التّشريعات الماليّة والمصرفيّة، الموقع الرّسميّ للجمعيّة العامّة للمصارف، <https://www.abl.org.lb>، تاريخ النّشر ٢٠١٩/٢/٢٨، تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/٢/٢٦.

<sup>٢</sup> فؤاد الخوري، شركة ميدكلير، الموقع الرّسميّ لشركة ميدكلير، <http://midclear.com.lb>، تاريخ النّشر حزيران ٢٠١٤، تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/٢/٢٦.

<sup>٣</sup> المادّة الأولى من القانون رقم ١٩٩٩/١٣٩، الصّادر بتاريخ ١٩٩٩/١٠/٢٦، الجريدة الرّسميّة، العدد ٥١، تاريخ، ١٩٩٩/١٠/٢٨.

أما في فرنسا فإنّ الجهة المخوّلة حفظ الأسهم الأساسيّة تتمثّل بشركة " اليوروكليبر"، فوفقاً لقرار ١٦ شباط ٢٠١٦ المتعلّق بتعديل قواعد تشغيل شركة "يوروكليبر" الفرنسيّة بصفتها الوديع المركزيّ للأوراق الماليّة فإنّ اليوروكليبر الفرنسيّة هي جهة إيداع مركزيّة بالمعنى المقصود في المادّة ٥٥٠-١ من النّظام العامّ لهيئة الأسواق الماليّة، وهي تؤدّي وظيفة الإيداع المركزيّ وفقاً للقواعد التي يحددها هذا النّظام فيما خصّ قبول وإلغاء تسجيل الأوراق الماليّة، تشغيل الحسابات الجارية للأوراق الماليّة، إدارة الحسابات والمعاملات العائدة للأوراق الماليّة، كذلك تشكّل مركزاً للإيداع بالنسبة للشهادات الممثّلة للأوراق الماليّة الفرنسيّة.<sup>١</sup>

انطلاقاً من ذلك، فإنّ الوديع هو مؤسّسة ماليّة تتولّى وظيفة المحافظة على ملكيّة الأسهم التي تمثّل الدّعمة الأولى لعملية إصدار الصّكوك الماليّة، مقلّصاً مخاطر الغشّ، فقدان الأسهم، سرقتها وتعرّضها للتلف من خلال إيداع الأسهم الورقيّة في صناديق حديديّة مع القيام بإيداع الأسهم والسّدات الممكنة في حوافظ متخصصة، هذا ويبرز دور الوديع أيضاً من خلال إدارة ستوكات الأسهم العائدة للمستثمر المتعلّقة بالأسهم كتوزيع الأرباح، حقوق السّحب، إدارة المنافع المتعدّدة والعمليّات المرتبطة بتأدية الضّرائب والمخاطر.<sup>٢</sup>

عليه، فإنّ البحث في الشّروط الخاصّة بعملية الإصدار تتطلّب البحث في الفئة الأخرى من الشّروط القانونيّة المفروضة كقيود على الحقوق الممنوحة لبعض الجهات ذات الصّلة بعملية إصدار شهادات الإيداع العموميّة المحدّدة قانوناً.

### الفقرة الثّانية: الشّروط المقيّدة لحقوق بعض الأطراف المحدّدين قانوناً

إنّ أبرز ما يميّز شهادات الإيداع العموميّة كأداة تمويليّة حديثة استحدثها القانون يكمن في تعدّد الجهات المشاركة في إصدارها بالنظر لما تؤمنه لهم من حقوق وامتيازات ملازمة ومقابلة للدور الذي تؤدّيه كلّ جهة.

إلا أنّه وبسبب دقّة عملية إصدار شهادات الإيداع العموميّة، ونظراً لتدخّل جهاتٍ أجنبيّة الأصل في عملية الإصدار هذه، حرص المشرّع في تنظيمها على فرض ضوابط وشروط قانونيّة تنظيميّة تضمن تكريس حقوقهم و تؤمّن الحماية اللاّزمة بما يضمن مصالح الجميع في آنٍ واحد.

<sup>١</sup> المادّة الأولى من القرار الصّادر بتاريخ ٢٠١٦/٢/١٦ المتعلّق بتعديل قواعد تشغيل شركة "اليوروكليبر" الفرنسيّة بصفتها الوديع المركزيّ للأوراق الماليّة.

<sup>٢</sup> كابي شاهين، محاضرة في التّقنيّات الحديثة في تمويل الشّركات المساهمة في القانون اللّبنانيّ، طرابلس، لبنان، نقابة المحامين في طرابلس، ٢٠٢٣/١/١٦.

والجدير بالذكر، أنّ أغلب الشّروط المقيدة لحقوق بعض الأطراف الذين خصّهم القانون صراحةً بها جاءت لتضمن الحماية الكافية للشّركة المحليّة المصدّرة للأسهم الأساسيّة من أيّ تدخّل من الأطراف الأجنبيّة وتجنّباً لأيّ استحواذ من أيّ نوعٍ كان يمكن أن يمارسه هؤلاء على الشّركة كما وتقادياً لأيّ تدخّل غير قانونيّ في شؤون ومصالح الشّركة أو حتّى تحايل على الأحكام القانونيّة التنظيميّة للتشريعات المحليّة المقرّرة في بلد المنشأ للشّركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة.

انطلاقاً من ذلك لحظ المشرّع ضمن الباب السادس من قانون التّجارة البريّة اللبنانيّ وفقاً للتّعديل الأخير في المادّة ٤٥٨ مكرّر ٢، فئة خاصّة من الشّروط القانونيّة التي وردت كقيود على الحقوق المكرّسة بموجب عمليّة إصدار شهادات الإيداع العموميّة، فشملت هذه القيود بعض الحقوق الممنوحة لمالكي شهادات الإيداع العموميّة من جهة وحقوق مصدّرها من جهةٍ أخرى، فضلاً عن قيدٍ إضافيّ يتعلّق بعدد الأسهم الممثّلة لشهادات الإيداع العموميّة.

عليه، إنّ ذلك يفتح المجال أمام البحث في القيود المفروضة على مالكي شهادات الإيداع العموميّة باستبدالها في (أولاً) ومن ثمّ القيود المفروضة على بعض الحقوق الممنوحة لمصدّر شهادات الإيداع العموميّة في (ثانياً).

### **أولاً: القيود المفروضة على حقّ مالكي شهادات الإيداع العموميّة باستبدالها**

نصّت الفقرة الرابعة من المادّة ٤٥٨ مكرّر ٢ من القانون التّجاريّ اللبنانيّ المعدّل بموجب القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ على: "٤...-جواز إعطاء مالكي إيصالات الإيداع العموميّة حقّ استبدالها بعدد من الأسهم الأساسيّة شرط أن لا يتعارض ذلك مع أحكام قانونيّة أو نظاميّة لا سيّما تلك التي تحصر تملك الأسهم الأساسيّة بأشخاص لبنانيين".

وانطلاقاً من نصّ المادّة الأخيرة يتبيّن أنّها منحت مالكي شهادات الإيداع العموميّة حقّ استبدالها بعدد من الأسهم الأساسيّة، إلّا أنّها لم تمنح هؤلاء أيّ مالكي شهادات الإيداع العموميّة هذا الحقّ على إطلاقه إنّما فرضت ضوابط على ممارسته لا بدّ من التّقيّد بها ألا وهي ضرورة ألاّ يتعارض هذا الحقّ مع أحكام قانونيّة نظاميّة في طبيعتها تلك التي تحصر تملك الأسهم الأساسيّة بأشخاص لبنانيين.<sup>١</sup>

لذلك لا بدّ من التّطرّق إلى وجوب التّقيّد بالأحكام القانونيّة خلال عمليّة الاستبدال في (أ)، ومن ثمّ البحث في مدى تأثير عمليّة الاستبدال على جنسيّة الشّركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة في (ب).

<sup>١</sup> المادّة ٤٥٨ مكرّر ٢ من القانون التّجاريّ اللبنانيّ المعدّل بالقانون ٢٠١٩/١٢٦ السابق.

## أ-وجوب التقيّد بالأحكام القانونيّة خلال عمليّة الاستبدال

إن إصدار شهادات الإيداع العموميّة بصورة عامّة يستوجب أن تتوافق عمليّة الإصدار بدورها مع مختلف القوانين المعمول بها والسارية المفعول في بلد المنشأ للشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة بشكل خاصّ، لأنّ أدنى خرق للقواعد المعمول بها في أو حتّى الإغفال عن أقلّ ثغرة قانونيّة في هذا الصّد من شأنه أن يلحق ضرراً جسيماً بالمستثمرين الأجانب حملة شهادات الإيداع العموميّة فيعود عليهم بعواقب وخيمة.

وإنّ إصدار شهادات الإيداع العموميّة الذي يستهدف في المطاف الأوّل جلب واستقطاب الأجانب إلى الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة يتطلّب التّدقيق والتحقّق من مدى امتثال ومراعاة عمليّة الإصدار وما يترتّب عليها من مفاعيل قانونيّة للأحكام القانونيّة والتنظيميّة للتشريعات اللبنيّة المختلفة التي تفرض ضوابط وقيود كما تنظّم عمليّة استثمار الأجانب.

ولعلّ أبرز القوانين التي ساهمت في تسليط الضوء على هذه المسألة ودفعت المشرّع إلى التّشديد على ضرورة التقيّد بهذه الأحكام القانونيّة هو قانون اكتساب الأجانب للحقوق العينيّة العقاريّة، فيأتي قانون اكتساب الأجانب للحقوق العينيّة العقاريّة في لبنان في طليعة القوانين التي تميّز بين اللبانيين وغير اللبانيين، إذ بموجب هذا القانون الأخير لا يتمكّ الأجانب بما يجاوز عتبة معيّنة يحددها القانون، فمسألة اكتساب غير اللبانيين حقوقاً عينيّة عقاريّة تعدّ من المسائل التي تهّم المجتمع برمته بالرغم من عدم كونها ظاهرة جديدة.

إذ منذ العمل به حتّى الوقت الرّاهن ما زال يعدّ من القوانين المثيرة للجدل حول مدى جدواه وفعاليتّه لجهة تملك الأجانب للحقوق العينيّة العقاريّة في لبنان وعلى كامل مساحة البلاد، فبالرغم من قدسيّة حقّ الملكيّة المكرّسة في المواثيق الدوليّة والدستور اللبانيّ اختار المشرّع اللبانيّ الخروج عن هذه القدسيّة لما تقتضيه المصلحة العامّة، فإذا كان حقّ المواطن بالملكيّة مقيد بضوابط وشروط قانونيّة تنظيميّة تنظّم ممارسته فإنّه من البديهيّ والطبيعيّ أن يشمل هذا التقيّد حقوق الأجانب، فإذا كان حقّ الملكيّة حقّاً مكتسباً إلا أنّ للحقوق ضوابط وهنا يكمن دور القانون في تنظيم هذه الحقوق بما يتلاءم مع المصالح العليا.

ويعود التّشديد على أهميّة التقيّد بأحكام هذا القانون إلى كون شهادات الإيداع العموميّة الصّادرة في الخارج والمملوكة في الأصل للأجانب تمثّل في الواقع أسهم الشركة المساهمة اللبانيّة، الأمر الذي أثار

<sup>1</sup> المادّة ١٥ من الدّستور اللبانيّ: "حقّ الملكيّة بحمي القانون، فلا يجوز أن ينزع من أحد ملكه إلا لسبب المنفعة العامّة في الأحوال المنصوص عليها في القانون وبعد تعويضه تعويضاً عادلاً."

التخوف من تمكّن حملتها من التّحاييل على الأحكام القانونيّة والتنظيميّة اللبنانيّة، فعّد البعض أنّ هذه الأسهم المسجّلة والمملوكة من اللبنانيين تصبح بصدد هذه العمليّة فئة غير نمطيّة من الأسهم تتعارض وأحكام القانون، فيصبح المساهم اللبناني الذي يملك هذه الأسهم واجهًا وظيفتها الوحيدة السّماح للمستثمرين الأجانب التّحاييل على أحكام القانون، فيبدو من ذلك أنّ الأسهم جميعها مملوكة من لبنانيين وأنّ العمليّة برمتها قانونيّة إلاّ أنّها في الواقع أنّ المساهمين اللبنانيين المحرومين من الحقوق هم مجرد واجهة لحملة شهادات الإيداع العموميّة الذين يستفيدون من جميع الحقوق المرتبطة بهذه الأسهم من فيعمدون إلى التّحاييل على القوانين لاسيما تلك التي تقيد الاستثمار والتّمكك الأجنبيّ.<sup>1</sup>

## ب-مدى تأثير عمليّة الاستبدال في جنسيّة الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة

أصبح الاعتراف بالشركة التجاريّة باعتبارها شخصًا معنويًا في القانون المعاصر حقيقة ثابتة بوصفها كيانًا قانونيًا مؤثّرًا في الحياة الاقتصاديّة والاجتماعيّة، وقد فرضت نفسها بالرغم من الجدل الحاصل بشأنها وذلك لما تتمتع به من إمكانيّات ماديّة، قوّة، قدرة على الانتشار وطول الحياة مقارنةً بالشخص الطبيعيّ محدود الإمكانيّات والوسائل.<sup>2</sup>

إنّ الحديث عن جنسيّة الشركة التجاريّة يقودنا مباشرةً إلى تلك الرابطة القانونيّة التي ترتبط من خلالها الشركة بذاتها بدولة محدّدة بعينها، فتخضع هذه الشركة التجاريّة لسيادة الدّولة فتخضع تبعًا لذلك من حمايتها، فهي علاقة قانونيّة تبادليّة بين كلّ من الشركة التجاريّة من جهة والدّولة من جهة أخرى يترتب عليها مصالح متبادلة بينهما.

علمًا أنّ المعايير التي تمكّن من تقرير جنسيّة الشركة تختلف فيما بينها نظرًا لتباين النّظام القانوني في كلّ دولة، إذ تعتمد كلّ دولة على المعايير التي تراها متناسبة ومتماشية مع منظومتها التشريعيّة، لكن بالرغم من هذا التباين إلاّ هنالك بعض المعايير الرئيسيّة المشتركة التي يمكن الاستناد عليها في تحديد جنسيّة الشركة التجاريّة؛ وهي المركز الرئيسيّ للشركة و بلد النّشاط الرئيسيّ.

<sup>1</sup> Ghassan Souaiby, L'émission des certificats de dépôt (GDR) par les sociétés Libanaises, مرجع سابق، ص ٤.

<sup>2</sup> محمّد مرسل، "جدليّة جنسيّة الشركة التجاريّة"، مجلّة دائرة البحوث والدراسات القانونيّة والسياسيّة، العدد ٦، مخبر المؤسسات الدستوريّة والنّظم السياسيّة، ٢٠١٩، ص ٢٢٧.

كما أنه من بين أهمّ المفاعيل المترتبة على إصباغ جنسيّة دولة ما على شركة تجارية معيّنة هو تمتّعها بكافة الامتيازات والحقوق المنصوص عليها في التّشريعات السّارية المفعول المعمول بها في هذه الدّولة من جهة، فضلاً عن تحملها الموجبات المفروضة على الشّركات الوطنيّة فيها من جهة أخرى.

وقد أثارَت مسألة ضرورة مراعاة الأحكام القانونيّة والتنظيميّة لا سيّما تلك ذات الصّلة بتملّك الأسهم الأساسيّة بأشخاص لبنانيين التي فتحت بدورها المجال للحديث عن ضرورة التّقيّد بأحكام قانون اكتساب غير اللبنانيين للحقوق العينيّة العقاريّة الجدل حول البحث في جنسيّة الشركة وما إذا كان من شأن إعطاء حملة شهادات الإيداع العموميّة حقّ استبدالها بعدد من الأسهم الأساسيّة ضمن شروط محدّدة من شأنه حرمان الشركة اللبنانيّة المصدّرة لهذه الأسهم من جنسيّتها، فتواجه الشركة صعوبةً في تحديد جنسيّتها، فهي ليست بالمهمّة البسيطة بالرّغم من اعتماد الفقه العدّة معايير من بينها المركز الرّئيسيّ، بلد النّشاط الرّئيسيّ أو مركز اتّخاذ القرار وغيرها.

وتفادياً لأيّ غموض في هذا الصّدّد حدّد معيار محدّدًا يتمّ تطبيقه عند تملّك الشّركات للعقارات في لبنان، وقضي باعتبار الشركة اللبنانيّة الجنسيّة عندما تكون جميع أسهمها مملوكة لبنانيين، إلا أنّه يكفي أن يكون لدي أجنبيّ سهم واحد فقط من أسهم الشركة حتّى تفقد جنسيّتها اللبنانيّة، وبالتالي فإنّ الجنسيّة اللبنانيّة للشركة المصدّرة تكتسب انطلاقاً من حقيقة أنّ جميع أسهمها بما في ذلك الأسهم التي تقوم عليها شهادات الإيداع العموميّة مملوكة من قبل مساهمين لبنانيين.

على أنّ البعض عدّ أنّ مثل هذا المنطق يكون معيباً لبساطته وافتقاره لفهم الطّبيعة الحقيقيّة لشهادات الإيداع العموميّة، فهذه الأوراق الماليّة الصّادرة في الخارج هي في الواقع أوراق ماليّة معقّدة قابلة للتّحويل تمثّل عددًا معيّنًا من الأسهم تصدرها الشركة في لبنان فتشكّل أموالاً رأسماليّة، هذا الوصف منحه التّشريع الفرنسيّ عندما اعتبر في قانون النّقد والتّسليف الفرنسيّ الصّادر في فرنسا عام ٢٠٠٠، والذي صنّف بموجبه الشّهادات الممثّلة للأسهم من ضمن الأوراق الماليّة الرّأسماليّة.<sup>١</sup>

## **ثانياً: القيود المفروضة على الحقوق الممنوحة لمصدّر شهادات الإيداع العموميّة**

نصّت الفقرة السادسة المادّة ٤٥٨ مكرّر ٢ على: "٦...- إمكانية منح مصدّر إيصالات الإيداع العموميّة حق حضور الجمعيات العموميّة للشركة مصدّرة الأسهم الأساسيّة وحقّ الاشتراك بالتّصويت شرط أن:

<sup>1</sup>Hubert Vauplane et Jean Pierre Bornet, droit des marchés financiers, Lexis Nexis, 3<sup>e</sup> édition, Paris, France, 2001, p.847.

أ- لا يتعارض هذا الحقّ مع أحكام قانونيّة أو نظاميّة سيّما تلك التي تحصر تملك الأسهم الأساسيّة بأشخاص لبنانيين.

ب- يقوم مصدرّ إيصالات الإيداع العموميّة بالتصويت في جلسات الجمعيات العموميّة وفقاً لتعليمات مالكي هذه الإيصالات، إذا كان هنالك عقد أو نظام إصدار يجيزان ذلك ويحدّدان شروط وكيفية ممارسة حقوق التصويت، وإلّا، فعلى مصدر إيصالات الإيداع وفقاً لما تقتضيه مصلحة الشركة مصدرّة الأسهم الأساسيّة."

عليه فإنّ عملية إصدار شهادات الإيداع العموميّة لا تخلو من الامتيازات وبعض الحقوق الملازمة للأسهم الأساسيّة التي تمنح لمصدرها أي المصرف أو المؤسسة الماليّة المصدرّة لها، عليه، لا بدّ من البحث في وجوب التقيّد بالأحكام القانونيّة والنظاميّة في ممارسة هذه الحقوق وذلك في (أ)، ومن ثمّ البحث في تقييد ممارسة هذه الحقوق بتعليمات مالكي شهادات الإيداع العموميّة وذلك في (ب).

### أ- وجوب التقيّد بأحكام قانونيّة عند ممارسة هذه الحقوق

مما لا شكّ فيه أنّ أبرز ما تتمتع به شهادات الإيداع العموميّة من مميّزات يكمن في الامتيازات والحقوق التي تمنحها لجميع الأطراف، وإنّ مصدرّ هذه الشّهادات وبالنظر للدور البالغ الأهميّة الذي يؤدّيه في هذه العمليّة كونه من الأطراف الفعّالة والأساسيّة المساهمة في إصدار شهادات الإيداع العموميّة فإنّ المشرّع قرّر له بعض الحقوق الملازمة للأسهم الأساسيّة تمثّلت في حقّ حضور الجمعية العموميّة للشركة المساهمة اللبنيّة المصدرّة للأسهم الأساسيّة، فضلاً عن حقّ التصويت فيها.

إلّا أنّ هذا المصدرّ الأجنبيّ وإن يكن طرفاً أساسياً في عمليّة الإصدار إلّا أنّه يبقى مصدرّاً أجنبياً يتمركز خارج المركز الرئسيّ للشركة المساهمة اللبنيّة المصدرّة للأسهم الأساسيّة لذلك فإنّ الحقوق الممنوحة له لا تخوله ممارستها بحريّة واستقلال تامين لذلك تمّ تقييد ممارستها لهذه الحقوق بمجموعة من الصّوابط والقيود في طبيعتها وجوب التزامه في ممارستها واستخدامها بالأحكام القانونيّة والنظاميّة المقرّرة لا سيّما تلك التي تحصر تملك الأسهم الأساسيّة بأشخاص لبنانيين<sup>1</sup> بحيث لا تتعارض هذه الحقوق مع هذه القواعد والأحكام.

<sup>1</sup> المادة ٤٥٨ مكرّر ٢ السّابقة.

## ب-تقييد ممارسة هذه الحقوق بتعليمات مالكي شهادات الإيداع العمومية

إنّ شهادات الإيداع العمومية تفرض على المصرف أو المؤسسة المالية المصدرين لها عند استخدام حق التصويت ضرورة التقيّد بتعليمات مالكي هذه الشّهادات، وبالتالي فإنّ القانون لا يمنح المصدر الأجنبيّ الحرية المطلقة للتصويت داخل الجمعية العمومية للشركة المساهمة المصدرّة للأسهم الأساسية إذا كان عقد أو نظام إصدار شهادات الإيداع يسمحان بذلك وفقاً للشروط التي يحدّدانها.

هذا فضلاً عن عدم السماح لمصدر شهادات الإيداع العمومية بالتصويت بما يخالف رغبة أو التعليمات الموجهة له من قبل مالكي هذه الشّهادات وفقاً بما كرّسته المادة ٤٥٨ مكرّر ٢ من قانون التجارة البريّة اللبناني المعدّل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ الصادر بتاريخ ٢٩ آذار ٢٠١٩ ضمن الفقرة السادسة منها في البند (ب).

عليه، فإنّ المصرف أو المؤسسة المالية المصدرين لشهادات الإيداع العمومية ملزم بالتقيّد بالتوجيهات المعطاة له من قبل مالكي هذه الشّهادات عند ممارسة حقّ التصويت الممنوح له، بمعنى آخر يخضع في هذا الصدد لتوجيه مالكي شهادات الإيداع العمومية عند ممارسته لهذا الحقّ باعتباره ممثلاً لهم.

بذلك، فهو لا يتمتع باستقلالية تامة تخوّله حقّ التصويت المطلق عند حضور الجمعيات العمومية للشركة المصدرّة للأسهم الأساسية، فهو بذلك يكون مسؤولاً بموجب نتيجة أو موجب تحقيق غاية، لا موجب وسيلة أو موجب بذل عناية.<sup>١</sup>

وإنّ السبب الرئيسيّ الكامن وراء فرض هذا القيد على ممارسة حقّ التصويت من قبل مصدر شهادات الإيداع العمومية يعود إلى العلاقة القانونيّة التي تجمعها بمالكي هذه الشّهادات وفي كون هذا الأخير يعمل باسمه الخاصّ لكن لحساب هؤلاء فهو يمكنهم من قبض عائدات الأسهم، أي أنّه يمثلهم داخل الشركة.

"فتتأرجح العلاقة بين المصرف المصدرّ والمستثمر حامل إيصال الإيداع ما بين الوكالة بالعمولة وما بين عقد الائتمان أو التراسنات بحسب طبيعة العمليّة التي أدت لإصدار هذه الإيصالات".<sup>٢</sup>

<sup>1</sup> مرجع سابق، ص ٣٨، Nadime Abboud, Les certificats d'investissement ou Depository Receipts.

<sup>٢</sup> كابي شاهين، محاضرة في التقنيّات الحديثة في تمويل الشركات المساهمة في القانون اللبناني، مرجع سابق.

### ثالثاً: تقييد عدد الأسهم الأساسية بنسبة محددة من عدد أسهم رأس المال

نصت الفقرة السابعة من المادة ٤٥٨ مكرّر ٢ على: "عدم تخطّي عدد الأسهم الممثّلة بإيصالات الإيداع العموميّة ٣٠٪ من عدد الأسهم المكوّنة لرأس مال الشركة مصدّرة الأسهم الأساسيّة والمدفوع ثمنها بالكامل."

عليه، فإنّ المشرّع فرض نسبةً معيّنة يجب ألا يتخطّاها عدد الأسهم الممثّلة بشهادات الإيداع العموميّة من عدد الأسهم التي يتكوّن منها رأس مال الشركة المساهمة مصدّرة الأسهم الأساسيّة، على أن يكون ثمنها مدفوعاً ومستوفياً بكامله، بمعنى أنّ عدد الأسهم الممثّلة بشهادات الإيداع العموميّة يجب ألا يتجاوز ما يقارب ثلث عدد الأسهم المؤلّفة لرأس المال الشركة المصدّرة لهذه الأسهم.

انطلاقاً ممّا تقدّم فإنّ البحث في شروط إصدار شهادات الإيداع العموميّة يستوجب حتماً بحث ودراسة إجراءات إصدارها وفق الآلية المعتمدة لعمليّة الإصدار.

### المبحث الثاني: إجراءات إصدار شهادات الإيداع العموميّة

كان لظهور العولمة بمختلف أوجهها وتوجّهاتها بالإضافة إلى توطيد التعاون الدوليّ على مختلف الأصعدة لا سيّما على الصعيدين التجاريّ والماليّ الدور البارز في تجلّي الأهميّة البالغة لمصدري الأوراق الماليّة في الأسواق الخارجيّة بأشكالٍ وأنواعٍ متعدّدة، إذ يعود سبب هذا التنوّع إلى كونه مساهماً في التخفيف من وطأة مخاطر محافظ الأوراق الماليّة بالنظر لما يقوم به المستثمرون من مقارنة للأوراق الماليّة الأجنبيّة المطروحة في هذه الأسواق مع مقارنة الخدمات التي تقدّمها الأسواق الماليّة العالميّة عن طريق الوسطاء الماليين فضلاً عن تكاليف الخدمات الماليّة وتنظيم نشاط الأسواق الأمر الذي يؤمّن بدوره بيئةً تنافسيّة بين الأسواق الماليّة في هذا الصدد.

وبما أنّ شهادات الإيداع العموميّة هي إحدى الأدوات الماليّة المتداولة في أسواق المال الأجنبيّة والمحليّة بمعنى أنّها صكّ أو وثيقة ماليّة قابلة للتداول والتحويل تصدر عن مصرف أو مؤسسة ماليّة في الخارج أي صادرة في الأصل عن مصدرٍ أجنبيّ، تمثّل في المقام الأول دليلاً على ملكيّة أسهم شركة ما يجري حفظها في مركز الإيداع المخوّل قانوناً هذه المهمة، أي أنّها وسيلة بديلة للشركة المصدّرة لاستثمار جزء من أوراقها الماليّة في السّوق الأجنبيّة مقابل احتفاظ الجهة المصدّرة لها بغطاءٍ يقابلها من هذه الأسهم المحليّة، كلّ ذلك يسلّط الصّوء على أنّ عمليّة إصدار شهادات الإيداع العموميّة تفترض وجود عدّة

أطراف كل منهم يؤدي دورًا لا يقل أهمية عن دور الأطراف الأخرى، محدّدًا خوّله إياه القانون، فلا تكتمل هذه العملية دون هذا التعاون المشترك بين هؤلاء الأطراف.

ما يفسح المجال للقول بأنّ عملية إصدار شهادات الإيداع العمومية لا تتمّ إلا وفق آلية دقيقة من خلال خطة مرحلية واضحة تتضمّن مجموعة من الخطوات التي يؤدي كل طرف فيها دورًا أساسيًا بغية ضمان صحة عملية الإصدار، فضلًا عن تأمين تنظيم قانوني وعملي متماسك يكرّس سلامة هذه العملية ويعزّز أكبر قدر من الثقة بهذه الفئة الخاصة من الأدوات المالية الاستثنائية، الأمر الذي سلط الضوء على أهمية الوظيفة التي تؤديها كل جهة في كل مرحلة من مراحل عملية إصدار شهادات الإيداع العمومية والتي تشكل جزءًا لا يتجزأ من هذه العملية التي بدورها لا يمكن أن تكتمل قانونًا بغياب جهاز واحد من الأجهزة المؤلفة لها، كي لا يفضي ذلك إلى عدم صحة وقانونية عملية الإصدار.

والجدير بالذكر، أنّه بالرغم من ذلك إلا أنّه تمّ تصنيف شهادات الإيداع العمومية العمومية إلى فئتين تبعًا للصيغة المعتمدة لإصدارها أي فيما إذا كانت تصدر بموجب عقد مبرم وموقع من قبل الجهة المصدرة لهذه الشهادات والشركة المصدرة للأسهم الأساسية فتكون من فئة شهادات الإيداع العمومية المكفولة، أم أنّها تصدر دون وجود عقد مبرم فتعدّ من فئة شهادات الإيداع العمومية غير المكفولة، الأمر الذي يجعل إجراءات إصدار كل منهما متميزة في بعض الجوانب.

انطلاقًا من ذلك، لا بدّ من البحث في إجراءات إصدار شهادات الإيداع العمومية المكفولة في (الفقرة الأولى)، ومن ثمّ التّطرّق إلى إجراءات إصدار شهادات الإيداع العمومية غير المكفولة وذلك في (الفقرة الثانية).

### الفقرة الأولى: إجراءات إصدار شهادات الإيداع العمومية المكفولة

إنّ أسواق الأوراق المالية تؤدي دورًا في غاية الأهمية باعتبارها إحدى المصادر الهامة لدعم الاستثمار في القطاعات المختلفة، إضافة إلى الدور الحيوي الذي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني من العجز أو تلك التي في حاجة ملحة للسيولة النقدية.<sup>1</sup>

انطلاقًا من ذلك كان لشهادات الإيداع العمومية حضورًا بارزًا في أسواق الأوراق المالية المختلفة لما تشكّله من أداة استثنائية قادرة على استيعاب نشاط مختلف الشركات المساهمة وحركة هذه الأسواق

<sup>1</sup> محمد فتحي عبد الغني، "دور سوق الأوراق المالية في تفعيل الإستثمار"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد ٣، ٢٠٢٠، ص ٢٠٠.

المالية، فكان البحث دائماً عن تعزيز دور شهادات الإيداع العمومية بصورة تضمن الثقة والائتمان اللذان يشكّلان العمود الأساس و الركيزة الأولى التي يجب أن تستند عليها النشاطات التجارية والمالية.

من هنا كان استحداث شهادات الإيداع العمومية المكفولة التي نالت الحصّة الأكبر من التعامل والتداول بها بالنظر لقدرتها على تلبية احتياجات الشركات و الأسواق المالية و تحقيق الأهداف الأساسية التي يسعى إليها النشاط التجاري و المالي.

ويكمن السبب وراء الأهمية التي نالتها شهادات الإيداع العمومية المكفولة واعتبارها من بين فئات شهادات الإيداع الأكثر ضماناً وثقةً في كونها تصدر في الأساس بالاستناد إلى أحكام عقدٍ منظمٍ وموقعٍ بين الشركة المصدرة للأسهم الأساسية والجهة المصدرة ينظم بصورةٍ واضحةٍ وصريحةٍ عملية إصدارها محدداً شروط الإصدار وحقوق كما التزامات كل من الأطراف .

معنى ذلك أنّ عملية إصدار شهادات الإيداع العمومية المكفولة تتم في ضوء تعاونٍ واضحٍ بين الشركة المصدرة للأسهم الأساسية مع المصدّر الأجنبيّ باعتبارها طرفاً أساسياً في هذا العقد، الأمر الذي يجعل منها أكثر جذباً للمستثمرين لما يضمنه العقد الصادرة بمقتضى شروطه و أحكامه من مرونةٍ وثقةٍ بحيث يكون كلّ طرفٍ على بينةٍ من حقوقه والتزاماته وجميع إجراءات عملية الإصدار .

انطلاقاً من ذلك، لا بدّ من البحث في ماهية شهادات الإيداع العمومية المكفولة في (أولاً) ومن ثمّ البحث في الخطوات المتبعة في عملية إصدار هذه الفئة من شهادات الإيداع العمومية في (ثانياً).

### أولاً: ماهية شهادات الإيداع العمومية المكفولة

إنّ التطور الملحوظ في الآونة الأخيرة والذي طال بدوره تكنولوجيا المعلومات، المشاركين في أسواق رأس المال فضلاً عن تكثيف التعاون المتبادل بين الهيئات التنظيمية وتضافر جهودها في سبيل تطوير وتنمية الأسواق المالية، بالإضافة إلى محاولة تخطّي حواجز رأس المال، كسر قيود الاستثمار وعبور الحدود الوطنية كما البحث عن تحرير الأسواق المالية، جميع هذه العوامل كانت السبب الرئيس للبحث في ضرورة استحداث فئةٍ من شهادات الإيداع العمومية تكفل أفضل قدرٍ من الشفافية والحماية لجميع الأطراف لا سيّما المستثمرين؛ من هنا نشأت شهادات الإيداع العمومية المكفولة.

وشهادات الإيداع العمومية المكفولة هي أداة مالية تتجلى بصورة فئةٍ من فئات شهادات الإيداع العمومية والتي يبرّر وجودها الصيغة التي تصدر بها باعتبارها تصدر بمقتضى أحكام عقدٍ منظمٍ مبرمٍ بين الجهة المصدرة لها المتمثلة بمصرفٍ أو مؤسسة مالية في الخارج والشركة المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية

المقدمة كغطاءٍ مقابل إصدار هذه الشهادات، بالتالي، فإنّ شهادات الإيداع العموميّة المكفولة يصدرها المصرف أو المؤسسة الماليّة في الخارج نيابةً عن الشركة، وهي بالنظر إلى صدورها بمقتضى أحكام العقد المنظم والموقع بينهما تنشئ علاقة قانونيّة منظمّة بينها وبين هذه الشركة.

فهي أدواتٌ ماليّة ممثّلة لمليكيّة أسهم الشركة تتمّ رعايتها من قبل الشركة نفسها، في ظلّ تعاون صريحٍ معها كونها تتيح لها جمع أكبر قدرٍ من رؤوس الأموال فضلاً عن توسيع قاعدة المستثمرين في الأسواق الدوليّة، فشهادات الإيداع العموميّة المكفولة تعني قيام الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة بتعيين مصرف للإصدار، فتكفل الشركة بدورها دخولها إلى الأسواق الماليّة وذلك في ضوء عقدٍ موقعٍ ومبرم ساري المفعول بين الطرفين، يتيح للمستثمر نسبياً الاطلاع على الخدمات التي سيحظى بها من خلال هذا الإصدار فضلاً عن وصوله إلى المعلومات التي سيحصل عليها بصورةٍ مستمرّة.

من هنا يبرز دور الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة بصورة جليّة في عمليّة إصدار هذه الفئة من شهادات الإيداع العموميّة، حيث تنضمّ لعمليّة الإصدار بموجب العقد المبرم بينها وبين الجهة المصدّرة من أجل المشاركة بنشاط الإصدار وحقوق السحب الخاصّة، وغالباً ما تتضمن هذه الرعاية التي تتولّاها الشركة ضرورة امتثالها للمتطلّبات التنظيميّة في الأسواق الماليّة بالإضافة إلى توفير المعلومات والبيانات الماليّة، الأمر الذي يجعل عمليّة التداول واستثمار الأسهم أكثر يسراً وسهولة.

والجدير بالذكر أنّ شهادات الإيداع العموميّة المكفولة تعدّ من أكثر فئات شهادات الإيداع العموميّة تداولاً، إذ أنّ الإقبال عليها أكبر كما أنّ التعامل بها أوسع نطاقاً لما توفّره من أكبر قدرٍ ومستوى من الشفافيّة والحماية للمستثمرين.

وتلقى هذه الفئة من شهادات الإيداع العموميّة رواجاً أكبر في الأسواق الأميركيّة، حيث أصبح إصدار شهادات الإيداع العموميّة المكفولة من أسهل برامج الإصدار وأقلّها تكلفةً بالنسبة المصدّرين الأجانب، فلم تعد الجهات المصدّرة بحاجة إلى اللجوء إلى عمليّات معقّدة تستغرق وقتاً طويلاً ومكلفةً تكبدها نفقاتٍ طائلةً في أغلب الأحيان.<sup>1</sup>

فأصبحت القدرة على نشر مستندات الإفصاح المطلوبة في البلد الأصليّ بالاعتماد على التّقنيات الالكترونيّة الحديثة التي فرضها تطوّر تكنولوجيا المعلومات والانفتاح التجاريّ العالميّ الذي تجاوز حدود الدّول وذلك كبديلٍ عن الوسائل التقليديّة التي لم تعد قادرة على استيعاب حجم العمليّات التجاريّة

<sup>1</sup>Guy P. Lander, "American Depositary Receipts", *International lawyer*, V.8, N.4, 1995, p.905.

والمالية الضخمة وعجزها عن تأمين التنظيم الكافي لهذه العمليات بصورة تتلاءم وحجمها الكبير، باتت بدورها تخفف التكاليف الباهظة والأعباء الإدارية، الأمر الذي عدّه المستثمرين تحسناً وتطوراً ملحوظاً في هذا الصدد، إذ أصبح بإمكانهم الحصول عليها دون أي تكاليف باهظة ما يعزز الشفافية ويشجع كما يزيد من قدرات المصدرين الأجانب على الترويج لبرامج الإصدار الخاصة بهم للمستثمرين.

بالتالي، وانطلاقاً من تسميتها فإنّ شهادات الإيداع العمومية المكفولة في تلك الشهادات التي تحظى بالدعم والمساندة من قبل الجهات المصدرة لها من خلال التسويق بها والترويج لها، الأمر الذي يعزز ثقة المستثمرين فيها ويشجعهم على امتلاكها كما يزيد من ثقلها وقيمتها في الأسواق المالية.<sup>1</sup> والجدير ذكره أنّ شهادات الإيداع العمومية المكفولة تصنّف بدورها إلى ثلاثة مستويات فتقسّم إلى شهادات مستوى أول (أ)، شهادات مستوى ثانٍ (ب) وشهادات مستوى ثالث (ج).

### أ- شهادات المستوى الأول

إنّ شهادات المستوى الأول تعدّ الأسهل، الأبسط والأقلّ تعقيداً كما الأقلّ تكلفة، فهي تتطلب الحدّ الأدنى من التنظيم والإفصاح حيث تفرض عند إصدارها ما تتطلبه السوق المحلية فقط.

كما أنّ هذا المستوى من شهادات الإيداع لا يجري إدراجها، تسجيله أو تسعيره في إحدى البورصات المحلية وإنّما يتمّ تداولها والتعامل بموجبها خارج البورصات الرسمية المنظمة فيتمّ تسعيرها وفقاً لقواعد التفاوض المباشر بين السماسرة وأطراف البيع والشراء.

### ب- شهادات المستوى الثاني

هذا المستوى هو المطلوب لتداول شهادات الإيداع في البورصة، حيث يفترض توافق البيانات المالية في هذا الصدد جزئياً مع مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً.

عليه، فإنّ شهادات المستوى الثاني هي تلك التي يجري إدراجها في إحدى البورصات المحلية، وهي تتمتع بجاذبية أكبر في أوساط المستثمرين، وتنطبق عليها معايير الجهات المنظمة للأسواق المالية.

<sup>1</sup> علي إبراهيم الخضر، إدارة الأعمال الدولية، مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، دمشق، سوريا، ٢٠١٠، ص ١٢٩.

## ج-شهادات المستوى الثالث

يفرض هذا المستوى على الشركة تقديم بياناتٍ ماليّةٍ حاليّةٍ مفصّلة تنطبق مع مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً، ويطلب هذا المستوى عادةً لزيادة رأس المال، أي على سبيل المثال لبيع إيصالات للأسهم الجديدة. ولعلّ أبرز ما يميّز شهادات المستوى الثالث عن شهادات المستوى الثاني يكمن في كونها تتيح للمصرف أو المؤسسة الماليّة المصدّرة لهذا النوع من الشّهادات طرحها للاكتتاب العامّ فضلاً عن أنّه يفرض إصدارها ضرورة التّقيد المعايير المتشدّدة المطلوبة للتّسجيل في الأسواق الماليّة فيما خصّ البيانات الماليّة.

عليه، فإنّ البحث في شهادات الإيداع العموميّة المكفولة يتطلّب حتماً البحث في مراحل إصدارها.

### ثانياً: مراحل إصدار شهادات الإيداع العموميّة المكفولة

لا تقوم عمليّة إصدار شهادات الإيداع العموميّة المكفولة قانوناً دون مجموعةٍ من الخطوات، إذ تشكّل ضرورة وجود العقد المنظّم لهذه العمليّة الخطوة الرئيّسة التي تميّز هذه الفئة من شهادات الإيداع العموميّة عن غيرها، فهي الرّكيزة الأولى والأساسيّة المؤسّسة لعمليّة الإصدار.

لذلك لا بدّ من المرور بأربع خطواتٍ رئيّسةٍ وصولاً إلى إصدار شهادات الإيداع العموميّة المكفولة، فنتجلى هذه الخطوات بالخطوة الأولى المتمثّلة بعقد الإيداع في (أ)، الخطوة الثانية وهي فتح حساب الأوراق الماليّة في (ب)، الخطوة الثالثة المتمثّلة بعقد الإصدار وذلك في (ج) وأخيراً الخطوة الرابعة إصدار شهادات الإيداع العموميّة في (د).

### أ- عقد الإيداع<sup>1</sup>

تمّ تسليط الضّوء على هذه المرحلة ضمن أحكام المادّة ٤٥٨ مكرّر ٢- في الفقرة الثالثة منها من القانون التجاريّ اللبنانيّ الجديد المعدّل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ الصادر بتاريخ ٢٩ آذار ٢٠١٩، والتي ورد في صريح أحكامها إصدار شهادات الإيداع العموميّة التي صنّفها بدورها إلى شهادات مكفولة عند صدورها بالاستناد إلى أحكامٍ مبرم وموقّع بين الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة من جهة، والجهة المصدّرة المتمثّلة بمصرف أو مؤسّسة ماليّة في الخارج من جهةٍ أخرى.<sup>٢</sup>

<sup>1</sup> Deposit Agreement

<sup>٢</sup> المادّة ٤٥٨ مكرّر ٢- السابقة.

فيحدّد هذا العقد بدوره الشّروط والأحكام الواجب تحديدها في العقد الذي سيجرى إبرامه لاحقاً بين المصرف أو المؤسّسة الماليّة المصدّرة لشهادات الإيداع العموميّة وحملة هذه الشّهادات، فيطلق على هذا العقد المبرم كمرحلةٍ أولى بـ "عقد الإيداع".

و يجب أن يضمّن هذا العقد الشّروط والأحكام التّالية:

١- شروط إنشاء، نقل واسترداد شهادات الإيداع العموميّة المكفولة.

٢- التزامات حملة شهادات الإيداع العموميّة المكفولة لا سيّما تلك ذات الصّلة بإعلان حقّ الامتياز التجاريّ.

٣- طرق ممارسة الامتيازات المتعلّقة بالأسهم الممثّلة من قبل المصرف أو المؤسّسة الماليّة أي الجهة المصدّرة لشهادات الإيداع لحساب حملة هذه الشّهادات، على سبيل المثال كيفية ممارسة حقّ التصويت.

والجدير بالذّكر أنّه في الأصل أنّ الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة والمصارف أو المؤسّسة الماليّة المصدّرين لشهادات الإيداع العموميّة يتفقان في العقد الأوّل أي ما يعرف بـ "عقد الإيداع" على شروط وأحكام العقد الثاني الذي لا تكون الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة جزءاً منه أو فريفاً فيه.<sup>1</sup>

## ب- فتح حساب الأوراق الماليّة

إنّ هذه الخطوة تستفاد من صراحة المادّة ٤٥٨ مكرّر ٢- في البند الخامس منها من القانون التجاريّ اللبناني المعدّل بمقتضى أحكام التعديل الأخير.

ترتكز هذه المرحلة بصورةٍ أساسيّةٍ على قيام الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة بتصدير وتسليم هذه الأسهم الممثّلة إلى المصرف أو المؤسّسة الماليّة أيّ إلى المصدّر الأجنبيّ لشهادات الإيداع العموميّة المكفولة.

وانطلاقاً من ذلك يصبح لهذه الشركة حساباً مفتوحاً للأوراق الماليّة باسمها في لبنان يتكوّن من نسبة الأسهم التي سيجرى تمثيلها.

<sup>1</sup> مرجع سابق، ص ٣٣، Nadime Abboud, Les certificats d'investissement ou Depositary Receipts.

بعد ذلك، يحتفظ بهذه الأسهم الأساسية لدي مركز حفظ ومقاصة الأوراق المالية للبنان والشرق الأوسط شركة "ميدكلير" اللبنانية أو شركة "اليوروكليير" الفرنسية فيما خص القانون الفرنسي، فيناط بها دور الجهة الحافظة لهذه الأسهم.

والجدير بالذكر أنه انطلاقاً، من الأحكام القانونية الواردة في المادة ٤٥٨ مكرر ٣-أ من القانون نفسه، يتبين أنها أجازت للمصرف أو المؤسسة المالية أي الجهة المصدرة لشهادات الإيداع العمومية اقتناء الأسهم الممثلة وذلك إما عن طريق الاكتتاب في زيادة رأس المال المخصص لمصلحته وإما عن طريق حيازة أسهم في السوق الثانوية اللبنانية.

### ج- عقد الإصدار

تكفل هذه الخطوة أو المرحلة الإصدار الفعلي لشهادات الإيداع العمومية المكفولة وذلك بمقتضى عقد إذعان مبرم وموقع بين الجهة المصدرة لهذه الشهادات والمستثمر.

فيحدّد بمقتضى أحكام هذا العقد عدد أو نسبة الأسهم أو الجزء من السهم الذي يمثّله.

والجدير ذكره أنّ لا بدّ من أن تتوافق شروط وأحكام هذا العقد مع تلك المنصوص والمتفق عليها صراحةً بموجب عقد الإيداع.

كما أنّ عقد الإصدار هذا يميّز بين فئتين من الامتيازات لصالح المستثمرين، وهي امتيازات متعلّقة بشهادات الإيداع العمومية (١) وأخرى ذات صلة بالحقوق المرتبطة بالأسهم الأساسية (٢).

#### ١- الامتيازات المتعلّقة بشهادات الإيداع العمومية

تتناول هذه الفئة من الامتيازات تحديد طرق نقل هذه الأوراق المالية وحقّ طلب تسليم الأسهم مقابل تسليم شهادات الإيداع العمومية.

#### ٢- الامتيازات المتعلّقة بالحقوق المرتبطة بالأسهم الأساسية

تتضمّن هذه الفئة من الامتيازات حقّ حضور الجمعيات العمومية، حقوق التصويت، حقوق الاكتتاب التفضيلية وغيرها.

وغالبا ما تمارس هذه الحقوق والصلاحيات بالتشاور المسبق الذي يحدّد طرق ممارستها من قبل المصدر لأنه الجهة الوحيدة ذات الصلة بهذه الحقوق بموجب العقد المبرم مع الشركة المصدرة للأسهم الأساسية.<sup>1</sup>

#### د- إصدار شهادات الإيداع العمومية المكفولة

عليه، بعد الاتفاق على كافة الشروط والأحكام الواردة في العقد بما تتضمنه من تنظيمٍ لعملية الإصدار وتعيينٍ لحقوق والتزامات جميع الأطراف، يجري إصدار شهادات الإيداع العمومية المكفولة تمهيدا لتداولها من خلال تسويقها والترويج لها بغية جذب المستثمرين المحتملين، اطلاعهم على ما تكفله لهم من حقوق ومميزات، وما تفرضه من التزامات بالإضافة إلى تيسير عملية التداول بعد التقيّد بما يتطلبه التداول في الأسواق المالية من التزام بمبادئ الإفصاح والشفافية، فيتمّ بالتالي إصدار شهادات الإيداع العمومية وفقاً لأحكام التشريع المحلي للمصدر الأجنبي ومن ثمّ تسويقها استناداً لأحكام العقد المنظم بين المصدر والشركة اللبنانية.

بعد البحث في شهادات الإيداع العمومية المكفولة وإجراءات إصدارها يقتضي البحث أيضاً في شهادات الإيداع غير المكفولة وإجراءات إصدارها.

#### الفقرة الثانية: إجراءات إصدار شهادات الإيداع العمومية غير المكفولة

في ضوء العولمة الاقتصادية الحديثة، غالباً ما تعمل الشركات في مختلف أنحاء العالم على تداول أسهمها في الأسواق المالية المختلفة المحلية منها والدولية، الأمر الذي أدى بدوره إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية التي تتيح للمستثمرين الاستثمار في الشركات الأجنبية دون مواجهة عقبات وتعقيدات العملة والإجراءات التنظيمية المعقدة، فكانت شهادات الإيداع العمومية إحدى هذه الأوراق المالية.

ففي الوقت الراهن، يحظى العديد من المستثمرين بفرصة الاستثمار بأسهم شركاتٍ أجنبية، ولكن بالنظر لكون هذه الأسهم لا تكون متاحة للتداول في الأسواق المالية المحلية لبلدانهم الأصلية، كان لا بدّ لهم من اللجوء إلى شهادات الإيداع العمومية.

إلا أنّه وبالرغم من ذلك كان البحث عن فئةٍ من شهادات الإيداع العمومية لا تكون فيها الشركة المصدرة للأسهم الأساسية طرفاً فيها بصورة مباشرة تقادياً لكشف الشركات عن معلوماتها المالية على نطاقٍ واسعٍ في ظلّ قدرٍ أدنى من الشفافية والإفصاح.

<sup>1</sup> المادة ٤٥٨ مكرّر ٢ السابقة.

وفي ظلّ تنوّع صور شهادات الإيداع العموميّة وتصنيفها إلى فئاتٍ مختلفة، ظهرت فئة من هذه الشّهادات يطلق عليها تسمية شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة وذلك لعدم كون الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة مشاركا بصورة مباشرة في عمليّة إصدارها، الأمر الذي يجعل آليّة إصدارها أقلّ تعقيداً وتكلفةً وعلى قدر أكبر من الحرّيّة بالنسبة للمصدّر الذي يتحرّر إلى حدّ ما من بعض القيود والإجراءات التي يتطلّبها إصدار شهادات الإيداع العموميّة المكفولة.

انطلاقاً من ذلك، لا بدّ من البحث في ماهيّة شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة في (أولاً) ومن ثمّ البحث في مراحل إصدارها وذلك في (ثانياً).

### أولاً: ماهيّة شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة

انطلاقاً من تسميتها تصدر شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة دون التّعاون الصّريح مع الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة إذ تكتفي الشركة في هذا الصّدّد بإرسال كتاب عدم ممانعة يفيد عدم الاعتراض على عمليّة الإصدار، في ضوء غياب عقد منظمٍ وموقع بين الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة والمصدّر الأجنبيّ فلا تجمع بينهما أيّ علاقة قانونيّة مباشرة، فهي تصدر عن المصدّر الأجنبيّ في الخارج بشكلٍ رئيسٍ استجابةً لطلب المستثمرين، فلا يتطلّب إصدارها إجراءات قانونيّة متشدّدة في هذا الصّدّد إنّما تلتزم بإرسال كتاب عدم الممانعة على عمليّة الإصدار.

عليه، فإنّ معيار التّفرقة بين شهادات الإيداع العموميّة المكفولة وتلك غير المكفولة هو وجود العقد المنظم لعمليّة الإصدار والمبرم بين كلّ من الشركة والمصدّر الأجنبيّ، فشهادات الإيداع العموميّة المكفولة تصدر بالاستناد إلى التّعاون المشترك بين الجهتين، فتستخدم الشركات عادةً برامج شهادات الإيداع المكفولة لأسبابٍ عدّة وتحقيقاً لأهدافٍ تعود بالنّفع على مصالحها وقراراتها التّمويليّة بما في ذلك زيادة رأس المال، تحقيق أكبر قدر من الشّفافيّة وتوسيع كما تنوع قاعدة المستثمرين، في حين أنّ شهادات الإيداع غير المكفولة تصدر دون المشاركة المباشرة، الفعّالة والصّريحة للشركة، فيكون العامل والسبب الحاسم لإنشاء برامج شهادات الإيداع غير المكفولة هو طلب المستثمرين.

عليه، يجري إصدار شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة للبيع في السّوق خارج البورصة وهي تسمح للشركات الأجنبيّة تجنّب الكشف عن معلوماتها الماليّة، لذلك هي تعدّ محفوفةً بالمخاطر وغير منسجمة إلى حدّ بعيد مع المبادئ الأساسيّة التي ترتكز عليها العمليّات التجاريّة والماليّة وحركة الأسواق والجدير

بالذّكر أنّ شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة غالبًا ما تكون أقلّ شفافيّة وثقة من تلك المكفولة بالنظر لكون الشركة لا تشارك في عملية إصدارها ولا تتحكّم بالمعلومات المقدّمة للمستثمرين.<sup>1</sup>

إنّ ما تقدّم يفترض البحث في إجراءات إصدار هذه الفئة من شهادات الإيداع العموميّة.

## ثانيًا: مراحل إصدار شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة

في الوقت الزّاهن، يقدر وجود شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة ما يساوي حوالي ٤٠٪ من شهادات الإيداع العموميّة.<sup>2</sup>

إنّ هذه الفئة من شهادات الإيداع العموميّة مستفاد صراحةً ومكرّس في نصّ المادّة ٤٥٨ مكرّر ٢، من القانون التجاريّ اللبنانيّ الجديد الصّادر بموجب القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ تاريخ ٢٩ آذار ٢٠١٩.

وعلى عكس الشّهادات المكفولة التي تتولّى الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة رعاية إصدارها، فإنّ شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة يجري إصدارها بمبادرة يتخذها المصدّر الأجنبيّ، لذلك فإنّ عملية إصدارها لا تمرّ بالمرحلة المتمثّلة بإبرام عقد الإيداع بين المصدّر الأجنبيّ والشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة.

ولم يتوصّل المشرّع اللبنانيّ<sup>3</sup> بمقتضى أحكامه إلى حدّ النّظر في إمكانيّة أن تكون الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة الممثلة لشهادات الإيداع العموميّة غير عالميّة بوجود أو حتّى بإصدار هذه الشّهادات، لذلك، في الواقع و في ضوء أحكام المادّة ٤٥٨ مكرّر ٢ في البند الثالث منها-أ من القانون التجاريّ اللبنانيّ الجديد فإنّ عملية إصدار هذه الفئة من شهادات الإيداع العموميّة تتطلّب إرسال كتاب عدم ممانعة من قبل الشركة يفيد القبول الرّسميّ وعدم الاعتراض على عملية الاصدار.

عليه، تتميّز شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة بالحرية التي يمنحها إصدارها للمصدّر الأجنبيّ في تحديد وتنظيم مضمون بنود عقد الإصدار، فيوفّر له هذا الخيار أكبر قدر من حرية الإدارة بحيث لا يكون خاضعًا أو لا يترتّب عليه إلّا موجب وسيلة غالبًا ما يكون غامضًا نسبيًا بالنظر للتعليمات والتّوجيات التي سيتلقاها من قبل حملة هذه الشّهادات.

<sup>1</sup> Depository Receipts, What they are, types and différences from stocks, GFLO consultancy, <https://gflaw.com>, No date of publication, date of visit 12/3/2024.

<sup>2</sup> مرجع سابق، ص ٣٣. Nadime Abboud, Les certificats d'investissement ou Depository Receipts.

<sup>3</sup> وفقًا للمادّة ٤٥٨ مكرّر ٢ السابقة.

في ختام هذا القسم، نخلص إلى القول بأن شهادات الإيداع العمومية تعدّ أداةً ماليةً استثنائيةً تمثل أسهم شركة مساهمة تصدر عن جهة أجنبية في الخارج محدّدة قانونًا مقابل حفظ هذه الأسهم في مركز للإيداع ضمانًا لعملية الإصدار، وفق آلية محدّدة باعتبار إصدارها يفترض تعاون جميع أطرافها، تتخذ عدّة صورٍ وتتشابه في خصائصها مع مختلف القيم المنقولة والأوراق المالية مع احتفاظها بخصائص خاصّة بها تجعل منها فئةً خاصّةً من الأوراق المالية.

فهي أداةً ماليةً تعود بالنفع على جميع أطرافها، بالنظر لكونها تتيح الوصول إلى مصادر جديدة لرأس المال كما إلى أسواقٍ ماليةٍ جديدةٍ وفرصٍ متنوّعةٍ للاستثمار فهي تضمن للمستثمرين طريقةً مريحةً وسهلةً للاستثمار في الأسهم العائدة لشركاتٍ أجنبيةٍ متمركزة خارج بلدانهم.

فتمتّع شهادات الإيداع العمومية بالعديد من المميّزات التي أكسبتها شعبيةً كبيرةً في الأوساط التجاريّة والماليّة من خلال قدرتها على تنويع فرص الاستثمار، السيولة والرّاحة، فضلًا عن كونها خفيفة الأعباء والتكاليف من شأنها الحماية من مخاطر العملة بالإضافة بكونها طريقة مريحة لتلقّي وتعظيم الأرباح بالرغم من كونها لا تخلو من المخاطر التي لا بدّ للمستثمرين دراستها مع الفوائد المحتملة التي توفرها بعناية فائقة قبل استثمار أموالهم.

## القسم الثاني: الآثار المترتبة على إصدار شهادات الإيداع العمومية

تعدّ الشركات التجاريّة بصورة عامّة حجر الزاوية في الاقتصاد الوطنيّ بمختلف أنواعها، لذلك كان لا بدّ من حمايتها والحفاظ على استمراريّة نشاطها بل والسعي إلى تطويرها من أجل النهوض بالاقتصاد الوطنيّ ككلّ ذلك في سبيل الحؤول دون تعرّثها ماليّاً أو حتّى تعرّضها لنكساتٍ ماليّةٍ واقتصاديّةٍ، إذ تقتضي مصلحة الاقتصاد الوطنيّ في المقام الأول بقاء الشركات التجاريّة قائمةً بالرغم من كلّ عجز.

ووصولاً إلى هذه الغاية أصبحت عملية تمويل الشركات تمثّل دوراً بالغ الأهميّة ووسيلةً لإنعاش الشركات باعتبارها الشريان الحيويّ الذي يتولّى مدّ القطاع الاقتصاديّ بمختلف احتياجاته من الأموال اللازمة تعزيزاً للاستثمار والتنمية.

انطلاقاً من ذلك، يعدّ قرار تمويل الشركات التجاريّة لا سيّما شركات الأموال في مقدّمتها الشركات المساهمة أحد أهمّ القرارات الماليّة التي تتخذها هذه الشركات.

فيبدو أنّ الغالبية العظمى من الشركات المساهمة تبذل قصارى جهدها لتجنّب اللجوء إلى التّمول المرتكز بشكلٍ رئيسٍ على أسهم رأس المال المصدر الأول لتمويلها، أو القروض التي غالباً ما تتميز بكلفتها المتدنيّة من جهةٍ إلاّ أنّها تتسمّ من جهةٍ أخرى بعدم ديمومتها لا سيّما عند رفض المقرضين تمويل الشركة عند ارتفاع نسبة المديونيّة.

عليه، فإنّ المبادرة الأولى الواجبة التّطبيق بغية ترشيد قرارات التّمول تتمثّل في تفعيل دور الوظيفة الماليّة للشركة، وتحديد دورها التحليليّ على الصّعيد الماليّ ومنح صلاحيّاتٍ أكبر للإدارة الماليّة من أجل اتّخاذ قرارات التّمول.<sup>1</sup>

وقد برزت أهميّة وضرورة ترشيد قرارات التّمول بشكلٍ خاصّ في ظلّ الأزمة الماليّة، الاقتصاديّة والنقدية التي عصفت بלבّان وزعزعت كافّة قطاعاته فكان من شأنها إظهار لبنان إلى واجهة الدّول الأكثر مديونيّة وفساداً في العالم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمّد شاهين، سياسات التّمول وأثره على أداء الشركات والمؤسسات الماليّة، دار حميثرا للنشر والترجمة، الطّبعة الأولى، القاهرة، مصر، ٢٠١٩، ص ١٠.

<sup>2</sup> نصري أنطوان أيوب وكريم أنطوان ضاهر، "الأفاق القانونيّة والماليّة لأزمة الدين السياديّ في لبنان"، مجلّة العدل، العدد ١، بيروت، لبنان، ٢٠٢٠، ص ٧.

فباعتبار لبنان اقتصاداً نامياً يعتمد بصورة رئيسية على مساهمة قطاعه الخاص الحيوي<sup>١</sup>، فإنه تمتع بسوق تنافسي حر وقطاع تجاري غير مقيد، إلا أنه كان للأزمات المتتالية رد فعل سلبي طال مكانته الاقتصادية ومختلف قطاعاته، فمذ عام ٢٠١٩ ولبنان يكابد أزمة متفاقمة زادت من حدتها سلسلة من الأزمات المعقدة كان أبرزها جائحة كورونا، الأمر الذي كان له الأثر المباشر على قطاع التجارة بصورة عامة والتمويل التجاري ما ارتد سلباً على أداء الشركات التجارية باعتبارها إحدى المحاور الرئيسية للحركة الاقتصادية.

نتيجة لذلك كان لابد من البحث عن خطة إنقاذ فعالة من أجل النهوض من جديد، فتعددت الوسائل والحلول وكان أبرزها مؤتمر سيدر لدعم لبنان والذي انعقد من أجل التضامن الدولي مع لبنان والوقوف بجانبه لمساعدته في تخطي الأزمات، فكان لمقرراته وإصلاحاته الأثر الإيجابي الفعال للنهوض بالاقتصاد اللبناني وتحفيز النمو عبر تأمين البيئة الملائمة للاستثمارات والمنافسة الاقتصادية<sup>٢</sup>.

إلا أنه وعلى أثر انعقاد مؤتمر سيدر الدولي لدعم لبنان بتاريخ ٦ نيسان ٢٠١٨ في باريس العاصمة الفرنسية صدر قانون التجارة البرية اللبنانية الجديد بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ الصادر بتاريخ ٢٩ آذار ٢٠١٩، مستحدثاً بالإضافة إلى ما تضمنه من تعديلات من شأنها إعادة ترتيب أحكام القانون التجاري اللبناني بما يتوافق مع المبادئ والقواعد الواجبة التطبيق آليات وأدوات مالية جديدة من شأنها تعزيز تمويل الشركات التجارية تناولت معظمها الشركات المساهمة لما تؤديه من دور أساسي في إنعاش البلاد فضلاً عن توسيع نطاق نشاطها فيتعدي نطاق الأسواق المالية المحلية والإقليمية إلى الأسواق الدولية.

بالتالي، يظهر جلياً أنّ شهادات الإيداع العمومية أبصرت النور في المرحلة الأشد خطورة وحساسية من الأزمة اللبنانية فشكّلت بصيص أمل من شأنه إنعاش الشركات المساهمة من أجل حمايتها من حالة التخبط الاقتصادي والمالي الذي يمكن أن يطالها بصورة مباشرة أو غير مباشرة بالإضافة إلى ما يمكن أن تعود به على حامليها لناعية وضعها بمتناولهم أو عند انقضاء الشركة.

الأمر الذي دفع إلى التساؤل حول الآثار المترتبة على إصدارها تجاه الشركة من حيث نشاطها ورأسمالها وذلك في (الفصل الأول) ومن ثم الآثار تجاه حملتها هذه الشهادات في (الفصل الثاني).

<sup>١</sup> تقرير اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا "اسكوا" لدى الأمم المتحدة، التمويل التجاري في لبنان: وصفة للانهياء، بيروت، لبنان، مكتب الأمم المتحدة، ٢٠٢٢، ص ٢١.

<sup>٢</sup> أيمن عمر، تقرير لمركز الجزيرة للدراسات، الأزمة الاقتصادية اللبنانية: الواقع والتداعيات، الدوحة، قطر، مركز الجزيرة للدراسات، ٢٠١٩/٩/٣٠، ص ٤.

## الفصل الأول: الآثار المترتبة تجاه الشركة

نشأت شركات الأموال في طبيعتها الشركات المساهمة في الأصل من أجل جمع الأموال من المدّخرين بغية تحقيق المشاريع الاقتصادية الكبرى والهامة التي تعجز وسائل الفرد الخاصة عن تحقيقها عادةً، فقد بدت الحاجة إلى ظهور هذه الشركات بصورة ملحّة منذ بدء تطوّر الصناعات والوصول إلى الاكتشافات التي ساهمت في تأسيس المشاريع الكبيرة في شتى الميادين من تجارة، صناعة، صيرفة، ضمان ونقل وغيرها العديد من القطاعات، فكان "الاعتبار الغالب في هذه الشركات منصباً على الأموال التي تستخدم في مشروع الشركة والتي يتكوّن من رأسمالها".<sup>١</sup>

إلاّ أنّه وفي ضوء الطبيعة المميّزة للبيئة التجارية التي جعلت منها مرتكزةً بصورة رئيسة على السرعة والائتمان، فضلاً عن توسّع نطاق الأعمال والنشاطات التجارية في ظلّ الانفتاح العالمي الكبير الذي طال مختلف القطاعات في مقدّمها القطاع التجاري بصورة خاصة شركات الأموال، تعاضمت أهمية الشركات المساهمة لتتعدّى وظيفتها الغاية التي نشأت من أجلها في الأصل، الأمر الذي حتم بدوره ظهور قواعد القانون التجاري وتفرده بطابع خاص.<sup>٢</sup>

فأصبحت بذلك الشركات المساهمة تتطلّع بصورة مستمرة إلى البحث عن وسائل تضمن لها تمويلًا يستوعب حجم نشاطاتها الكبير ويتمشى بدوره مع التقدّم الذي لا يزال يطال الأعمال التجارية، فلا تحصر عملية تمويلها بمصدر واحد إنّما تبني سياستها التمويلية بالاستناد إلى مصادر متنوّعة.

إذ بدون مصادر تمويل متعدّدة تواكب السرعة والتقدّم سيكون إجبارياً على هذه الشركات الاقتصار على استخدام أموالها الخاصة أو اللجوء إلى الإقتراض الأمر الذي يعيق نموّها وتعاضم قواها ونشاطاتها.

انطلاقاً من ذلك أصبح تمويل الشركات المساهمة جزءاً لا يتجزأ من نظامها المالي، فيؤمّن لها القدر اللازم من الأموال الذي تحتاجه من أجل الاستثمار في مشاريع جديدة وتوسيع نطاق أعمالها.

عندها باتت هذه الشركات تبحث عن وسائل تمويلية تكفل لها الدخول المباشر إلى الأسواق المالية لا سيّما العالمية منها، لما تؤدّيه هذه الأسواق المالية من دورٍ بالغ الأهمية والفعالية في تحقيق القيمة الحقيقية للأوراق المالية العائدة لهذه الشركات، فتوفّر لها هذه الأسواق بكفاءتها العالية الأموال اللازمة

<sup>١</sup> أدوار عيد، الشركات التجارية (الشركات المساهمة)، مطبعة النجوى، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، ١٩٦٠، ص ٥-٦.

<sup>٢</sup> فاروق إبراهيم جاسم، القانون التجاري (العقود التجارية وعمليات المصارف)، منشورات الحلبي الحقوقية، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠١٨، ص ٧.

لتحقيق المشاريع الاستثمارية التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة تستوعب الاحتياجات التمويلية لهذه المشاريع.

بذلك تكفل إذا الشركات المساهمة بدخولها الأسواق المالية مصدراً هاماً لتوفير الاستثمارات وضخ السيولة الكافية لتمويل الاستثمارات الأخيرة، من هنا برزت أهمية الأسواق المالية الحيوية من أجل تمويل القطاعات التي تواجه عجزاً في سيولتها النقدية، فهي تنشأ كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية للمشاريع المختلفة عبر قنوات متنوعة من حيث أشكالها، أنواعها وأنماطها.<sup>1</sup>

انطلاقاً من ذلك وجدت مختلف التشريعات أداة مالية تغطي جميع هذه الاحتياجات وتؤدي هذه الوظيفة المنشودة سواء لناحية تأمين التمويل الكافي أو حتى دخول الشركات الأسواق المالية العالمية تمثلت بشهادات الإيداع العمومية، فظهرت شهادات الإيداع العمومية كوسيلة استثنائية بديلة شكّلت مصدر تمويل إضافي للشركات المساهمة تصدر في الخارج في سوق أجنبي منظم تدخل من خلالها الشركات المساهمة إلى هذه الأسواق المالية.

بالتالي، فإن إصدار شهادات الإيداع العمومية عدّة آثار تجاه الشركة المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية، فتنقسم هذه الآثار إلى آثار شهادات الإيداع العمومية تجاه الشركة وأخرى تجاه رأس مال هذه الأخيرة. لذلك، سيتمّ البحث في الآثار على نشاط الشركة في (المبحث الأول)، ومن ثمّ الآثار على رأس مال الشركة في (المبحث الثاني).

### المبحث الأول: الآثار على نشاط الشركة

تعدّ الأسواق المالية إحدى أهم آليات اقتصاد السوق التي ظهرت منذ فترة طويلة من الزمن، وقد ارتبط مفهوم تطوّر الأسواق المالية منذ زمنٍ طويلٍ بالتطوّر الاقتصادي، تسهيل الأنشطة التجارية فضلاً عن رفع مستوى الشركات لا سيما شركات الأموال بالنظر لما تؤمنه لها من مزايا.

فقد فرضت الأسواق المالية نفسها على معظم اقتصاديات الدول، فأضحت " تعكس الوجه الحقيقي لتلك الاقتصاديات " من خلال دورها البارز في حشد وتعبئة الموارد المالية، لذلك أصبحت تؤدي بارزاً وبالغ الأهمية في تمويل منشآت الأعمال ومختلف المشاريع الاقتصادية، الأمر الذي جعل منها أداة فاعلة لدعم

<sup>1</sup> سعيدة صنيبة وفاطمة دحمان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، جامعة أحمد دارية، ٢٠١٧، ص ٥.

النمو الاقتصادي، الترويج لقطاع المال والأعمال بالإضافة إلى تعزيز الثقة والائتمان وبالتالي تحقيق النهوض الشامل والمتسارع لمختلف جوانب الحياة.<sup>1</sup>

انطلاقاً من ذلك، أصبحت الأسواق المالية مصدراً هاماً أساسياً لتأمين الاستثمار لمختلف القطاعات، فبرزت أهميتها الحيوية على وجه الخصوص عند تمويل هذه القطاعات لا سيما تلك التي تواجه عثرات مالية ونقدية، فتؤدي دوراً حاسماً في زيادة أداء الشركات عبر توفير التمويل اللازم للاستثمار والنمو كما تأمين وسائل لتقييم أداء هذه الشركات وخلق جو من المنافسة والابتكار من خلال تأمين حوافز للشركات تساعدها على تحسين أدائها بغية جذب المستثمرين ورفع قيمة أسهمها.

والجدير بالذكر أن تداول وإدراج شهادات الإيداع العمومية بشكل خاص في الأسواق المالية المنظمة انعكس بشكل واضح على نشاط الشركات المساهمة، فأصبحت شهادات الإيداع العمومية تؤثر إيجاباً في نشاط الشركة من خلال تأمين دخولها بصورة مباشرة إلى الأسواق المالية، فتعزز الثقة بالمستثمرين والعملاء الأمر الذي يؤدي بدوره إلى تحسين سمعة الشركة في الأوساط المالية والتجارية ما يزيد من مستوى الشفافية في نشاطاتها وأعمالها، بالإضافة إلى دورها في جذب التمويل وتسهيل عملية الاستثمار مما يساعد الشركة على توسيع نطاق أعمالها وزيادة ربحيتها بصورة عامة.

انطلاقاً من ذلك لا بدّ من البحث في فرض نشاط الشركة داخل الأسواق المالية في (الفقرة الأولى)، ومن ثم ترسيخ الثقة بالشركة في (الفقرة الثانية).

### الفقرة الأولى: فرض نشاط الشركة داخل الأسواق المالية

تكمن الغاية الأساسية وراء إصدار شهادات الإيداع العمومية في حصول الشركة على أوراق مالية تتمكن من تداولها في الأسواق المالية الأجنبية، انطلاقاً من كونها أداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية يجري تداولها من قبل مستثمرين أجانب.

بالتالي تضمن الشركة من خلال إصدار شهادات الإيداع العمومية الحصول على تمويل إضافي خارجي أجنبي المصدر يتيح لها بأن تكون ذات أداء مميز داخل الأسواق المالية، بذلك تكون شهادات الإيداع العمومية قد أصبحت المساهم الرئيس في فرض نشاط الشركة داخل الأسواق المالية.

<sup>1</sup> حريزي رابح، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محلّ التداول فيها، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قسطنطين، ٢٠١٠، ص ١٩.

بمعنى آخر، فإن إصدار شهادات الإيداع العمومية وتداولها في الأسواق المالية المنظمة أتاح للشركات الدخول إلى الأسواق المالية بصورة مباشرة، فكان لدخول الشركات هذه الأسواق المالية ذلك الأثر البالغ في عملية نموها وانتشار نشاطاتها وأعمالها على نطاق واسع.

فخلق دخولها الأسواق المالية قدرة تنافسية كبيرة في مواجهة الشركات الأخرى الأمر الذي حفز الابتكار في مشاريعها والكفاءة في نشاطاتها وأعمالها من أجل الاحتفاظ بمركزها وقوتها بالرغم من التقلبات والمخاطر التي يمكن أن يحدثها زيادة عدد الشركات وتزاحمها داخل هذه الأسواق فتفرض على المستثمرين الحرص عند تنويع استثماراتهم.

لذلك فلا بدّ من البحث بصورة في ماهية الأسواق المالية في (أولاً) ومن ثمّ البحث في دخول الشركة إلى الأسواق المالية في (ثانياً).

### أولاً: ماهية الأسواق المالية

كان لانتشار الشركات المساهمة بما تتطلبه من تمويل وتنوّع في الأوراق المالية المتداولة من قبلها الدور الرئيس في خلق حركة قوية من أجل التعامل بالأوراق المالية الأمر الذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، فظهرت أول بورصة للأوراق المالية في لبنان منذ عهد الانتداب عام ١٩٢٠ وأصبحت سوق الأوراق المالية الوحيدة العاملة في لبنان، بينما تعود نشأة أول سوق للأوراق المالية في فرنسا إلى عام ١٩٢٤.

عليه، لا بدّ من بيان مفهوم الأسواق المالية في (أ)، ومن ثمّ التطرق إلى أنواع الأسواق المالية وذلك في (ب).

### أ- مفهوم الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية وظيفة بالغة الأهمية في مختلف القطاعات، حيث حظيت بأهمية فائقة في الاقتصاديات المعاصرة بالرغم من كلّ اختلافٍ لجهة تقدّمها ونظم عملها، وترجع هذه الأهمية الفائقة إلى ما تؤديه أسواق الأوراق المالية من دورٍ فعّالٍ في دعم عمليات التمويل والاستثمار من خلال استغلال الفرص الاستثمارية المربحة وضمان تحقيق مصالح جميع الأطراف ذات الصلة بهذه العملية.

١ المادة الأولى من قانون رقم ٠ الصادر بتاريخ ١٩٥٧/٥/٣، الجريدة الرسمية، العدد ٣٠، تاريخ ١٩٥٧/٧/٣، ص ٦٠٨-٦٣٧.

"تخضع بورصة بيروت لأحكام قانون ٢ شباط ١٩٥٧ وتعمل تحت رقابة الحكومة."

فهي المجال الاستثماري الذي تعتمد عليه اقتصاديات دول العالم وذلك باعتبارها المجال الوحيد الذي يمد السيولة والتمويل لمختلف المؤسسات الاقتصادية والشركات التجارية وغيرها من القطاعات الفاعلة في الاقتصاد، كما تكفل ميداناً واسعاً لأصحاب الفائض المالي في توجيه مدخراتهم وتوظيفها من خلال تداول الأوراق المالية المختلفة، فإن قيام المشاريع والنشاطات على اختلاف أنواعها وأحجامها رهن توفر عنصر رأس المال لذلك فإن الحاجة الملحة للتمويل باعتباره أحد المقومات الأساسية لقيام الشركات المساهمة، توسع نطاق نشاطاتها واستمراريتها كما دعم رأس مالها وتنوع أوراقها المالية المتداولة كان الدافع الأساسي لتطور وضرورة توسيع حركة الأسواق المالية.

وقد اختلف مفهوم الأسواق المالية وتعددت تعريفاتها، إلا أنه بصورة عامة شاملة يمكن القول بأن أسواق الأوراق المالية هي "كل مكان أو حيز تنتقل فيه رؤوس الأموال عن طريق إصدار وتداول الأوراق المالية شرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق تجعل الائتمان سائداً في لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيها."

إذاً، تعرف الأسواق المالية بأنها الأسواق التي يتم فيها تداول مختلف الأوراق المالية والنقدية سواء القصيرة، المتوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع العمومية بالإضافة إلى غيرها من الأوراق المالية المتعددة في أنواعها وأشكالها فضلاً عن أسواق العملات الأجنبية وغيرها.

والجدير بالذكر أن المشرعين اللبناني والفرنسي لم يتناولوا مفهومًا عامًا صريحًا للأسواق المالية إنما عمداً إلى تنظيم تداول هذه الأوراق المالية في قانون الأسواق المالية رقم ٢٠١١/١٦١ الصادر بتاريخ ٢٠١١/٨/١٧ مشيرًا إلى الجهة المخولة إدراجها وشروط هذا الإدراج فيها ضمن أحكام الباب الثامن من هذا القانون تحت عنوان "إدراج الأوراق المالية في البورصة" كمنظيره الفرنسي الذي أشار إلى نطاقها وأنواع الأوراق المالية المتداولة وذلك ضمن أحكام قانون النقد الفرنسي.

فقد فصل المشرع اللبناني وظيفة التداول عن الوظائف الأخرى من خلال إنشاء هيئة الأسواق المالية التي أناط بها المهام التنظيمية وخولها صلاحية الترخيص بإنشاء البورصات والأسواق المالية في لبنان بالإضافة إلى الإشراف عليها وتولي مراقبة عملها.

<sup>١</sup> نوال بو علام سمرد، البورصة والأوراق المالية المتداولة فيها، دار اليازوري العلمية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، ٢٠٢١، ص ٥.

<sup>٢</sup> المادتين ٤٧ و ٤٨ من قانون الأسواق المالية رقم ٢٠١١/١٦١، تاريخ ٢٠١١/٨/١٧، الجريدة الرسمية، العدد ٣٩، تاريخ ٢٠١١/٨/٢٥، ص ٣٠٨٣-٣١٠٠.

إنّ تناول مفهوم الأسواق الماليّة يستوجب تسليط الضّوء على مختلف أنواعها.

## ب- أنواع الأسواق الماليّة

لا تقتصر الأسواق الماليّة على نوعٍ واحدٍ منها فهي منتشرة على نطاقٍ واسعٍ بأنواعها المختلفة ووظائفها المتعدّدة، إذ يبرز أنواعًا متعدّدة من الأسواق الماليّة التي تحقّق أهدافًا مختلفة، فتتعدّد أنواعها بتعدّد وظائفها والغايات التي تسعى إلى تحقيقها.

لذلك لا بدّ من تسليط الضّوء على الأسواق الأوليّة في (١) ومن ثمّ الحديث عن الأسواق الثّانوية في (٢).

### ١- الأسواق الأوليّة

هي الأسواق التي تصدر فيها الشّركات أوراقًا ماليّةً جديدةً بغية رفع وزيادة رأس المال العائد لها وذلك تحقيقًا لأغراضٍ وغاياتٍ مختلفة كالحصول على تمويلٍ واسع النّطاق أو حتّى تسديد بعض الدّيون.

فهي جزء من سوق رأس المال الذي يجري فيه بيع وشراء الأسهم، سندات الدّين وشهادات الإيداع العموميّة وغيرها من الأوراق الماليّة التي يتمّ طرحها للمرّة الأولى، فمن خلالها تستطيع الشّركات تأمين مصدرٍ للموارد الماليّة بغية تمويل الاستثمارات أو تغطية العجز الذي تواجهه بواسطة إصدار الأوراق الماليّة، فنكون بذلك هذه الأسواق السّوق الحقيقيّ للاستثمار بالنّظر للمستثمر الذي يشتري هذه الأوراق الماليّة.

بمعنى آخر، فالأسواق الأوليّة هي تلك الأسواق الماليّة التي يجري فيها التّعامل بالأوراق الماليّة عند إصدارها للمرّة الأولى عند قيام الشّركات الجديدة قبيل تأسيسها وبداية حياتها بطرح رأسمالها بصورة أوراقٍ ماليّةٍ ودعوة الجمهور للاكتتاب فيها، لذلك أطلق عليها أسواق الإصدار.<sup>١</sup>

### ٢- الأسواق الثّانوية

يطلق عليها أسواق التّداول، وهي الأسواق التي تتداول الأوراق الماليّة التي سبق أن اكتملت شروط إدراجها وسبق تداولها في السّوق الأوليّة وغالبًا ما تسمّى بالبورصات، وهي الأسواق التي تنتقل فيها الأموال من الأفراد والشّركات إلى المستثمرين من خلال أوراق ماليّة كالأسهم، السّندات وشهادات الإيداع العموميّة، أي

<sup>١</sup> حليلة عطية، دور السّوق الماليّة في تمويل الاستثمارات، أطروحة دكتوراه، كليّة العلوم الإقتصاديّة والتّجاريّة، جامعة محمّد خيضر، ٢٠١٥، ص ١٢.

أنها بالتالي لا تشكل مصدر تمويل جديد، فيجري التعامل ضمن نطاقها بالأوراق المالية الصادرة سلفاً أي الأوراق المالية القديمة.

وتتقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى نوعين من الأسواق: الأسواق المنظمة وتلك غير المنظمة.

## - الأسواق المنظمة

إنّ السوق المنظمة هي السوق الذي يجري تداول شهادات الإيداع العمومية فيها.<sup>1</sup>

يطلق على الأسواق المنظمة البورصات أو الأسواق الرسمية، وهي إحدى أهم وأبرز أنواع الأسواق الثانوية، فهي أسواق مالية منظمة قانوناً تخضع لقوانين الأسواق المالية ولإجراءات عمل محددة من أجل تنظيم عملية تداول الأوراق المالية بعيداً عن أي مظهر من مظاهر الغش والاحتيال سواء كان لجهة الشركات المقيدة في هذه الأسواق والمتداولة أوراقها المالية فيها أم لجهة العاملين والمتعاملين فيها.

وقد تناول المشرع اللبناني في قانون الأسواق المالية رقم ٢٠١١/١٦١ مفهوم البورصة فعرفها ضمن الباب الأول من هذا القانون تحت عنوان "إطار تطبيق القانون وتعريف مصطلحات" بأنها "السوق أو مركز التداول أو المكان أو النظام الإلكتروني أو المعلوماتي الذي يجمع بشكل منظم أوامر بيع وشراء الأدوات المالية فيكون مرخصاً وفقاً لأحكام هذا القانون".<sup>2</sup>

هذا بالإضافة إلى أنّ المشرع الفرنسي قد أشار إلى مفهوم الأسواق المنظمة ضمن أحكام قانون النقد الفرنسي في الكتاب الرابع ضمن الباب الثامن في الفصل الأول تحت عنوان الأسواق المنظمة الفرنسية فعرفها أنها "نظام متعدد الأطراف يضمن ويسهل داخله وفقاً لقواعد غير تقديرية الالتقاء بمصالح البيع والشراء المتعددة التي يعبر عنها الأطراف الثالثة للأدوات المالية بطريقة تؤدي إلى إبرام العقود المتعلقة بالأدوات المالية المقبولة للتداول في إطار قواعد وأنظمة السوق وهي معترف بها وتعمل بها وفقاً لأحكام هذا الفصل".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> المادة ٤٥٨ مكرّر-٢ من القانون التجاري اللبناني المعدل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ السابق: "إنّ إيصالات الإيداع العمومية هي صكوك إسمية قابلة للتداول مرتبطة بأسمهم إسمية (الأسم الأساسية) لشركة مغلقة لبنانية، تصدر في الخارج من قبل مصدر مرخص في بلد الإصدار وتدرج في الأسواق المالية المنظمة."

<sup>2</sup> المادة الثانية من قانون الأسواق المالية رقم ٢٠١١/١٦١ السابق.

<sup>3</sup> "L'article L-421-1 du code monétaire et financier crée par la loi n.99-1071 du 16/12/1999: "Un marché réglementé d'instruments financiers est un système Multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires de multiples intérêts

## - الأسواق غير المنظمة

يطلق عليها تسمية سوق التداول خارج البورصة أو السوق غير الرسمية، وهي تتعامل بالأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المالية المنظمة أي التي لم تستوف شروط الإدراج مع أن ذلك لا يحول دون التعامل بها في الأسواق المنظمة، وهي تتميز بغياب مكان وهيكل تنظيمي ومؤسسي محددتين فتتم الصفقات بواسطة شبكة اتصال كبيرة وقوية تربط بصورة مباشرة بين السماسرة، التجار والمستثمرين.

والأسواق غير المنظمة تنقسم بدورها إلى ما يعرف بالسوق الثالثة التي نشأت كمنافس للأسواق المنظمة بالإضافة إلى السوق الرابعة أو يطلق عليها بسوق الأغنياء.

بالتالي فإن الأسواق المالية تجعل الأوراق المالية المتداولة فيها أكثر قابلية للسيولة فتزيد من قيمتها، الأمر الذي يؤدي بالتالي إلى تحفيز كما تشجيع الاستثمار وحث المستثمرين على استثمار أموالهم بشراء هذه الأوراق المالية.<sup>1</sup>

### ثانياً: دخول الشركة إلى الأسواق المالية من خلال شهادات الإيداع العمومية

تتطلب استمرارية الشركة قدرًا كبيرًا من الموارد المالية، فهي تحتاج أموالاً طائلة للبدء بنشاطها وتعظيم أرباحها، وقد تلجأ في بعض الأحوال إلى استخدام احتياطها أو جزء من أرباحها في تمويل مشاريعها الجديدة، إلا أن التمويل على هذا النحو لا يتكفل بالنجاح دائماً إذ تتطلب زيادة إنتاجيتها لتلبية لاحتياجاتها، فتصبح بذلك بحاجة لأدوات تضح أموالاً قادرة على تغطية عملية تطورها.

عليه، أصبحت الأسواق المالية من خلال الأوراق المالية التي تصدرها الشركات وسيلة تتزاحم هذه الشركات على ولوجها لفرض وجودها فيها وبناء سمعة حسنة في الأوساط التجارية والمالية تمكّنها من استغلال أكبر قدر من المزايا التي تقدمها هذه الأسواق لها.

---

acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers d'une manière qui aboutisse à la conclusion des contrats portants sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché, il est reconnu et fonctionne conformément aux dispositions du présente chapitre."

<sup>1</sup> مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال (النظرية والمؤسسات النقدية)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، ٢٠٠٠، ص ١٦٢-١٦٣.

انطلاقاً ممّا تقدّم، يقتضي البحث في ولوج الشركة إلى الأسواق الماليّة في (أ) ومن ثمّ دراسة أثر ولوج الشركات إلى الأسواق الماليّة في (ب).

### أ- ولوج الشركة إلى الأسواق الماليّة

إنّ الهدف الأوّل الذي باتت الشركات المساهمة الحديثة تسعى إليه يتجلّى في البحث عن وسائل تمويليّة تدرّ أموالاً طائلةً قادرة على تغطية مشاريعها واستيعاب نشاطاتها توضع بقبضة المستثمرين في الأسواق الماليّة، فتؤمن ولوجها داخل هذه الأسواق فتفرض نشاطاتها فيها من خلال هذه الأدوات الماليّة.

إذا تعدّ شهادات الإيداع العموميّة أداةً ماليّةً تلجأ إليها الشركات المساهمة بغية توسيع نطاق ولوجها داخل الأسواق الماليّة العالميّة، بالتالي يؤدي إصدار شهادات الإيداع العموميّة وتداولها في الأسواق الماليّة المنظّمة وظيفيّة حيويّة في فرض نشاط الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة داخل الأسواق الماليّة والولج إليها من خلال مساعدتها في الوصول إلى قاعدةٍ أوسع نطاقاً من المستثمرين الدوّليين، فيتمكّن مختلف المستثمرين في أنحاء العالم الوصول إلى شهادات الإيداع العموميّة من أجل شرائها واستثمارها.

عليه، تشكّل الأسواق الماليّة مركزاً حيويّاً للشركات المساهمة تسعى بصورةٍ دائمةٍ إلى الولوج إليها وفرض نشاطاتها ومشاريعها فيها من خلال الأوراق الماليّة التي تصدرها.

انطلاقاً ممّا تقدّم، فإنّ لولوج الشركة إلى الأسواق الماليّة من خلال شهادات الإيداع العموميّة آثاراً لا بدّ من البحث بها.

### ب- أثر ولوج الشركة إلى الأسواق الماليّة

إنّ تواجد الشركة في الأسواق الماليّة من خلال إصدار شهادات الإيداع العموميّة وتداولها في هذه الأسواق يؤمّن لها فرصةً جيّدةً لفرض وعرض نشاط الشركة داخل هذه الأسواق.

بالتالي انطلاقاً ممّا تقدّم فإنّ لفرض نشاط الشركة داخل الأسواق الماليّة تأثيراً جليّاً بالغ الأهميّة يمكنها من زيادة رأس مالها (١)، اطلاعها على الأسعار المتداولة بالسوق (٢)، تعزيز سيولة أوراقها الماليّة (٣)، بالإضافة إلى تمكينها من إدارة المخاطر ومواجهة العثرات (٤).

### ١- زيادة رأس مال الشركة

يتيح الدخول إلى الأسواق الماليّة للشركة زيادة رأسمالها لتغطية مختلف احتياجاتها بشكلٍ يستوعب حجم المشروعات التي تسعى إلى تحقيقها، فيستخدم رأس المال لأغراضٍ متعدّدة من أجل تطوير نشاطات

الشركة، تمويل مشاريعها أو حتى سداد الديون، فبدون الدخول إلى هذه الأسواق المالية التي تتداول الشركات فيها أدواتها المالية قد تكافح الأخيرة في سبيل تأمين التمويل والأموال اللازمة لها.

## ٢- تحديد أسعار السوق

يؤثر تحديد أسعار السوق في أداء الشركة بصورة مباشرة فبدخولها هذه الأسواق تصبح على اطلاع تام بالأسعار المتداولة المحددة في الأسواق المالية بصورة تساعد على اتخاذ قرارات سليمة تؤثر على سياستها التمويلية، فتوفر الأسواق المالية منصة للمستثمرين لتداول الأوراق المالية ما يؤدي بدوره إلى ضرورة تحديد أسعار السوق بما في ذلك أداء الشركات وبعض العوامل الأخرى ذات منحى اقتصادي كديناميكية العرض والطلب والظروف الاقتصادية<sup>١</sup>.

فتحديد هذه الأسعار بصورة دقيقة عاملاً حيوياً مؤثراً في قرارات الشركات والمستثمرين وأداء كل منهما.

## ٣- تعزيز سيولة الأوراق المالية العائدة للشركة

فالسّيوّلة العالية تشكّل عاملاً جاذباً يستقطب المستثمرين، فارتفاع قيمة الأوراق المالية العائدة للشركة المتداولة في الأسواق المالية يؤثر بشكل مباشر في أداء الشركة وقرارتها التمويلية، الأمر الذي بدوره يجعل من جمع وتكوين رأس المال من طريق إصدار هذه الأوراق المالية أكثر يسراً وسهولة.

## ٤- مساعدة الشركة في إدارة المخاطر

إنّ دخول الشركات الأسواق المالية من خلال إصدار شهادات الإيداع العمومية وتداولها فيها يخولها إدارة المخاطر بصورة أكبر، حيث تتمكّن بدخولها إلى هذه الأسواق من الحصول على أدوات تمكّنها من أخذ الحيطة ومواجهة تقلب الأسعار فتؤمن لها الحماية لمواجهة المخاطر المالية التي قد تعترضها في عملياتها وأثناء تنفيذ مشروعاتها.

بالإضافة إلى فرض نشاط الشركة داخل الأسواق المالية يترتب على إصدار شهادات الإيداع العمومية ترسيخ الثقة بالشركة الأمر الذي يتطلب البحث بها.

<sup>١</sup> فهم الأسواق المالية في تمويل الشركات، فاستر كابيتال، <https://fastercapital.com>، تاريخ النشر ٢٠٢٣/١٠/٩، تاريخ الدخول ٢٠٢٤/٣/٣٠.

## الفقرة الثانية: ترسيخ الثقة بالشركة

كانت الأزمات المالية والاقتصادية العالمية المتكررة التي نشأت على إثر الفساد داخل إدارات الشركات السبب المباشر للبحث عن آليات وقائية تحول دون وقوع هذه الأزمات، فأصبحت التشريعات تحرص بشكل دائم على الاهتمام بتقويم النصوص القانونية الخاصة بشركات الأموال في طليعتها الشركات المساهمة، إلا أنه بالرغم من ذلك لم تمنع هذه النصوص وقوع أزمات مالية متتالية ترتب عليها إفلاس عدد كبير من الشركات أبرزها أزمة عام ٢٠٠٨، فكان لا بد من إيجاد نظام وقائي يحمي الشركات من التعثر يتولى تحقيق المصادقية كما ترسيخ الثقة فيها، من هنا كانت نشأة ما يعرف بنظام حوكمة الشركات أي ما يطلق عليه "أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة".<sup>٢</sup>

انطلاقاً من ذلك أصبحت حوكمة الشركات تتبوأ أهمية بالغة في أجندة المال والأعمال، فأضحى هذا النظام أي نظام الحوكمة من الوسائل الضرورية واللازمة من أجل أداء أفضل للشركات، تحقيق نزاهة أكبر في أعمالها وإدارتها، مع ما يرافقها من التأكد من وفاء الشركة بالتزاماتها وتعهدهاتها فضلاً عن ضمان تنفيذ أهدافها، كل ذلك بالاستناد إلى العناصر التي يقوم عليها هذا النظام من شفافية، مساءلة، مسؤولية ومساواة.

إذاً فالحوكمة الرشيدة هي "مجموعة من القواعد القانونية والاقتصادية التي تنظم العلاقة بين الشركة وإدارتها وأصحاب المصالح المختلفة في إطار من الشفافية والمساءلة يؤدي اتباعها إلى تقدم الأعمال ورفع كفاءة الشركة وتحسين إدارتها وقدرتها التنافسية والمحافظة على حقوق مساهمي الشركة ودائنيها وعمالها ومستثمريها ومراقبة أعمال الإدارة واتباع أساليب العلمية والفنية الحديثة توصلًا إلى النجاح في العمل وتحقيق تعاضل الأرباح".<sup>٣</sup>

---

<sup>١</sup> تسبب غياب الممارسات الأخلاقية من قبل مجالس إدارات الشركات و المديرين التنفيذيين في ظل جو من التهور وإهمال الأخطار بصورة جديّة فضلاً عن غياب الرقابة الفعالة من قبل السلطات المصرفية بشكل خاص مقررات لجنة بازل ٢، والمغالاة في منح القروض بما يفوق رأس المال في ضوء غياب الضمانات، كل ذلك كان من مسببات الأزمة المالية التي كان لانتقالها من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي دوراً في إحداث اضطرابات في التوازن الاقتصادي وركود عالمي اضطر الدول إلى ضخ أموال طائلة اتقاء لهذا الركود.

<sup>٢</sup> محمد ياسين غادر، محددات الحوكمة ومعاييرها، المؤتمر العلمي الدولي للعلمة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، ٢٠١٢، ص ١٢.

<sup>٣</sup> إلياس ناصيف، حوكمة الشركات في القانون المقارن وتشريعات الدول العربية، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠١٧، ص ٤٧.

هذا وقد احتلّ مفهوم الشفافية والإفصاح أهميةً بالغة من بين المبادئ التي يقوم عليها نظام الحوكمة الرشيدة إذ لطالما اربط هذا المفهوم بمفهوم المساءلة وأصبح موضوعاً جدلياً تسلّطت الأضواء عليه في الآونة الأخيرة كمبدأ قادرٍ على ترسيخ الثقة بالشركة.

فالمشرّع اللبناني حاول قدر الإمكان عند تعديل قانون التجارة اللبناني بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ ترسيخ مبادئ الحوكمة والإدارة الرشيدة ضمن أحكامه، وقد كان لإصدار شهادات الإيداع العمومية في صدد تأثيرها المباشر على نشاط الشركة دوراً بارزاً في تفعيل هذا المبدأ وانعكاسه على نشاطها وأدائها.

إنّ ما تقدّم يتوجب البحث في مفهوم الشفافية في (أولاً) ومن ثمّ البحث في دور شهادات الإيداع العمومية في تعزيز الشفافية في (ثانياً).

### أولاً: ماهية الشفافية

تعدّ الشفافية من قبيل المفاهيم الأكثر حداثةً وتطوّراً في نظام حوكمة الشركات وإحدى المبادئ الرئيسية التي يقوم عليها هذا النظام، والتي يفترض على الإدارة الواعية الأخذ بها بما تتمتع به من أهمية لجهة الانفتاح والتخلّي عن الغموض، السريّة والتضليل فضلاً عن تأمين رؤية سليمة في اتخاذ القرارات داخل الشركة، بالإضافة إلى تعزيز الرقابة والمساءلة.

لذلك لا بدّ من البحث في ماهية الشفافية في (أ) ومن ثمّ التطرّق إلى الشفافية في ضوء تعديل قانون التجارة اللبناني في (ب).

### أ- مفهوم الشفافية

تمثّل الشفافية والإفصاح الجيّد في عرض المعلومات الماليّة وغير الماليّة أحد المبادئ الأساسية وركناً من الأركان التي تقوم عليها حوكمة الشركات فتجمعهما علاقة وطيدة، فهما الركن الأساسي الذي ترتكز عليهما الإدارة الرشيدة والسليمة للشركة اتّقاءً لأيّ وجهٍ من أوجه الفساد الذي يعود بعواقب وخيمة على سياستها الماليّة واستمراريتها.

لذلك لا بدّ من البحث في تعريف الشفافية في (١) ومن ثمّ التطرّق إلى علاقتها بالإفصاح في (٢).

### ١- تعريف الشفافية

تعدّ الشفافية أداةً بالغة الأهمية في محاربة الفساد المالي والإداري في الشركات فيعبر عنها بتقاسم المعلومات بطريقة مكشوفة من خلال مجموعة من الإجراءات الواضحة بغية صنع القرار في الشركة.

والمقصود بالشفافية هو تقديم صورة واضحة وحقيقية عن كل ما يحدث بما يضمن تحقيق الثقة، النزاهة والموضوعية في إجراءات إدارة الشركة كما تضمن الإفصاح السليم في الوقت المناسب عن الموضوعات المهمة وتؤمن هذه الخاصية توصيل معلومات محاسبية وإفصاحاً مالياً وغير مالي فتكون المعلومات واضحة وكاملة بالنظر لجميع الأطراف ذات المصلحة.<sup>١</sup>

فهي تعني توفير الشركة بصورة حقيقية بعيدة عن الغموض جميع البيانات المالية وغير المالية التي تعكس المركز المالي للشركة؛ بمعنى آخر هي عدم حجب المعلومات وتأمين وصولها بدقة للكافة، في الوقت المناسب وبالقدر الكافي،<sup>٢</sup> عليه، فإن الشفافية هي قيام الشركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بالإعلان عن المعلومات للجمهور والمجتمع المالي ذات الصلة بتداول الأوراق المالية ومنحهم فرصة الاطلاع على هذه المعلومات وعدم حجبها عنهم.

## ٢- علاقة الشفافية بالإفصاح

الإفصاح هو الكشف الرسمي عن المعلومات والأحداث الجوهرية التي حصلت ولها تأثير على الشركة يجب أن يعلم بها كافة المساهمين. وعادةً ما يتم الإفصاح عبر وسائل الإعلام، لا سيما المواقع الخاصة بالسوق المالية وموقع الشركة المساهمة على اعتبار أنه إحدى الطرق السريعة لإعلام المساهمين. وهو نشر البيانات والمعلومات والتقارير التي تعد ركيزة اتخاذ المستثمرين الحاليين والمحتملين في شركة معينة القرارات الاستثمارية الصائبة والإعلان عنها وحملها إلى الجميع وللجهات الرقابية بجميع وسائل التكنولوجيا الحديثة.<sup>٣</sup>

هذا وتكمن العلاقة بين الشفافية والإفصاح في كون الشفافية تمثل نتيجة للإفصاح الكامل، إذ تنتفي الشفافية عندما يكون الإفصاح ناقصاً، الأمر الذي جعل الشفافية أكثر شمولاً وأوسع نطاقاً من حالة الإفصاح، بالتالي فإن الشفافية تفترض وجود إفصاح بينما لا يستلزم الإفصاح وجود شفافية دائمة، فالشفافية أثر مترتب على وجود الإفصاح الكامل.

<sup>١</sup> مها رمزي ورمزي ربحاوي، "الشركات المساهمة بين الحوكمة والقوانين التعليمات للشركة المساهمة في عمان"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٤٢، العدد ١، جامعة دمشق، دمشق، سوريا، ٢٠٠٨، ص ٩٧.

<sup>٢</sup> أحمد خضر، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات، دار الفكر الجامعية، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، ٢٠١٢، ص ٥٢.

<sup>٣</sup> إلياس ناصيف، حوكمة الشركات في القانون المقارن والتشريعات العربية، مرجع سابق، ص ١.

إنّ التّعريف على مفهوم الشّفاقيّة يسلّط الضّوء على البحث في الشّفاقيّة في ضوء تعديل قانون التّجارة اللّبنانيّ.

## ب- الشّفاقيّة في ضوء تعديل القانون التّجاريّ اللّبنانيّ

حرص المشرّع اللّبنانيّ في صدد تعديل قانون التّجارة البريّة اللّبنانيّ على مجارة المبادئ التي أرساها نظام الحوكمة الرّشيدة في الشّركات المساهمة اللّبنانيّة وسعى نحو تحديث وسائل إدارتها.

وقد تجلّى هذا الحرص في تعديل المادّة ١٥٣ من هذا القانون التي سمحت للشّركات المساهمة الفصل من جهة بين رئاسة مجلس الإدارة والمدير العامّ من جهة أخرى، كما تجلّى بوضوح بتعديل المادّة ١٤٧ التي أصبح بموجبها بإمكان الجمعية العموميّة انتخاب أعضاء مجلس الإدارة من ضمن المساهمين وغير المساهمين لاغيةً أسهم الضّمان في صندوق الشّركة ضامنةً بذلك الجمعية العامّة انتخاب أعضاء مجلس إدارة مستقلّين، وفي فرنسا، في السّنوات الأخيرة، أصبح من الواضح أنّ الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة والمدير العامّ قد أصبح ضروريًا، فمبدأ الفصل بين مهام كلّ منهما ليس بالأمر القديم، إذ أنّ قانون رقم ٢٠٠١/٤٢٠ الصادر بتاريخ ١٥/٤/٢٠٠١ كان للمدير العامّ صلاحيّات ثانويّة مقارنةً بتلك العائدة لرئيس مجلس الإدارة فوضع هذا القانون أدوات متميّزة بيد كلّ منهما وحصل فصلٌ بين هذه الأدوار.<sup>١</sup> ومن الواضح أنّ تعزيز الشّفاقيّة في إدارة الشّركات كانت إحدى الغايات الرّئيسيّة للمشرّع فتجلّت بتعديل المادّة ١٥٨ (١)، والمادّة ١٠١ من هذا القانون (٢).

### ١- تعديل المادّة ١٥٨ من القانون التّجاريّ اللّبنانيّ

فرضت المادّة ١٥٨ من القانون التّجاريّ اللّبنانيّ الجديد التّرخيص المسبق للعقود المنوي إبرامها بين الشّركة وأحد أعضاء مجلس الإدارة فأتسع نطاق هذا التّرخيص ليشمل العقود المنوي إجراؤها بين الشّركة وكلّ من أعضاء مجلس الإدارة، المدير العامّ، المدير العامّ المساعد وكلّ مساهم يملك بصورة مباشرة أو عبر مباشرة حقّ تصويت بما يزيد عن ٥٪ من رأس مال الشّركة وإن كان العقد جاريًا تحت ستار شخصٍ ثالثٍ سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة.<sup>٢</sup>

<sup>1</sup>Catherine Detalle, "La dissociation de la fonction de président du conseil d'administration et de la fonction du directeur général dans les sociétés anonymes: un critère de bonne gouvernance ?", *Journal spécial des sociétés*, N.31, 2021, p.14.

<sup>٢</sup> نهلا شمس الدّين، "تعديل قانون التّجارة خطوة أساسيّة في مسيرة تحديث القوانين في لبنان"، مرجع سابق.

وعلى غرار معظم التشريعات الأجنبية يكون المشرع اللبناني بهذا التعديل قد فرض حدًا لأكثرية المساهمين يحول دون استغلال موقعهم في الشركة من أجل تحقيق مكاسب شخصية لهم على حساب الشركة، والجدير بالذكر إلى أن المشرع اللبناني فرض بالإضافة إلى هذا التعديل قيود على عاتق الخاضعين له بمقتضى آلية واضحة ومحددة، فمنع الأشخاص المعيّنين بالترخيص من إذا كانوا من أعضاء مجلس الإدارة من التصويت على قرار قبول منح أو رفض الترخيص المتعلق به، كما منح صلاحية النظر بالترخيص إلى مجلس الإدارة وذلك قبل انعقاد الجمعية العمومية، فيقدم تقريرًا خاصًا لأول جمعية عمومية عادية أو غير عادية من أجل المصادقة عليه مع منع الأشخاص المعيّنين بالترخيص من المشاركة بالتصويت على قرار المصادقة، ولا يعدّ الترخيص صحيحًا إلا بمصادقة الجمعية العامة عليه.

كما أوجبت هذه المادة على مجلس الإدارة وجوب تبليغ مفوض المراقبة العقود المرخص لها ضمن مهلة ١٥ يومًا من تاريخ الترخيص، وقيام مفوض المراقبة بعد ذلك برفع تقرير خاص بتلك العقود يبين مدى تأثيرها على البيانات المالية للشركة إلى الجمعية العمومية.

إذًا لا بدّ أيضًا من البحث في تعديل المادة ١٠١ من هذا القانون.

## ٢- تعديل المادة ١٠١ من القانون التجاري اللبناني

تفرض هذه المادة بموجب التعديل الأخير أعضاء مجلس الإدارة أن يودعوا لدى أمانة السجل التجاري المختصة كل عام وخلال شهرين من تاريخ موافقة الجمعية العمومية على البيانات المالية على ألا يتجاوز هذا الإيداع ٣١ من شهر كانون الأول من السنة الجارية، عددًا من المستندات في مقدمتها تقرير مفوض المراقبة الذي ترفق به البيانات المالية الإفرادية منها والمجمعة العائدة للسنة المنصرمة وفقًا لمعايير المحاسبة المرعية الإجراء، بالإضافة إلى تقرير مجلس الإدارة عن أعمال الشركة لهذه السنة ونتيجة السنة المنصرمة تحت طائلة تغريم الشركة بمبلغ مئة ألف ليرة سنويًا عن كل مستند لا يودع أصولًا.

وضمنًا لتطبيق ذلك قدّم المشرع تسهيلات نصّ عليها القانون الجديد تتمثل بإعفاء الشركة من موجب الحصول على براءة ذمّة صادرة عن الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي مسهلًا عملية إيداع وتسجيل

هذه المستندات الإلزامية، متبجًا لكل شخص الحصول على نسخة من هذه المستندات على نفقته الخاصة.<sup>١</sup>

والجدير بالذكر أنه في إطار تعزيز الشفافية وسهولة الوصول إلى المعلومات كما مواكبة التطورات وتسهيل المعاملات سمح المشرع إيداع هذه المستندات الإلزامية من خلال الوسائل الإلكترونية التي يحددها وزير العدل على أن النشر على موقع السجل التجاري بعد سنتين على نفاذ القانون الجديد يكون إلزاميًا ومتاحًا للجميع.

والجدير بالذكر أن الأمر الملفت هو التعديل الذي طال قاعدة البيانات التي يجب أن يتضمنها صكّ التأسيس حيث أضيف وجوب بيان هوية صاحب أو أصحاب الحق الإقتصادي وهو خطوة لجأت إليها أيضًا معظم التشريعات الأجنبية أبرزها المشرع الفرنسي من أجل مكافحة جرائم تبييض الأموال وتمويل الإرهاب. فتعبير صاحب الحق الإقتصادي رائج دوليًا في مجال التشريع التجاري مفاده التحكم بكيان قانوني ولم يرد تعريف موحد له لكنه يعني بصورة عامة أن شخصًا أو أشخاص يمارس أو يمارسون سيطرة فعالة ونهائية على شخص أو ترتيب اعتباري.<sup>٢</sup>

انطلاقًا مما تقدم لا بد من البحث في دور شهادات الإيداع العمومية في تعزيز الشفافية.

## ثانيًا: دور شهادات الإيداع العمومية في تعزيز الشفافية

إن صدور شهادات الإيداع العمومية عن مصدر أجنبي في الخارج وتداولها في الأسواق المالية المنظمة الأجنبية منها والمحلية مع ما يرافق كل منهما من فرض نشاط الشركة المصدرة للأسهم الأساسية من إمكانية فرض نشاطها داخل الأسواق المالية والدخول إليها يساهم إلى حد كبير في ترسيخ الثقة بها وتعزيز الشفافية فيها.

فإن دخول الشركات الأسواق المالية يفترض في المطاف الأول تمتعها بسمعة وثقة يعول عليهما في أعمالها ونشاطاتها ضمانًا لاستمراريتها، وقد ساهم تعزيز واقع الشفافية والإفصاح في ضوء تعديل القانون التجاري اللبناني في تعزيز دور شهادات الإيداع العمومية في هذا الصدد.

<sup>١</sup> المادة ١٠٢ من القانون التجاري اللبناني المعدل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ السابق.

<sup>٢</sup> مؤتمر نظام أصحاب الحقوق الاقتصادية شرط مسبق لتعافي الاقتصاد الوطني، منظمة الشفافية الدولية، الجمعية اللبنانية لتعزيز الشفافية، بيروت، لبنان، ٢٠٢٢.

عليه تعدّ شهادات الإيداع العموميّة تقنيّةً تساهم في تحقيق الشفافيّة داخل الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة من خلال نشر المعلومات والبيانات الماليّة لها في الأسواق الماليّة، لذلك لا بدّ من البحث في ترسيخ الثقة الماليّة في (أ)، ومن ثمّ البحث في ترسيخ الثقة بين أطراف شهادات الإيداع العموميّة في (ب).

## أ- ترسيخ الثقة الماليّة

إنّ الشفافيّة التي يؤمّنها إصدار شهادات الإيداع العموميّة وتداولها في الأسواق الماليّة المنظّمة تؤدّي دوراً محوريّاً في ضمان الرقابة والمساءلة فضلاً عن النزاهة والجدارة بالثقة داخل الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة، فيسهّل إصدار شهادات الإيداع العموميّة ودخول الشركة إلى الأسواق الماليّة الكشف عن المعلومات الماليّة وغير الماليّة لجميع المعنّيين بعملية الإصدار.

عليه، لا بدّ من البحث في تعزيز التّواصل المفتوح في مشاركة المعلومات في (١) ومن ثمّ تعزيز الشفافيّة الماليّة في (٢).

## ١- تعزيز التّواصل المفتوح في مشاركة المعلومات

إنّ أحد أهمّ الأمور التي يضمن إصدار شهادات الإيداع العموميّة تحقيقها يكمن في تعزيز التّواصل المفتوح في مشاركة المعلومات الذي يخلق بيئةً مرتكزةً على الثقة عبر نشر ومشاركة هذه المعلومات.

ويتجلّى ذلك في قيام الشركة بالإعلان عن أدائها المالي، مختلف التّحدّيات التي تواجهها فضلاً عن خططها المستقبلية، وكلّ ذلك في صدد الالتزام بمبدأ الشفافيّة، فيكفل التزامها في مشاركة هذه المعلومات المساعدة في بناء الثقة في نشاطاتها وأعمالها والسّمة الحسنة داخل الأسواق الماليّة والأوساط التجاريّة.

وتتولّى الشركات ذلك عادةً من خلال التّحديثات المنتظمة المستمرة بالإضافة إلى اللّجوء إلى منصّات التّكنولوجيا الحديثة التي تجعل عمليّة التّواصل المفتوح هذه يسيرةً.

## ٢- تعزيز الشفافيّة الماليّة

إنّ دخول الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة الأسواق الماليّة من خلال إصدار شهادات الإيداع العموميّة يضمن لها درجةً عاليةً من الشفافيّة الماليّة وهي تعدّ من العوامل البالغة الأهميّة في عمليّة بناء الثقة بالشركة وتعزيز الرقابة والمساءلة فيها فضلاً عن مساهمتها إلى حدّ كبير في قمع بعض أوجه الفساد، فنتّم الشفافيّة الماليّة من خلال توفير قاعدةٍ من المعلومات والبيانات الماليّة الشاملة والدقيقة تضمن

ثقة المستثمرين بها شاملاً ذلك الكشف عن مظاهر تضارب المصالح والإلتزام بالمعايير المحاسبية المرعية الإجراء.<sup>١</sup>

فالشركة التي يتعدّر عليها تحقيق الشفافية المالية تعرّض أداءها لخطر فقدان أصحاب المصالح للثقة به الأمر الذي يعود بعواقب وخيمة على سمعتها في الأسواق المالية والقطاع التجاري واستمراريتها على المدى الطويل.

إنّ ما تقدّم يستوجب البحث في ترسيخ الثقة بين أطراف عملية الإصدار.

### ب- ترسيخ الثقة بين أطراف شهادات الإيداع العمومية

إنّ إصدار شهادات الإيداع العمومية لا يرسّخ فقط الثقة بالشركة المصدّرة للأسهم الأساسية من الناحية المالية إنّما يضمن الثقة والشفافية بين أطرافها أيضاً، فيرسّخ الثقة بين جميع المعنيين بهذه الشهادات في طليعتهم المستثمرين، الأمر الذي يعزّز عملية صنع القرار والأداء المالي وحتى الممارسات الأخلاقية للشركة، فتترسّخ المصادقية في نشاط الشركة والثقة بين جميع الأطراف.

عليه، يقتضي البحث في تعزيز مركز المساهمين (١)، ومن ثمّ البحث في تعزيز ثقة المستثمرين في (٢).

#### ١- تعزيز مركز المساهمين

إنّ الشفافية التي يؤمّنها إصدار شهادات الإيداع العمومية وتداولها في الأسواق المالية تتيح للمساهمين فهم أداء الشركة المصدّرة للأسهم الأساسية، استراتيجيات عملها وممارسات إدارة المخاطر بصورة واضحة. فتضمن تأمين المعلومات الدقيقة في الوقت المناسب فتساعدهم الشركة بذلك على اتّخاذ قراراتٍ مستنيرةٍ سليمةٍ فيما خصّ استثماراتهم.

فإنّ الشركة التي تتولّى بصورةٍ منتظمةٍ الكشف عن بياناتها المالية بما تشتمل عليه من مستوى نموّ الإيرادات ومقدار ربحها كما تدفقاتها المالية يغرس الثقة بالمستثمرين الأمر الذي يزيد من مستوى تقييم الأسهم ما يترتب عليه تبعاً لذلك رفع مركز المساهمين وجذب عدد أكبر من المستثمرين.

#### ٢- تعزيز ثقة المستثمرين

<sup>١</sup> الشفافية: تسليط الضوء على حوكمة الشركات، قوة الشفافية، فاستر كابيتال، <https://faster capital.com> تاريخ النشر ٢٠٢٣/١٠/١٧، تاريخ الدخول ٢٠٢٤/٤/٤.

إنّ دخول الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة الأسواق الماليّة مع ما يتبعه من شفافيّة من خلال إصدار شهادات الإيداع العموميّة يعزّز الثقة بالمستثمرين، إذ إنّ المستثمر يستثمر عادةً في الشركات التي تظهر بوضوح التزامها بالشفافيّة وتطبيقها لمبادئ الحوكمة الرّشيّدة باعتبارها نظامًا تدار به الشركات وتنظّم، فهي تخلق لهم بذلك جوًّا من الثقة والمصداقيّة فيشعرون بالاطمئنان لجهة حماية مصالحهم.

فالشركة عندما تكون شفّافة في مختلف عمليّاتها، تقاريرها الماليّة وعمليات صنع القرار فإنّها تؤسّس لمستوى عالٍ من الثقة التي تجذب المستثمرين المحتملين.

انطلاقًا ممّا تقدّم، فإنّ البحث في أثر شهادات الإيداع العموميّة تجاه نشاط الشركة يستوجب بالضرورة البحث في أثر هذه الشّهادات تجاه رأس مال الشركة.

### المبحث الثاني: الآثار على رأس مال الشركة

إنّ الغاية الأولى التي نشأت من أجلها شهادات الإيداع العموميّة تتمثّل بتأمين التّمويل اللازم للشركات المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة.

فتتجلى وظيفة شهادات الإيداع العموميّة في كونها تمكّن هذه الشركات من الحصول على أكبر قدرٍ من التّمويل عبر ضخّ الأموال من الخارج وذلك من خلال تقديم أسهمها للمستثمرين الذين يستثمرون بأسهم شركاتٍ في مختلف البلدان، إذ كونهم يعدّون جزءًا غير منفصلٍ من عالم التّمويل المعولم يبحث هؤلاء بصورةٍ دائمةٍ عن فرصٍ للاستثمار خارج أسواقهم المحليّة.

لذلك، بغية السّماح للمستثمرين توسيع حدود استثماراتهم تصدر شهادات الإيداع العموميّة لتتيح لهم الاستثمار دوليًّا، لذلك، تعدّ شهادات الإيداع العموميّة أداةً ضروريّةً وفعّالةً في مساعدة الشركات المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة في الحصول على رأس المال من مختلف أنحاء العالم.

فيمثّل رأس مال الشركة أحد العناصر المهمّة فيها، إذ يعدّ وجوده من الوجهة القانونيّة أحد أهمّ مقومات وجود الشركة المساهمة والذي تستطيع من خلاله تحقيق غاياتها، زيادة أرباحها وتعظيم أهميّتها ووجودها باعتبارها الضّمان الأوّل لدائنيها.<sup>٢</sup>

<sup>١</sup> وردة سالمي، "تأثير قواعد الحوكمة في تنظيم الشركات المساهمة"، مجلة الشريعة والاقتصاد، العدد ١١، ٢٠١١، ص ٤٨٤.

<sup>٢</sup> شهرزاد عيودي ومحمّد مداسي، ضمانات حماية رأس مال الشركة المساهمة، رسالة ماجستير لنيل دبلوم قانون الأعمال، كليّة الحقوق والعلوم السياسيّة، جامعة العربي، ٢٠١٧، ص ٦.

بذلك، تتجلى أهمية رأس مال الشركة في تحقيق أهدافها وتعزيز ثقة الغير بها، إذ أنّ قوّة رأسمالها تساهم إلى كبير في تحديد مركزها ومكانتها على مختلف الصّعد فتجد لها حينئذٍ مركزاً بارزاً في الاقتصاديات القويّة الجاذبة للاستثمارات.

إذاً يعدّ رأس مال الشركة المعيار الرّئيس الذي بمقتضاه يحدّد ما تملكه والمورد الأساسي الذي من خلاله تتمكّن من زيادة رأس مالها.

عليه، يبدو جلياً أنّ لشهادات الإيداع العموميّة تأثيراً قوياً في رأس مال الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة. انطلاقاً ممّا تقدّم، لا بدّ من البحث في تعزيز الواقع الماليّ للشركة في (الفقرة الأولى) ومن ثمّ البحث في تعزيز الواقع الائتماني للشركة في (الفقرة الثانية).

### الفقرة الأولى: تعزيز الواقع الماليّ للشركة

تعدّ الشركات المساهمة النّمودج الأمثل لشركات الأموال لما يشكّله عنصر المال من أهميّة في وجودها واستمراريتها، لذلك فهي بحاجة دائمة إلى رؤوس أموالٍ ضخمةٍ تستوعب حجم نشاطاتها وتكفل تحقيق الغايات التي نشأت من أجلها.

فتعدّ الشركات المساهمة الأداة المثلى التي خلّفتها الرأسماليّة الحديثة لتجميع المدّخرات بغية إنشاء واستغلال المشروعات الكبيرة، إذ أطلق عليها بعض رجال القانون بأنّها من أكبر الاكتشافات التي عرفها العصر الحديث فلولا وجودها لما استطاعت الرأسماليّة الحديثة من التّطور والتّقدّم.<sup>١</sup>

فالشركات المساهمة بطبيعتها تتولّى استغلال المشروعات الاقتصادية الكبرى سواء التجاريّة أو الصّناعيّة وذلك نظراً لقدرتها على تجميع الأموال اللازمة والمزايا التي تحقّقها نظمها القانونيّة للشركاء يتملّ أبرزها بتقسيم رأسمالها إلى أسهمٍ قابلةٍ للتداول.<sup>٢</sup>

فنجاح أي شركة أو فشلها في الأصل هو رهن قوّة رأسمالها وقدرتها على اتّخاذ قراراتٍ تمويليّةٍ رشيدةٍ سليمةٍ فضلاً عن اعتماد أساليب وتقنيّاتٍ تحافظ على سير أعمالها بما بضمن حقوق ومصالح المساهمين فيها وحمايتهم، من هنا برزت أهمية رأس مال الشركة المساهمة باعتباره معياراً قادراً على إنجاح وتنفيذ

<sup>١</sup> محمّد فريد العربي، الشركات التجاريّة، المشروع التجاريّ بين وحدة الإطار وتعدّد الأشكال، دار الجامعة الجديدة، الطّبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، ٢٠٠٣، ص ١٤٠.

<sup>٢</sup> عزيز العكيلى، الشركات التجاريّة، دار الثقافة للنشر والتّوزيع، الجزء الرابع، الطّبعة الأولى، عمان، الأردن، ١٩٩٨، ص ٣٥٣.

المشاريع التي من أجلها وجدت الشركة في مقدمتها تحقيق أكبر قدرٍ من الأرباح، لذلك يظهر جلياً أنّ المشرّع في حالة تدخّل مستمرّ من أجل تنظيم كيفية جمع رأسمالها.<sup>١</sup>

عليه، يعدّ رأس مال الشركة المساهمة العنصر الأول فيها وجزءاً لا يتجزأ من حياتها، باعتباره يكشف عن المركز المالي الحقيقي للشركة، بالرغم من كونه لا يكشف وحده عن ذلك إنّما عن طريق الموجودات المقرونة به أي مجموع ما تمتلكه الشركة من سيولة، أموال ثابتة أو منقولة ومن حقوق اكتسبها الغير نتيجةً لمباشرة الشركة لنشاطها، فهو الوسيلة التي تحقّق الغرض الذي من أجله تأسست الشركة.<sup>٢</sup>

والجدير بالذكر أنّ العديد من العوامل ساهمت بصورة جلية في تعزيز رأس مال الشركة المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية من خلال إصدار شهادات الإيداع العمومية من خلال تأثيرها على قيمة الأسهم الأساسية وإقبال المستثمرين على تعزيز استثماراتهم من خلالها.

عليه، يقتضي البحث في تعزيز قيمة الأسهم الأساسية في (أولاً) ومن ثمّ البحث في إقبال المستثمرين على الاستثمار في (ثانياً).

### أولاً: تعزيز قيمة الأسهم الأساسية

يعدّ رأس المال الركيزة الأساسية لشركات الأموال في مقدمتها الشركات المساهمة التي تتجلى أهميتها في تحقيق أرباح ضخمة يعجز الفرد عن الوصول إليها،<sup>٣</sup> حيث تقاس أهمية وقوة الشركة بمدى قوة رأس مالها، فتجمع قوة رأس مال الشركة بأدائها علاقةً طرديةً إذ كلما ازداد رأس مال الشركة ازدادت تبعاً لذلك أهمية أداء الشركة، لذلك لطالما أبدت التشريعات اهتماماً جلياً من أجل إحاطة رأس المال بقواعد قانونية تنظيمية تكفل تعزيز قوته مبتكرةً أدوات مالية تؤدي هذه الوظيفة بقدر أقلّ من التكاليف والمخاطر، فكانت

<sup>١</sup> في هذا الصدد حدّد المشرّع اللبناني ضمن أحكام القانون التجاري اللبناني في الكتاب الثاني تحت عنوان "الشركات التجارية" في الباب الثالث منه المتعلّق "بالشركات المغفلة" ضمن الفصل الأول تحت "عنوان تأسيس الشركات المغفلة" في المادة ٨٣ أنّه "لا يجوز أن يكون رأس مال الشركة المغفلة أقلّ من ثلاثين مليون ليرة لبنانية ويجب الاكتتاب به كاملاً".

هذا وقد حدّد المشرّع الفرنسي الحد الأدنى لرأس مال الشركة المساهمة في المادة ٢٢٤-٢ من القانون التجاري الفرنسي في الكتاب الثاني منه تحت عنوان "الشركات التجارية ومجموع المصالح الاقتصادية"، في الباب الثاني الخاصّ بالأحكام الخاصة بالشركات التجارية المختلفة ضمن الفصل الرابع منه تحت عنوان "أحكام عامة تسري على الشركات المساهمة" بـ ٣٧٠٠٠€.

L'article 224-2 du code de commerce: « Le capital social doit être 37000€ au minimum... »

<sup>٢</sup> محمود أمين بن قاد ومحمّد حساين، "تمويل المؤسسة: زيادة رأس مال الشركة المساهمة نموذجاً-دراسة مقارنة"، مجلة قانون العمل والتشغيل، المجلد ٧، العدد ٢، ٢٠٢٢، ص ١٠٨.

<sup>٣</sup> عبد اللطيف علاوي، "دور رأس مال الشركة التجارية في الإستثمار، الشركة المساهمة نموذجاً"، مجلة قضايا معرفية، المجلد ٢، العدد ٣، ٢٠٢٢، ص ٢٧.

شهادات الإيداع العمومية من قبيل الأدوات التمويلية المستحدثة ذات الأثر الجليّ على رأس مال الشركة المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية.

عليه، لا بدّ من البحث في تعزيز سيولة الأسهم الأساسية في (أ)، ومن ثمّ دراسة أثر القيمة السوقية للأسهم في تعزيز رأس مال الشركة في (ب).

### أ- تعزيز سيولة الأسهم الأساسية

يعود دخول الشركات إلى الأسواق المالية من خلال إصدار شهادات الإيداع العمومية وتداولها في هذه الأسواق بالعديد من الآثار التي كان لها الأثر المباشر في الوظيفة المالية للشركة.

وتتجلى هذه الآثار في انتشارها على نطاقٍ واسعٍ داخل هذه الأسواق المالية وتوسيع قاعدة مستثمريها المتعاملين في هذه الأسواق، الأمر الذي شكّل فرصةً جيّدةً ووسيلةً آمنةً مرنةً تضمن لها تمويلًا كافيًا من خلال الأسواق المالية لا سيّما في كلّ مرّةٍ تعمد فيها الشركة إلى إنشاء إصدارٍ جديدٍ على شكل شهادات إيداعٍ عمومية.

فهي تعمل على توسيع نطاق تداول الأسهم المقدّمة مقابل شهادات الإيداع العمومية الصادرة في الأساس عن الشركة، فتؤمّن قاعدةً أكبر وأكثر تنوعًا وتشعبًا من حيث عدد المستثمرين.

بالتالي، فإنّ توسيع نطاق سوق الأسهم يساهم إلى حدّ واضحٍ وملحوظٍ في تعزيز سيولة وقيمة هذه الأسهم المحلية، ممّا يجعلها بالتالي وسيلةً فعّالةً تتيح للشركة الحصول على المزيد من رأس المال وتعظيم قوتها، الأمر الذي يعود بالنفع على الشركة ويضمن لها مساندةً قويّةً، إذ تعدّ شهادات الإيداع العمومية من أكثر الأدوات المالية تداولًا وإتاحةً بقبضة المستثمرين في الأسواق المالية.<sup>1</sup>

فإنّ زيادة سيولة الأسهم من خلال تداول شهادات الإيداع العمومية في الأسواق المالية يجعل هذه الأسهم متاحةً في قبضة المستثمر الأجنبيّ في سوقه المحليّة بصورةٍ يسيرةٍ سهلة، فيتسع بذلك السوق ويتضاعف الطلب على الأسهم، فتؤثّر شهادات الإيداع العمومية إيجابًا لجهة السوق المحليّ فتتعاكس زيادة سيولة الأسهم الأساسية على رأس مال الشركة الذي بدوره يجذب الخبراء الماليين ممّا يترتّب عليه ارتفاع جودة ودقّة البيانات المالية<sup>2</sup> للشركة المصدرة للأسهم ممّا يؤثّر بدوره في أدائها.

<sup>1</sup> فادي توكلّ ومحمود الشاهد، "الطبيعة القانونية لقيود وتداول شهادات الإيداع، مرجع سابق، ص ٣٧١.

<sup>2</sup> نهال مصطفى فريد، "دراسة أثر شهادات الإيداع على عائد ومخاطر ونشاط السهم في السوق المحليّ"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد ٤، ٢٠٠٠، ص ٦٦٥.

إذا فإن إصدار شهادات الإيداع العمومية وتداولها في هذه الأسواق يؤمن لها فرصة جيدة لزيادة رأس مالها بأدنى التكاليف والمخاطر والتعقيدات التي تفرضها التقنيات التمويلية الأخرى.

بذلك يؤدي إصدار شهادات الإيداع العمومية وظيفية محورية في قطاع تمويل هذه الشركات، فتعد هذه الأنظمة الديناميكية المترابطة جزءاً من هذه العملية لا سيما بالنسبة للشركات التي يشكل الاعتبار المالي جزءاً لا يتجزأ من وجودها وكيانها، فتؤدي شهادات الإيداع العمومية دوراً واضحاً بالغ الأهمية في عملية تمويلها فهي تؤمن لها أكبر قدرٍ من الوسائل المتاحة التي تمكنها من الوصول إلى رأس المال وتحديد قيمة أوراقها المالية التي تصدرها أي المركز الحيوي لوجودها واستمرارها.

بالتالي فإن عوائد الأسهم الأساسية وارتفاع قيمتها كما تضاعف سيولتها تعدّ من أهم العوامل التي من خلالها يمكن الاطلاع على مستوى أداء الشركة فيشكل ارتفاع قيمة الأسهم الأساسية أحد أهم المؤشرات المؤثرة في زيادة رأس مال الشركة وتحسين مستوى أداء الشركة المالي.

والجدير نكره أن مؤشرات قيمة الأسهم من خلال إصدار شهادات الإيداع العمومية نالت أهمية بالغة في الكشف عن مدى جدية الإدارة في تحقيق قيمة مضافة لثروة المساهمين وذلك لكون ارتفاع قيمة الأسهم مرآة عاكسة لواقع رأسمال الشركة ومدى قوته فضلاً عن كونه مؤشراً على قوة نشاطها، قراراتها ونشاطاتها الاستثمارية.

إذ يكون عموم المتعاملين والمستثمرين في حالة تطلع دائم لاقتناء واستثمار الأسهم ذات القيمة والسيولة العالية نظراً لما يرتبه ذلك من سرعة وانخفاض تكاليف تداولها، فقيمة الأسهم وسيولتها هي من المؤشرات التي يعول عليها المستثمر عند اتخاذه قرار الاستثمار بالأوراق المالية لما يخوله إياه ذلك من فرصة الانتقال من استثمارٍ لآخر والقدرة على تحقيق جوٍّ من الاستقرار والاستمرارية.

انطلاقاً مما تقدّم فإن البحث في تعزيز قيمة الأسهم الأساسية عند إصدار شهادات الإيداع العمومية يفتح المجال للبحث في أثر القيمة السوقية للأسهم في تعزيز رأس مال الشركة.

## ب- أثر القيمة السوقية للأسهم في تعزيز رأس مال الشركة

تتباين قيمة الأسهم بين ما يعرف بالقيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية له، إذ تعدّ قيمة الأسهم معياراً لنجاح الشركة أو فشلها كونها تعكس الأداء الكلي لها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> أحمد عبد الكريم محمد الياسين وحسين جواد كاظم، "محددات القيمة السوقية للأسهم"، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد ١٥، العدد ٥٨، ٢٠٢٠، ص ٣.

فالقِيمة الدفترية للسهم تمثل القيمة المالية المحددة له في دفاتر الشركة، أي أنها تشكّل تكلفة شراء هذا السهم أي أنها تساوي قيمة رأس المال على عدد الأسهم، وتعكس القيمة الدفترية للأسهم ما قدمه المساهمون بصورة مباشرة أو غير مباشرة ومن طريق احتجاز أرباح لتمويل استثمارات الشركة على أنها لا تعكس القوة الإيرادية للاستثمارات.

في حين أنّ القيمة السوقية للأسهم تمثل القيمة التي يمكن أن يباع بها السهم، وهذه القيمة قد تكون متساوية مع القيمة الدفترية، أعلى منها أو حتى أدنى.

إنّ القيمة السوقية للأسهم تكون عادةً متساوية مع القيمة الدفترية في بداية أعمال الشركة بالنظر لعدم وجود سجلاتٍ عائدة للشركة توضّح مستوى أدائها ومقدار الأرباح التي تكون قد حققتها، إلا أنها قد تفوق قيمتها الدفترية الأمر الذي ينعكس إيجاباً على أداء الشركة وأرباحها، إذ يساهم هذا الارتفاع في القيمة السوقية في تحقيق أرباحٍ عاليةٍ يكون أثرها جلياً على رأس مالها، في حين تكون أحياناً أدنى من قيمتها الدفترية، الأمر الذي يعدّ مؤشراً سيئاً لأداء الشركة المالي بالنظر للخسائر المستمرة التي تتكبدها الشركة في هذا الصدد، الأمر الذي يعني أنّ القيمة السوقية للأسهم تمثل إجماع السوق على قيمة هذا السهم.<sup>1</sup>

بالتالي، قد يحدث أن تكون قيمة الأسهم الدفترية محدّدة في دفاتر الشركة، على أن تكون قيمتها السوقية محدّدة بقيمة أعلى تفوقها، فينعكس ذلك بصورة إيجابية على أرباح الشركة، فكلّما كانت القيمة السوقية للأسهم تفوق قيمتها الدفترية فإنّ ذلك سيرتدّ على ربحية الشركة، الأمر الذي يؤثر تبعاً لذلك على قيمة الشركة في الأسواق المالية فيؤدّي هذا الارتفاع بدوره إلى زيادة رأس مال الشركة المتاح، فتوظّف الشركة هذه الزيادة في رأس المال للاستثمار في مشاريع جديدة من أجل توسيع نطاق أعمالها وتحسين هيكلها المالي.

إنّ الحديث عن ارتفاع قيمة الأسهم الأساسية كمعيارٍ لزيادة رأس مال الشركة في ضوء إصدار شهادات الإيداع العمومية يستوجب البحث بإقبال المستثمرين على الاستثمار كوسيلة لتعزيز رأس المال.

---

<sup>1</sup> إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، منشورات صندوق النقد العربي، لا ط.، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة العربية، ٢٠١٠، ص ٤.

## ثانياً: إقبال المستثمرين على الاستثمار

ترتكز الشركات المساهمة بصورة أساسية على الاعتبار المالي بالنظر للأهمية التي تحتلها في مقدمة شركات الأموال، فينصب اهتمامها تبعاً لذلك على مقدار رأسمالها وحصص الشركاء فيها بمنأى عن أي اهتمام يطل الاعتبار الشخصي خلافاً لشركات الأشخاص.<sup>1</sup>

فنكمن أهميتها في قدرتها على تجميع رؤوس الأموال بفضل ما تمتاز به من أوراق مالية متنوعة قادرة على استقطاب المستثمرين وضخ أكبر قدر من التمويل بصورة تبعث الطمأنينة والثقة بالنظر للمتعاملين فيها، فباتت شهادات الإيداع العمومية مؤخرًا في مقدمة هذه الأوراق المالية التي شكّلت بدورها عاملاً جاذباً للمستثمرين الأمر الذي كان له التأثير الواضح في إقبالهم على الاستثمار.

عليه، فإن إصدار شهادات الإيداع العمومية يستوجب البحث في العوامل المؤثرة في إقبال المستثمرين على الاستثمار في (أ) ومن ثمّ البحث في أثر إقبال المستثمرين في تعزيز رأس مال الشركة في (ب).

### أ- العوامل المؤثرة في إقبال المستثمرين على الاستثمار.

لم يكن أمام الشركات المساهمة في ظل التطورات الحاصلة في عالم الأعمال سبيلاً لجذب المستثمرين وتوسيع قاعدة المتعاملين فيها سوى اللجوء لإصدار شهادات الإيداع العمومية، فأضحت شهادات الإيداع العمومية بذلك أداة فعالة تساهم إلى حد كبير في دخول وخروج المستثمرين الأجانب من وإلى الأسواق المالية من أجل تعميق الاستثمار داخل الشركات في ضوء مجموعة من العوامل المؤثرة التي جعلت منها أداة جاذبة للمستثمرين.

عليه لا بدّ من البحث في هذه العوامل المؤثرة في إقبال المستثمرين على الاستثمار المتمثلة بالتغلب على قيود الاستثمار الأجنبي في (1)، ومن ثمّ البحث في انخفاض تكلفة الاستثمار في شهادات الإيداع العمومية في (2).

### 1- التغلب على قيود الاستثمار الأجنبي

يعدّ الاستثمار الأجنبي للأوراق المالية العائدة للشركات المساهمة من أهم مصادر تدفق رؤوس الأموال، إذ تسعى المنظومة القانونية للشركات المساهمة إلى جذب أكبر عدد من المستثمرين الأجانب، إلا أنه بالرغم من وجود العديد من الضمانات القانونية الممنوحة للمستثمرين في صدد إقبالهم على الاستثمار

<sup>1</sup> نادية فضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، الجزائر، 2008، ص 145.

للأوراق الماليّة العائدة لهذه الشّركات فهم يواجهون عقباتٍ ومعوقاتٍ واردةٍ كقيودٍ على الاستثمار الأجنبيّ في الشّركات، فعملية جذب المستثمر الأجنبيّ تتوقّف بصورةٍ أساسيةٍ على مجموعةٍ من الضّمانات الممنوحة له يرافقها والسّعي نحو إزالة العراقيل التي تعيق عملية الاستثمار بغية تقديم يد العون للمستثمر الأجنبيّ بما يصبّ في مصلحته ومصلحة الشّركة.

وبالتّالي، فإنّ شهادات الإيداع العموميّة تتغلّب على قيود الاستثمار الأجنبيّ، فتفرض بعض المصارف وصناديق الاستثمار قيودًا على الاستثمار الأجنبيّ عندما يحظر نظامها الأساسيّ الاستثمار بالأوراق الماليّة الأجنبيّة بصورةٍ مباشرةٍ، فتلجأ إلى استثمار أموالها بشهادات الإيداع العموميّة باعتبارها أداةً قادرة على تخطّي هذه القيود.

فعلى سبيل المثال إذا أراد مستثمرٌ أميركيّ الاستثمار في شركةٍ صينيّةٍ مدرجةٍ في بورصة شنغهاي، يلجأ هذا المستثمر بدلاً من التّعامل مع تعقيدات الاستثمار في السّوق الصّينيّة إلى شراء شهادات إيداع صادرة عن مصرفٍ أميركيّ تمثّل ملكيّة الأسهم الأساسيّة للشّركة الصّينيّة.

## ٢- انخفاض تكلفة الاستثمار في شهادات الإيداع العموميّة

يبحث المستثمرون عادةً عن أدواتٍ ماليّةٍ تضمن لهم الوصول إلى استثمارات تحمل عائداتٍ كبيرةٍ بأقلّ قدرٍ من التّكاليف والأعباء، فتسعى الشّركات المساهمة عندها بصورةٍ مستمرةٍ لابتكار أوراق ماليّة لا تشكّل عبئًا على المستثمرين تكفل لهم وسيلةً مريحةً لتلقّي أرباح الأسهم والمدفوعات الأخرى ذات الصّلة بالاستثمار.

فشهادات الإيداع العموميّة هي أداة ماليّة لا تفرض على المستثمرين الوجود المباشر في الأسواق الأجنبيّة من أجل الاستثمار في الأسهم والأصول المتمركزة خارج بلدانهم، الأمر الذي يجعل منها من أكثر الأوراق الماليّة ملاءمةً وسهولةً بالنّسبة إليهم.<sup>1</sup>

بالتّالي، يكون الاستثمار بشهادات الإيداع العموميّة أقلّ تكلفةً وعبئًا من الاستثمار المباشر في الأسهم الأجنبيّة، إذ تتطلّب رسومًا وتكاليفًا وحتّى معاملاتٍ أقلّ من الاستثمار المباشر، فالاستثمار بالأوراق الماليّة الأساسيّة للشّركة كالأسهم يكون عادةً مكلفًا إلى حدّ كبيرٍ بالنّظر للمستثمرين والشّركة.

<sup>1</sup> Depository receipts :What they are, types and differences from stocks, GFLO consultancy, مرجع سابق

عليه، فإن إقبال المستثمرين على الاستثمار في شهادات الإيداع العمومية يترتب عليه حتماً آثاراً واضحة في تعزيز رأس مال الشركة لا بدّ من البحث فيها.

## ب- أثر إقبال المستثمرين في تعزيز رأس مال الشركة

تمثل الاستثمارات الأجنبية للأوراق المالية حاجةً ملحةً للشركات المساهمة التي تسعى بصورةٍ مستمرةٍ لاستقطاب هذه الاستثمارات من خلال توفير جوٍّ من الضمانات والحماية القانونية تضمن حمايته من المخاطر والمعوقات تكفل الحصول على أكبر قدرٍ من الأرباح والعائدات الاستثمارية الوفيرة تساهم إلى حدٍ كبير في تعزيز رأس المال بصورةٍ تخدم مصلحة المستثمرين والشركة.

عليه، يقتضي البحث في تدفق رأس المال في (١)، ومن ثمّ البحث في تعزيز هيكل رأس المال في (٢).

### ١- تدفق رأس المال

يعدّ الاستثمار الأجنبي في شهادات الإيداع العمومية أحد الوسائل الرئيسية لدقّق رأس المال الأجنبي وتعزيز رأس مال الشركة المصدرة للأسهم الأساسية، إذ يتمثل هذا الاستثمار في شراء الأسهم الأجنبية في الأسواق المالية عبر شهادات الإيداع العمومية التي تمثل ملكية الأسهم الأساسية للشركة المصدرة، فتهدف شهادات الإيداع العمومية بصورةٍ أساسيةٍ إلى تعزيز رأس مال الشركة المصدرة.

بالتالي فإنّه ومن خلال استقطاب رؤوس الأموال الجديدة من خلال الاستثمار بشهادات الإيداع العمومية تستطيع الشركة المصدرة تعزيز رأس المال الخاصّ بها.

بمعنى آخر، من خلال الاستثمار في شهادات الإيداع العمومية تصبح الشركة متاحةً للمستثمرين الأجانب الذين ليس باستطاعتهم الاستثمار مباشرةً في السوق المحلية، الأمر الذي يتيح بدوره زيادة التدفقات المالية ما ينعكس إيجاباً على رأس مال الشركة ويؤدّي إلى تعزيز الاستقرار المالي.

### ٢- تعزيز هيكل رأس المال<sup>١</sup>

فيكون لإصدار شهادات الإيداع العمومية والاستثمار بها أثراً واضحاً على هيكل رأس المال، بمعنى أنّها تنعكس إيجاباً على الكيفية أو الطريقة التي تموّل من خلالها الشركة عملياتها ونشاطاتها المختلفة بغية تحقيق أرباحٍ طائلةٍ وصولاً إلى التوسّع والنموّ.

<sup>١</sup> هيكل رأس مال الشركة هو مجموع الموارد المالية التي تعتمد عليها الشركات في تمويل عملياتها، بعبارةٍ أخرى هو الطريقة التي تموّل بها الشركة عملياتها.

فالأموال التي تحصل عليها الشركة عند زيادة تعزيز رأسمالها تساهم إلى حد كبير في تحسين هيكل رأس المال سواء لجهة تسديد الديون المترتبة في ذمتها أو تمويل المشاريع الجديدة دون الحاجة إلى الاقتراض. عليه، فإن تعزيز رأس المال يساهم في تعزيز كما تطوير قدرة الشركة على النمو، التوسع وتأمين التمويل الملائم والكافي لمشاريعها ونشاطاتها الجديدة المستقبلية من خلال التوظيف الأمثل لرأسمالها.<sup>1</sup>

انطلاقاً مما تقدم إن دور شهادات الإيداع العمومية لا يقتصر فقط على تعزيز الواقع المالي فيها إنما يطل هذا الدور الواقع الائتماني لهذه الشركة.

### الفقرة الثانية: تعزيز الواقع الائتماني للشركة

يشكل الائتمان والثقة الدعامة الأساسية للتعامل التجاري باعتبارهما من أهم المبادئ التي تحكم القانون التجاري وعالم الأعمال والتجارة بصورة عامة.

انطلاقاً من ذلك أصبح كل من الثقة والائتمان الركيزة الأساسية لنشاط الشركات التجارية لا سيما شركات الأموال لما يتطلبه قيامها على الاعتبار المالي من ضرورة خلق بيئة مرتكزة على الائتمان والثقة ضمن جو من الضمانات والحماية يكفل مصالح جميع المعنيين بصورة عامة.

وانطلاقاً من كون رأس مال الشركة هو العنصر المعول عليه طيلة وجودها واستمراريتها بالنظر للشركات المساهمة باعتبار المال جزء لا يتجزأ من كيانها واستمرارها فهي تتطلب في المقام الأول الثقة والائتمان في أموالها ونشاطاتها.

لذلك لا طالما توجه الاهتمام نحو تعزيز رأس مال هذه الشركات لكونه جزءاً رئيسياً في عملية تعزيز الثقة المالية للشركة التي تتطلع بصورة دائمة إلى توسيع نطاق عملياتها وتنمية ثروتها، فأصبح تركيزها مصوباً نحو تخفيف مخاطر مسعى الحصول على رأس المال حيث يثق المستثمر أو حتى المقرض في توظيف أموالهما بالاستناد إلى قرارات سليمة بقدر أعلى من الأرباح.

فكان لظهور شهادات الإيداع العمومية كأداة تمويلية مبتكرة دوراً فاعلاً في تعزيز رأس مال الشركة الأمر الذي انعكس بدوره على الثقة والواقع الائتماني للشركة فأصبحت شهادات الإيداع العمومية من أبرز الأدوات المالية للمعززة للثقة والائتمان داخل الشركة المصدرة لها.

<sup>1</sup> جمال منصر، "الاستثمارات الأجنبية وآثارها على التنمية الاقتصادية"، مجلة دفاقر المتوسط، المجلد ٢، العدد ١، ٢٠١٥، ص ٣٩.

عليه يقتضي البحث في تعزيز الائتمان في الشركة في (أولاً)، ومن ثمّ التطرّق إلى تعزيز التصنيف الائتماني للشركة في (ثانياً).

### أولاً: تعزيز الائتمان في الشركة

تعدّ الهندسة الماليّة السليمة القائمة بصورةٍ أساسيةٍ على أدواتٍ ماليّةٍ قادرةٍ على تغطيةٍ واستيعابٍ ضخامةٍ نشاطات الشركات المساهمة، حلّ معوّقات التّمويل والقادرة على التّفاعل مع المتغيّرات الحاصلة في عالم التّجارة، الأعمال والأسواق الماليّة لا سيّما في ضوء قيود الاستثمار المفروضة في هذا الصّدء؛ المحرك الأول لعالمي النّقة والائتمان في هذه الشركات، فالشركات القائمة على الاعتبار الماليّ بصورةٍ أساسيةٍ لا تخلو نشاطاتها عمليّاتها التي يتمحور استمرارها و نجاحها على توقّر أكبر على توقّر التّمويل الكافي والوفير من المخاطر الماليّة التي تززع ثقة بالهندسات الماليّة المعتمدة من قبلها الأمر الذي ينعكس بصورةٍ سلبيةٍ على أدائها الماليّ.

بالتّالي، تعمل شهادات الإيداع العموميّة في تعزيز الائتمان في الشركة من خلال ضبط المخاطر الماليّة من أجل تعزيز قيمة الشركة وأدائها من جهة وتعزيز النّقة بها من جهةٍ أخرى.

عليه، لا بدّ من البحث في ضبط المخاطر الماليّة في (أ)، ومن ثمّ البحث في تعزيز النّقة الماليّة بالشركة في (ب).

### أ- ضبط المخاطر الماليّة

يعدّ ضبط المخاطر الماليّة للشركات انطلاقةً ممّا تحتله الأوراق الماليّة من أهميّة بالنّسبة للسياسة التّمويليّة للشركة، من الاستراتيجيات البالغة الأهميّة لديها، فقد كان لشهادات الإيداع العموميّة دوراً بارزاً في ضبط المخاطر الماليّة التي يمكن أن تتعرّض لها الشركة في عمليّاتها التّمويليّة، حيث تواجه مختلف الشركات مخاطر عديدة عند ممارسة أعمالها ممّا يؤدي إلى وقوعها في أزماتٍ ماليّةٍ تعرّضها لاحتماليّة فشل نشاطاتها وتوسّعها كما فقدانها النّقة.<sup>٢</sup>

<sup>١</sup> تعدّ الهندسة الماليّة للشركة إحدى أهمّ العوامل في مجال تمويل الشركات ونهوضها باعتبارها العمليّة التي تنصبّ على إيجاد حلولٍ فعّالةٍ لمشاكل التّمويل والمخاطر التي ترافقها فضلاً عن تأمين فرصٍ استثماريّةٍ أوسع نطاقاً.

<sup>٢</sup> مها رفيق محمّد يوسف، "دور إدارة المخاطر الماليّة في تعظيم قيمة الشركات المساهمة في سوق رأس المال لجمهورية مصر العربيّة"، *Journal of south valley for environmental researches*، المجلد ٢، العدد ١، ٢٠١٩، ص ٣٤.

انطلاقاً مما تقدّم يقتضي البحث في ضبط مخاطر العملة في (١)،ومن ثمّ البحث في تعزيز الأداء الماليّ للشركة في (٢).

## ١- ضبط مخاطر العملة

تصدر شهادات الإيداع العموميّة تبعاً لنوعها والصورة التي تصدر فيها والجهة المصدّرة لها بالعملات الأجنبيةّة،بمعنى أنّها مقومة بالعملة الأجنبيةّة،الأمر الذي يتيح بدوره المجال لتداولها في الأسواق الماليّة بمختلف أنواعها المحليّة منها والأجنبيّة الدوليّة.

بالتالي فإنّ صدورها بالعملة الأجنبيةّة،يوسّع نطاق تداولها داخل الأسواق الماليّة الأجنبيةّة العالميّة،ما يضمن الحماية الكافية اللازمّة من المخاطر التي قد يفرضها صرف العملة مع ما يمكن أن يستتبعه من خسائر فادحة.

بالتالي فإنّ إصدار وتداول شهادات الإيداع العموميّة خلافاً للأوراق الماليّة الصادرة محليّاً العائدة للشركات المساهمة تتكبّد مخاطر أقلّ،فيصبح الحدّ من مخاطر العملة من أهمّ العوامل المؤثّرة في تعزيز الائتمان في الشركة واتّخاذ قرارات الاستثمار.

## ٢- تعزيز الأداء الماليّ للشركة

بالرغم من سعي الشركات المساهمة المستمرّ إلى تحقيق أكبر قدر من التّمويل وبناء ثقةٍ يعوّل عليها في نشاطاتها،إلا أنّ هذه العمليّة ليست بالأمر السّهل فقد تكون في أغلب الأحيان محفوفةً بالمخاطر والمجازفات،فقد تحقّق أرباحاً طائلةً أو قليلةً تكبّدتها خساراتٍ.

بالتالي فإنّ الدور الذي تؤدّيه شهادات الإيداع العموميّة في ضبط المخاطر يؤثّر إلى حدّ كبيرٍ في تعزيز الأداء الماليّ للشركة<sup>١</sup> الأمر الذي ينعكس بدوره على الائتمان والثّقة،حيث يتطلّب تعزيز الأداء الماليّ للشركة استراتيجيّاتٍ فعّالةٍ تتضمّن أدواتٍ ماليّةٍ تدعم هذه الوظيفة وتتولّى حماية الشركة من هذه المخاطر،حيث يعدّ الأداء الماليّ المتميّز أسلوباً جاذباً محقّقاً للاستثمارات يترك بصمةً مهمّةً في الواقع الماليّ والائتمانيّ للشركة.<sup>٢</sup>

<sup>١</sup> إيمان محمّد القرمازي وآخرون،"دور إدارة المخاطر الماليّة في تعظيم قيمة الشركات"،مجلة التّمويل والاستثمار والتنمية المستدامة،المجلد ٧،العدد ٢، ٢٠٢٢،ص٦٧٦.

<sup>٢</sup> أمروة المويسي،"السياسة الماليّة كأسلوب لجذب الإستثمار، رؤية مستقبلية"،مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية،العدد الأول،٢٠١٧،ص١٢.

إنّ البحث في تعزيز الائتمان يفتح المجال أمام البحث في تعزيز الثقة الماليّة للشركة.

## ب-ضمان الثقة الماليّة بالشركة

إنّ البيئة التجاريّة ترتكز بصورةٍ أساسيّةٍ على الثقة المتبادلة،فالتعامل التجاريّ لا بدّ أن يتضمّن عنصر الثقة، إذ يكون فقدان عنصر الثقة من أكثر الأمور المكلفة للشركة والمتعاملين معها،فيتطلّب نجاح الشركة وجود الثقة فلا تخاطر بالمجهول بل تكون قادرةً بقراراتها السليم قادرةً على غرس الثقة بها،إدًا فالثقة هي العامل الأساسيّ الذي يتطلّب النجاح الشامل للشركة المساهمة،ولعلّ أبرز ما يساهم في تعزيزها يتمثل بقدرتها على جمع الأموال وتوظيفها بصورةٍ سليمةٍ رشيدةٍ.

عليه،يقضي البحث في تعزيز سمعة الشركة في (١) ومن ثمّ البحث في اتخاذ القرارات التّموليّة الصّائبة في (٢).

### ١-تعزيز سمعة الشركة

تشير سمعة الشركة إلى الطّريقة ينظر بها المتعاملين معها إليها،فهي التّصوّر العامّ للشركة،حيث تؤثّر السمعة الماليّة الجيدة للشركة في ثقة المستثمرين والعملاء فتجذب الخبرات العالية والاستثمار وذلك خلافاً للسمعة السيئة التي تكبّد الشركة خسائر فادحة،فالاهتمام المستمرّ بنظرة الجمهور الداخليّ والخارجيّ للشركات يشكّل عاملاً بالغ الأهميّة في نجاح الشركة،استمراريّة نشاطها وبناء سمعة ماليّة جيّدة وتطوّرها الدائم،إذ تتمحور سمعة الشركة بمدى رضى الجمهور بنشاطها،من خلال تلبية رغباتهم،والتفاعل مع الأزمات المطروحة وإيجاد الحلول المناسبة.

عليه،فإنّ اعتماد الشركات المساهمة على شهادات الإيداع العموميّة كوسيلةٍ تمويليّةٍ حديثةٍ وبما تعود به من منافع على مختلف الصّعد،انطلاقاً من حرية تداولها ووصولها للأسواق العالميّة فضلاً عن الضّمانات والتسهيلات التي تمنحها للشركة المصدّرة وقدرتها الهائلة على تمويل الشركة بصورةٍ بديلةٍ عن الأوراق الماليّة الأخرى العائدة للشركة المساهمة،فإنّها قادرة على مساعدة الشركة في بناء سمعة ماليّة قويّة داخل الأسواق الماليّة بالنظر لجميع المستثمرين والمتعاملين وفي جميع الأوساط الماليّة والتجاريّة.

عليه،فإنّ سمعة الشركة مرتبطة ارتباطاً وثيقة بالثقة التي تمنحها إيّاها شهادات الإيداع العموميّة.

---

<sup>١</sup> وفقاً لـ"كينيث أرو" الاقتصاديّ والباحث القانونيّ الحائز على جائزة نوبل في العلوم الاقتصاديّة عام ١٩٧٢،فإنّ الرّكيزة الأساسيّة لكلّ تعاملٍ تجاريّ هي الثقة والائتمان.

## ٢- ترشيد القرارات التمولية

إنّ التعامل التجاري بصورة عامّة ونشاط الشركات المساهمة بصورة خاصّة يتطلّب يخضع لسلسلة من العلاقات المعقّدة تجمع الشركة بالمستثمرين والمتعاملين معها، الأمر الذي يقتضي وجوب توافر عامل الثقة بين هؤلاء انطلاقاً من كون الثقة الأساس الذي تبنى عليه المشاريع الناجحة.<sup>١</sup>

فالشركات المساهمة تؤدّي دوراً مهماً في تعزيز الأداء الاقتصادي، نقل التكنولوجيا، توفير التمول للمشروعات الجديدة وتوسّع المشروعات القائمة، الأمر الذي جعل منها من بين أشكال شركات الأموال من حيث توفير الفرص للمستثمرين.<sup>٢</sup>

عليه، ينعكس مقدار الثقة التي تتمتع بها الشركة على قدرتها على اتّخاذ القرارات التمولية الصّائبة المدروسة بما يصبّ في مصلحة جميع الأطراف، ولعلّ أبرز ما يساهم في هذه الثقة يتمثّل في اكتشاف الأسواق الماليّة والاستثمار الأمر الذي لا يتحقّق إلّا في ضوء وجود أوراق ماليّة تؤدّي هذه الوظيفة فتعدّ شهادات الإيداع العموميّة إحدى أهمّ هذه الأوراق وأكثرها رواجاً في الآونة الأخيرة، عليه، فإنّ الثقة التي يحققها إصدار شهادات الإيداع العموميّة وتداولها يضمن للشركة إمكانيّة ترشيد قراراتها التمولية فلا تلجأ إلّا إلى سياسة تمويلية مبنية إلّا على قرارات صائبة نابعة من الثقة التي تتمتع بها الشركة من خلال التعامل بشهادات الإيداع العموميّة.

انطلاقاً ممّا تقدّم، يقتضي البحث في تعزيز التّصنيف الائتمانيّ للشركة.

### ثانياً: تعزيز التّصنيف الائتمانيّ للشركة

في عالم تحكّمه قواعد الاقتصاد الرأسماليّ، يكتسي فيه التّمول، الإقراض والاقتراض أهميّة بالغة، كونها الرّكيزة الأساسيّة في تمويل الشركات والدول، حيث تبنى عليها العديد من القرارات والاستراتيجيات، الأمر الذي سلط الضوء على ضرورة تنظيم قطاع التّمول والديون، بشكل خاصّ الوقوف على قدرة الشركات على السداد المنتظم بما يضمن حقوق الدائنين.

<sup>١</sup> عامل الثقة في الأعمال التجارية: بناء الثقة مفتاح نجاح الأعمال، فاستر كابيتال، <https://faster capital.com> تاريخ النشر ٢٠٢٤/٣/٢٥، تاريخ الدخول ٢٠٢٤/٤/١٩.

<sup>٢</sup> مخاطر تراجع الثقة بإدارة الشركات المساهمة، الموقع الرسمي لبنك أبو ظبي للأسواق الماليّة، <https://De.Aikhaleej.ae> تاريخ النشر ٢٠١١/١١/١٧، تاريخ الدخول، ٢٠٢٤/٤/١٩.

من هنا ظهر ما يعرف بالتصنيف الائتماني؛ ويرتبط التصنيف الائتماني للشركة بالثقة والسّعة اللتان يعول عليهما في أداء الشركات المساهمة، فكلما كان التصنيف الائتماني للشركات أكثر قوّة كلما كانت الجدارة الائتمانيّة أكبر، الأمر الذي يضمن للشركة الحصول على التّمول والقروض ويعزّز قدرتها على سداد التزاماتها. فتولّت وكالات التصنيف الائتمانيّ مهمّة قياس مدى قدرة الشركات والمؤسسات على الوفاء بالتزاماتها، فيكون التصنيف الائتمانيّ كناية عن شهادة تثبت جدارة وجدية الوضع الماليّ للشركات.<sup>٢</sup> وانطلاقاً من ذلك فإنّ دور شهادات الإيداع العموميّة في تعزيز رأس مال الشركة باعتباره الضّمانة الأولى للدائنين، كان له أثراً بالغاً في ترسيخ الثقة بها، كلّ ذلك ساهم بصورة جليّة في تعزيز الجدارة الائتمانيّة للشركة.

انطلاقاً ممّا تقدّم يقتضي البحث في ماهيّة التصنيف الائتمانيّ في (أ) ومن ثمّ دراسة دور شهادات الإيداع العموميّة في تعزيز التصنيف الائتمانيّ للشركة في (ب).

### أ- ماهيّة التصنيف الائتمانيّ

يؤدّي التصنيف الائتمانيّ دوراً بالغ الأهميّة في تعزيز الثقة بشركات الأموال التي يتطلّب نشاطها والتعامل فيها وجود أكبر قدرٍ من الثقة والائتمان، فإنّ أبرز ما يدعم الشركة عند حاجاتها للتّمول أو الاقتراض هو التصنيف الائتمانيّ الذي يعكس مدى قوتها الماليّة وصوابيّة قراراتها وسياساتها التّموليّة، فقد احتلّ التصنيف الائتمانيّ أهميّة بالغة في عالم الأعمال والمال كمعيارٍ قادرٍ على الوقوف على الواقع الماليّ والائتمانيّ للشركات، المصارف والدول، حيث أصبح أداةً تمكّن جميع المعنّيين في هذا العالم الاطلاع على وضع الشركات الماليّ بغية تأمين الائتمان اللازم لنشاطاتهم.

عليه، يقتضي البحث في مفهوم التصنيف الائتمانيّ في (١)، ومن ثمّ دراسة الغاية منه في (٢).

<sup>١</sup> عبد الحافظ الصّاوي، التصنيف الائتمانيّ.. ما هو وما أهميّته للدّول والمؤسسات، <https://www.aljazeera.com>، ت.ن، تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/٤/٢٠.

<sup>٢</sup> لم يحدّد المشرّع اللّبنانيّ مفهومًا واضحًا الوكالات التصنيف الائتمانيّ لكن نظّرق في القرار رقم ٩٤٦١ تاريخ ٢٠٠٧/٢/٢٩، في المادّة الأولى منه إلى أنّ كلمة شركة هي "شركة تصنيف الائتمان المنشأة في لبنان خارجه". على أنّه يمكن تعريف وكالات التصنيف الائتمانيّ بأنّها مؤسسات تجاريّة متخصصة تتولّى مهمّة تقييم المخاطر المتعلّقة بإصدار الدّيون سواء للشركات أو الحكومات، فتعدّ القدرة على سداد فوائد الدّين والأقساط المترتّبة من أهمّ مؤشّرات الجدارة التي تتركز عليها تصنيفات هذه الوكالات، أهمّ وكالات التصنيف الائتمانيّ تتمثّل بوكالات « fitch » « S&P »، « Moody's ».

## ١- مفهوم التصنيف الائتماني

إنّ التصنيف الائتماني للشركات أو المصارف أو الدول يفيد الجدارة الائتمانية التي تتمتع بها والتي تنعكس على قدرتها في الحصول على التمويل اللازم والقروض، أي مدى التزامها بالوفاء بالالتزامات المترتبة في ذمتها.

فالتصنيف الائتماني هو كناية عن صك يفيد مدى صلاحية أو عدم صلاحية الشركات في الحصول على التمويل والقروض من خلال أسواق الائتمان أو المؤسسات المالية الدولية، حيث تلجأ الشركات في هذا الصدد للحصول على تقرير يعكس وضعها الائتماني من خلال وكالات التصنيف الائتماني، إلا أنها تتولّى في بعض الأحيان إعداده بنفسها بواسطة إدارتها الداخلية، أو تقوم بعض الجهات الخارجية بعملية التصنيف الائتماني بغية التثبت من شفافية ما تتضمنه التقارير الخاصة من معلومات يرتكز عليها قرار الائتمان.

فالتصنيف الائتماني هو الرأي الذي تتبناه وكالات التصنيف الائتماني بغية تقويم مدى الملاءة المالية للشركات أي رغبة مصدر الأوراق المالية في سداد التزاماته الحالية كما المستقبلية بصورة كاملة و في الوقت المحددة لذلك.<sup>١</sup>

والجدير بالذكر أنّ التشريع اللبناني لم يتطرق إلى الإشارة إلى مفهوم التصنيف الائتماني في مختلف أحكامه القانونية، لكن حدّدت هيئة الأسواق المالية الفرنسية مفهوم التصنيف الائتماني بأنه "رأي وكالة التصنيف الائتماني في مدى القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية مستقبلاً".<sup>٢</sup>

هذا وقد عرّفه مصرف فرنسا وهو من الجهات الفرنسية ذات الصلاحية المنوط بها تولّي عمليات التصنيف الائتماني بأنه قدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته وتعهّداته المالية في غضون ثلاث سنوات.<sup>٣</sup>

<sup>١</sup> التصنيف الائتماني، ما هو وما هي قوّة تأثير على اقتصاديات الدول المتقدّمة من حيث هبوط قيمة الدولار وارتفاعها، <https://io.hsub.xom/finance>، تاريخ النشر ٢٠١٥، تاريخ الدخول ٢٠/٤/٢٠٢٠.

<sup>٢</sup> Charles Bergier, Le contrôle international de notation financier, thèse de doctorat en droit, Faculté de droit, Université de Côte d'Azur, France, 2018, p.14.

<sup>٣</sup> **La Banque de France**, qui est l'une des autorités françaises chargées d'entreprendre les opérations de notation de crédit, la définit comme: "La capacité du projet à remplir ses obligations financières et ses engagements dans un délai de trois ans. "

عليه، يمكن القول أن التّصنيف الائتمانيّ هو " قدرة الجهة المصدّرة للأوراق الماليّة والسّندات على الوفاء بالتزاماتها الماليّة الحاليّة والمستقبليّة وأنه تقييم جديّ لمدى متانة الأوضاع الماليّة لمصدريّ الأوراق الماليّة".<sup>١</sup>

انطلاقاً ممّا تقدّم فإنّ التّعريف على التّصنيف الائتمانيّ يسلّط الضّوء على ضرورة البحث في الغاية التي يهدف إلى تحقيقها.

## ٢- الغاية من التّصنيف الائتمانيّ

يهدف التّصنيف الائتمانيّ إلى قياس مقدار ودرجة الجدارة الائتمانيّة للشّركة، حيث تمنح الشّركة تصنيفاً محدّداً تبعاً لسوابقها الماليّة وبالاستناد إلى وضعها الماليّ الحاليّ، فهو يرمي إلى تقييم مدى قوّة الشّركة الماليّة فضلاً عن مدى كفاية ونجاح سياستها وقراراتها التّمويليّة.<sup>٢</sup>

فالتّصنيف الائتمانيّ يهدف في المقام الأوّل إلى تقييم قدرة الشّركة على الالتزام بالوفاء بالتزاماتها، فالتّصنيف المرتفع يفيد القوّة الماليّة للشّركة وذلك خلافاً للتّصنيف المنخفض الذي يعكس هشاشة سياسة الشّركة الماليّة.

إذ تكمن الغاية من التّصنيف المرتفع تعزيز قدرة الشّركة في الحصول أكبر قدر من التّمويل الكافي والقروض من خلال الأسواق الداخليّة والخارجيّة، فعمليّة التّصنيف الائتمانيّ تبنى على مجموعة من المعايير المعقّدة في مقدّماتها الرّبحيّة، الموجودات، الأصول والتّدفّقات النّقدية التي توضّح الوضع الماليّ للشّركة.

انطلاقاً من ذلك، فإنّ التّصنيف الائتمانيّ يهدف بدوره إلى مساعدة المستثمرين في فهم مستوى المخاطر التي يواجهونها تقادياً للتّناج الوخيمة والأعباء كما التّكاليف التي قد يتكبّدونها نتيجة التّصنيف الائتمانيّ المنخفض الذي يعكس عدم ملاءة الشّركة.

إنّ تحديد مفهوم التّصنيف الائتمانيّ والغاية منه، يقتضي البحث في دور شهادات الإيداع العموميّة في تعزيز التّصنيف الائتمانيّ.

<sup>١</sup> مجدي شهاب، "مؤشّرات التّصنيف الائتمانيّ للأوراق الماليّة وانعكاسها على الاستثمار"، مجلة كلية القانون الكويتيّة العالميّة، الجزء ٢، العدد ٩، ٢٠٢١، ص ١٣٦.

<sup>٢</sup> ما هو التّصنيف الائتمانيّ، فاستر كابيتال، <https://Faster capital.com> تاريخ النّشر ٢٠٢٤/٣/٢٢، تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/٤/٢١.

## ب- دور شهادات الإيداع العمومية في تعزيز التصنيف الائتماني للشركة

يبدو جلياً، أنه وبصدد تعزيز الواقع الائتماني للشركة، تؤدي شهادات الإيداع العمومية دوراً بارزاً في تعزيز التصنيف الائتماني العائد للشركة، حيث أضحى التصنيف الائتماني في الآونة الأخيرة مقياساً بالغ الأهمية يعكس مقدار الثقة والائتمان اللذان تتمتع بهما.

عليه، يقتضي البحث في هذا الصدد في تعزيز ملاءة الشركة في (١) ومن ثم البحث في سهولة الحصول على الائتمان في (٢).

### ١- تعزيز ملاءة الشركة

إنّ زيادة التصنيف الائتماني للشركة يتطلب استراتيجياً متكاملةً تركز على مجموعة من العوامل والمعايير التي تحسم درجة التصنيف، فتجمعه علاقةً طرديةً مع ملاءة الشركة.<sup>١</sup>

ويكمن دور شهادات الإيداع العمومية في تعزيز التصنيف الائتماني للشركة في وظيفتها القائمة على تأمين وتنوع مصادر التمويل، تعزيز الشفافية والإفصاح المالي كما العمل على تحسين أداء الشركة المالي وقدرتها على تحقيق عوائد مالية مستمرة فضلاً عن تبني سياسات مالية ناجحة في إدارة المخاطر وتعزيز الثقة لدى المستثمرين، فتعدّ الملاءة المالية العمود الأساسي الذي يركز عليه مستقبل الشركات المساهمة، فتكمن أهمية ملاءة الشركة في توفير الحماية والضمانات الكافية واللائمة لجميع المتعاملين معها، فهي ضمان لنجاح، بقاء واستمرارية الشركة كونها تشكل أحد أهم عناصر قوة ومثانة مركزها المالي.<sup>٢</sup>

فغياب الملاءة المالية للشركة يعني عدم قدرتها على مواجهة المسؤوليات والالتزامات التي تفرضها نشاطاتها ومشاريعها، حيث تسعى الشركة بصورة مستمرة إلى الحفاظ على ثقة المتعاملين معها من جهة، وزيادة أرباحها من جهة أخرى.

لذلك، تؤدي شهادات الإيداع العمومية دوراً بارزاً في تعزيز ملاءة الشركة من خلال العائدات المالية التي تتحقق انطلاقاً من الاستثمار بها وسرعة كما توسع نطاق تداولها في الأسواق المالية العالمية، فهي أداة مالية تضحّ أرباحاً طائلةً لهذه الشركات، فهي بفضل العوائد المالية التي تحققها للشركة إما تساهم في تغطية بعض الخسائر التي تكون الشركة قد تكبدتها بفعل نشاطها وإما تسعى إلى دعم الأرباح الأمر

<sup>١</sup> راغب الغصين ولانا نبيل زاهر، "أثر السيولة والملاءة المالية والكفاءة الإدارية على ربحية شركات التأمين"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٣٦، العدد ٣، ٢٠١٤، ص ٢٤٣.

<sup>٢</sup> سيّد عبد الفتاح وآخرون، "قياس اللاستثمارات بالقيمة العادلة وأثرها على الملاءة المالية لشركات التأمين"، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، العدد ٨، ٢٠١٩، ص ٧٢٢.

الذي يؤدي بدوره إلى زيادة ملاءة الشركة وتمتعها بثقة مالية عالية، الأمر الذي يثبت قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية أي أنها تحظى التمويل الكافي لتغطية التزاماتها الأمر الذي ينعكس على سهولة حصولها على الائتمان.

## ٢- سرعة الحصول على الائتمان

تؤدي شهادات الإيداع العمومية دورًا بارزًا في سرعة حصول الشركة على الائتمان، فبصدد قدرتها على توليد الإيرادات، ضخ التمويل وتعزيز الاستقرار المالي للشركة، فهي تساهم إلى حد كبير في تعزيز ثقة المقرضين في قدرتها على الالتزام بالوفاء بمختلف التزاماتها المالية المترتبة في ذمتها، حيث يعد اعتماد الشركات المساهمة لشهادات الإيداع العمومية كوسيلة تمويلية علامةً إيجابيةً فارقة عند حاجة الشركة للحصول على تمويل إضافي.

فالملاءة المالية التي تضمنها شهادات الإيداع العمومية تعكس بدورها استقرارًا ماليًا وقدرةً عاليةً على سداد التزاماتها الأمر الذي يجعل الشركة أكثر ثقةً وذات جاذبية أكبر بالنظر للمقرضين والممولين.

عليه، تعمل شهادات الإيداع العمومية على تعزيز المصداقية والشفافية بالشركة لدى المقرضين الأمر الذي ينعكس إيجابًا على قدرتها على تأمين ضمانات مالية قوية، حيث تحت المقرضين والممولين على تقديم تمويل سريع يسير بأقل تكلفة ممكنة، ما يتيح لها تحقيق الغايات التي نشأت من أجلها وتوسيع نطاق نشاطها.

إن ما يجب الإشارة إليه في ختام هذا الفصل هو أنه بالرغم من جميع الآثار الإيجابية المترتبة على إصدار شهادات الإيداع العمومية، إلا أنها ككل صك أو أداة مالية تبقى محفوفة بالمخاطر كونها مقومة بعملة مختلفة عن العملة المحلية للمستثمر، هذا بالإضافة إلى تأثير المخاطر السياسية، الاقتصادية والتنظيمية التي قد تطل البلد الأجنبي في قيمة شهادات الإيداع العمومية.

انطلاقًا مما تقدم، فإن لهذه الشهادات آثارًا تطل حاملها لا بد من دراستها والبحث بها.

## الفصل الثاني: الآثار المترتبة تجاه حملة شهادات الإيداع العمومية

شكلت الشركات المساهمة منذ نشأتها الأداة المثلى للنهوض والاستمرار، فتعاظمت أهميتها حتى أصبحت تتمتع على مستوى بلدان العالم بسلطان لا يبرزه إلا سلطان الدولة.<sup>١</sup>

<sup>١</sup> محمد فريد العريني، الشركات التجارية: المشروع التجاري بين وحدة الإطار وتعدد الأشكال، مرجع سابق، ص ١٤٠.

فتؤدّي الشّركات المساهمة دورًا فاعلاً، حيث أضحت الأداة القانونيّة الأولى للتّوسّع والامتداد داخل نطاق الدولة و خارجها، حيث أصبح للشّركات المساهمة في الوقت الرّاهن دورًا رائدًا في إنشاء العديد من الشّركات العملاقة، فاحتلت فرنسا المرتبة الأولى في أوروبا لجهة إنشاء شركات الأموال.

وإذا كان الأصل في العقود مبدأ حرّية التّعاقّد، حيث يمنح المشرّع الشّركاء حرّية تحديد حقوقهم وشروطهم كما تنظّم شركاتهم، إلا أنّ التّشريعات الحديثة أصبحت في تدخل مستمرّ لتنظّم الشّركات بنصوص واضحة صريحة تكريساً لمبدأ النّقة والائتمان الذي يجب أن يسود التّعامل والعلاقات التّجاريّة، ويعود سبب ذلك إلى كون الشّركات التي يركّز نشاطها على الأموال الطّائلة تشكّل قوّة هائلة، يسعى المشرّع نحو فرض الرّقابة عليها حتى لا تصبح أداة لاستغلال، انطلاقاً من ذلك لم يعد معمولاً بمبدأ حرّية تنظّم الحقوق حيث توجّهت التّشريعات نحو تشديد الرّقابة وفرض إجراءات خاصّة في تنظّم هذه الحقوق المترتبة داخل الشّركة.

لذلك انطلاقاً من أهميّة دور الشّركات المساهمة حاولت مختلف التّشريعات الحديثة البحث عن أدوات ماليّة متعدّدة الأطراف لا تقتصر على المساهمين فيها تسعى نحو توسيع نطاق نشاطها من خلال السّماح لغير المساهمين من الاستفادة من بعض الحقوق العائدة للمساهمين والتّدخل في أداء الشّركة بصورة غير مباشرة، فهي تحتاج إلى وسائل تتوّع وسائل التّداول مع المتعاملين متجاوزة الوسائل التقليديّة.

فشهادات الإيداع العموميّة هي صكّ متعدّد الأطراف حيث لا تكون الشّركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة طرفاً وحيداً فيه، إذ يعدّ حامل شهادات الإيداع العموميّة طرفاً بارزاً فيها، وبالتالي فإنّ الآثار المترتبة على إصدار هذه الشّركة لا تقتصر على الشّركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسيّة إنّما تطال حملة هذه الشّهادات، فأصدار شهادات الإيداع العموميّة يجعل لحملة مركزاً محدّداً بمقتضى القانون يدخلهم الشّركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة بصورة غير مباشرة مخلّوا إيّاهم مجموعة من المنافع والحقوق.

ولطالما عدت شهادات الإيداع العموميّة وسيلة فعّالة وأكثر ملاءمة لحملة للاستثمار في الشّركات المساهمة الأجنبيّة فهي تتيح لهم المشاركة في أداء الشّركة دون الحاجة إلى شراء الأسهم الأساسيّة بصورة مباشرة.

فقد نشأت شهادات الإيداع العموميّة في الأصل كوسيلة جاذبة لهؤلاء، فهم عند استثمارهم لشهادات الإيداع العموميّة فإنّهم يستثمرون في الشّركة الأجنبيّة الأساسيّة بشكل غير مباشر، فشهادات الإيداع العموميّة

<sup>1</sup> أيمن يوسف، "الطّبيعة القانونيّة للشّركة المساهمة"، مجلّة البديل الاقتصادي، المجلّد ٢، العدد ٣، ٢٠١٥، ص ٥٦.

بالإضافة إلى المزايا التي تضمنها لهم فإنها تخولهم حقوقاً قانونية ممنوحة لهم قانوناً تخولهم إن يصبحوا جزءاً من الشركة المصدرة للأسهم الأساسية.<sup>1</sup>

وانطلاقاً من كون شهادات الإيداع العمومية صكاً يمثل أداة مالية جديدة أقرتها تشريعات مختلفة في الشركات المساهمة وضمها المشرع اللبناني حديثاً إلى أحكام قانون التجارة البرية اللبناني على أثر تعديل القانون الأخير بمقتضى القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ تاريخ ٢٩ آذار ٢٠١٩، فقد فتحت المجال للبحث في مصيرها عند انقضاء الشركة كما الحقوق المترتبة عليها عند انقضاء الشركة المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية.

عليه، فإن ما تقدم يسلط الضوء على أهمية دراسة الآثار المترتبة على إصدار شهادات الإيداع العمومية تجاه حملتها من خلال دراسة الآثار الإدارية المتمثلة بمجموعة من الحقوق المقررة لهم بموجب شهادات الإيداع العمومية، ومن ثم دراسة مصير شهادات الإيداع العمومية عند انقضاء الشركة. لذلك، يقتضي البحث في الآثار الإدارية المترتبة تجاه حملة شهادات الإيداع العمومية في (المبحث الأول)، ومصير شهادات الإيداع العمومية عند انقضاء الشركة في (المبحث الثاني).

### المبحث الأول: الآثار الإدارية المترتبة تجاه حملة شهادات الإيداع العمومية

نشأت شهادات الإيداع العمومية في الأصل كأداة مالية تخدم الأغراض والغايات التي يسعى إلى تحقيقها كل من الشركة المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية والمستثمرين، فتمكّن بذلك الشركة المصدرة جمع الأموال من مصدرٍ أجنبيّ مقابل حصول المستثمرين على فرصة تنويع استثماراتهم من خلال الاستثمار بشهادات الإيداع العمومية الخاصة بالشركات الأجنبية.

فإن شهادات الإيداع العمومية بتسهيلها حركة تداول الأسهم لتتجاوز الحدود الوطنية، توفر للمستثمرين آلية للاستثمار في شركاتٍ مختلفة دون الحاجة لتوجيه الأسهم الفعلية العائدة لهذه الشركات.

فلطالما شكّلت شهادات الإيداع العمومية وسيلةً جاذبةً للمستثمرين، حيث أنّها بالنظر إلى طبيعتها تتيح لهم الاستحواذ على أسهم شركة مساهمة أجنبية بصورة غير مباشرة، فتؤمن لهم بديلاً للتداول في الأسواق المالية الدولية، فهي تستمد قيمتها من الأسهم الأساسية، فهي تمكّن المستثمرين من الاحتفاظ بأسهم الشركة المصدرة وتداولها دون امتلاك هذه الأسهم الأساسية.

<sup>1</sup> الانطلاق نحو العالمية: فهم نموذج هيئة الأوراق المالية والبورصات F6EF وإيصالات الإيداع العالمية، فاستر كابيتال، <https://www.fastercapital.com>، لات. ن. تاريخ الدخول ٢٤/٤/٢٠٢٤.

بالتالي باعتبار حملة شهادات الإيداع العموميّة طرفاً فيها فإنّه من البديهيّ إن يرافقها مجموعة من الحقوق التي يخولهم إياها القانون، إذ تصبح هذه الحقوق وسيلةً لتدخلهم في الشركة بصورةٍ غير مباشرةٍ.

والجدير بالذكر أنّ منح حملة هذه شهادات الإيداع العموميّة هذه الحقوق يساهم إلى حدّ بعيدٍ في فهم العلاقة بين الشركة المصدّرة وهؤلاء والضوابط التي تحكم هذه العلاقة بغية ضمان مصلحة الجميع وتأمين استدامة الشركة في ظلّ التحوّلات الاقتصادية، المالية العالمية.

على أنّ تخويل حملة شهادات الإيداع العموميّة بعض الحقوق العائدة للمساهمين في الشركة المصدّرة سلط الضوء حول مدى اختلاف مركز هؤلاء في الشركة المصدّرة مقارنةً بمركز حملة الأسهم والطريقة التي من خلالها بإمكانهم الحصول على الحقوق المقرّرة لهم قانوناً.

عليه، يقتضي البحث في حقوق حملة شهادات الإيداع العموميّة في إدارة الشركة في (الفقرة الأولى) ومن ثمّ مقارنة حقوق حملة شهادات الإيداع العموميّة بحقوق حملة الأسهم في (الفقرة الثانية).

### **الفقرة الأولى: حقوق حملة شهادات الإيداع العموميّة في إدارة الشركة**

تعدّ شهادات الإيداع العموميّة هذه الأداة الماليّة الحديثة المبتكرة، وسيلةً ملائمةً لحملتها تخولهم دخول الشركة اللبنانيّة المصدّرة للأسهم الأساسيّة تكفل إثبات وجودهم ومشاركتهم في إدارة الشركة بصورةٍ غير مباشرةٍ.

وتمثّل الحقوق الممنوحة لحملة شهادات الإيداع العموميّة مجموعةً من الضمانات والامتيازات التي تضمن لهم المشاركة الفعّالة في إدارة الشركة واستفادتهم من عوائد الاستثمار من هذه الورقة الماليّة، فتخولهم ممارسة بعض العقود العائدة لحملة الأسهم دون دخولهم المباشر إلى الشركة المساهمة اللبنانيّة المصدّرة للأسهم الأساسيّة.

بالتالي، فإنّ حملة شهادات الإيداع العموميّة بإمكانهم المشاركة في إدارة الشركة المصدّرة بصورةٍ محدودةٍ، حيث لا يتمتّعون بسلطةٍ مطلقةٍ في ممارسة الحقوق الممنوحة لهم، فهم لا يتمتّعون بحقوقٍ واسعة النطاق في الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة إنّما تقتصر مشاركتهم ببعض الحقوق الأساسيّة التي يخولها القانون ممارستها.

والجدير بالذكر، أنّ الحقوق والامتيازات الممنوحة لحملة شهادات الإيداع العموميّة تتباين من حيث القدرة على المشاركة في إدارة الشركة والتأثير تبعاً للفئة التي تنتمي إليها شهادات الإيداع التي توضع

بمداولهم، حيث يكون بعض هذه الحقوق إلزامياً في حالة شهادات الإيداع العمومية المكفولة في حين تصبح مجرد تمنّ<sup>1</sup> في حالة شهادات الإيداع العمومية غير المكفولة.

عليه، إنّ ما تقدّم يستوجب البحث في المشاركة غير المباشرة في إدارة الشركة في (أولاً)، ومن ثمّ البحث في المشاركة المباشرة في إدارة الشركة في (ثانياً).

### أولاً: المشاركة غير المباشرة في إدارة الشركة

تضمن شهادات الإيداع العمومية لحماتها مركزاً داخل الشركة من خلال منحهم العديد من الحقوق والامتيازات التي تخوّلهم التّدخل في إدارة الشركة بصورة غير مباشرة، والجدير بالذكر أن حامل شهادات الإيداع العمومية يصبح مساهماً ويعامل في الشركة بالاستناد إلى هذه الصّفة عند استبدال هذه الشّهادات بالأسهم، لذلك فإنّ الاعتراف لهؤلاء بهذه الحقوق يعدّ تمهيداً لمنحهم دوراً في إدارة الشركة<sup>2</sup>.

بالتالي فإنّ الحقوق التي يتحكّمون في ممارستها وتخوّلهم التّدخل في إدارة الشركة تتمثّل في حقّ حضور الجمعيات العامّة للشركة والاشتراك في حقّ التصويت من خلال منح المصدر التعليمات اللازمة في ممارسة هذا الحقّ.

عليه، يقتضي البحث في حقّ حضور الجمعيات العامّة للشركة في (أ)، ومن ثمّ حقّ الاشتراك في التصويت في (ب).

### أ- حقّ المشاركة في الجمعيات العامّة للشركة

تسند التشريعات البنّان القانوني للشركة المساهمة انطلاقاً من المفاهيم الديمقراطيّة في الإدارة، على أساس تعدّد الهيئات في الشركة وتحديد اختصاص كلّ منها فعهدت إلى الجمعية العامّة مهمّة تقرير السياسة العامّة للشركة وتولّي الرقابة على نشاطها حيث أولت مجلس الإدارة وظيفة الإدارة الفعلية.

وبالتالي، يشارك حملة شهادات الإيداع العمومية في إدارة الشركة من خلال توجيه حضور المصدر للجمعيات العامّة للشركة المصدّرة للأسهم الأساسية.

<sup>1</sup> كابي شاهين، التّقنيات الحديثة في تمويل الشركة المساهمة في القانون اللبناني، مرجع سابق.

<sup>2</sup> مغربي قويدر، "مظاهر الحماية القانونية لحقوق المساهمين في الشركة المساهمة"، المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 2، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، 2018، ص 216.

عليه، يقتضي البحث في تمثيل المصدر لحملة شهادات الإيداع في الجمعيات العامة للشركة في (١)، ومن ثم دراسة نطاق حق حضور الجمعيات العامة للشركة في (٢).

## ١- تمثيل المصدر حملة شهادات الإيداع في الجمعيات العامة للشركة

إنّ الجمعية العامة للشركة تمثّل الجهاز الذي يضمّ جميع المساهمين، فهي من الناحية القانونية صاحبة السيادة في الشركة المساهمة،<sup>١</sup> فجمعية المساهمين العمومية هي السلطة العليا في الشركة المساهمة كونها تمثّل جميع المساهمين.<sup>٢</sup>

وانطلاقاً من كونها السلطة العليا في الشركات المساهمة فهي تجسّد من حيث المبدأ الطريقة الديمقراطية فيكون لمجموع المساهمين دوراً سواء في الرقابة على الشركة سير أعمالها أو في تعديل نظامها بصورة متوافقة مع إرادة المساهمين.<sup>٣</sup> فهي تمثّل الإطار القانوني لتعبير المساهمين عن إرادتهم وممارستهم للسلطة المنبثقة عن الحقوق التي يتمتعون بها، إذ من خلالها يستطيع كلّ مساهم للمشاركة في إدارة الشركة وممارسة السلطات الأخرى ذات الصلة بالحقوق المقررة لهم.

وبصدّد تدخّل حملة شهادات الإيداع العمومية في إدارة الشركة، فإنهم يمارسون هذا التدخّل من خلال المصدر الذي يكون ممثلاً لهم في الجمعيات العامة للشركة اللبنانية المصدرة للأسهم الأساسية.

فالمصرف أو المؤسسة المالية الأجنبية أي مصدر شهادات الإيداع العمومية يكون مدعواً إلى حضور الجمعيات العامة لتمثيل المستثمرين الأجانب حملة هذه الشهادات تجاه الشركة المصدرة للأسهم الأساسية باعتباره في الأصل شريكاً في هذه الشركة انطلاقاً من تملكه الأسهم الممثلة لشهادات الإيداع العمومية وممثلاً لهؤلاء داخلها.

فانطلاقاً من العلاقة القانونية التي تجمع المصدر الأجنبي لشهادات الإيداع العمومية بحملة هذه الشهادات والتي سبق ذكر طبيعتها حيث تتأرجح بين الوكالة بالعمولة أو الائتمان والتراسل فإنه يمثّل هؤلاء في

١ عبد القادر بغيرات، مبادئ القانون التجاري (الأعمال التجارية-نظرية التاجر، المحل التجاري، الشركات التجارية)، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى، الجزائر، ٢٠١١، ص ١٤٤.

٢ محكمة الدرجة الأولى في جبل لبنان، قرار رقم ٠ تاريخ ٢٠١١/٣/١٦، العدل، العدد ٣، ٢٠١١، ص ١٣٤١.

٣ أسماء بخوش ورميساء بركاني، النظام القانوني للجمعيات العامة في الشركة المساهمة، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة ٨ أيار، ٢٠١٩، ص ١٢.

حضور الجمعيات العامة للشركة اللبنانية المصدرة للأسهم الأساسية من خلال تمثيل حقوقهم وفقاً للتفويضات التي تمنح له قبلهم.

وبالتالي، يتولى المصدر الأجنبي مهمة الوسيط بين المستثمرين الأجانب حملة شهادات الإيداع العمومية والشركة اللبنانية المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية، حيث يضمن تمثيل مصالحهم بشكل فعال في الجمعيات العامة، من خلال مشاركته في النقاشات التي تجريها الجمعيات العامة بما يحفظ مصالحهم يتوافق وعقد إصدار هذه الشهادات.

## ٢- نطاق حق حضور الجمعيات العامة للشركة

لحظت المادة ٤٥٨ مكرر ٢- من القانون التجاري اللبناني المعدل بمقتضى القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ في الفقرة السادسة منها "إمكانية منح مصدر شهادات الإيداع العمومية للشركة المصدرة للأسهم الأساسية وحق الإشتراك في التصويت..."

وبالتالي فإن عبارة "الجمعيات العمومية" التي لحظتها هذه المادة تفيد أن للمصدر باعتباره شريكاً في الشركة المساهمة اللبنانية الحق في حضور وتمثيل حملة شهادات الإيداع العمومية في نوعي الجمعيات العمومية العادية وغير العادية.

فالجمعية العامة العادية تعد الهيئة الحيوية والأكثر أهمية بالنسبة للمساهمين من أجل مناقشة وطرح والاستفسارات كما تقديم ما يرويه مناسباً وناقلاً لمستقبل شركتهم، إذ يهمهم أن يلمسوا نتائج مشاركتهم في ضوء اتخاذ القرارات المهمة في الشركة المساهمة.<sup>١</sup>

والجمعية العامة العادية تتعد بصورة دورية في كل عام بعد انتهاء السنة المالية للبت في حسابات أعضاء مجلس الإدارة وتوزيع أنصبة الأرباح فضلاً عن إعادة تعيين المراكز الشاغرة في هيئات الإدارة والرقابة كما تعيين أعضاء مجلس الإدارة عند انتهاء وكالتهم، مع لحظ إمكانية انعقادها أثناء السنة المالية عند حدوث ظروف غير منتظرة شرط ألا تكون الغاية منها تعديل نظام الشركة،<sup>٢</sup> وقد نصّ المشرع الفرنسي

<sup>١</sup> مروة حبية، الجمعيات العامة في الشركات المساهمة، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، ٢٠٢٣، ص ٥٤.

<sup>٢</sup> المادة ١٩٦ من القانون التجاري اللبناني المعدل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦: "تعد الجمعية العامة العادية في كل عام بعد انتهاء السنة المالية للبت في حسابات أعضاء مجلس الإدارة وتوزيع أنصبة الأرباح وتعيين مفوضين جدد للمراقبة وتعيين أعضاء مجلس الإدارة عند انتهاء وكالتهم. ويمكن عقدها أيضاً في أثناء السنة المالية عند حدوث ظروف غير منتظرة بشرط أن لا تكون غايتها تعديل نظام الشركة."

على أنّ الجمعية العامة العادية تتخذ جميع القرارات غير المشار إليها في المواد ٢٢٥-٩٦ و ٢٢٥-٩٧ بعد أن حدّد في هاتين المادّتين صلاحيّات الجمعية العامة غير العادية<sup>١</sup>.

أمّا بالنسبة للجمعية العامة غير العادية، فبالنظر إلى الدور الذي تؤديه خلال حياة الشركة المساهمة، فإنّها تتولّى بالاستناد إلى الصلاحيّات المقرّرة لها تغيير الهيكل الأساسي الذي ترتكز عليه الشركة، لذلك نظراً للخطورة التي تضطلع بها في حياة الشركة المساهمة حيث أراد المشرّع بذلك تأمين الحماية لأموال المساهمين أفرد المشرّع أحكاماً خاصّة بها تميّزها عم الجمعية العامة العادية، وقد نصّ المشرّع الفرنسي على أنّ الجمعية العامة غير العادية وحدها مخوّلة تعديل النظام الأساسي بجميع أحكامه<sup>٣</sup>.

فتكمن أهمّيّتها إذاً في كون القانون يخولها وحدها سلطة اتّخاذ القرار بتعديل نظام الشركة بما يتلاءم والغرض الذي تأسّست من أجله لجهة زيادة رأس المال، تخفيضه أو تحويلها.

وإنّ المصرف المصدّر الممثل لحملة شهادات الإيداع العموميّة يدعى باعتباره شريكاً في الشركة إسوةً بغيره من المساهمين لحضور الجمعيات العامة العادية وغير العادية من قبل أعضاء مجلس الإدارة<sup>٤</sup> فيمثّل حملة شهادات الإيداع تبعاً لشروط عقد أو نظام إصدار هذه الشّهادات وبما يصبّ في مصالحهم.

## ب- حقّ الاشتراك في التّصويت

يمثّل حقّ التّصويت في الجمعيات العامة أحد أهمّ مظاهر اشتراك المساهم في إدارة الشركة المساهمة، فهو عمل أو تصرف يخول الشريك في الشركة المساهمة اتّخاذ قرار معيّن، أي أنّه تعبير أو تصريح عن إرادة المساهم في الجمعيات العموميّة، فهو حقّ لصيق بملكيّة السّهم، ومن الحقوق الأساسيّة المقرّرة للمساهم، يضمن لصاحبه المشاركة في تكوين إدارة الشركة.

<sup>1</sup> L'article L225-98 du code de commerce: "L'assemblée générale ordinaire prend toutes les décisions autres que celle visées aux articles L225-96 et L225-97.

<sup>٢</sup> المادة ١٨٤ من القانون التجاري اللبناني المعدل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦: "لا يجوز للجمعية أن تتناقش في غير المسائل المدرجة في جدول الأعمال وتستنثى المسائل غير المنتظرة والمستعجلة التي تطرأ أثناء الاجتماع."

<sup>3</sup> L'article L225-96 du code de commerce: "L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leu dispositions..."

<sup>٤</sup> المادة ١٨٠ من القانون التجاري اللبناني المعدل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦: "إنّ الحقّ في دعوة الجمعيات العادية وغير العادية هو في الأصل لأعضاء مجلس الإدارة. أمّا الجمعية التأسيسية فالحقّ في دعوتها للمؤسسين."

وإنّ مصدرّ شهادات الإيداع العموميّة باعتباره يصبح شريكاً في الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة خوّله المشرّع المشاركة في التّصويت عند حضور الجمعيات العامّة على أن يمارس هذا الحقّ المقرّر له قانوناً وفقاً لتعليمات حملة هذه الشّهادات ضمن ضوابط محدّدة كونه ممثلاً لهم، الأمر الذي يمثّل شكلاً من أشكال تدخّل حملة شهادات الإيداع العموميّة في إدارة الشركة.

عليه، يقتضي البحث في توجيه التّعليمات للمصدّر في صدد ممارسة حقّ التّصويت في (١)، ومن ثمّ البحث في نطاق توجيه التّعليمات للمصدّر في صدد ممارسة حقّ التّصويت في (٢).

### ١- توجيه التّعليمات للمصدّر في صدد ممارسة حقّ التّصويت

تعدّ الشركات المساهمة بما تتركز عليه من اعتبار ماليّ بصرف النّظر عن الأشخاص الذين تتألّف منهم وسيلةً لتعزيز التّفاعل الإيجابي بين المساهمين، حيث تشكّل الجمعية العامّة للمساهمين حلقة وصلٍ تربط مساهمي الشركة بمجلس إدارتها، حيث يتولّى الأخير دعوة هؤلاء إلى الجمعية العامّة بغية مناقشة أوضاع الشركة واتّخاذ القرارات المناسبة في هذا الصّدد، فهذه المشاركة الفعّالة التي تهدف إلى تكامل وتعزيز العلاقة بينهما تتحقّق بتحويل المساهم حقّ ممارسة حقّ التّصويت.<sup>١</sup>

وكما هو معلوم فإنّ مصدرّ شهادات الإيداع العموميّة عند شرائه الأسهم الممثّلة لشهادات الإيداع العائدة للشركة اللبنانيّة فإنّه يصبح قانوناً شريكاً في هذه الشركة يتمتّع بالحقوق الملازمة للمركز الذي بات يشغله في الشركة في طبيعتها حقّ التّصويت.

على أنّ المادّة ٤٥٨ مكرّر ٢ من القانون التجاريّ اللبنانيّ قد أكّدت على إمكانيّة منح مصدرّ شهادات الإيداع العموميّة حقّ حضور الجمعيات العامّة في الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة فضلاً عن تخويله حقّ التّصويت ضمن شروط واضحة من بينها ممارسة هذا الحقّ تبعاً لتعليمات حملة هذه الشّهادات، لكن ضمن ضوابط تتمثّل بإجازة عقد أو نظام إصدار هذه الشّهادات ذلك ضمن الشّروط والكيفيّة التي يتضمّنها هذا العقد، على أنّه في ضوء غياب مثل هذا التّنظيم يكتفي المصدّر بالتّصويت وفقاً لما يصبّ في مصالح الشركة.

<sup>١</sup> المادّة ١٨٥ من القانون التجاريّ اللبنانيّ المعدّل وفقاً للقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦: "على أن لكلّ مساهم أيّاً كان نوع الأسهم التي يملكها حقّ له الاشتراك بالتّصويت وإن لم يكن لديه سوى شهادة مؤقتة."

انطلاقاً من ذلك يكون المشرّع قد خوّل حملة شهادات الإيداع العموميّة حقّ التّحكّم في ممارسة مصدرّ شهادات الإيداع العموميّة لحقّ التّصويت من خلال إسناد ممارسة هذا الحقّ من قبل المصدرّ إلى تعليماتهم حيث يصوّت وفقاً بما تقتضيه مصلحتهم الأمر الذي يشكّل تدخلاً غير مباشر في إدارة الشركة.

## ٢- نطاق حقّ توجيه التعليمات للمصدرّ في صدد ممارسة حقّ التّصويت

إنّ أمر التّصويت يكون ملزماً في الحالة التي تنتمي فيها شهادات الإيداع العموميّة إلى فئة شهادات الإيداع المكفولة، في حين أنّه يصبح فقط مجرد تمنّ عندما تكون شهادات الإيداع العموميّة غير مكفولة.<sup>١</sup> بالتّالي، فإنّه وبصدد الخاصيّة التي تميّز بها شهادات الإيداع المكفولة والضّمانات الملازمة لاقتنائها كونها تنشأ نتيجة علاقة قانونيّة مباشرة منظمّة تنبثق عن العقد المنظمّ بين المصدرّ الأجنبيّ والشركة المصدرّة للأسهم الأساسيّة، فإنّ حقّ التّصويت يكون نتيجةً طبيعيّةً لهذه العلاقة فيصبح ملزماً للمصدرّ في هذه الحالة.

وذلك، خلافاً لشهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة التي يكون فيها حقّ التّصويت مجرد تمنّ بالنظر للمخاطر التي التي ترافق إصدارها واقتناءها، فضلاً عمّا تتمتع به من مستوى ثقةٍ متدنٍ كونها تنشأ دون المشاركة المباشرة للشركة المصدرّة للأسهم الأساسيّة.

وبالتّالي، فإنّ تدخّل حملة شهادات الإيداع العموميّة في إدارة الشركة من خلال توجيه التعليمات للمصدرّ الأجنبيّ الذي يمثّلهم عند حضور الجمعيات العموميّة والاشتراك في التّصويت يكون أكثر وضوحاً وأوسع نطاقاً في حالة شهادات الإيداع العموميّة المكفولة.

والجدير بالذّكر، أنّه بالرّغم من تدخّل حملة شهادات الإيداع العموميّة في إدارة الشركة بصورةٍ غير مباشرة من خلال تمثيل المصدرّ لهم وتخويلهم حقّ منحه التّعليمات الّلازمة لممارسة حقوقه الملازمة للأسهم، فإنّ حملة شهادات الإيداع العموميّة يصبحون مساهمين بالفعل عند تحويل إيصالاتهم إلى أسهم، فيعاملون عندها على هذا النّحو باعتبارهم مساهمين.

<sup>١</sup> كابي شاهين، التّقنيّات الحديثة في تمويل الشركة المساهمة في القانون اللبناني، مرجع سابق، ص ٣٤.

وإنّ هذا للتحويل جعله المشرّع إمكانيّة خلال حياة الشّركة على أنّه يكون إلزامياً عند تصفيتها، فيحدّد العقد الذي يربط المصدر بالشّركة أو ذلك الذي يربط المصدر بالمستثمرين حملة شهادات الإيداع العموميّة شروط هذا التّبادل، نسبته كفيّة ممارسته.

انطلاقاً ممّا تقدّم يقتضي البحث في مشاركة حملة شهادات الإيداع العموميّة بصورة مباشرة في الشّركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة.

## ثانياً: المشاركة المباشرة في إدارة الشّركة

يتمنّع حملة شهادات الإيداع العموميّة بالإضافة إلى الحقوق المقرّرة لهم قانوناً المخوّلة لهم المشاركة بصورة غير مباشرة في إدارة الشّركة والمتمثّلة بتوجيه التّعليمات إلى مصدر عند تمثيله إيّاهم داخل الجمعيات العامّة للشّركة وفي صدد ممارسته لحقّ التّصويت، بحقوق أخرى توفّر لهم تدخلاً أوسع نطاقاً في إدارة هذه الشّركة.

فتنتوّع هذه الحقوق بين حقّ الاطّلاع على المعلومات اللّازمة التي تعرضها الشّركة على سائر المساهمين وبين حقّ تقاضي أنصبة الأرباح.

عليه، يقتضي البحث في حقّ الاطّلاع على المعلومات المعمّمة قانوناً على الشّركاء في (أ)، ومن ثمّ حقّ تقاضي أنصبة الأرباح الموزّعة من قبل الشّركة في (ب).

### أ- حقّ الاطّلاع على المعلومات المعمّمة قانوناً على الشّركاء

يعدّ حقّ الاطّلاع على وسائل الشّركة بصورة عامّة ذا صلة وثيقة بضمان حسن اتّخاذ القرارات داخل الشّركة، فالإعلام الكافي يعكس حسن الإدارة كما يشجّع على المشاركة في إدارة الشّركة، حيث يعدّ حقّ الاطّلاع على المعلومات، الحصول عليها والولوج إليها من أهمّ الحقوق داخل الشّركة باعتباره الرّكيزة الأساسيّة والدّعامّة القويّة لممارسة الحقوق الأخرى في طبيعتها حقّ التّصويت.<sup>٢</sup>

عليه، يقتضي البحث في حقّ الاطّلاع المسبق في (١)، ومن ثمّ البحث في حقّ الاطّلاع الدائم في (٢).

<sup>١</sup> المادّة ٤٥٨ مكرّر-٣ من القانون التجاريّ اللبنانيّ السابق.

<sup>٢</sup> محمّد بن أحمد، "حقّ المساهم في الإعلام والقيود الواردة عليه"، المجلّة الحزانيّة للحقوق والعلوم السياسيّة، المجلّد ٦، العدد ١، ٢٠٢١، ص ٥٨١.

## ١- حقّ الاطّلاع المسبق

في صدد تدخّل حملة شهادات الإيداع العموميّة في إدارة الشّركة فإنّه لا بدّ أن يكونوا على بينة تامّة وكافية بالمعلومات المعمّمة على جميع المساهمين من قبل الشّركة، حيث يسمح هذا الحقّ لحملة شهادات الإيداع العموميّة تكوين فكرة واضحة عن سير أعمال الشّركة وطبيعة النّشاطات المنفّذة أو النّشاطات قيد التّنفيد فضلاً عن الوقوف على حقيقة مركزها الماليّ، فإنّ إتاحة هذا الحقّ لحملة شهادات الإيداع العموميّة حقّ الاطّلاع وتمكينه الوصول إلى المعلومات ذات الصّلة بالشّركة ونشاطها يجعله على اطّلاع ودراية بما يجري داخل الشّركة إذ كلّما ارتفعت إمكانيّة وصوله إلى المعلومات كلّما كانت مشاركته أكثر فعاليّة وتأثير.

وقد سمّي حقّ الاطّلاع المسبق لأنّه سابق لانعقاد الجمعية العامّة فهو حقّ دوريّ يرتبط وجوباً بانعقاد الجمعية العامّة، فيتمثّل بحقّ الاطّلاع على وثائق الشّركة ذات الصّلة بجدول الأعمال الموضوع، أي أنّه يشمل حقّ تبليغ جدول الأعمال.<sup>٢</sup>

## ٢- حقّ الاطّلاع الدائم

وهو حقّ أقره القانون للمساهمين وخوّله لحملة شهادات الإيداع العموميّة في صدد منحهم حقّ الاطّلاع على كافّة المعلومات المعمّمة على المساهمين، فيشمل حقّ الاطّلاع على وثائق الشّركة طيلة أيام السّنة وفق ضوابط وقيد، فالوثائق التي يلزم القانون مجلس الإدارة اطلاعهم عليها قبيل انعقاد الجمعية العامّة لا تكون عادةً كافيةً للاطّلاع على أحوال الشّركة، فهم بحاجة دائمة في أي وقتٍ من السّنة ليكونوا على بينة من أحوال الشّركة من النّاحيتين الماليّة والإداريّة، ونتيجة لتعارض هذا الاطّلاع مع مبدأ السريّة الذي يتفادى مجلس الإدارة الخروج عنه حفاظاً على مصلحة الشّركة وسير أعمالها من خلال حجب بعض المعلومات، فلا يأتي هذا الحقّ مطلقاً إنّما خصّه المشرّع ببعض القيود.<sup>٣</sup>

<sup>١</sup> منير بو عراف وآية بو عراف، حقوق المساهم في الشّركة المساهمة، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدّراسات العليا في قانون الأعمال، كليّة الحقوق والعلوم السياسيّة، جامعة محمّد خيضر، ٢٠٢١، ص ١١٤.

<sup>٢</sup> المادّة ١٨٢ من القانون التجاريّ اللبنانيّ: "تنظّم ورقة حضور تذكر فيها أسماء المساهمين الحاضرين والممثّلين والمشاركين بواسطة وسائل الإتّصال عن بعد في حال وجودهم، وعدد الأسهم التي يملكها كلّ واحدٍ منهم وعدد الأصوات المختصّة بهذه الأسهم. وتوضع هذه الورقة في مركز الشّركة ويجوز الاطّلاع عليها لكلّ طالب يثبت أنّه مساهم.

<sup>٣</sup> المادّة ١٠٠ من القانون التجاريّ الفرنسيّ تلزم أعضاء مجلس الإدارة بالسريّة بالنّسبة للمعلومات ذات الطّابع السريّ التي يخولها إياهم رئيس مجلس الإدارة.

## ب-حقّ تقاضي أنصبة الأرباح الموزّعة من قبل الشركة

عرّف المشرّع اللبنانيّ في قانون الموجبات والعقود الشركة بأنّها "عقد متبادل بمقتضاه يشترك شخصان أو عدّة أشخاص في شيءٍ بقصد أن يقتسموا ما ينتج عنه من الربح ويمكن في الحالات المنصوص عنها في القانون تأسيسها بعملةٍ صادرٍ عن شخصٍ واحد." هذا وقد نصّ القانون المدنيّ الفرنسيّ على أنّه "يتمّ تأسيس الشركة من قبل شخصين أو أكثر يتفقون بموجب عقدٍ على تخصيص البضائع أو صناعاتها لمشروعٍ مشتركٍ بغية تقاسم الأرباح..."<sup>1</sup>

وبالتالي، انطلاقاً من هذين التعريفين وتأكيداً على كون الشركة المساهمة هي شركة أموالٍ فهي إذا قائمة على تحقيق الأرباح واقتسامها، فيكون من أهمّ وأبرز الحقوق فيها حصول المساهمين على أنصبة من الأرباح التي تحقّقها الشركة.

وإنّ حملة شهادات الإيداع العموميّة وبصفتهم التي تخولهم حمل هذه الشهادات فقد خولهم القانون بدوره حقّ تقاضي أنصبة الأرباح الموزّعة من قبل الشركة من خلال المصدر الأجنبيّ بحكم اعتباره ممثلاً لهم.

والجدير بالذكر، أنّه ليست جميع الأرباح قابلة للتوزيع كالأرباح الإجماليّة، فالأرباح القابلة للتوزيع تتمثّل في الأرباح الصّافية التي حقّقتها الشركة في سنتها الماليّة، فهي تلك الأرباح النّاجمة عن العمليّات التي باشرتتها الشركة وذلك بعد خصم جميع التكاليف اللّازمة بغية تحقيق هذه الأرباح أي لتكوين الاحتياطيّ القانونيّ الاحتياطيّ النظاميّ.<sup>2</sup>

إذاً، فالنصيب من الأرباح هو الحصّة العائدة من الأرباح التي تحقّقها الشركة خلال السنّة الماليّة، شرط أن تكون هذه الأرباح فعليّة، وذلك بعد اقتطاع الاحتياطيّ الإلزاميّ والقانونيّ.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> المادّة ٨٤٤ من قانون الموجبات والعقود اللبنانيّ الصّادر بتاريخ ١٩٣٢/٣/٩، الجريدة الرّسميّة، العدد ٢٦٤٢، تاريخ ١٩٣٢/٤/١١، ص ٢-١٠٤.

<sup>2</sup> L'article 1832 du civil français: "La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise communes des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter..."

<sup>3</sup> المادّة ١٠٦ من القانون التجاريّ اللبنانيّ المعدّل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦: "يجب ألا تؤخذ أنصبة الأسهم إلّا من الأرباح الصّافية النّاشئة عن موازنة صادقة والباقية قيد التّصرّف بعد أخذ المبلغ اللّازم لتكوين الاحتياطيّ القانونيّ والاحتياطيّ النظاميّ أي المنصوص غايه في نظام الشركة."

<sup>4</sup> تالا مصطفى الزين، "الشركة المغفلة في ظلّ التعديلات الحديثة لقانون التجارة اللبنانيّ بموجب القانون رقم ١٢٦ لسنة ٢٠١٩/٣/٢٩"، مرجع سابق، ص ١٨.

انطلاقاً مما تقدّم يقتضي في هذا الصدد مقارنة حقوق حملة شهادات الإيداع العموميّة بحقوق حملة الأسهم.

### **الفقرة الثانية: مقارنة حقوق حملة شهادات الإيداع العموميّة بحقوق حملة الأسهم**

من المعلوم أنّ شهادات الإيداع العموميّة تشكّل أداةً ماليّةً تمثّل ملكيّة أسهم الشركة المساهمة حيث يجري إصدارها من قبل مؤسّساتٍ ماليّةٍ ومصارفٍ أجنبيّةٍ يتمّ تداولها في الأسواق الماليّة العالميّة توضع بين يدي المستثمرين وهم من يطلق عليهم بحملة شهادات الإيداع العموميّة.

في حين أنّ الأسهم تمثّل ملكيّة مباشرة في الشركة مانحةً حملتها حقوقاً ماليّةً قانونيّةً ملازمةً للملكيّة هذه الأسهم فتحوّلهم صلاحيّاتٍ وسلطاتٍ أوسع نطاقاً من أصحاب المراكز الأخرى داخل الشركة.

عليه، فإنّ هذا الاختلاف الواضح بين شهادات الإيداع العموميّة والأسهم يعكس العلاقة بين الأدوات الماليّة في الشركة والحقوق الملازمة لأصحابها.

إذ بالرغم من الجوانب المشتركة بين كلّ من شهادات الإيداع العموميّة والأسهم إلا أنّ هنالك فوارق جوهرية تطال الحقوق الملاصقة لكلّ منهما.

فيتجلّى هذا الاختلاف لجهة نطاق السلطات والصلاحيّات الممنوحة في الحالتين فضلاً عن الاختلافات الناجمة عن طبيعة كلّ منهما.

انطلاقاً مما تقدّم، يقتضي البحث في الاختلاف المترتب لجهة الطّبيعة القانونيّة في (أولاً) ومن ثمّ البحث في الاختلاف المترتب لجهة نطاق الصّلاحيّات الممنوحة قانوناً في (ثانياً).

#### **أولاً: الاختلاف المترتب لجهة الطّبيعة القانونيّة**

يتجلّى الفارق بين الحقوق الملازمة لكلّ من شهادات الإيداع العموميّة والأسهم من حيث طبيعة كلّ منهما في نوع الملكيّة التي تمنحها كلّ منهما لحملتها.

فبالرغم من كونهما يسعيان لتحقيق غايةٍ واحدةٍ، فيؤدّيان دوراً حيويّاً في تمكين حملتهما من المشاركة الفعّالة بغية إنجاز الشركة إلا أنّهما يختلفان من حيث الطّبيعة لجهة بعض الخصائص والوظائف.

عليه يقتضي البحث في حقّ الملكيّة المباشرة الممنوح لحملة الأسهم في (أ) ومن ثمّ البحث في حقّ الملكيّة غير المباشرة الممنوح لحملة شهادات الإيداع العموميّة في (ب).

## أ- حقّ الملكية المباشرة الممنوح لحملة الأسهم

إنّ حملة الأسهم يملكون حصصًا مباشرة في الشركة الأمر الذي يمنح حقوقهم أهميّة عمليّة<sup>١</sup>، وبالتالي فهي تخوّل حملتها حقّ الملكية المباشرة في جزء من الشركة، فالأسهم جزء لا يتجزأ من وجود وكيان الشركة المساهمة، حيث يمتلك حملة الأسهم العائدة لهم مباشرة في الشركة مما يخوّلهم حقّ ملكيّة مباشرة عليها.

بالتالي، فإنّ حملة الأسهم يحتفظون بملكيّة بصورة مباشرة دون الحاجة إلى مؤسّسة ماليّة أو صندوق استثماريّ، بمعنى أنّ الأسهم بطبيعتها تتيح للمساهمين بحكم ملكيّتهم لها عدّة حقوق مباشرة بمعنى أنّها تخوّلهم أكبر قدر من التّحكّم والمشاركة في الشركة.

## ب- حقّ الملكية غير المباشرة الممنوح لحملة شهادات الإيداع العموميّة

إنّ شهادات الإيداع العموميّة بطبيعتها هي أداة ماليّة تمثّل أسهمًا في شركة مساهمة، يجري تداولها في الأسواق الماليّة العالميّة، أي أنّها تمثّل أسهم شركة فتصدر عن مصدر أجنبيّ يتمثّل بمؤسّسة ماليّة أو مصرفٍ أجنبيّ.

فهي تمكّن المستثمرين حملتها شراء وبيع أسهم الشركة المصدّرة دون الحاجة إلى التّعامل المباشر في سوق الأسهم المحليّ للشركة المصدّرة، فهؤلاء لا يتمتّعون بحقّ ملكيّة مباشر للأسهم إنّما يتمتّعون بحقوق غير مباشرة تمثّل هذه الأسهم، والتي تتجلّى في كون حملة شهادات الإيداع العموميّة يعتمدون على المصدّر الأجنبيّ كوسيط أو ممثّل لهم يملك الأسهم الأساسيّة بالنيابة عنهم.

## ثانيًا: الاختلاف المترتب لجهة نطاق الصّلاحيات الممنوحة قانونًا

إنّ الفارق الجوهريّ بين حقوق حملة شهادات الإيداع العموميّة وحملة الأسهم يكمن في كون حملة الأسهم يملكون الأسهم مباشرة الأمر الذي ينعكس على نطاق الصّلاحيات الممنوحة لهم فيتمتّعون بكافة الحقوق الملاصقة لها بصورة مباشرة فتكون سلطاتهم في الشركة أوسع نطاقًا.

في حين تكون صلاحيات حملة شهادات الإيداع العموميّة محدودة، فتتباين حقوقهم تبعًا للشروط الواردة في عقد الإصدار.

<sup>١</sup> فاروق إبراهيم جاسم، حقوق المساهم في الشركة المساهمة، مرجع سابق، ص ٦.

عليه، يقتضي البحث في الاختلاف المترتب عند ممارسة الحقوق الإدارية في الشركة في (أ) ومن ثمّ التّطرق إلى الاختلاف المترتب عند تقاضي الحقوق الموزعة في الشركة في (ب).

### أ- الاختلاف المترتب عند ممارسة الحقوق الإدارية في الشركة

يتمتع حملة الأسهم بسلطاتٍ أوسع نطاقاً من تلك الممنوحة لحملة شهادات الإيداع العمومية لجهة ممارسة الحقوق الإدارية، فيمارسون هذه الحقوق بصورة مباشرة من خلال اشتراكهم في الجمعيات العامة وممارسة حقّ التصويت ممّا يخولهم سلطة التأثير في القرارات الهامة كانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، تعديل النّظام الأساسي للشركة وغيرها.

في حين يمارس حملة شهادات الإيداع العمومية هذه الحقوق الإدارية بصورة غير مباشرة من خلال المصدر الأجنبيّ كمثل لهم في ممارسة هذه الحقوق وتبعاً للشروط الواردة في عقد الإصدار، ممّا يعني أنّهم لا يتمتعون بسلطة مطلقة في ممارستها.

### ب- الاختلاف المترتب عند تقاضي الحقوق الموزعة من قبل الشركة

يتقاضى حملة شهادات الإيداع العمومية توزيعاتٍ نقديةٍ مشابهة لتلك التي يتقاضاها حملة الأسهم. على أنّ حملة الأسهم يتقاضونها مباشرةً بمقدار الأسهم التي ستقاضونها بحكم ملكيتهم المباشرة لهذه الأسهم، في حين يتقاضاها حملة شهادات الإيداع العمومية بصورة غير مباشرة من خلال المصدر الأجنبيّ.

كلّ ذلك باستثناء الحالة التي يصبح فيها حامل شهادات الإيداع مساهماً حقيقياً عند تحويلها إلى أسهم. بعد البحث في حقوق حملة شهادات الإيداع العمومية، يقتضي البحث في مصير شهادات الإيداع العمومية عند انقضاء الشركة.

### المبحث الثاني: مصير شهادات الإيداع العمومية عند انقضاء الشركة

إنّ الصّفة التعاقدية للشركة بوجه عامّ، المعطاة لها، سواء كان في القانون المدنيّ أو القانون التجاريّ، من شأنها أن تعطي الشركاء الحقّ في أن يقرّروا انقضاءها بعدما أن يكون قد تمّ إنشاؤها وفقاً للأصول

مكتسبةً شخصيتها المعنوية فيما إذا توافرت الأسباب القانونية للانقضاء، فحلّ الشركة إذن هو الآلية القانونية التي بمقتضاها تنقضي الشركة عند توافر أسباب الحلّ القانونية.<sup>١</sup>

بالتالي، فإنّ انتهاء حياة الشركة تحوز أهميةً بالغة بقدر نشأتها، باعتبار أنّ كلّ من المرحلتين تتناقضان وتتشابكان في المصالح فتتطلبان تنظيمًا قانونيًا يكفل بصورة واضحة المراكز وعدالة تحديد وإقرار الحقوق والالتزامات.

وتبعًا لذلك نالت مرحلة تصفية الشركة اهتمامًا من قبل الشركاء وجميع المتعاملين معها، فهي نظام قانوني يستهدف تحديدًا عادةً لمراكز الشركاء وغيرهم لجهة الحقوق والالتزامات، فإذا كان لا بدّ للشركة أن ينتهي وجودها عند قيام موجبٍ لذلك فإنّ هذا الانتهاء لا يتعيّن من حيث الأصل أن يلحق ضررًا غير مبرر، بمعنى أنّه لا يتعيّن أن ينتج للبعض منافع غير متوازنة مخلّفا وراءه مراكز قانونية تفتقر لهذا التوازن.<sup>٢</sup>

هذا وتتعدّد أحكام انقضاء الشركات، فقد تنقضي الشركة إمّا بحكم القانون وإمّا رضاءً بالاستناد إلى أسباب الانقضاء الاتفاقيّة.

لذلك فإنّ إصدار شهادات الإيداع العموميّة كأداة ماليّة وجزء من الأوراق الماليّة العائدة للشركة أثار البحث في مصيرها عند انقضاء الشركة وطبيعة الحقوق المترتبة لحملتها عند حدوث هذا الانقضاء. عليه، يقتضي البحث في مصير شهادات الإيداع عند انقضاء الشركة بحكم القانون في (الفقرة الأولى) ومن ثمّ البحث في مصير شهادات الإيداع عند انقضاء الشركة بأسباب الانقضاء الاتفاقيّة في (الفقرة الثانية).

### الفقرة الأولى: مصير شهادات الإيداع عند انقضاء الشركة بحكم القانون

إنّ الشركة المساهمة بعد نشأتها وتنفيذ أعمالها ونشاطاتها قد يعترضها سبب من الأسباب التي تؤدي إلى انقضائها وزوالها.

<sup>١</sup> إلياس ناصيف، موسوعة الشركات التجاريّة-تحويل الشركات انقضاؤها واندماجها، منشورات الحلبي الحقوقية، الجزء ١٣، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠١١، ص ١١٣.

<sup>٢</sup> أحمد محمود عبد الكريم المساعده، تصفية الشركة المساهمة العامّة، مؤسسة حمادة للدراسات الجامعيّة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، ٢٠١١، ص ٨.

حيث تعترض حياة الشركة أحياناً أسباب تجعل من استمرارها أمراً صعباً الأمر الذي يؤدي بدوره إلى انقضاءها.

وتتمثل أسباب انقضاء الشركة بحكم القانون وفق لمختلف التشريعات منها المشرعين اللبناني والفرنسي بحلول الأجل المعين لها، إتمام المشروع الذي وجدت من أجله أو حتى استحالة إتمام المشروع موضوعها.<sup>١</sup>

لذلك كان لا بد من معرفة مصير شهادات الإيداع العمومية عند انقضاء الشركة بأحد هذه الأسباب كما طبيعة الحقوق التي يتمتع بها حملة شهادات الإيداع عند حل الشركة وفي مرحلة تصفيتها.

عليه، جاء المشرع اللبناني لينظم النتائج المترتبة على انقضاء الشركة مشيراً إلى مصير شهادات الإيداع العمومية وذلك في المادة ٤٥٨ مكرر-٢ من القانون التجاري اللبناني المعدل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ الصادر بتاريخ ٢٩/٣/٢٠١٩.

عليه، يقتضي البحث في تحويل شهادات الإيداع إلى أسهم عند تصفية الشركة في (أولاً)، ومن ثم الحقوق المترتبة لحملة شهادات الإيداع عند تصفية الشركة في (ثانياً).

### أولاً: تحويل شهادات الإيداع إلى أسهم عند تصفية الشركة

أكد المشرع اللبناني ضمن الأحكام الخاصة بشهادات الإيداع العمومية في المادة ٤٥٨ مكرر-٣ أنه "عند حل وتصفية الشركة المصدرة للأسهم الأساسية يعود لمالكي شهادات الإيداع العمومية الحقوق كافة العائدة للأسهم الأساسية وذلك مع مراعاة أحكام القانون المنفذ بالمرسوم رقم ١٨٠٤٥ تاريخ ١٠/٩/١٩٦٨ المتعلق باكتساب غير اللبنانيين الحقوق العينية العقارية في لبنان."

بالتالي، يتضح من منطوق المادة ٤٥٨ مكرر-٣ أنه بالذکر والتي منح بمقتضاها حملة شهادات الإيداع العمومية كافة الحقوق الأساسية الملازمة للأسهم عند حل وتصفية الشركة ضمن قيود أنه يجري تحويل شهادات الإيداع العمومية إلى أسهم عند انقضاء الشركة وتصفيتها.

فإذا كان تحويل شهادات الإيداع العمومية إلى أسهم مجرد إمكانية أثناء حياة الشركة المصدرة للأسهم الأساسية، إلا أنه يصبح أمراً إلزامياً عند تصفيتها<sup>٢</sup>، الأمر الذي يفيد تبعاً لذلك استبدال المركز القانوني

<sup>١</sup> الفقرة الأولى المادة ٢١٦ من القانون التجاري اللبناني في الفصل الرابع تحت عنوان: "في حل الشركات المغفلة" والمادة ١٨٤٤-٦ من القانون المدني الفرنسي.

<sup>٢</sup> كابي شاهين، التقنيات الحديثة في تمويل الشركة المساهمة في القانون اللبناني، مرجع سابق، ص ٣٤.

لحملة شهادات الإيداع العموميّة في الشركة ومنحهم صفة المساهم الحقيقيّ الذي يترتّب له كافّة الحقوق الأساسيّة الملاصقة للأسهم عند حلّ وتصفية الشركة.

عليه يقتضي البحث في ماهيّة هذه الحقوق.

### **ثانياً: الحقوق المترتبة لحملة شهادات الإيداع عند تصفية الشركة**

من المعلوم أنّ السهم يخوّل صاحبه بعض الحقوق الملازمة له من بينها حقّ اقتسام موجودات الشركة عند انقضائها وتصفيتها، إذ بانتهاء عمليّة التصفية يقدّم المصفيّ حساباً ختامياً إلى الجمعية العامّة للمساهمين عن أعمال التصفية حتّى متى صادقت عليه الجمعية العامّة عدّت التصفية منتهية، ممّا يخوّل المساهم الحقّ في اقتضاء قيمة الحصّة التي قدّمها في رأس مال الشركة، وتوزيع الزيادة فيما لو حققت الشركة أرباحاً بين المساهمين كلّ بنسبة أسهمه.

على أنّ هذه الحقوق لا تعطى على إطلاقها لحملة شهادات الإيداع العموميّة الذين تحوّل شهادات الإيداع التي يحملونها إلى أسهم عند تصفية الشركة إنّما ترد ضمن قيود حدّتها صراحة المادة ٤٥٨ مكرّر-٣.

عليه يقتضي البحث في حق المشاركة في اقتسام الموجودات الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة في (أ)، ومن ثمّ البحث في القيود الواردة على هذه الحقوق في (ب).

### **أ- حقّ المشاركة في اقتسام موجودات الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة**

يترتّب بعد انقضاء الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة وتصفيتها حقوق خوّل القانون المساهمين حقّ ممارستها، وبما أنّ المشرّع اللبنانيّ خوّل حملة شهادات الإيداع العموميّة كافّة الحقوق العائدة للأسهم الأساسيّة فإنّ هذه الحقوق تتمثّل بحقّ استرداد المبلغ الإسميّ للأسهم فضلاً عن حقّ اقتسام فائض التصفية.

عليه يقتضي البحث في حقّ استرداد المبلغ الإسميّ للأسهم في (١)، ومن ثمّ البحث في حقّ اقتسام فائض التصفية في (٢).

## ١- حق استرداد المبلغ الإسمي للأسهم

أكد المشرع اللبناني ضمن أحكام قانون التجاري اللبناني حق كل مساهم في حال بقاء موجودات كافية عند حل الشركة في استرداد المبلغ الإسمي لسهمه مع الاحتفاظ بحق الأسبقية الممنوحة للأسهم ذات الأولوية.<sup>١</sup>

بالتالي فإن القيمة الإسمية للسهم التي يحصل عليها المساهمون تعتمد على القيمة المتبقية من موجودات الشركة بعد سداد كافة الالتزامات.

## ٢- حق اقتسام فائض التصفية

بعد استرداد المبلغ الإسمي للأسهم، تبقى بعض الأموال ضمن موجودات الشركة تسمى "فائض التصفية"، هو يمثل التحديد النهائي للأرباح الناتجة أثناء حياة الشركة، وبالفعل قرر المشرع هذا الحق ضمن أحكام القانون التجاري اللبناني عندما نصّ على أن "الزيادة توزع على جميع المساهمين بنسبة الأسهم المملوكة".<sup>٢</sup>

ما يعني أن الفائض يوزع عادة بالاستناد إلى نسبة الملكية وعدد الأسهم التي يمتلكها كل مساهم أي بما يتناسب مع نسبة مساهمتهم في رأس مال الشركة.

بعد التطرق إلى الحقوق المقررة لحملة شهادات الإيداع العمومية عند حل وتصفية الشركة يقتضي البحث في القيود الواردة على هذه الحقوق.

## ب- القيود الواردة على هذه الحقوق

وضع المشرع اللبناني في صراحة المادة ٤٥٨ مكرر-٣ قيداً على ممارسة حملة شهادات الإيداع العمومية للحقوق الأساسية العائدة للأسهم الأساسية نتيجة حل وتصفية الشركة المصدرة للأسهم الأساسية يتمثل بضرورة مراعاة أحكام القانون المنفذ بالمرسوم الاشتراعي رقم ١٠٨٤٥ تاريخ ١٠/٩/١٩٦٨، الذي نظم شروط اكتساب غير اللبنانيين للحقوق العينية العقارية في لبنان.

<sup>١</sup> المادة ١١٤ من القانون التجاري اللبناني المعدل بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦: "يجوز لكل مساهم إذا بقيت موجودات كافية عند حل الشركة أن يسترد المبلغ الإسمي لسهمه مع الاحتفاظ بحق الأسبقية الممنوحة للأسهم ذات الأولوية..."

<sup>٢</sup> المادة ١١٤ نفسها: "...أما الزيادة فتوزع على جميع المساهمين بنسبة عدد الأسهم المملوكة."

انطلاقاً مما تقدّم يقتضي البحث في مصير شهادات الإيداع العموميّة عند إنقضاء الشركة المصدّرة بأحد أسباب لانقضاء الخاصّة.

### الفقرة الثّانية: مصير شهادات الإيداع عند انقضاء الشركة بأسباب الانقضاء الاتّفاقيّة

بالإضافة إلى أسباب الانقضاء بحكم القانون توجد أسباب انقضاء اتّفاقيّة يعدّ الاندماج والانشطار أحدها.

ويعني اندماج الشركة تحويل الدّمة الماليّة لشركة أو أكثر إلى شركة قائمة أو إلى شركة جديدة مستحدثة لهذا الغرض، فقد تنتهي الشركة بناءً على رغبة الشّركاء قبل انتهاء الأجل المحدّدة لها إذا قرّروا ادماجها في شركة أخرى<sup>١</sup>، في حين يعرف الانشطار بأنّه انقسام شركة بتحويل دّمّتها الماليّة إلى عدّة شركات قائمة أو مستحدثة، فتعرف الشركة القديمة بصدّد هاتين العمليتين بالشّركة الزّائلة بينما يطلق على الشركة الجديدة الشركة المستفيدة.<sup>٢</sup>

والجدير بالذّكر أنّ عمليّة الاندماج أو الانشطار تختلف عن عمليّة تحويل الشركة، حيث أنّ التّحويل لا يعني حلّ الشركة وإنّما تغيير الشّكل القانوني للشّركة تحويل الشركة من شركة تضامن إلى شركة توصية على سبيل المثال، في حين تزول الشّخصيّة المعنويّة للشّركة الزّائلة في حالة الاندماج أو الانشطار.<sup>٣</sup>

وتتعدّد الآثار المترتّبة على اندماج الشّركات وانشطارها، فتكون هذه الآثار ذات صلة بطرفي علاقة الاندماج أو الانشطار، أي الشّركة الزّائلة والشّركة المستفيدة، فتتجلّى هذه الآثار في زيادة رأس مال الشركة المستفيدة نتيجة انتقال الدّمة الماليّة للشّركة الزّائلة إليها فضلاً عن تحمّلها التّزامات وأعباء الأخيرة.<sup>٤</sup>

<sup>١</sup> إلياس ناصيف، موسوعة الشّركات التجاريّة، تحويل الشّركات، انقضاؤها واندماجها، مرجع سابق ص ٢١٦.

<sup>٢</sup> المادّة ٢١٠ من الباب التّاسع من القانون التجاريّ اللّبنانيّ المعدّل بموجب القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦، والمادّتين ٢٣٦-١ و٢٣٦-٤ من القانون التجاريّ الفرنسيّ.

<sup>٣</sup> المادّة ٥٤ المعدّلة بالقانون رقم ٢٠١٩/١٢٦: "...تعديل شكل الشركة لا يؤدي إلى خلق شخصيّة معنويّة جديدة لها وإنّما تبقى الشّخصيّة المعنويّة قائمة وتستمرّ الشركة الجديدة بالشّخصيّة المعنويّة ذاتها التي كانت قبل التّحويل..."  
Article 210-6 du droit de commerce Français: "...la transformation régulière d'une société n'entraîne pas la création d'une personne morale nouvelle. Il en est de même de la propagation. »

<sup>٤</sup> غيث مصطفى الخصاونة، "المركز القانوني للشّركات المساهمة الدّاخلية في عمليّة الاندماج ومدى تأثرها بالدمج"، مجلة كليّة الشّريعة والقانون، الجزء ٤، العدد ٣١، ٢٠١٦، ص ١٦٣٤.

عليه فإن ذلك آثار التساؤل حول مصير شهادات الإيداع العمومية عند انقضاء الشركة المصدرة للأسهم الأساسية بأحد أسباب الانقضاء الخاصة أي عند اندماج أو انشطار الشركة المصدرة.

انطلاقاً مما تقدّم، يقتضي البحث في استبدال شهادات الإيداع بشهادات إيداع جديدة في الشركة المستفيدة في (أولاً)، ثمّ البحث في إلغاء شهادات الإيداع العمومية في (ثانياً).

### أولاً: استبدال شهادات الإيداع بشهادات إيداع جديدة في الشركة المستفيدة

يؤثر الاندماج والانشطار على مصير الشركاء أو المساهمين في الشركة أو الشركات الزائلة، فيصبح هؤلاء شركاء ومساهمين في الشركة المستفيدة الأمر الذي يخولهم الحقوق ذاتها التي كانت عائدة لهم في الشركة الزائلة مما يعني حصولهم تبعاً لذلك على حصص وأسهام تقابل حصصهم وأسهمهم في الشركة الزائلة.

وهذا ما أكدّه المشرعان اللبناني والفرنسيّ عندما نصّوا على اكتساب الشركاء في الشركة الزائلة صفة الشركاء في الشركة المستفيدة ضمن الشروط المحددة في عقد الاندماج أو الانشطار، فيترتب على هذه العملية استبدال الأسهم والحصص القديمة بأسهم وحصص جديدة في الشركة الجديدة فضلاً عن تخويلهم حق الحصول على علاوة نقدية لا تتجاوز نسبتها ١٠٪ من القيمة الإسمية للحصص والأسهم المعطاة لهم، مؤكداً على عدم حصول عملية الاستبدال الأسهم والحصص إذا كانت مملوكة من الشركة المستفيدة أو الشركة الزائلة، على أن يتم احتساب قيمتها عند تحديد قيمة الأسهم أو الحصص في الشركة المعنية.<sup>١</sup> بالتالي، فإنّه عند استبدال الأسهم الأساسية الممثلة لشهادات الإيداع العمومية العائدة للشركة الزائلة بأسهم جديدة في الشركة المستفيدة، تستبدل بنتيجة ذلك شهادات الإيداع العمومية بأخرى جديدة تتمثل بالأسهم الجديدة.

### ثانياً: إلغاء شهادات الإيداع العمومية

انطلاقاً من مبدأ وجوب تحويل شهادات الإيداع العمومية إلى أسهم عند انقضاء الشركة الذي اعتمده المشرع اللبناني ضمن الأحكام القانونية الخاصة بشهادات الإيداع العمومية، فإنّ عملية الاندماج

<sup>١</sup> المادة ٢١٢ من الباب التاسع من القانون التجاري اللبناني والمادة ٢٣٦-٣ من القانون التجاري الفرنسي.

والانشطار تلغي شهادات الإيداع العمومية بصورة تامّة فيجري تحويلها إلى أسهم<sup>١</sup> في الشركة الجديدة المستفيدة في حال عدم إصدار شهادات إيداع عمومية جديدة.

الأمر الذي يمنح حملة هذه الشّهادات كافة الحقوق العائدة للأسهم الأساسية مع الالتزام بالأحكام القانونية المتعلقة باكتساب غير اللبنانيين الحقوق العينية العقارية في لبنان، هذا بالإضافة إلى إمكانية حصولهم على علاوة أو تعويض نقدي نتيجة لذلك.

بالتالي، فإنّ من آثار عملية اندماج أو انشطار الشركة المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية تحوّل شهادات الإيداع العمومية العائدة للشركة الزائلة إلى أسهم في الشركة الوليدة المستفيدة الأمر الذي يؤدي إلى تغيير المركز القانوني لحملة شهادات الإيداع العمومية إلى مساهمين أو حملة أسهم في الشركة الوليدة الناجمة عن عملية الاندماج أو الانشطار.

في ختام هذا القسم، نخلص إلى القول بأنّ لإصدار شهادات الإيداع العمومية، آثار على مختلف الصعد.

فنتقسم هذه الآثار إلى آثار تجاه الشركة المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية، حيث ينعكس إصدارها على نشاط الشركة لجهة تأمين ولوجها الأسواق المالية العالمية مع ما يترتب على ذلك من تعزيز الثقة بالشركة، كما ينعكس أيضاً على رأس مال الشركة المصدرة نتيجة عوامل متعدّدة تساهم في تحقّقها شهادات الإيداع العمومية مع ما يرافق ذلك من تعزيز للواقعين الماليّ و الائتمانيّ في الشركة.

هذا ولشهادات الإيداع العمومية آثار لجهة حملتها من خلال تحويلهم الحقّ بالتخلّل في إدارة الشركة المصدرة للأسهم الأساسية أثناء حياتها سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة، فضلاً عن منحهم الحقوق الأساسية المرتبطة بالأسهم الأساسية عند حلّ الشركة وتصفيتها.

<sup>١</sup> المادة ٤٥٨ مكرّر-٣ من القانون التجاري اللبناني المعدّل بالقانون رقم ٢٠١٩/٢٦.

## الخاتمة

تناولت هذه الدراسة موضوع شهادات الإيداع العمومية التي أصبحت بمتناول الشركات المساهمة بعد التعديل الذي طال القانون التجاري اللبناني بموجب القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ الصادر بتاريخ ٢٩ آذار ٢٠١٩، كمصدر جديد لتمويل هذه الشركات، وذلك من خلال عرض النظام القانوني لهذه الشهادات والبحث في الآثار المترتبة على إصدارها واعتمادها من قبل الشركات المساهمة كأداة تمويلية فعالة وضعت في قبضتها وذلك في صدد تنظيم العلاقة بين المستثمرين والشركات المساهمة في ظل تشتت المفاهيم التقليدية التي أصبحت مألوفة حيث عرف القانون التجاري الجديد مفاهيم جوهرية أكثر تتناول مفهوم الشركة بحد ذاتها، فجاءت تعديلاته مقترنة بالمفهوم الجوهرية للقانون بصورة يتناسب فيها مع المعايير الدولية المعتمدة وطبيعة الأعمال وذلك بعد انتظار طويل لإنجاز تعديلات جديدة تلائم التشريعات المعاصرة وتسهل عملية الاستثمار في لبنان بما تحمله من فوائد على الواقع التجاري اللبناني.

فتوصلت هذه الدراسة، إلى كون شهادات الإيداع العمومية تشكل صورة من صور الأوراق المالية العائدة للشركات المساهمة، فهي لا تصدر إلا عن الشركات التي يشكل رأسمالها مجموعة أسهم، تتصف بقابليتها للتداول في الأسواق المالية العالمية تمثل نسبة معينة من الأسهم الأساسية العائدة للشركة، نظمت أحكامها مختلف التشريعات التي تصوب اهتمامها بصورة دائمة نحو تطوير نشاطها في الأسواق المالية، وقد عرفها المشرع اللبناني في مجال الشركات التجارية على أثر تعديل القانون التجاري اللبناني وذلك بعد التجربة التي خاضها في هذا الصدد في القطاع المصرفي منذ سنة ٢٠٠٠.

هذا ولا تندرج شهادات الإيداع العمومية تحت صورة واحدة وإنما تتعدد صورها وأنماطها، فتنقسم من حيث أهميتها، قابليتها للتداول وسرعة انتشارها في الأسواق العالمية إلى شهادات إيداع أميركية، شهادات إيداع أوروبية وشهادات إيداع دولية.

وانطلاقاً من كون شهادات الإيداع العمومية نظاماً قانونياً جديداً عرفه التشريع التجاري اللبناني بعد التعديل الأخير، فإنه قد طرح ضرورة مقاربتها مع الأوراق المالية والأنظمة القانونية المشابهة لها، فكان لا بد من مقاربتها مع كل من الأسهم التفضيلية وسندات الدين، الأمر الذي سلط الضوء على اشتراك كل منهما مع شهادات الإيداع العمومية لجهة الوظيفة المالية التي يؤديانها في حين يختلفان عنها لجهة المفهوم، الحقوق الملازمة لكل منهما، إجراءات الإصدار والمفاعيل المترتبة عند انقضاء الشركة.

فالمميزات والخصائص التي تتمتع بها شهادات الإيداع العمومية سواء لجهة المميزات العامة التي تتسم بها كتنقية تمويلية بحد ذاتها، أو لجهة المميزات الخاصة التي تجعل منها أداة مالية متميزة بالنظر أطرافها بصورة خاصة الشركة المساهمة المصدرة والمستثمرين انطلاقاً من الحقوق و المنافع التي تخولهم إياها كان لها الدور المباشر في تحديد الطبيعة القانونية لشهادات الإيداع العمومية بعدما أثار إصدارها التساؤلات حول طبيعتها القانونية وما إذا يمكن الاعتداد بها من قبيل القيم المنقولة للشركة المساهمة المصدرة، أي أنها توازي في طبيعتها الأسهم وسندات الدين، لا سيما في ضوء غموض النص القانوني والضبابية التي أحاطت مفهوم شهادات الإيداع العمومية ضمن أحكام القانون التجاري اللبناني، فتبين انطلاقاً من ذلك أن شهادات الإيداع العمومية تتشابه في طبيعتها مع القيم المنقولة للشركة إلا أنها بالرغم من ذلك تنفرد بسمات خاصة تبقيا ورقة مالية ذات طبيعة خاصة.

وإن عملية إصدار شهادات العمومية بالنظر إلى دقتها وحصولها في ضوء تضافر واضح لجهود مختلف الأطراف ذات الصلة بها، لا تتم على إطلاقها، حيث يتطلب سير عملها مجموعة من الشروط والضوابط القانونية والتنظيمية كرسها المشرع اللبناني ضمن أحكام القانون التجاري اللبناني الجديد وذلك في سبيل توفير قدر كافٍ من الثقة والنظام وحماية لحقوق جميع الأطراف.

فانقسمت هذه الشروط إلى فئتين؛ فئة تتعلق بعملية الإصدار فيحدد القانون بموجبها الجهة المخولة بإصدار شهادات الإيداع العمومية فتمثل بمصرف أو مؤسسة مالية في الخارج، كما يبين الجهاز المنوط به منح الموافقة على نشرة الاكتتاب وهو مجلس إدارة الشركة المصدرة، كما الجهة المخولة بحفظ الأسهم الأساسية المتمثلة بمركز الإيداع أي شركة ميدكلير اللبنانية أو ما يعرف بمركز حفظ ومقاصة الأوراق المالية في لبنان والشرق الأوسط، بالإضافة إلى تحديد الصيغة القانونية التي تصدر بموجبها شهادات الإيداع العمومية فهي قد تصدر إما بمقتضى عقد واضح بين الشركة المصدرة للأسهم الأساسية والمصدر الأجنبي، وإما في ظل غياب مثل هذا العقد لقاء كتاب عدم ممانعة من قبل الشركة المصدرة.

أما الفئة الأخرى من الشروط فقد وردت كقيود على بعض الحقوق التي منحها القانون لبعض أطراف شهادات الإيداع العمومية أي حملتها الذين خولهم حق استبدالها بأسهم فضلاً عن بعض الحقوق الإدارية أثناء حياة الشركة وعند انقضاءها، والمصدر الأجنبي الذي خوله أيضاً بعض الحقوق الإدارية في الشركة المصدرة ضمن أطر ضوابط معينة، كل ذلك في إطار ضرورة مراعاة اكتساب غير اللبنانيين الحقوق العينية العقارية أحد أهم الضوابط الواجب التقيد فيها في هذا الصدد، هذا وقد أورد المشرع أيضاً كقيود على

إصدار شهادات الإيداع العمومية وجوب عدم تخطّي عدد الأسهم الممثلة بشهادات الإيداع العمومية نسبة ٣٠٪ من عدد الأسهم المكوّنة لرأس مال الشركة مصدّرة الأسهم الأساسية والمدفوع ثمنها بالكامل.

أمّا لجهة إصدار شهادات الإيداع العمومية فقد عمد المشرّع اللبناني إلى تقسيم شهادات الإيداع إلى فئتين تبعاً للآلية المعتمدة في عملية إصدارها حيث أطلق على شهادات الإيداع العمومية التي تصدر بمقتضى عقدٍ منظمٍ بين الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسية و المصدّر الأجنبيّ تسمية شهادات الإيداع المكفولة في حين تسمّى التي تصدر في ظلّ غياب هذا العقد أي لقاء كتاب عدم ممانعة صادر عن الشركة المصدّرة بشهادات الإيداع العمومية غير المكفولة.

فتشكّل شهادات الإيداع العمومية المكفولة فئة من شهادات الإيداع يكون للشركة المصدّرة دوراً فاعلاً في عملية إصدارها بموجب العقد المنظم بينها وبين المصدّر الأجنبيّ وهي الأكثر شيوعاً وتداولاً انطلاقاً من الثقة التي يؤمّنها إصدارها بهذه الصيغة، حيث تضمّ عملية إصدارها أربع مراحل تتمثّل بعقد الإيداع بين الشركة المصدّرة والمصدّر الأجنبيّ، فتح حساب الأوراق المالية الذي تودع فيه الأسهم الأساسية المقدّمة مقابل شهادات الإيداع العمومية وذلك لدى مركز الإيداع، عقد الإصدار المنظم بين المصدّر الأجنبيّ والمستثمرين محدّداً حقوق هؤلاء، وأخيراً مرحلة إصدار شهادات الإيداع العمومية والترويج لها.

في حين تختزل في عملية إصدار شهادات الإيداع العمومية غير المكفولة مرحلة عقد الإيداع حيث يستبدل بمجرد كتاب عدم ممانعة يصدر عن الشركة المصدّرة وهي غالباً ما تكون أقلّ ثقة وشفافية من شهادات الإيداع العمومية المكفولة.

وقد عالجت هذه الدراسة، الآثار المترتبة على إصدار شهادات الإيداع العمومية، فتوصّلت إلى أنّ لشهادات الإيداع العمومية آثاراً ترتدّ على مختلف أطرافها فقسّمت هذه الآثار إلى آثارٍ تطلّ الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسية وأخرى تطلّ حملة شهادات الإيداع العمومية.

فلجهة الآثار المترتبة على الشركة المساهمة المصدّرة للأسهم الأساسية من جراء إصدار شهادات الإيداع العمومية، ظهر جلياً أنّها تنقسم إلى آثارٍ على نشاط الشركة متمثلةً بالسّماح للشركة الولوج إلى الأسواق المالية حيث تفرض نشاطها تبعاً لتداول شهادات الإيداع في الأسواق المالية العالمية المنظمة وذلك بعد تحديد مفهوم الأسواق المالية وتسليط الضّوء على مختلف أنواعها من النّاحية القانونية، مع ما يرافق ذلك من تعزيز رأس مال الشركة المصدّرة، زيادة سيولة أوراقها المالية، ممّا يسمح لها تحديد أسعار السّوق وإدارة المخاطر.

هذا فضلاً عن ترسيخ الثقة بالشركة المصدرة بنتيجة ذلك، تطبيقاً لمبادئ الحوكمة الرشيدة واستجابة لتعزيز دور الشفافية الذي كرّسه المشرع اللبناني ضمن أحكامه الجديدة والذي ضاعف بدوره دور شهادات الإيداع العمومية في ترسيخ الثقة، فيتجلى ترسيخ الثقة في علاقة الشركة مع الغير من خلال تعزيز التواصل المفتوح في مشاركة المعلومات، فضلاً تجلّيه بين أطرافها من خلال تعزيز مركز المساهمين من جهة وثقة المستثمرين من جهة أخرى.

وباعتبار رأس مال الشركة المصدرة للأسهم الأساسية هو العنصر الأساسي الذي تسعى الشركات المساهمة إلى تعظيمه والغاية الأولى التي يستهدفه إصدار شهادات الإيداع العمومية، حيث يعول عليه عند تنفيذ نشاطاتها انطلاقاً من كونه المعيار الرئيس الذي يحدّد ما تملكه الشركة فإنّه من البديهي القول أنّه لا بدّ أن ترتدّ هذه الآثار على رأس مال الشركة.

فتجلى هذه الآثار في صورتين الأولى تتمثّل بتعزيز الواقع المالي للشركة وذلك من خلال عوامل مختلفة تؤدي هذه الوظيفة وهي تعزيز قيمة الأسهم الأساسية من خلال زيادة سيولتها كنتيجة لتداول شهادات الإيداع العمومية في الأسواق المالية العالمية المنظمة مع الأخذ بعين الاعتبار أثر القيمة السوقية التي قد ترتدّ إيجاباً على ربحية الشركة في الحالة التي تفوق فيها القيمة الدفترية للسهم، بالإضافة إلى إقبال المستثمرين على الاستثمار بشهادات الإيداع العمومية بفضل ما يؤمنه لهم إصدارها من تغلّب على قيود الاستثمار الأجنبي وانخفاض لتكاليف هذا الاستثمار، الأمر الذي يشكّل عامل جذبٍ يشجّعهم على الاستثمار بها فينعكس على رأس مال الشركة من خلال المساهمة في تدفّقه وتعزيز هيكله.

أمّا الصورة الثانية تتمثّل بتعزيز الواقع الائتماني للشركة من خلال تعزيز الائتمان عبر ضبط المخاطر المالية وتعزيز الأداء المالي للشركة، بالإضافة إلى تعزيز الثقة المالية من خلال بناء سمعة أفضل تستند إلى قرارات تمويلية رشيدة، فضلاً عن تعزيز التصنيف الائتماني للشركة الذي يعدّ أحد أهمّ عوامل تعزيز الثقة المالية بالشركة وأداة تتيح لجميع المعنّيين الاطلاع على وضع الشركة المالي بغية تأمين الائتمان اللازم لتشاطها.

و لجهة الآثار المترتبة تجاه حملة شهادات الإيداع العمومية، فإنّ القانون قد خولهم مجموعة من الحقوق الإدارية الملازمة لحمل شهادات الإيداع العمومية أي بصفتهم طرفاً فيها، حيث تتيح لهم هذه الحقوق التّدخل في إدارة الشركة سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة، فيكون من شأن هذه الحقوق تفسير وتحديد طبيعة العلاقة التي تجمع حملة شهادات الإيداع العمومية بالشركة المصدرة، وتلك التي تجمع بينهم وبين المصدر الأجنبي.

فيمثل حقّ حملة شهادات الإيداع العموميّة التّدخل في إدارة الشركة بصورة غير مباشرة بحضور اجتماعات الجمعيات العامّة العادية وغير العادية وممارسة حقّ التصويت فيها، إلاّ أنّهم لا يمارسون هذا الحقّ بأنفسهم إنّما ممثّلين بالمصدّر الأجنبيّ الذي يمارس هذه الحقوق بالاستناد إلى تعليماتهم وبما يصبّ في مصلحتهم، ضمن ضوابط محدّدة قانوناً.

في حين يتمثّل حقّ هؤلاء بالتّدخل المباشر في إدارة الشركة بتحويلهم حقّ الاطّلاع على كافّة المعلومات المعمّمة على المساهمين من قبل الشركة سواء كان حقّ الاطّلاع مسبقاً يسبق انعقاد الجمعيات العامّة أو دائماً بالاطّلاع على كافّة البيانات والمعلومات ذات الصّلة بنشاطات الشركة وأوضاعها الماليّة.

كلّ ذلك في ضوء مقارنة حقوق حملة شهادات الإيداع العموميّة مع حقوق حملة الأسهم حيث يملك المساهم الأسهم ملكيّة مباشرة تخوّله نطاقاً أوسع من الحقوق والصّلاحيّات التي يمارسها بنفسه، بينما يملك حامل شهادات الإيداع العموميّة الأسهم الأساسيّة ملكيّة غير مباشرة تخوّله صلاحيّات محدودة، ما لم يصبح مساهماً حقيقةً في الشركة في الحالة التي يجري فيها تحويل شهادات الإيداع إلى أسهم.

بالإضافة إلى ذلك، أخيراً عالجت هذه الدّراسة حقوق حملة شهادات الإيداع العموميّة عند انقضاء الشركة، فقد حدّد القانون مصير هذه الشّهادات عند حلّ الشركة بالأسباب الخاصّة للحلّ مستقرّاً على أنّ تحويل شهادات الإيداع العموميّة يصبح أمراً حتمياً عند انقضاء الشركة أيّ أنّهم يصبحون في عداد المساهمين، مخوّلاً إيّاهم الحقوق العائدة للأسهم الأساسيّة والمتمثّلة باقتسام موجودات الشركة من خلال استعادة القيمة الإسميّة للأسهم واقتسام فائض التّصفية بالتساوي بين المساهمين عند وجود فائض في الموجودات. فضلاً عن مصير شهادات الإيداع العموميّة عند إنقضاءها بأسباب الانقضاء الخاصّة أي عند اندماج الشركة المصدّرة أو انشطارها حيث إنّها تستبدل شهادات الإيداع العموميّة بشهادات إيداع جديدة ممثّلة للأسهم الجديدة وإمّا يجري تحويل شهادات الإيداع إلى أسهم في الشركة الوليدة فيصبح حملتها مساهمين فيها.

انطلاقاً ممّا تقدّم، وبعد أن شكّل القانون التجاريّ الجديد بصيص أملٍ إلاّ أنّه بقي محفوفاً ببعض الأسف حيث عدّ بعض رجال القانون أنّه وبالرغم من النّقلة التي أحدثها القانون التجاريّ الجديد إلاّ أنّه جاء كخطوة متسرّعة إذ يتطلّب المزيد من التّغييرات الجذريّة التي تفرضها التّطوّرات الحاصلة في عالم الأعمال والتّجارة، لذلك لا بدّ من طرح بعض المقترحات في هذا الصّد:

-يقضي على المشرع اللبناني في صدد تحديد المفهوم القانوني لشهادات الإيداع العمومية ضمن أحكام القانون التجاري الجديد أن ينصرف عن نطاق المفهوم الوصفي البحت، من خلال إرساء مفهوم جديد يساهم بصورة جلية في إيضاح الطبيعة القانونية لهذه الشهادات.

-يقضي على المشرع اللبناني في إطار تنظيم الأحكام القانونية الخاصة بشهادات الإيداع العمومية أن يأخذ بعين الاعتبار، إجراءات إصدارها بصورة أشمل وأوسع نطاقاً مشيراً إلى إجراءات إصدارها بشكل مفصل على غرار التشريعات المقارنة التي تطرقت إليها ونظمتها بصورة دقيقة مفصلة.

-يجدر بالمشرع اللبناني في إطار تنظيم الأحكام الخاصة بشهادات الإيداع العمومية أن يبحث في تنظيم الحقوق العائدة لأطرافها بصورة أوضح وأكثر شمولاً لا سيما حقوق حملة شهادات الإيداع العمومية وبشكل خاص بيان طبيعة العلاقة القانونية التي تجمع حملة هذه الشهادات بمصدرها أي المصرف أو المؤسسة المالية الأجنبية.

-يقضي على المشرع اللبناني في ضوء تنظيم شروط إصدار شهادات الإيداع العمومية أن يشير بصورة جلية وأكثر وضوحاً إلى دور المصدر الأجنبي كطرف أساسي أجنبي وفاعل في عملية إصدار هذه الشهادات.

-كان لا بدّ للمشرع اللبناني في صدد إرساء القواعد الجديدة الخاصة بشهادات الإيداع العمومية ضمن أحكام القانون التجاري الجديد أن يتطرق بصورة أشمل إلى دور مركز الإيداع المتمثل بمركز حفظ ومقاصة الأدوات المالية للبنان والشرق الأوسط، بصفته مركزاً لإيداع الأسهم الأساسية مشيراً إلى إجراءات إيداع هذه الأسهم.

-يقضي على المشرع اللبناني إدراج قواعد قانونية خاصة تستهدف تنظيم إدراج وتداول شهادات الإيداع العمومية في الأسواق المالية المنظمة.

## قائمة المصادر والمراجع

### ١- المراجع باللّغة العربيّة

#### أ- المراجع العامّة

- البستاني سعيد يوسف، قانون الأعمال والشركات، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الثانية، بيروت لبنان، ٢٠٠٨.
- الخولي أكثم أمين، قانون التجارة اللبناني المقارن (الشركات التجارية)، دار النهضة العربية، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، القاهرة، مصر، ١٩٦٨.
- الخير عدنان، قانون التجارة اللبناني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لا طبعة، طرابلس، لبنان، ٢٠٠٨.
- العريني فريد محمد، القانون التجاري اللبناني (مقدمات، نظريات العمل التجاري، نظرية المهمة التجارية، النظرية العامة للشركات وشركات الأشخاص)، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الثانية، بيروت، لبنان، ١٩٨٥.
- العريني فريد محمد، الشركات التجارية: المشروع التجاري بين وحدة الإطار وتعدد الأشكال، دار الجامعة الجديدة، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، ٢٠٠٣.
- العريني فريد محمد والفقي محمد السيد، القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الثانية، بيروت، لبنان، ٢٠١١.
- العكلي عزيز، الشركات التجارية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، ١٩٩٨.
- القليوبي سميحة، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، ١٩٨٤.
- بقيرات عبد القادر، مبادئ القانون التجاري (الأعمال التجارية، نظرية التاجر، المحل التجاري، الشركات التجارية)، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى، الجزائر، الجزائر، ٢٠١١.
- جهلول عمّار حبيب، النظام القانوني لحوكمة الشركات، منشورات زين الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠١١.
- عيد إدوار، الشركات التجارية (الشركة المساهمة)، مطبعة النجوى، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، ١٩٦٠.

-فرحات ريم،المبسّط في شرح قانون الأعمال،منشورات صادر الحقوقية،الطبعة الأولى،بيروت،لبنان،٢٠١٢.

-فضيل ناديا،شركات الأموال في القانون الجزائري،ديوان المطبوعات الجامعية،الطبعة الثالثة،الجزائر ٢٠٠٨.

-مغربل صفاء،القانون التجاري اللبناني (الشركات التجارية)،لا ناشر حقوق النشر للمؤلف،الطبعة الأولى،بيروت،لبنان،٢٠١٣.

-مغربل صفاء،قانون التجارة البرية (الشركات التجارية،شركات الأموال)،دار أبعاد،الطبعة الثالثة،بيروت،لبنان،٢٠٢١.

-ناصر إيف إلياس،حوكمة الشركات في القانون المقارن وتشريعات الدول العربية،منشورات الحلبي الحقوقية،الطبعة الأولى،بيروت،لبنان،٢٠١٧.

## ب-المراجع المتخصصة

-الخضر علي إبراهيم،إدارة الأعمال الدولية،نشر،مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع،الطبعة الأولى،دمشق،سوريا،٢٠١٠.

-الصّبع أشرف،تسوية عمليات البورصة،دار النهضة العربية،الطبعة الأولى،القاهرة،مصر،٢٠١٧.

-الكراسنة إبراهيم،إرشادات في تقييم الأسهم والسندات،منشورات صندوق النقد العربية،لا طبعة،أبو ظبي،الإمارات العربية المتحدة،٢٠١٠.

-المساعدة أحمد محمود عبد الكريم،تصفية الشركات المساهمة العامة،مؤسسة حمادة للدراسات الجامعية والنشر والتوزيع،الطبعة الأولى،عمان،الأردن،٢٠١١.

-جاسم فاروق إبراهيم،حقوق المساهم في الشركة المساهمة،منشورات الحلبي الحقوقية،الطبعة الأولى،بيروت،لبنان،٢٠٠٨.

-جاسم فاروق إبراهيم،القانون التجاري (العقود التجارية وعمليات المصارف)،منشورات الحلبي الحقوقية،الجزء الثاني،الطبعة الأولى،بيروت،لبنان،٢٠١٨.

-خشفة محمود سليم، الأوراق الماليّة التي تصدرها الشّركات المساهمة (دراسة مقارنة)، المركز العربيّ للنّشر والتّوزيع، الطّبعة الأولى، القاهرة، مصر، ٢٠١٨.

-خضر أحمد، الإفصاح والشّفاقيّة كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشّركات، دار الفكر الجامعيّة، الطّبعة الأولى، الاسكندريّة، مصر، ٢٠١٢.

-سمرد نوال بو علام، البورصة والأوراق الماليّة المتداولة فيها، دار البازوري العلميّ، الطّبعة الأولى، عمان، الأردن، ٢٠٢١.

-شاهين محمّد، سياسات التّمول وأثره على أداء الشّركات والمؤسّسات الماليّة، دار حيمثرا للنّشر والترجمة، الطّبعة الأولى، القاهرة، مصر، ٢٠١٩.

-شهاب مجدي محمود، اقتصاديات النّقود والمال (النّظريّات والمؤسّسات النّقدية)، دار الجامعة الجديدة للنّشر، الطّبعة الأولى، الاسكندريّة، مصر، ٢٠٠٠.

-عبد العظيم محمّد سمير الصّبا، المحاسبة الماليّة في شركات الأموال، دار الجامعيّة للطّباعة والنّشر والتّوزيع، لا طبعة، القاهرة، مصر، ٢٠٠٠.

-ناصر إلباس، موسوعة الشّركات التجاريّة (تحويل الشّركات وانقضاءها واندماجها)، منشورات الحلبيّ الحقوقية، الجزء ١٣، الطّبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠١٣.

-ناصر إلباس، الوسيط في شرح تعديلات قانون النّجارة البريّة، منشورات الحلبيّ الحقوقية، الطّبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠٢١.

-ناصر إلباس، الشّركات التجاريّة وفقاً لآخر التّعديلات القانونيّة والأحكام الجديدة المضافة بموجب القانون رقم ٢٠١٩/١٢٦ تاريخ ٢٩/٣/٢٠١٩ والقانون المقارن، منشورات الحلبيّ الحقوقية، الطّبعة الأولى، بيروت، لبنان، ٢٠٢٢.

## ج-المقالات والدراسات

-أيوب نصري أنطوان وضاهر كريم أنطوان، "الآفاق القانونيّة والماليّة لأزمة الدّين السياديّ في لبنان"، مجلّة العدل، العدد ١، بيروت، لبنان، ٢٠٢٠، صفحة ٧-١٦.

-الجبوري نوفل رحمن ملغيظ، "التّنظيم القانونيّ لشهادات الإيداع الدّوليّة"، مجلّة كلية التّربية الأساسيّة للعلوم التّربويّة والإنسانيّة، العدد ٢٣، جامعة بابل، بابل، العراق، ٢٠١٧، صفحة ٧٥١-٧٦٧.

- الخصاونة غيث مصطفى، "المركز القانوني للشركات المساهمة الداخلة في عملية الاندماج ومدى تأثيرها بالدمج، مجلة كلية الشريعة والقانون، الجزء الرابع، العدد ٣١، ٢٠١٦، صفحة ١٦٢٨-١٦٨٥.
- الزّين تالا مصطفى، "الشركات المساهمة في ظلّ التعديلات الحديثة للقانون التجاري اللبناني بموجب القانون رقم ١٢٦/٢٠١٩"، مجلة الدراسات القانونية، لا عدد، بيروت، لبنان، ٢٠٢٠.
- الغصين راغب وزاهر لانا نبيل، "أثر السيولة والملاءة المالية والكفاءة الإدارية على ربحية الشركات"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٣٦، العدد ٣، ٢٠١٤، صفحة ٢٤٣-٢٦٣.
- القرمازي إيمان محمّد وآخرون، "دور إدارة المخاطر المالية في تعظيم قيمة الشركات"، مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة، المجلد ٧، العدد ٢، ٢٠٢٢، صفحة ٦٧٥-٦٨٧.
- المالكي رائد صيوان والحمداني قاسم فاضل، "النظام القانوني للقيد في الأسواق المالية (دراسة مقارنة)"، مجلة القانون للدراسات والبحوث القانونية، العدد ١٨، ٢٠١٩، صفحة ١٧٠-٢٢٣.
- المويسبي مروة، "السياسة المالية كأسلوب لجذب الإستثمار، رؤية مستقبلية"، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، العدد ١، ٢٠١٧، صفحة ١٠١-١١٨.
- الياسين أحمد عبد الكريم محمّد وكاظم حسين جواد، "محدّدات القيمة السوقية للأسهم"، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد ١٥، العدد ٥٨، ٢٠٢٠، صفحة ١-٣٠.
- بن أحمد محمّد، "حقّ المساهم في الإعلام والقيود الواردة عليه"، المجلة الحزائرية لحقوق والعلوم السياسية، المجلد ٦، العدد ١، ٢٠٢١، صفحة ٥٨١-٥٩٨.
- بن عايد بن صلفيق عقاب، "الصكوك التمويلية في الشركات المساهمة"، المجلة العربية للنشر العلمي، العدد ١٠، ٢٠١٩، صفحة ٢٦٦٣-٥٧٩٨.
- بن قاد محمود أمين وحساين محمّد، "تمويل المؤسسة: زيادة رأس مال الشركة نموذجاً (دراسة مقارنة)"، مجلة قانون العمل والتشغيل، المجلد ٧، العدد ٢، ٢٠٢٢، صفحة ١٠٧-١٢٦.
- تابت جان، "التعديلات الطارئة على قانون التجارة البرية الجديد"، مجلة محكمة لا عدد، ٢٠١٩، <https://mahkama.net>

- توكّل فادي والشّاهد محمّد فكري، "الطّبيعة القانونيّة لقيّد وتداول شهادات الإيداع في البورصة المصريّة والبورصات العالميّة،مجلة مصر المعاصرة،العدد ٥٣٩،مصر، ٢٠٢٠،صفحة ٣٥٥-٤٣٤.
- حوّى فاتن،"قراءة في المستجدّات التّظيم القانوني للأعمال التجاريّة والإفلاس والشّركات في ضوء التّشريع المقارن،التّشريع الإماراتي نموذجًا"،مجلة الحقوق والعلوم السياسيّة،العدد ٢٧،الجامعة اللبنانيّة،بيروت،لبنان،٢٠١٩،صفحة ٣٠٣-٣٦٦.
- دنيا إوناس،"امتداد الاعتبار الشّخصي لشركات الأموال،الشّركة المساهمة نموذجًا"،مجلة الدّراسات الأكاديميّة،العدد ٢،٢٠٢٢،صفحة ٥٩٠-٦٠٤.
- رمزي مها وريحاوي رمزي،"الشّركات المساهمة بين الحوكمة والقوانين والتّعليمات للشّركة المساهمة في عمان"،مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصاديّة والقانونيّة،المجلد ٢٤،العدد ١،جامعة دمشق،دمشق،سوريا،٢٠٠٨،صفحة ٨٩-١١٥.
- سالمي وردة،"تأثير قواعد الحوكمة في تنظيم الشّركات المساهمة"،مجلة الشّريعة والاقتصاد،العدد ١١،٢٠١١،صفحة ٤٨٤-٥١١.
- شمس الدّين نهلة،"تعديلات قانون التّجارة اللبنانيّ خطوة أساسيّة في مسيرة تحديث القوانين"،مجلة محكمة،العدد ٤٥،٢٠١٩،<https://mahkama.net>.
- شهاب مجدي،"مؤشّرات التّصنيف الانتمائيّ لأوراق الماليّة وانعكاسها على الاستثمار"،مجلة كليّة القانون الكويّتيّة العالميّة،الجزء ٢،العدد ٩،٢٠٢١،صفحة ١٣١-١٨٢.
- صبحي أسماء وسويقي حورية،"حوكمة الشّركات المساهمة المقيدة في سوق القيم المنقولة"،مجلة الحقوق والعلوم الإنسانيّة،العدد ١،٢٠٢٢،صفحة ١٤٣٣-١٤٤٩.
- طانليان ألين فاضل،"تعديل قانون التّجارة اللبنانيّ خطوة ناجحة نحو تسهيل الأعمال وتشجيع الاستثمار؟"مجلة المفكّرة القانونيّة،لا عدد،٢٠٢٠،<https://legal agenda.com>.
- عبد الغني محمّد فتحي،"دور الأسواق الماليّة في تفعيل الاستثمار"،المجلة العلميّة للاقتصاد والتّجارة،العدد ٣،٢٠٢٠،صفحة ١٩٧-٢٥٨.
- عبد الفتّاح سيّد وآخرون،"قياس الاستثمارات بالقيمة العادلة وأثرها على الملاءة الماليّة للشّركات التّأمين،مجلة الدّراسات التجاريّة المعاصرة،العدد ٨،٢٠١٩،صفحة ٧٢١-٧٥٢.

- علاوي عبد اللطيف، "دور رأس مال الشركة التجارية في الإستثمار- الشركة المساهمة نموذجًا، مجلة قضايا معرفية، المجلد ٢، العدد ٣، ٢٠٢٢، صفحة ٢٥-٣٦.

- عليوة عبدالله أحمد، "الطبيعة القانونية للصكوك التجارية (دراسة مقارنة بين القانون الوضعي والشريعة الإسلامية)"، مجلة حقوق دمياط للدراسات القانونية والاقتصادية، العدد ٧، جامعة دمياط، دمياط، مصر، ٢٠٢٣، صفحة ٢١٨-٢٣٧.

- فريد نهال مصطفى، "دراسة أثر شهادات الإيداع على عائد ومخاطر ونشاط الأسهم في السوق المحلي"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد ٤، ٢٠٠٠، صفحة ٣٧٣-٦٦٥.

- قويدر مغربي، "مظاهر الحماية القانونية لحقوق المساهمين في الشركة المساهمة"، المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، العدد ٢، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، ٢٠١٨، صفحة ٢١٦-٢٢٤.

- مرسل محمّد، "جدلية جنسية الشركات التجارية"، مجلة دائرة البحوث والدراسات القانونية والسياسية، العدد ٦، مخبر المؤسسات الدستورية والنظم السياسية، ٢٠١٩، صفحة ٢٢٦-٢٤٩.

- مغربل صفاء، "السمات القانونية والاقتصادية الجديدة التي طرأت على الشركة المساهمة بموجب القانون ٢٠١٩/١٢٦، مجلة العدل، العدد ٢، بيروت، لبنان، ٢٠٢٢، صفحة ١٠٥٣-١٠٨٢.

- منصر جمال، "الاستثمارات الأجنبية وآثارها على التنمية الاقتصادية"، مجلة دفاتر المتوسط، المجلد ٢، العدد ١، ٢٠١٥، صفحة ٣٧-٥٦.

- يوسف أيمن، "الطبيعة القانونية للشركة المساهمة"، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد ٢، العدد ٣، ٢٠١٥، صفحة ٥٥-٧٩.

- يوسف مها رفيق محمّد، "دور إدارة المخاطر في تعظيم قيمة الشركات المساهمة في سوق رأس المال لجمهورية مصر العربية"، مجلة الوادي الجنوبي للأبحاث البيئية، العدد ١، ٢٠١٩، صفحة ٣٤-٤٨.

## هـ- الرسائل والأطاريح

- أبو ظهر أسامة، الشركات المساهمة في ظل القانون ٢٠١٩/١٢٦، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الحكمة، ٢٠٢٠.

- أبو النجا نورهان سمير، إساءة استعمال أموال الشركة ودور نظام الحوكمة في مواجهتها، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الحكمة، ٢٠٢١.

- بخوش أسماء وبركاني رميساء،النظام القانوني للجمعيات العامة في الشركة المساهمة،رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في قانون الأعمال،كلية الحقوق والعلوم السياسية،جامعة ٨ أيار،٢٠١٩.
- بن دراح محمد وبونوة محمد،الاعتبار الشخصي والمالي للشركة التجارية،رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في قانون الأعمال،كلية الحقوق والعلوم السياسية،جامعة زيان عاشور،٢٠٢٠،
- بو عراف منير وبو عراف آية،حقوق المساهم في الشركة المساهمة،رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في قانون الأعمال،كلية الحقوق والعلوم السياسية،جامعة محمد خيضر،٢٠٢١.
- جمعة دانا محمد،مجلس إدارة الشركة المساهمة في ضوء تعديل قانون التجارة اللبناني سنة ٢٠١٩ (دراسة مقارنة)،رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون الخاص،كلية الحقوق والعلوم السياسية،جامعة بيروت العربية،٢٠٢١.
- حجية مروة،الجمعيات العامة في الشركات المساهمة،رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون الخاص،كلية الحقوق والعلوم السياسية،جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم،٢٠٢٣.
- دعيبس محمد فاروق،تأثير حوكمة الشركات على الهيكل المالي للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية،رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في إدارة الأعمال،كلية التجارة،جامعة الاسكندرية،٢٠١٥.
- رابح حريزي،سوق الأوراق المالية (البورصة)،والأدوات المالية محل التداول فيها،رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في قانون الأعمال،كلية الحقوق والعلوم السياسية،جامعة قسطنطين،٢٠١٠.
- رمضان فاطمة وبونفير سوماية،القيم المنقولة الصادرة عن الشركات المساهمة،رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون التجاري،كلية الحقوق والعلوم السياسية،جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل،٢٠١٦.
- سعود موسى وباديس حيمور،القيم المنقولة في الشركة المساهمة،رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في القانون الخاص،كلية الحقوق والعلوم السياسية،جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل،٢٠١٨.
- صنينة سعيدة ودحمان فاطمة،دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية،رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدراسات العليا في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، جامعة أحمد دارية،٢٠١٧.

- عطية حليلة، دور الأسواق الماليّة في تمويل الاستثمارات، أطروحة دكتوراه، كليّة العلوم الاقتصاديّة والتّجاريّة، جامعة محمّد خيضر، ٢٠١٥.

- عيدودي شهرزاد ومداسي محمّد، ضمانات حماية رأس مال الشّركة المساهمة، رسالة ماجستير لنيل دبلوم الدّراسات العليا في قانون الأعمال، كليّة الحقوق والعلوم السّياسيّة، جامعة العربي، ٢٠١٧.

## و- الأحكام والقرارات القضائيّة

- محكمة الدّرجة الأولى في جبل لبنان، قرار رقم ٠ تاريخ ١٦/٣/٢٠١١، العدل، العدد ٣، ٢٠١١، ص ١٣٤١ وما يليها.

## ز- التّقارير

- تقرير اللّجنة الاقتصاديّة والاجتماعيّة لغربيّ آسيا "اسكوا" لدى الأمم المتحدّة، التّمويل التّجاريّ في لبنان: وصفة الانهيار، بيروت، لبنان، مكتب الأمم المتحدّة، ٢٠٢٢.

- عمر أيمن، تقرير لمركز الجزيرة للدّراسات، الأزمة الاقتصاديّة اللّبنانيّة: الواقع والتّداعيات، الدّوحة، قطر، مركز الجزيرة للدّراسات، ٣٠/٩/٢٠١٩.

## ح- القوانين والأنظمة

### \* القوانين

- قانون الأسواق الماليّة رقم ١٦١/٢٠١١، الصّادر بتاريخ ١٧/٨/٢٠١١، الجريدة الرّسميّة، العدد ٣٩، تاريخ ٢٥/٨/٢٠١١.

- قانون الإيداع والتّقيّد المصريّ المعدّل بالقانون رقم ٩٣/٢٠٠٠ الصّادر بتاريخ ١٨ أيّار ٢٠٠٠، الجريدة الرّسميّة، العدد ٢٠، تاريخ ١٨ أيّار ٢٠٠٠، دخل حيّز التّنفيذ في الأوّل من تمّوز ٢٠٠٠.

- القانون التّجاريّ اللّبنانيّ المعدّل بالقانون رقم ١٢٦/٢٠١٩، الصّادر بتاريخ ٢٩/٣/٢٠١٩، الجريدة الرّسميّة، العدد ١٨، تاريخ الأوّل من نيسان ٢٠١٩، دخل حيّز التّنفيذ في الأوّل من تمّوز ٢٠١٩.

- الدّستور اللّبنانيّ الصّادر بتاريخ ٢٦/٥/١٩٢٦ والتّعديلات اللاحقة به.

- قانون الموجبات والعقود اللّبنانيّ الصّادر بتاريخ ٩/٣/١٩٣٢، الجريدة الرّسميّة، العدد ٢٦٤٢، تاريخ ١١/٤/١٩٣٢.

- القانون رقم ٠ الصادر بتاريخ ١٩٥٧/٥/٣، الجريدة الرّسميّة، العدد ٣، تاريخ ١٩٥٧/٧/٣.
- القانون رقم ٧٥ الصادر بتاريخ ٢٠١٦/١٠/٢٧، الجريدة الرّسميّة، العدد ٥٢، تاريخ ٢٠١٦/١١/٣.
- القانون رقم ١٣٩/١٩٩٩، الصّادر بتاريخ ١٩٩٩/١٠/٢٦، الجريدة الرّسميّة، العدد ٥١، تاريخ ١٩٩٩/١٠/٢٨.

### \*القرارات

- قرار مجلس الهيئة الإماراتي رقم ٢٠١٤/٣٢ الصادر بتاريخ ٢٠١٤/٨/٢ بشأن شهادات الإيداع.

### ط-المحاضرات

- شاهين كابي، محاضرة في التّغنيّات الحديثة في تمويل الشّركات المساهمة في القانون اللبناني، طرابلس، لبنان، نقابة المحامين في طرابلس، ٢٠٢٣/١/١٦.

### ي-المؤتمرات

- غادر محمّد ياسين، محدّدات الحوكمة ومعاييرها، المؤتمر العلميّ الدّوليّ للعولمة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، ٢٠١٢.
- غصوب عبده، تعديلات قانون التّجارة اللبناني، من وجهة نظر الباحث والقاضي، نظرة شاملة عن تعديل قانون التّجارة اللبناني، مؤتمر حول أهمّ تعديلات قانون التّجارة في معهد الدّروس القضائية، بيروت، لبنان، ٢٠٢٠.
- منظمة الشّفافيّة الدّوليّة، الجمعيّة اللبنانيّة لتعزيز الشّفافيّة، مؤتمر نظام أصحاب الحقوق الاقتصاديّة شرط مسبق لتعافي الاقتصاد الوطنيّ، بيروت، لبنان، ٢٠٢٢.

### ك-المواقع الإلكترونيّة

- إضافة فصل جديد إلى قانون التّجارة البريّة عن شهادات الإيداع، الموقع الرّسميّ للمجلس النّيابيّ اللبناني، <https://www.lp.gov.lb>، تاريخ النّشر ٢٠١١/٩/١٤، تاريخ الدّخول ٢٠٢٣/١١/٢٧.
- الاستراتيجيّة اللبنانيّة للمؤسّسات الصّغيرة والمتوسّطة "خريطة الطّريق نحو ٢٠٢٠"، الموقع الرّسميّ لوزارة الاقتصاد والتّجارة اللبنانيّة، <https://www.economy.gov.lb>، تاريخ النّشر ٢٠١٤/١٢/١٩، تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/٢/١٢.

-الانطلاق نحو العالمية؛فهم نموذج هيئة الأسواق الماليّة والبورصات،F6EF وإيصالات الإيداع العالمية،فاستر كابيتال،<https://www.faster capital.com>،لا تاريخ نشر،تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/٤/٢٤.

-التّصنيف الائتمانيّ،ما هو وما قوّة تأثيره على اقتصاديّات الدّول المتقدّمة من حيث هبوط قيمة الدّولار وارتفاعها،<http://io.hsoub.xom/finance>،تاريخ النّشر ٢٠١٥،تاريخ الدّخول ٢٠٢٣/٤/٢٠.

-الجمعيّة العامّة للمصارف،أهمّ التّشريعات الماليّة والمصرفيّة،الموقع الرّسمي للجمعيّة العامّة للمصارف،<https://www.abl.org.lb>،تاريخ النّشر ٢٠١٩/٢/٢٨،تاريخ الدّخول،٢٠٢٤/٢/٢٦.

-الشّفاقيّة تسليط الضّوء على حوكمة الشّركات وقوّة الشّفاقيّة،فاستر كابيتال،<http://www.faster capital.com>،تاريخ النّشر ٢٠٢٣/٣/٢٥،تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/٤/١٩.

-تعديل قانون التّجارة البريّة الصّادر بالمرسوم الاشتراعيّ رقم ٣٠٤ تاريخ ١٩٤٢/٤/٢٢،وتعدّلاته وإضافة أحكام جديدة عليه،وتعديل المادّة ٨٤٤ من قانون الموجبات والعقود،الموقع الرّسمي لمركز المعلوماتيّة القانونيّة،الجامعة اللّبنانيّة،<https://legiliban.ul.edu lb>،تاريخ النّشر ٢٠١٩/ ٣/١٩،تاريخ الدّخول ٢٠٢٣/١١/٧.

-شهادات الإيداع الدّوليّة،الموقع الرّسمي لبورصة المصريّة،<https:// egx.com.eg>،لا تاريخ نشر،تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/١ /١٢.

-عامل النّقة في الأعمال التّجاريّة؛بناء النّقة مفتاح نجاح الأعمال،فاستر كابيتال،<https://faster capital.com>،تاريخ النّشر ٢٠٢٣/١٠/١٧،تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/٤/٤.

-عبد الحافظ الصّاوي،التّصنيف الائتمانيّ،ما هو وما أهمّيّته للدّول والمؤسّسات،<https://www.AlJazeera.com>،لا تاريخ نشر،تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/٤/٢٠.

-فهم الأسواق الماليّة في تمويل الشّركات،فاستر كابيتال،<http://faster capital.com>،تاريخ النّشر ٢٠٢٣/١٠/٩،تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/٣/٣٠.

-فؤاد الخوري،شركة ميدكلير،الموقع الرّسمي لشركة الميّدكلير،<https://midclear.com.lb>،تاريخ النّشر حزيران ٢٠١٤،تاريخ الدّخول ٢٠٢٤/٤/٢٦.

- ما هو التصنيف الائتماني، فاستر كابيتال، <https://faster capital.com>، تاريخ النشر ٢٠٢٤/٣/٢٢، تاريخ الدخول ٢٠٢٤/٤/٢١.

-مخاطر تراجع الثقة بإدارة الشركة المساهمة، الموقع الرسمي لبنك أبو ظبي للأسواق المالية، <http://De.AI Khaleej.ae>، تاريخ النشر ٢٠٢٣/٣/٢٥، تاريخ الدخول، ٢٠٢٤/٤/١٩.

## ٢-المراجع باللّغة الأجنبيّة

### أ-المراجع العامّة

-El Feky Mohamad El Sayed, Commercial law (commercial operations, merchant, commercial companies), Al Halabi legal publications, first issue, Beirut, Lebanon, 2005.

### ب-المراجع الخاصّة

-Ripert Georges, L'aspect juridique du capitalisme moderne, La Librairie générale de droit et de jurisprudence, Numéro 46, Paris, France, 1951.

-Vauplane Hubert et Bornet Jean Pierre, Droit des marchés financiers, Lexis, Nexis, 3<sup>e</sup> édition, Paris, France, 2001.

### ج-المقالات والدراسات

-Detalle Catherine, « La dissociation de la fonction de président du conseil d'administration et de fonction du directeur général dans les sociétés anonymes : un critère de bonne gouvernance ? », **Journal spécial des sociétés**, Numéro 31, 2021, pages 14-15.

-Kosayla P.R and Ranjana S.N, « Global Depositary Receipts », **Global Journal for researches analysis**, Volume 6, 2017, pages 539-541.

-Lunder Guy P., « American Depositary Receipts », **International Lawyer**, Volume 8, Number 4, pages 897-915.

-Sajed Ali and Hassan Mohammed Amin,«Global Depositary Receipts and firm :An empirical analysis of pre-post issuance », **Journal of business and management**, volume 2,2023,pages 968-981.

-Velli Joseph,«American Depositary Receipts :an overview », **Fordham international law journal**, Volume 6,1993,pages 38-57.

#### د-الرسائل والأطاريح

-Ardaillon Thribaut,L'interêt des ADR (American Depositary receipts) dans le cadres d'offres publiques des sociétés américaine,Mémoire de recherche,groupe HEC Majeure finance,Paris,France,2006.

-Audrey Schiebel,Les actions de préférences,étude de propositions de MEDEF pour la modernisation du droit des valeurs mobilières,Magistère de juristes d'affaires DEESS-DJCE,Faculté de droit,Université de Paris 2,Panthéon,asass,Le juin 2002.

-Baudrey Agnès,Les actions de préférences,Magistère de juristes d'affaires,Faculté de droit,Université de Paris,Panthéon,assas,Le mai 2005.

-Bergier Charles,Le contrôle international de notation,thèse de doctorat en droit,Faculté de droit,Université de Côte d'Azur,France,2018.

#### ه-القوانين والأنظمة

##### \*القوانين

-Le Code de commerce Français,1<sup>er</sup> Janvier 2000,Journal officiel,21/9/2000.

-Le code monétaire et financier Français,promulgué par le décret numéro 1224/2000 du 14/12/2000 et le décret 1005/2005 du 2/9/2005.

-Le code civil Français modifié en 2022.

## \*القرارات

-La décision du 16 février 2006 relative aux modifications des règles de fonctionnement d'Euroclear France en sa qualité de dépositaire central des titres concernant la désignation du dépositaire central de référence.

## هـ-المؤتمرات

-Abboud Nadime, Les certificats d'investissement ou depositary Receipts (DR), Regard croisé de l'école et du palais à l'aune de la réforme du code de commerce Libanais, conférence organisée par l'institut des études judiciaires, Beirout, Liban, 2020.

## و-المواقع الإلكترونية

-Depositary Receipts, What they are, types and differences from stocks, GFLO consultancy, <https://gflalaw.com>, No date of publication, Date of visit 12/3/2024.

-Hayes Adam, European Depositary Receipts, what is and how it works, Investopedia.com, Date of publication 26/6/2022, Date of visit 21/2/2024.

-Souaiby Ghassan, L'émission des certificats de dépôt par les sociétés Libanaises, Souaiby-Rassi law firm, <https://Souaiby.com>, Sans date de publication, Date de visite 21/12/2023.

-The U.S legal environment for sponsored and Unsponsored ADR program, a white paper created by Ziegler Ziegler associate LLP and depositary management corporation, <https://Zalaw.com>, Date of publication 10/4/2009, Date of visit 25/2/2024.

## فهرس المحتويات

المقدمة.....	١
القسم الأول:النظام القانوني لشهادات الإيداع العموميّة.....	٩
الفصل الأول:ماهية شهادات الإيداع العموميّة.....	١١
المبحث الأول:المفهوم القانوني لشهادات الإيداع العموميّة.....	١٣
الفقرة الأولى:تعريف شهادات الإيداع العموميّة.....	١٥
أولاً:تحديد مفهوم شهادات الإيداع العموميّة.....	١٦
أ-شهادات الإيداع العموميّة في ضوء الفقه والتشريعات المختلفة.....	١٦
١-مفهوم شهادات الإيداع العموميّة في ضوء الفقه.....	١٧
٢-مفهوم شهادات الإيداع العموميّة في ضوء التشريعات المختلفة.....	١٧
ب-شهادات الإيداع العموميّة في ضوء التشريع اللبناني والمقارن.....	١٨
١-مفهوم شهادات الإيداع العموميّة في ضوء التشريع اللبناني.....	١٨
٢-مفهوم شهادات الإيداع العموميّة في ضوء التشريع الفرنسي.....	٢٠
ثانياً:صور شهادات الإيداع العموميّة.....	٢١
أ-شهادات الإيداع الأميركيّة.....	٢١
ب-شهادات الإيداع الأوروبيّة.....	٢٢
ج-شهادات الإيداع الدوليّة.....	٢٣
الفقرة الثانية:مقاربة شهادات الإيداع العموميّة مع الأنظمة القانونيّة المشابهة لها.....	٢٣
أولاً:مقاربة شهادات الإيداع العموميّة مع الأسهم التفضيليّة.....	٢٤
أ-أوجه المقاربة.....	٢٤
ب-أوجه المفارقة.....	٢٥

- ١- المفهوم القانوني..... ٢٥
- ٢- الحقوق الملاصقة لها ..... ٢٨
- ٣- القيود المفروضة على الحقوق الممنوحة قانونياً..... ٢٩
- ٤- إجراءات الإصدار ..... ٢٩
- ٥- المفاعيل المترتبة عند انقضاء الشركة..... ٢٩
- ٦- النسبة المحددة قانوناً..... ٣٠
- ثانياً: مقارنة شهادات الإيداع العمومية مع سندات الدين..... ٣٠
- أ- أوجه المقاربة..... ٣٠
- ب- أوجه المفارقة..... ٣١
- ١- المفهوم القانوني..... ٣١
- ٢- الحقوق الملاصقة لها ..... ٣٢
- ٣- إجراءات الإصدار ..... ٣٢
- ٤- المفاعيل المترتبة عند انقضاء الشركة..... ٣٢
- ٥- النسبة المحددة قانوناً..... ٣٣
- المبحث الثاني: خصائص شهادات الإيداع العمومية..... ٣٣
- الفقرة الأولى: مميزات شهادات الإيداع العمومية..... ٣٤
- أولاً: المميزات العامة لشهادات الإيداع العمومية..... ٣٥
- ثانياً: المميزات الخاصة بشهادات الإيداع العمومية..... ٣٧
- أ- مميزات شهادات الإيداع العمومية لجهة الشركة المساهمة المصدرة للأسهم الأساسية..... ٣٧
- ب- مميزات شهادات الإيداع العمومية لجهة المستثمرين..... ٣٨
- الفقرة الثانية: الطبيعة القانونية لشهادات الإيداع العمومية..... ٤٠

أولاً: ماهية القيم المنقولة.....	٤٠
أ- مفهوم القيم المنقولة.....	٤٠
ب- أنواع القيم المنقولة.....	٤٢
١- الأسهم.....	٤٢
٢- السندات.....	٤٣
ثانياً: الطابع القانوني لشهادات الإيداع العمومية.....	٤٤
الفصل الثاني: آلية إصدار شهادات الإيداع العمومية.....	٤٦
المبحث الأول شروط إصدار شهادات الإيداع العمومية.....	٤٨
الفقرة الأولى: الشروط الخاصة بعملية الإصدار.....	٥٠
أولاً: صدور شهادات الإيداع العمومية عن مصرف أو مؤسسة مالية في الخارج ضمن معايير محددة..	٥١
ثانياً: وجوب موافقة مجلس إدارة الشركة المصدرة على المعلومات الواردة في نشرة الإكتتاب.....	٥٢
ثالثاً: إصدار شهادات الإيداع العمومية بالاستناد إلى أحكام عقد موقع أو لقاء كتاب عدم ممانعة.....	٥٣
أ- إصدار شهادات الإيداع العمومية استناداً لأحكام عقد موقع بين الأطراف ذات الصلاحية.....	٥٤
ب- إصدار شهادات الإيداع العمومية لقاء كتاب عدم ممانعة.....	٥٥
رابعاً: إبقاء الأسهم الأساسية بحياسة مركز حفظ ومقايسة الأدوات المالية في لبنان والشرق الأوسط ميدكلير.....	٥٥
الفقرة الثانية: الشروط المقيدة لحقوق بعض الأطراف المحددين قانونياً.....	٥٧
أولاً: القيود المفروضة على حق مالكي شهادات الإيداع العمومية باستبدالها.....	٥٨
أ- وجوب التقييد بالأحكام القانونية خلال عملية الاستبدال.....	٥٩
ب- مدى تأثير عملية الاستبدال في جنسية الشركة المصدرة للأسهم الأساسية.....	٦٠
ثانياً: القيود المفروضة على الحقوق الممنوحة لمصدر شهادات الإيداع العمومية.....	٦١

- أ-وجوب التقيّد بأحكام قانونيّة عند ممارسة هذه الحقوق.....٦٢
- ب-تقييد ممارسة هذه الحقوق بتعليمات مالكي شهادات الإيداع العموميّة.....٦٣
- ثالثاً:تقييد عدد الأسهم الأساسيّة بنسبة محدّدة من عدد أسهم رأس المال.....٦٤
- المبحث الثاني:إجراءات إصدار شهادات الإيداع العموميّة.....٦٤
- الفقرة الأولى:إجراءات إصدار شهادات الإيداع العموميّة المكفولة.....٦٥
- أولاً:ماهية شهادات الإيداع العموميّة المكفولة.....٦٦
- أ-شهادات المستوى الأوّل.....٦٨
- ب-شهادات المستوى الثّاني.....٦٨
- ج-شهادات المستوى الثّالث.....٦٩
- ثانياً:مراحل إصدار شهادات الإيداع العموميّة المكفولة.....٦٩
- أ-عقد الإيداع.....٦٩
- ب-فتح حساب الأوراق الماليّة.....٧٠
- ج-عقد الإصدار.....٧١
- ١-الامتيازات المتعلّقة بشهادات الإيداع العموميّة.....٧١
- ٢-الامتيازات المتعلّقة بالحقوق المرتبطة بالأسهم الأساسيّة.....٧١
- د-إصدار شهادات الإيداع العموميّة المكفولة.....٧٢
- الفقرة الثّانية:إجراءات إصدار شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة.....٧٢
- أولاً:ماهية شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة.....٧٣
- ثانياً:مراحل إصدار شهادات الإيداع العموميّة غير المكفولة.....٧٤
- القسم الثّاني:الآثار المترتّبة على إصدار شهادات الإيداع العموميّة.....٧٦
- الفصل الأوّل:الآثار المترتّبة تجاه الشركة.....٧٨

٧٩.....	المبحث الأول: الآثار على نشاط الشركة.....
٨٠.....	الفقرة الأولى: فرض نشاط الشركة داخل الأسواق المالية.....
٨١.....	أولاً: ماهية الأسواق المالية.....
٨١.....	أ- مفهوم الأسواق المالية.....
٨٣.....	ب- أنواع الأسواق المالية.....
٨٣.....	١- الأسواق الأولية.....
٨٣.....	٢- الأسواق الثانوية.....
٨٤.....	- الأسواق المنظمة.....
٨٥.....	- الأسواق غير المنظمة.....
٨٥.....	ثانياً: دخول الشركة إلى الأسواق المالية من خلال شهادات الإيداع العمومية.....
٨٦.....	أ- ولوج الشركة إلى الأسواق المالية.....
٨٦.....	ب- أثر ولوج الشركة إلى الأسواق المالية.....
٨٦.....	١- زيادة رأس المال.....
٨٧.....	٢- تحديد أسعار السوق.....
٨٧.....	٣- تعزيز سيولة الأوراق المالية العائدة للشركة.....
٨٧.....	٤- مساعدة الشركة في إدارة المخاطر.....
٨٨.....	الفقرة الثانية: ترسيخ الثقة بالشركة.....
٨٩.....	أولاً: ماهية الشفافية.....
٨٩.....	أ- مفهوم الشفافية.....
٨٩.....	١- تعريف الشفافية.....
٩٠.....	٢- علاقة الشفافية بالإفصاح.....

- ب- الشفافية في ضوء تعديل القانون التجاري اللبناني..... ٩١
- ١- تعديل المادة ١٥٨ من القانون التجاري اللبناني..... ٩١
- ٢- تعديل المادة ١٠١ من القانون التجاري اللبناني..... ٩٢
- ثانياً: دور شهادات الإيداع العمومية في تعزيز الشفافية..... ٩٣
- أ- ترسيخ الثقة المالية..... ٩٤
- ١- تعزيز التواصل المفتوح في مشاركة المعلومات..... ٩٤
- ٢- تعزيز الشفافية المالية..... ٩٤
- ب- ترسيخ الثقة بين أطراف شهادات الإيداع العمومية..... ٩٥
- ١- تعزيز مركز المساهمين..... ٩٥
- ٢- تعزيز ثقة المستثمرين..... ٩٥
- المبحث الثاني: الآثار على رأس مال الشركة..... ٩٦
- الفقرة الأولى: تعزيز الواقع المالي للشركة..... ٩٧
- أولاً: تعزيز قيمة الأسهم الأساسية..... ٩٨
- أ- تعزيز سيولة الأسهم الأساسية..... ٩٩
- ب- أثر القيمة السوقية للسهم في تعزيز رأس مال الشركة..... ١٠٠
- ثانياً: إقبال المستثمرين على الاستثمار..... ١٠٢
- أ- العوامل المؤثرة في إقبال المستثمرين على الاستثمار..... ١٠٢
- ١- التغلب على قيود الاستثمار الأجنبي..... ١٠٣
- ٢- انخفاض تكلفة الاستثمار في شهادات الإيداع العمومية..... ١٠٣

- ب- أثر إقبال المستثمرين في تعزيز رأس مال الشركة..... ١٠٤
- ١- تدقق رأس المال..... ١٠٤
- ٢- تعزيز هيكل رأس المال..... ١٠٤
- الفقرة الثانية: تعزيز الواقع الائتماني للشركة..... ١٠٥
- أولاً: تعزيز الائتمان في الشركة..... ١٠٦
- أ- ضبط المخاطر المالية..... ١٠٦
- ١- ضبط مخاطر العملة..... ١٠٧
- ٢- تعزيز الأداء المالي للشركة..... ١٠٧
- ب- ضمان الثقة المالية بالشركة..... ١٠٨
- ١- تعزيز سمعة الشركة..... ١٠٨
- ٢- ترشيد القرارات التمويلية..... ١٠٩
- ثانياً: تعزيز التصنيف الائتماني للشركة..... ١٠٩
- أ- ماهية التصنيف الائتماني..... ١١٠
- ١- مفهوم التصنيف الائتماني..... ١١١
- ٢- الغاية من التصنيف الائتماني..... ١١٢
- ب- دور شهادات الإيداع العمومية في تعزيز التصنيف الائتماني للشركة..... ١١٣
- ١- تعزيز ملاءة الشركة..... ١١٣
- ٢- سرعة الحصول على الائتمان..... ١١٤
- الفصل الثاني: الآثار المترتبة تجاه حملة شهادات الإيداع العمومية..... ١١٤
- المبحث الأول: الآثار الإدارية المترتبة تجاه حملة شهادات الإيداع العمومية..... ١١٦
- الفقرة الأولى: حقوق حملة شهادات الإيداع العمومية في إدارة الشركة..... ١١٧

- أولاً: المشاركة غير المباشرة في إدارة الشركة..... ١١٨
- أ- حق المشاركة في الجمعيات العامة للشركة..... ١١٨
- ١- تمثيل المصدر حملة شهادات الإيداع العمومية في الجمعيات العامة..... ١١٩
- ٢- نطاق حق حضور الجمعيات العامة للشركة..... ١٢٠
- ب- حق الاشتراك في التصويت..... ١٢١
- ١- توجيه التعليمات للمصدر في صدد ممارسة حق التصويت..... ١٢٢
- ٢- نطاق توجيه التعليمات للمصدر في صدد ممارسة حق التصويت..... ١٢٣
- ثانياً: المشاركة المباشرة في إدارة الشركة..... ١٢٤
- أ- حق الاطلاع على المعلومات المعممة قانوناً على الشراء..... ١٢٤
- ١- حق الاطلاع المسبق..... ١٢٥
- ٢- حق الاطلاع الدائم..... ١٢٥
- الفقرة الثانية: مقارنة حقوق حملة شهادات الإيداع العمومية بحقوق حملة الأسهم..... ١٢٧
- أولاً: الاختلاف المترتب لجهة الطبيعة القانونية..... ١٢٧
- أ- حق الملكية المباشرة الممنوح لحملة الأسهم..... ١٢٨
- ب- حق الملكية غير المباشرة الممنوح لحملة شهادات الإيداع العمومية..... ١٢٨
- ثانياً: الاختلاف المترتب لجهة نطاق الصلاحيات الممنوحة قانوناً..... ١٢٨
- أ- الاختلاف المترتب عند ممارسة الحقوق الإدارية في الشركة..... ١٢٩
- ب- الاختلاف المترتب عند تقاضي الحقوق الموزعة من قبل الشركة..... ١٢٩
- المبحث الثاني: مصير شهادات الإيداع العمومية عند انقضاء الشركة..... ١٢٩
- الفقرة الأولى: مصير شهادات الإيداع العمومية عند انقضاء الشركة بحكم القانون..... ١٣٠
- أولاً: تحويل شهادات الإيداع العمومية إلى أسهم..... ١٣١

ثانياً: الحقوق المترتبة لحملة شهادات الإيداع العموميّة عند تصفية الشركة.....	١٣٢
أ- حقّ المشاركة في اقتسام موجودات الشركة المصدّرة للأسهم الأساسيّة.....	١٣٢
١- حقّ استرداد المبلغ الإسميّ للأسهم.....	١٣٣
٢- حقّ اقتسام فائض التصفية.....	١٣٣
ب- القيود الواردة على هذه الحقوق.....	١٣٣
الفقرة الثّانية: مصير شهادات الإيداع العموميّة عند انقضاء الشركة بأسباب الانقضاء الاتّفاقيّة.....	١٣٤
أولاً: استبدال شهادات الإيداع بشهادات إيداع جديدة في الشركة المستفيدة.....	١٣٥
ثانياً: إلغاء شهادات الإيداع العموميّة.....	١٣٥
الخاتمة.....	١٣٧
قائمة المصادر والمراجع.....	١٤٣
فهرس المحتويات.....	١٥٦