



# دراسة حول تسعير الشركات عند إدراجها وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري



قام بإعداد هذه الدراسة لجنة العمل المكلفة بدراسة تسعير الشركات عند إدراجها وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة، بالتعاون مع الأمانة العامة للاتحاد وعدد من الإدارات بالجهات المتخصصة بعمليات الرقابة العربية الأعضاء بالاتحاد. علماً بأن المعلومات المتوفرة بهذه الدراسة توضح التنظيمات الخاصة بتسعير الشركات عند إدراجها وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة والممارسات العالمية الجاري بها العمل في هذا المجال إلى غاية شهر ديسمبر/ كانون الأول 2017.

تتكون لجنة العمل المكلفة بدراسة تسعير الشركات عند إدراجها وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة من:

الدولة	الجهة	اسم ممثل الجهة	المنصب
سلطنة عُمان	الهيئة العامة لسوق المال	السيد/ عبدالله بن هلال السيابي	مدير دائرة الإصدارات
دولة الكويت	هيئة أسواق المال	السيدة / دلال بهبهاني	اختصاصي
		السيدة / بدور الجاسم	محلل مالي أول
جمهورية مصر العربية	الهيئة العامة للرقابة المالية	السيدة/ مها كنز	مدير عام الإدارة العامة لتنمية الأسواق المالية غير المصرفية
		السيدة/ رضوى سعد الدين	أخصائي إشراف ورقابة

# المحتويات

مقدمة

8

12 الفصل الأول: الممارسات الدولية في مجال تسعير الشركات عند إدراجها وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري

13 أولاً: تسعير إصدارات الأوراق المالية الجديدة

14 أ. ملامح أسلوب بناء سجل الأوامر

14 1. تعيين بنك استثمار Investment Banker

14 2. تجميع الأوامر

14 3. تحديد السعر

14 4. الإعلان للعامة

14 5. التسوية

15 ب. التجربة البريطانية في مجال تسعير الأوراق المالية

16 ثانياً: الشطب الاختياري والإجباري

16 أ. التجربة البريطانية

17 1. الشطب الاختياري

17 2. الشطب الإجباري

18 ب. التجربة الأمريكية

18 1. سوق ناسداك

18 1.1 المتطلبات المالية لسوق Nasdaq Global Select Market

20 1.2 متطلبات السيولة لسوق Nasdaq Global Select Market

20 1.3 المتطلبات المالية والسيولة لسوق Nasdaq Global Market

22 1.4 المتطلبات المالية والسيولة لسوق Nasdaq Capital Market

23 1.5 متطلبات حوكمة الشركات

24 2. سوق نيويورك

24 1.1 حجم الشركة

25 1.2 السيولة

25 1.3 معيار عدد الأسهم حرة التداول

25 1.4 الشطب بموجب المؤشرات المالية التي تعكس أداء الشركة

27 الفصل الثاني: تسعير أسهم الشركات عند إدراجها بالسوق المالي

28 أولاً: إدراج الأوراق المالية

28 أ. الإطار التشريعي لإدراج الأوراق المالية بأسواق المال:

30 ب. تنظيم عملية الإدراج للأوراق المالية للشركات المساهمة العامة:

30 1. نظام الإدراج:

33 ثانياً: تسعير الشركات الجديدة بأسواق المال العربية

33 أ. الإطار التشريعي المحدد لتسعير الشركات الجديدة

37 ب. أسلوب تسعير الأوراق المالية عند إدراجها في أسواق المال العربية

45 الفصل الثالث: إشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة

46 أولاً: الإطار التشريعي والتنظيمي لعمليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة

48 أ. الشطب الاختياري

63	الفصل الرابع: نتائج الدراسة
64	أولاً: الإدراج في الأسواق المالية
65	ثانياً: تسعير الشركات الجديدة بأسواق المال
67	ثالثاً: الشطب الاختياري والإجباري
67	1. الشطب الاختياري
70	رابعاً: التوصيات
71	ملحق رقم (1): ملخص ردود الدول الأعضاء على الاستبيان
72	الأردن
74	الإمارات
76	تونس
79	الجزائر
81	السعودية
85	سوريا
86	العراق
88	عُمان
90	فلسطين
92	قطر
94	الكويت
96	مصر
102	المغرب
104	ملحق رقم (2): استبيان حول تسعير الشركات عند إدراجها وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة _
114	ملحق رقم (3): نتائج الاستبيان حول تسعير الشركات عند إدراجها

## فهرس الرسوم البيانية

- 29 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 1: التشريع المنظم لعملية إدراج الشركات لدى السوق المالي
- 31 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 2: حصر عملية الإدراج بالشركات المساهمة العامة
- 32 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 3: الجهات المسؤولة عن تنظيم الإدراج والموافقة عليه
- 33 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 4: الزامية إدراج الشركات المساهمة العامة بالسوق المالية
- 35 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 5: الإطار التشريعي الذي يحدد تسعير الشركات عند إدراجها
- 38 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 6: الأسلوب المستخدم في تسعير الأوراق المالية عند إدراجها
- 40 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 7: وجود سقف أو حدود على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها
- 42 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 8: طبيعة الحدود على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها
- 46 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 9: التشريع المنظم لآليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة
- 47 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 10: الجهات التي تتولى مراقبة وتنظيم عمليات الشطب للشركات المدرجة
- 48 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 11: امكانية شطب الشركات لإدراجها اختيارياً من السوق المالي
- 49 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 12: الشروط المفروضة للشطب الاختياري
- 51 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 13: عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة تتطلب قراراً من الجمعية العامة للشركة
- 56 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 14: أهم أسباب الشطب الاختياري للشركات
- 57 \_\_\_\_\_ الرسم البياني رقم 15: أسباب الشطب الإجباري للشركات

## فهرس الجداول

- الجدول رقم 1: المتطلبات المالية لسوق NASDAQ GLOBAL SELECT MARKET \_\_\_\_\_ 19
- الجدول رقم 2: متطلبات السيولة لسوق NASDAQ GLOBAL SELECT MARKET \_\_\_\_\_ 20
- الجدول رقم 3: المتطلبات المالية والسيولة لسوق NASDAQ GLOBAL MARKET \_\_\_\_\_ 21
- الجدول رقم 4: المتطلبات المالية والسيولة لسوق NASDAQ GLOBAL MARKET \_\_\_\_\_ 22
- الجدول رقم 5: المتطلبات المالية والسيولة لسوق NASDAQ GLOBAL MARKET \_\_\_\_\_ 23
- الجدول رقم 6: معايير استمرارية الإدراج في سوق نيويورك NYSE \_\_\_\_\_ 26
- الجدول رقم 7: نطاق إدراج الأوراق المالية بأسواق المال العربية \_\_\_\_\_ 30
- الجدول رقم 8: الإطار التشريعي الذي يحدد تسعير الشركات عند إدراجها \_\_\_\_\_ 35
- الجدول رقم 9: تسعير الشركات عند إدراجها \_\_\_\_\_ 37
- الجدول رقم 10: الجهات المعتمدة لتقييم سعر الشركة الجديدة عند إدراجها \_\_\_\_\_ 39
- الجدول رقم 11: أسباب الشطب الاختياري للشركات لدى أعضاء اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية \_\_\_\_\_ 55

## مقدمة



## مقدمة

يأتي إعداد دراسة تسعير الشركات عند إدراجها وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري لدى أسواق المال العربية تنفيذاً لقرار مجلس اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية الذي عقد بمدينة تونس خلال شهر مارس / آذار 2017 وفي ضوء رغبة أعضاء مجلس الاتحاد للتعرف على واقع الحال لدى الدول الأعضاء بالاتحاد فيما يتعلق بتسعير الشركات الجديدة عند إدراجها وكذلك إشكاليات شطب الشركات اختياريًا وإجباريًا. كما يأتي إعداد هذه الدراسة ضمن إطار الخطة الاستراتيجية للاتحاد للأعوام 2016 - 2020 وبرامج الاتحاد المتعلقة بتعزيز التعاون والتنسيق بين هيئات الأوراق المالية العربية الأعضاء بالاتحاد.

وتنفيذاً لقرار مجلس الاتحاد بهذا الخصوص، فقد شكل اتحاد هيئات الأوراق المالية لجنة خاصة لتولي مهام إعداد دراسة تسعير الشركات عند إدراجها وإشكاليات الشطب الإجباري والاختياري، حيث ضمت اللجنة المشكلة لهذه الغاية ممثلين من كل من الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان وهيئة أسواق المال بدولة الكويت والهيئة العامة للرقابة المالية بجمهورية مصر العربية بالإضافة إلى الأمانة العامة للاتحاد. وقد بدأت اللجنة ممارسة عملها منذ تشكيلها وأجرت عدد من الاتصالات وعقدت اجتماع في مقر الاتحاد في شهر نوفمبر/تشرين الثاني بمدينة دبي.

وضمن هذا الإطار، ولتسهيل معرفة واقع الحال لدى الدول الأعضاء بالاتحاد، قررت اللجنة إعداد استبيان يوزع على الدول الأعضاء لتحديد واقع الحال فيما يتعلق بتسعير الشركات عند إدراجها وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري. وعليه، قامت اللجنة باعتماد الاستبيان الخاص بهذا الموضوع وتم توزيعه على السادة أعضاء الاتحاد من خلال الأمانة العامة للاتحاد، وذلك خلال شهر أغسطس/آب 2017، حيث قامت جميع هيئات الأوراق المالية الأعضاء بالاتحاد بالإجابة على الاستبيان وتزويد اللجنة بالمعلومات المطلوبة، كما قامت اللجنة بعد ذلك بتقريغ نتائج الاستبيان وتحليلها وعرضها لتعزيز الفهم بواقع حال الدول الأعضاء في مجال تسعير الشركات الجديدة والشطب الاختياري والإجباري.

وتضمنت الدراسة ثلاثة أجزاء رئيسية، حيث استعرض الجزء الأول منها عدد من التجارب الدولية في مجالات تسعير الأوراق المالية الجديدة عند إدراجها وموضوع شطب الشركات اختياريًا وإجباريًا ومتطلبات كل منها لدى هذه الأسواق. واستعرض الجزء الثاني من الدراسة موضوع تسعير الشركات الجديدة عند إدراجها بالسوق المالي لدى أسواق المال العربية. أما الجزء الثالث فنناقش إشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة حيث بحث في الإطار التشريعي والتنظيمي لعمليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة من حيث التشريعات التي تنظم آليات الشطب الاختياري والإجباري والجهات التي تتولى تنظيم هذه العملية والشروط المرتبطة بذلك. كما بحث الجزء الثالث الفترات الزمنية والمهل المقدمة في هذا المجال والضوابط

المتعلقة بالعدول عن طلب الشركات بالشطب الاختياري وكذلك الإجراءات التي تقوم بها الجهات التنظيمية لحماية حقوق المساهمين بعد شطب الشركات اختياريًا. كما بحث هذا الفصل في الشطب الإجباري والأسباب التي تؤدي إلى شطب الشركات إجبارياً. وقدمت الدراسة أيضاً احصائيات بعدد الشركات التي تم شطبها خلال السنوات الثلاث الأخيرة 2015-2017.

لقد خلصت الدراسة المستندة إلى نتائج الاستبيان الذي تم إعداده لهذه الغاية إلى جملة من النتائج والتوصيات المرتبطة بتسعير الشركات الجديدة عن إدراجها وكذلك إشكاليات الشطب الاختياري والإجباري، حيث تشير نتائج الدراسة فيما يتعلق بتسعير الشركات الجديدة عند إدراجها إلى وجود تباين بين الدول الأعضاء بالاتحاد فيما يتعلق بالأطر التشريعية المنظمة لعملية التسعير، حيث تلجأ بعض الدول إلى تحديد ذلك بموجب القانون فيما تلجأ بعض الدول الأخرى إلى تحديد ذلك بموجب قرارات يتم اتخاذها من الهيئات المنظمة للسوق. أما عن السعر الذي تدرج به الشركة عند إدراجها فقد أشارت الدراسة إلى وجود أكثر من أسلوب تتمثل في اعتماد جهة معتمدة للتقييم أو إلى الاعتماد على السعر الذي يحدده السوق من خلال العرض والطلب، أو الإدراج بالسعر المبين في نشرة الإصدار (سعر الطرح). علماً بأن الجهات المعتمدة للتقييم قد تضمنت مدقي الحسابات واللجان التي يتم تشكيلها لهذه الغاية أو المستشارين الماليين والخبراء والمحاسبين.

أما فيما يتعلق بالشطب الاختياري والإجباري، فقد خلصت الدراسة أيضاً إلى تباين الأطر التشريعية والتنظيمية التي تحكم آليات الشطب الاختياري والإجباري حيث استند عدد من الدول الأعضاء على قوانين الأوراق المالية وقانون الشركات لتنظيم هذا الأمر، فيما استند عدد آخر من الدول الأعضاء بالاتحاد على تعليمات خاصة أو تشريعات أخرى. كما تبين بأن هيئات الأوراق المالية والبورصات تتولى مسؤولية تنظيم عملية الشطب الاجباري والاختياري لدى عدد من الدول الأعضاء.

وأظهرت نتائج الدراسة أيضاً تشابه الشروط التي تفرضها الدول الأعضاء للشطب الاختياري من حيث الحصول على قرار من الجمعية العامة واعتماد المحضر وكذلك عدم وجود نموذج معتمد من الجهات المختصة تقوم الشركات من خلاله بتقديم طلب الشطب الاختياري، وكذلك فيما يتعلق بالفترات الزمنية والمهل التنظيمية، حيث أن غالبية الدول الأعضاء لا تحدد فترات زمنية معينة لإجراء قرارات الشطب وكذلك عدم وجود مهل زمنية محددة. كما تبين من نتائج الدراسة إلى عدم وجود نظم وإجراءات محددة لحماية حقوق المساهمين. وحول الشطب الإجباري، فقد أظهرت الدراسة بأن أحد أهم الأسباب للشطب الإجباري يكمن في صدور حكم قضائي بانقضاء الشركة وبدرجة أقل حالات الاستحواذ أو الاندماج ومن ثم تكرار المخالفات بما في ذلك الإفصاح ووصول الخسائر إلى نسب معينة من حقوق المساهمين.

وحول حالات الشطب الاختياري والإجباري التي شهدتها الدول الأعضاء بالاتحاد، فقد وضحت الدراسة احصائيات لعدد من الشركات التي تم شطبها اختياريًا وإجبارياً خلال السنوات الثلاث الأخيرة حيث تبين بأن

عدد هذه الشركات قد بلغ للسنوات 2015-2017 نحو (103) شركة ، تركزت في كل من الأردن (30) شركة، والكويت (32) شركة، ومصر (8) شركات، ثم عمان والسعودية بواقع (4) شركات لكل منها في حين تم شطب شركة واحدة في كل من الإمارات والعراق وفلسطين.

وتقدم اللجنة والأمانة العامة للاتحاد بخالص شكرها للسادة أعضاء الاتحاد على دعمهم لأعمال اللجنة وتزويد اللجنة بالمعلومات والبيانات المطلوبة. كما تأمل اللجنة أن تسهم هذه الدراسة في توفير مادة تكون ذات عون وفائدة لجميع الجهات المهتمة بأسواق المال العربية، وأن تشكل بداية لمزيد من الدراسات والأبحاث حول موضوع تسعير الشركات الجديدة وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري نظراً لأهمية ذلك في توفير أسواق مالية عربية شفافة بما يسهم في تعزيز ثقة المستثمرين بأسواق المال العربية.

## الفصل الأول

الممارسات الدولية في مجال تسعير الشركات عند إدراجها  
وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري

## الفصل الأول

# التجارب الدولية في مجال تسعير الأوراق المالية عند الإدراج والشطب الاختياري والإجباري

يقوم هذا الفصل التمهيدي باستعراض بعض التجارب الدولية في مجال تسعير الأوراق المالية الجديدة والشطب الاختياري والإجباري وذلك لإثراء الدراسة ببعض الممارسات الدولية في هذا المجال، حيث تم استعراض التجربة البريطانية، وخاصة ما يتعلق بالإطار التشريعي المطبق على السوق البريطاني (بورصة لندن) ودور المؤسسات الرقابية والسوق في قضايا الشطب الاختياري والإجباري. كما تم استعراض التجربة الأمريكية من خلال الاطلاع على تجربة بورصة نيويورك وبورصة ناسداك مع الإشارة إلى الدور الذي تلعبه هيئة الرقابة الأمريكية في هذا المجال، باعتبارها الجهة الرقابية على سوق راس المال. وفيما يلي استعراض لأهم ملامح هذه التجارب.

### أولاً: تسعير إصدارات الأوراق المالية الجديدة

تلجأ الشركات في العالم إلى استخدام أسلوب السعر الثابت Fixed Pricing أو أسلوب بناء سجل الأوامر أو ما يعرف بالـ Book Building وذلك لتسعير الإصدارات الجديدة من الأسهم. ومع مرور الوقت فقد أصبح أسلوب السعر الثابت للأسهم المصدرة غير ملائم واتجه العالم إلى استخدام أسلوب بناء سجل الأوامر لتسعير الأوراق المالية الجديدة بالسوق المالي.

ويمثل أسلوب بناء سجل الأوامر آلية لاكتشاف الأسعار Price Discovery ، حيث يستخدم بالأسواق المالية عند تداول الأوراق المالية لأول مرة، وذلك من خلال وضع نقطة انطلاق بتحديد نطاق معين للسعر بدلاً من تحديد سعر واحد للورقة المالية على أساس قيام المستثمرين بتقديم أسعار ضمن الحدود السعرية المقررة. ويعتبر هذا الأسلوب من أكثر الأساليب كفاءة لتسعير الأوراق المالية، كما يعتبر من أفضل الأساليب المستخدمة والموصى بها من معظم الأسواق المالية والبورصات بالعالم، وتلجأ غالبية الدول المتطورة إليه.

وفيما يلي استعراض لأهم ملامح هذا النظام وبعض التجارب الدولية ذات العلاقة.

## أ. ملامح أسلوب بناء سجل الأوامر

### 1. تعيين بنك استثمار Investment Banker

تبدأ الخطوة الأولى في أسلوب بناء سجل الأوامر من خلال تعيين ما يعرف ببنك الاستثمار الذي سيقود عملية الإصدار Lead Investment Banker، حيث يقوم بإجراء دراسة دقيقة لموضوع الإصدار ويقرر حجم الإصدار المناسب الذي يمكن للشركة طرحه للسوق المالي. كما يقترح النطاق السعري للإصدار والذي يعرض على إدارة الشركة وتبدأ عملية إعداد نشرة الإصدار بعد موافقة الشركة على مقترحات مدير الاستثمار. وتتضمن نشرة الإصدار النطاق السعري للإصدار الذي اقترحه مدير الاستثمار من خلال وضع الحد الأدنى للسعر Floor Price والحد الأعلى للسعر Ceiling Price.

### 2. تجميع الأوامر

يطلب من المستثمرين بالسوق تقديم عروض لشراء الأسهم بما في ذلك عدد الأسهم التي يرغبون بشرائها عند مختلف مستويات الأسعار (داخل النطاق السعري المبين بنشرة الإصدار)، حيث تسلم العروض مع قيمة أثمان الأسهم المرغوب شراؤها إلى البنك الاستثماري. ومما يذكر بأن هناك إمكانية لمشاركة عدد من البنوك والمؤسسات المالية والمصرفية بمثل هذا العملية.

### 3. تحديد السعر

عند إتمام تجميع عروض الشراء يبدأ بنك الاستثمار عملية اكتشاف السعر حيث يمثل السعر النهائي المتوسط المرجح لجميع عروض الشراء التي تم استلامها من قبل البنك الاستثماري. ويتم الإعلان عن السعر النهائي وهذا ما يعرف بالـ Cut-off Price. وعلى العموم فإن الإصدارات التي تشهد إقبالاً من المستثمرين يكون في الاغلب السعر النهائي للإصدار هو نفسه السعر الأعلى في النطاق السعري.

### 4. الإعلان للعامة

لتحقيق الشفافية، تطلب الأسواق المالية في مختلف دول العالم من الشركات المصدرة الإعلان عن نتائج وتفاصيل العروض التي تم استخدامها، حيث يعتبر ذلك من مسؤولية بنك الاستثمار المكلف بذلك وذلك بأقرب فرصة ممكنة. كما يمكن للهيئات الرقابية تدقيق هذه العملية إذا رغبت بذلك.

### 5. التسوية

تبدأ عملية التسوية بما في ذلك إعادة الأموال الفائزة للمستثمرين -إذا تطلب الأمر ذلك - حيث يجب التأكد بأن إجراءات التسوية تضمن بأن الأموال المحصلة تمثل فقط أثمان الأسهم التي تم تحصيلها وفق السعر المحدد.

ومما يذكر بأن عملية بناء سجل الأوامر يمكن أن تتم في إطار طرح عام لأوراق مالية تقدم لجميع المستثمرين، أو من خلال الطرح الخاص لعدد محدود من المستثمرين المهمين بالشركة محل الطرح أو ما يعرف بالمستثمرين الاستراتيجيين، وفي هذه الحالة فإن الإجراءات والتكاليف المتعلقة بالطرح الخاص تكون أقل.

## ب . التجربة البريطانية في مجال تسعير الأوراق المالية

يتولى موظفي إدارة هيئة الإدراج البريطانية (UK Listing Authority (UKLA التابعة لسلطة السلوك المالي البريطانية Financial conduct authority مسؤولية الموافقة على نشرات الإصدار في بريطانيا فيما تتولى السوق المالي مسؤولية قبول تداول الأسهم.

وتبدأ عملية تسعير الأوراق المالية الجديدة قبل مرحلة التسويق والإعلان عن الإصدار الأولي، ففي بريطانيا وأوروبا من المتعارف عليه أن يتم التفاعل ما بين البنوك الاستثمارية والمستثمرين، وهذا بخلاف ما هو معمول به في الولايات المتحدة الأمريكية حيث لا تسمح التشريعات الأمريكية إجراء اتصالات ما بين البنوك الاستثمارية والمستثمرين قبل الإعلان عن الإصدار الأولي والموافقة على نشرة الإصدار. وتهدف مرحلة ما قبل تسويق الإصدار إلى المساعدة في اكتشاف السعر العادل للإصدار من خلال تقديم مؤشرات للنطاق سعري والأولي للإصدار. كما تساعد هذه المرحلة في التعرف على احتياجات/رغبات المستثمرين المحتملين.

وتبدأ عملية تشكيل السعر النهائي للإصدار بعد أن يتم تحديد النطاق سعري للإصدار. ومما يذكر في هذا المجال بأن الأسلوب الذي استخدم بالتسعير في بريطانيا كان يعتمد على أسلوب السعر الثابت Fixed Pricing Method الذي لا يتأثر بعد تحديده بالعرض والطلب الأمر الذي تسبب في حصول أخطاء كبيرة بالتسعير مما دفع إلى استخدام أسلوب المزايعة Auction Pricing Method وذلك للفترة الممتدة في أواخر عام 1960 ولغاية منتصف عام 1980.

هذا وقد استقر أسلوب التسعير في بريطانيا منذ التسعينات على أسلوب بناء سجل الأوامر أو ما يعرف بـ Book Building Mechanism. ويتميز هذا الأسلوب في بريطانيا بما يلي:

1. يتم دعوة عدد محدد من المستثمرين للمشاركة في عملية بناء سجل الأوامر والتي تبدأ بعد عملية تحديد النطاق سعري للإصدار.
2. تسمح الإجراءات لمدير الإصدار أو الجهة المسؤولة عن الإصدار لبناء سجل الأوامر المتعلق بعروض الشراء والتي تسمح باكتشاف السعر العادل للإصدار.
3. يترك لمدير الإصدار تحديد السعر النهائي وتوزيع الأسهم على المستثمرين.

وتعتبر عملية بناء سجل الأوامر البريطانية فاعلة وتساعد السوق على اكتشاف الأسعار العادلة للإصدارات. وخلال عملية بناء سجل الأوامر، يدعى المستثمرون إلى تقديم عروض أسعار للشراء ضمن النطاق سعري المحدد من مدير الاستثمار. وبالعادة تتضمن قائمة المدعوين للمشاركة المستثمرين المؤسسين، حيث لا يشارك عامة المستثمرين بهذه العملية بالسوق البريطاني.

## ثانياً: الشطب الاختياري والإجباري

يقصد بشطب اسم الشركة من التداول إلغاء تواجد أسهم الشركة بالسوق المالي الذي تتداول به هذه الأسهم، حيث يمكن للشركة، حسب الإطار التشريعي المنظم لعملية الإدراج والتداول، أن تختار الخروج من السوق المالي وإلغاء إدراجها، ويعرف ذلك بالشطب الاختياري **Delisting**، وعندئذ يمكن تداول أوراقها المالية خارج السوق المالي (البورصة). وفي المقابل يمكن للجهة / الجهات المنظمة لسوق رأس المال أن تقرر شطب أسهم الشركة من الإدراج بالسوق المالي نظراً لعدم التزام الشركة بمتطلبات الإدراج أو لأسباب أخرى تستوجب تتطلب هذا الشطب، ويعرف ذلك بالشطب الإجباري.

وعلى العموم فإن أسباب الشطب الاختياري والإجباري بالأسواق المالية العالمية متعددة من بينها عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية المقررة بموجب التشريعات النافذة أو مخالفة القوانين والأنظمة المعمول بها. فالشركة التي يشطب إدراجها ليست بالضرورة شركة تعاني من صعوبات مالية وتواجه قضايا إفلاس، ولكن بالأساس يتعين على الشركة التي يتم تداول أسهمها بالسوق المالي الالتزام بالمتطلبات المقررة للإدراج واستمرار الإدراج. حيث تتضمن تلك المتطلبات ما يرتبط بالأموال المالية كرأس المال أو الربحية أو أمور غير مالية كعدد المساهمين والأسهم حرة التداول. وفيما يلي استعراض لبعض التجارب الدولية في مجال الشطب الاختياري والإجباري.

### أ . التجربة البريطانية

تختلف المتطلبات الرقابية لعمليات طرح الأسهم وتسعيها والإدراج وشطب الإدراج في السوق البريطاني باختلاف السوق الذي ستدرج به الورقة المالية، حيث يوجد هناك سوق رئيسي **Main Market** وهو سوق منظم بموجب المتطلبات الرقابية الأوروبية **EU** حيث يطلب من الشركة الراغبة بالانضمام إلى هذا السوق إصدار نشرة إصدار **Prospectus** توافق عليها هيئة الإدراج البريطانية **UK Listing Authority** (**UKLA**) وتتولى هيئة الرقابة البريطانية **Financial Conduct Authority** مراقبة قبول الشركة للتداول والإدراج والتأكد من تطبيق الأنظمة والقوانين المتعلقة بذلك.

إن قبول الشركة لتداول أسهمها بالسوق البريطاني يتطلب مصادقة هيئة الإدراج البريطانية **UKLA** حيث يتم الإعلان بشكل مشترك ما بين البورصة وهيئة الإدراج البريطانية، وبذلك تصبح الشركة ملتزمة بتحقيق متطلبات استمرار الإدراج **Continuing Obligations** المطبق على جميع الشركات المقبولة. وتتضمن هذه الشروط مجموعة من الالتزامات والمتطلبات يجب تلبيتها، من بينها التأكد بأن المعلومات التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم قد تم توفيرها للمستثمرين بنفس الوقت وكذلك الإفصاح عن البيانات والنتائج المالية في الوقت المقرر.



## 1. الشطب الاختياري

يجوز لمصدر الأوراق المالية الطلب من الهيئة البريطانية للإدراج شطب أي من الأوراق المالية من السوق الرئيسي بما في ذلك أوراق الدين والأسهم وكذلك الأوراق المالية التي تم قبول تداولها بالسوق المخصص للاستثمارات البديلة وما يعرف بالـ (AIM) Alternative Investment Market. ويشترط لإتمام عملية الشطب الاختياري أن يتم إخطار الهيئة الرقابية قبل (20) يوم عمل بالرغبة في شطب الإدراج ولا يشترط إصدار تعميم لمالكي الأوراق المالية المهتمين بهذا الشأن بالامتثال للأحكام والشروط المتعلقة بعمليات الاستحواذ أو تنفيذ صفقات مرتبطة بعملية إلغاء الإدراج. وعلى العموم فإن المصدر الذي يرغب في إلغاء إدراج تداول الأسهم بالسوق البريطاني ولضمان حماية المستثمرين، فإن التشريعات النافذة (متطلبات قبول التداول ومعايير الإفصاح النافذة اعتباراً من 2017/5/8) تلزم المصدر الحصول على موافقة الهيئة العامة المسبقة على إلغاء تداول أسهم الشركة بالسوق بأغلبية (75%) من المساهمين المؤهلين للتصويت على أن يتضمن القرار ما يلي:

- 1) الأسباب الكامنة وراء الرغبة في إلغاء قبول تداول الأسهم
- 2) الموعد المتوقع للإلغاء مع التأكيد بضرورة ألا يقل عن 20 يوم عمل من تاريخ اتخاذ القرار
- 3) جميع المعلومات ذات العلاقة التي تساعد المساهمين على اتخاذ قرارهم

ومما يذكر بأن الشروط المشار إليها أعلاه لا تنطبق على الحالات التالية:

- حالات السيطرة Take Over
- حالة إلغاء قبول الأسهم للتداول نتيجة الترتيبات أو إجراءات قضائية أول الإفلاس
- حالات أن المصدر قد خالف الأنظمة والقوانين والالتزامات والمسؤوليات النافذة، حيث يمكن للبورصة في هذه الحالة أن تفرض إجراءات رقابية وحسب ما هو مقرر بموجب المعايير والتشريعات النافذة.

## 2. الشطب الإجباري

تتولى هيئة الإدراج البريطانية UKLA الرقابة على عمليات الشطب الاختياري والإجباري للأسهم المدرجة بالسوق بالتعاون مع بورصة لندن وبموجب التشريعات المتعلقة بالإدراج والصادرة عن هيئة الرقابة البريطانية (FSA). فإن الهيئة البريطانية للإدراج يمكن أن تلغي إدراج الورقة المالية في أي من الحالات التالية:

- 1) عدم القدرة على تلبية المتطلبات الواردة بالتشريعات في الأوقات المحددة
  - 2) عدم قبول الأوراق المالية للتداول
- رغبة المصدر وطلبه إلغاء الإدراج (على أن يتم ذلك قبل 20 يوم عمل من التاريخ المحدد لإلغاء الأوراق المالية)

## ب. التجربة الأمريكية

تشير التشريعات النافذة في الولايات المتحدة الأمريكية، وخاصة التشريعات التي تعتمد على هيئة الأوراق المالية الأمريكية (US SEC) إلى أن أي شركة ترغب في تداول أسهمها لدى أي سوق مالي بالولايات المتحدة الأمريكية يجب أن تلبى مجموعة من المتطلبات والاشتراطات أو معايير الإدراج. فالبورصات الأمريكية هي التي تضع المعايير التي تناسبها للإدراج واستمرار الإدراج بالسوق، حيث لا تقوم هيئة الأوراق المالية الأمريكية بوضع أي معايير للإدراج.

وعلى العموم، لكي تصبح الشركة مدرجة فعلياً أن تلبى عدد من المتطلبات المالية وغير المالية بما في ذلك مجمل القيمة السوقية، سعر السهم، وعدد الأسهم حرة التداول وكذلك عدد مساهمي الشركة. وبعد بدء التداول على أسهم الشركة بالبورصة فإن عليها الالتزام بمعايير أخرى ولكنها أخف من تلك المطلوبة عند الإدراج. وفي جميع الحالات التي تفشل الشركة في تلبية متطلبات الإدراج أو استمرار الإدراج فيتم شطبها من التداول. وكما هو الحال بالنسبة لمتطلبات الإدراج فإن المعايير المتعلقة بشطب الإدراج تختلف من سوق لآخر وذلك حسب المعايير المطبقة لدى كل سوق من هذه الأسواق.

### 1. سوق ناسداك

ينقسم سوق ناسداك للأوراق المالية Nasdaq Stock Market إلى ثلاثة أقسام: Nasdaq Global Select Market و Nasdaq Global Market و Nasdaq Capital Market. ويجب على مقدمي طلبات الانضمام للسوق (الإدراج) تلبية بعض المتطلبات التي تخص الأمور المالية والسيولة وحوكمة الشركات للموافقة على إدراجها في أي من هذه الأسواق. وكما هو مبين في الجداول التالية، فإن المتطلبات الأولية سواء ما يخص الأمور المالية أو السيولة بسوق Nasdaq Global Select Market تعتبر أكثر صرامة مقارنة بما يخص سوق Nasdaq Global Market. وبالمثل، فإن المتطلبات الأولية للإدراج لسوق Nasdaq Global Market هي أكثر صرامة من تلك المتعلقة بسوق Nasdaq Capital Market. ومما يذكر أن متطلبات حوكمة الشركات هي نفسها في جميع أسواق ناسداك. ومن المهم أن نلاحظ أنه يجوز لناسداك عدم الموافقة على الإدراج رغم توافر جميع المعايير المحددة للإدراج الأولي، كما يجوز لها فرض شروط إضافية إذا لزم الأمر لحماية المستثمرين والمصلحة العامة. وفيما يلي ملخصاً لأهم المتطلبات المالية والسيولة المرتبطة بأسواق ناسداك.

#### 1.1. المتطلبات المالية لسوق Nasdaq Global Select Market

يجب على الشركات تلبية جميع المتطلبات بموجب معيار واحد على الأقل من أربعة معايير مالية بالإضافة إلى متطلبات متعلقة بالسيولة. وتتمثل المعايير المالية بالعوائد التي تحققها الشركة قبل الضرائب (الدخل من العمليات

المستمرة قبل ضرائب الدخل والتدفق النقدي للشركة والقيمة السوقية والإيرادات ومجموع الموجودات وحقوق المساهمين والسعر) حيث بينت المتطلبات حدود معينة لكل متطلب مالي حسب ما هو مبين في الجدول المرفق بالدراسة.

الجدول رقم 1: المتطلبات المالية لسوق Nasdaq Global Select Market

المتطلبات المالية	المعيار الأول: العوائد	المعيار الثاني: القيمة السوقية مع التدفق النقدي	المعيار الثالث: القيمة السوقية مع الإيرادات	المعيار الرابع: الموجودات مع الأسهم
العوائد قبل الضرائب (الدخل من العمليات المستمرة قبل ضرائب الدخل)	---	---	---	---
التدفق النقدي	---	إجمالي القيمة للسنوات المالية الثلاث السابقة أكبر من 27.5 مليون دولار * القيمة بكل سنة من السنوات المالية الثلاث السابقة أكبر من الصفر	---	---
القيمة السوقية	---	متوسط القيمة على مدى 12 أشهر السابقة أكبر من 550 مليون دولار	متوسط القيمة على مدى 12 أشهر السابقة أكبر من 850 مليون دولار	لا تقل عن 160 مليون دولار
الإيرادات	---	في السنة المالية السابقة أكبر من 110 مليون دولار	في السنة المالية السابقة أكبر من 90 مليون دولار	---
مجموع الموجودات	---	---	---	لا تقل عن 80 مليون دولار
حقوق المساهمين	---	---	---	لا تقل عن 55 مليون دولار
السعر	لا يقل عن 4 مليون دولار	لا يقل عن 4 مليون دولار	لا يقل عن 4 مليون دولار	لا يقل عن 4 مليون دولار

## 1.2 متطلبات السيولة لسوق Nasdaq Global Select Market

الجدول رقم 2: متطلبات السيولة لسوق Nasdaq Global Select Market

الشركات التابعة	شركات الـ Seasoned: تداول الأسهم العادية أو ما يعادلها	الاكتتاب العام الأولي وشركات Spin-Off المستقلة	متطلبات السيولة
450 أو 2,200 أو 550 و 1.1 مليون دولار	450 أو 2,200 أو 550 و 1.1 مليون دولار	450 أو 2,200	مساهمي الشركة الدائمين أو إجمالي المساهمين أو إجمالي المساهمين ومتوسط حجم التداول الشهري خلال 12 شهراً الماضية
1,252,000	1,252,000	1,252,000	الأسهم المملوكة للجمهور
45 مليون دولار	110 مليون دولار أو 100 مليون دولار و 110 مليون دولار	45 مليون دولار	القيمة السوقية للأسهم المملوكة للجمهور أو القيمة السوقية للأسهم المملوكة للجمهور وحقوق المساهمين

## 1.3 المتطلبات المالية والسيولة لسوق Nasdaq Global Market

يجب على الشركات أن تستوفي جميع المتطلبات بموجب معيار واحد على الأقل من المعايير الأربعة التالية:

الجدول رقم 3 : المتطلبات المالية والسيولة لسوق Nasdaq Global Market

المتطلبات	المعيار الأول: الدخل	المعيار الثاني: الأسهم	المعيار الثالث: القيمة السوقية	المعيار الرابع: مجموع الموجودات / مجموع الإيرادات
الدخل من العمليات المستمرة قبل ضرائب الدخل (في السنة المالية الأخيرة أو في اثنتين من السنوات المالية الثلاث الأخيرة)	مليون دولار	---	---	---
حقوق المساهمين	15 مليون دولار	30 مليون دولار	---	---
القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة	---	---	75 مليون دولار	---
إجمالي الموجودات وإجمالي الإيرادات (في السنة المالية الأخيرة أو في اثنتين من السنوات المالية الثلاث الأخيرة)	---	---	---	75 مليون دولار و 75 مليون دولار
الأسهم المملوكة للجمهور	1.1 مليون دولار	1.1 مليون دولار	1.1 مليون دولار	1.1 مليون دولار
القيمة السوقية للأسهم المملوكة للجمهور	8 مليون دولار	18 مليون دولار	20 مليون دولار	20 مليون دولار
السعر	4 دولار	4 دولار	4 دولار	4 دولار
المساهمين	400	400	400	400
صناع السوق	3	3	4	4
تاريخ العمليات	---	سنتان	---	---

#### 1.4 المتطلبات المالية والسيولة لسوق Nasdaq Capital Market

يجب على الشركات أن تستوفي جميع المتطلبات بموجب معيار واحد على الأقل من المعايير الثلاثة التالية:

#### الجدول رقم 4: المتطلبات المالية والسيولة لسوق Nasdaq Global Market

المتطلبات	المعيار الأول: الأسهم	المعيار الثاني: القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة	المعيار الثالث: صافي الدخل
حقوق المساهمين	5 مليون دولار	4 مليون دولار	4 مليون دولار
القيمة السوقية للأسهم المملوكة للجمهور	15 مليون دولار	15 مليون دولار	5 مليون دولار
تاريخ العمليات	سنتان	---	---
القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة	---	50 مليون دولار	---
صافي الدخل من العمليات المستمرة (في السنة المالية الأخيرة أو في اثنين من الثلاث السنوات المالية الأخيرة)	---	---	750 مليون دولار
الأسهم المملوكة للجمهور	مليون دولار	مليون دولار	مليون دولار
المساهمين	300	300	300
صناع السوق	3	3	3
السعر أو السعر النهائي	4 دولار 3 دولار	4 دولار 2 دولار	4 دولار 3 دولار

## 1.5. متطلبات حوكمة الشركات

يتعين على الشركات المدرجة في سوق ناسداك للأوراق المالية أن تفي بمعايير عالية من حوكمة الشركات، على النحو المبين في قائمة القواعد المطبقة. وتتنطبق بعض الإعفاءات والتدابير الإضافية لهذه المتطلبات على الشركات المحدودة، والمصدرين من القطاع الخاص الأجنبي، والاككتابات العامة الأولية والشركات الخاضعة للرقابة. ويقدم الجدول التالي لمحة عامة عن متطلبات حوكمة الشركات في ناسداك.

الجدول رقم 5: المتطلبات المالية والسيولة لسوق Nasdaq Global Market

متطلبات حوكمة الشركات	التفصيل
توزيع التقارير السنوية أو الموقّعة	يجب على الشركة أن تقدم تقاريرها السنوية والربعية للمساهمين إما بالبريد أو إلكترونياً من خلال موقع الشركة الإلكتروني.
أعضاء مجلس الإدارة المستقلين	يجب أن يكون غالبية مجلس إدارة الشركة من الأعضاء المستقلين.
لجنة التدقيق	يتعين على الشركة أن تكون لها لجنة تدقيق تتألف فقط من أعضاء مستقلين يستوفون متطلبات اللائحة التنفيذية العليا والذين يستطيعون قراءة وفهم البيانات المالية الأساسية. ويجب أن تضم لجنة التدقيق ثلاثة أعضاء على الأقل. يجب أن يكون لدى أحد أعضاء لجنة التدقيق خبرة مالية عالية.
تعويض الموظفين التنفيذيين	يتعين على الشركة أن يكون لها لجنة تعويض تتألف فقط من أعضاء مجلس إدارة مستقلين ولها عضوان على الأقل. وبالإضافة إلى ذلك، تتضمن اللائحة التنفيذية اختصاراً إضافياً لاستقلال أعضاء لجنة التعويضات. ويتعين على لجنة التعويضات أن تحدد، أو أن توصي مجلس الإدارة بكامل هيئته، بتعويض الرئيس التنفيذي وجميع الموظفين التنفيذيين الآخرين.
ترشيح أعضاء مجلس الإدارة	يجب على المديرين المستقلين اختيار أو التوصية بمرشحين للمدراء.
القواعد السلوكية	يجب أن تعتمد الشركة مدونة سلوك تطبق على جميع أعضاء مجلس الإدارة والموظفين.
الاجتماعات السنوية	يتعين على الشركة عقد اجتماع سنوي للمساهمين في موعد أقصاه سنة واحدة بعد نهاية السنة المالية.

التفصيل	متطلبات حوكمة الشركات
على الشركة الاهتمام بموضوع تعويض المساهمين بجميع اجتماعات المساهمين.	تعويض المساهمين
يجب أن توفر الشركة نصابا لا يقل عن 33 1/3% من الأسهم القائمة من أسهم التصويت لأي اجتماع للمساهمين المالكين للأسهم العادية	نصاب قانوني
يجب على الشركة إجراء مراجعة ورقابة ملائمة لجميع التعاملات مع الأطراف ذات العلاقة في حالات تضارب المصالح المحتملة.	تضارب المصالح
يتعين على الشركة الحصول على موافقة المساهمين على بعض إصدارات الأوراق المالية، بما في ذلك: عمليات الاستحواذ حيث يساوي الإصدار 20% أو أكثر من الأسهم القائمة قبل المعاملة، أو 5% أو أكثر من الأسهم القائمة قبل المعاملة عندما يكون لدى طرف ذو عاقلة حصة بنسبة 5% أو أكثر في هدف الاستحواذ. الإصدارات التي ينتج عنها تغير في السيطرة. تعويض حقوق الملكية الطروحات الخاصة Private Placements التي يساوي فيها حجم الإصدار 20% أو أكثر من الأسهم القائمة قبل هذه العملية بسعر أقل من القيمة الدفترية أو السوقية.	موافقة المساهمين
لا يمكن لإجراءات الشركة أو الإصدارات أن تقلل أو تحد من حقوق تصويت المساهمين الحاليين.	حقوق التصويت

## 2. سوق نيويورك

يتعين على الشركة تلبية مجموعة من المعايير الصارمة للموافقة على إدراجها في سوق نيويورك، ولاستمرارها بالإدراج يجب عليها الحفاظ على تلبية الحد الأدنى من المتطلبات أو تتعرض للشطب في نهاية المطاف.

### 1.1. حجم الشركة

تحتاج الشركة الى ما لا يقل عن 400 مساهم، لكل واحد منهم 100 سهم على الأقل. ويجب أن يكون لدى الشركة ما لا يقل عن 1.1 مليون سهم قائم بقيمة إجمالية 40 مليون دولار أو



أكثر. ويجب ألا يقل سعر السهم عن 4 دولارات. وفي حالة تقديم الشركة لاكتتاب أولي، فإن بورصة نيويورك تطلب من المكتتب ضماناً بأن الاكتتاب سوف يفي بمعايير المجلس.

### 1.2. السيولة

لقبول الأسهم في بورصة نيويورك يجب أن تحقق الشركة واحد من عدة معايير ومنها: معيار الأرباح، ومعيار القيمة السوقية مع التدفق النقدي أو معيار القيمة السوقية مع الإيرادات. يتطلب معيار الأرباح ألا تقل الأرباح الإجمالية للسنوات الثلاث السابقة عن 10 ملايين دولار. ويتطلب معيار القيمة السوقية مع التدفقات النقدية قيمة سوقية - قيمة الرصيد القائم - لا تقل عن 500 مليون دولار وتدفق نقدي لا يقل إجماليه عن قدره 25 مليون دولار على مدى آخر ثلاث سنوات. ويتطلب معيار القيمة السوقية والإيرادات لا تقل عن قيمة 750 مليون دولار في آخر سنة مالية.

### 1.3. معيار عدد الأسهم حرة التداول

يشكل عدد الأسهم حرة التداول عامل من عوامل الشطب في بورصة نيويورك فإذا وصل عدد الأسهم حرة التداول إلى أقل من 600000 سهم، فهذا من شأنه أن يكون عامل آخر مؤثر يؤدي إلى الشطب. أما الأسهم التي يحتفظ بها مدراء الشركات وأسرهام أو كبار المساهمين ممن يمتلكون نسبة 10 في المائة أو أكثر من مجموع الأسهم القائمة فلا تحتسب من ضمن الأسهم حرة التداول وفق هذا المعيار.

### 1.4. الشطب بموجب المؤشرات المالية التي تعكس أداء الشركة

يتم شطب الشركة التي لا ترقى إلى المعايير المالية في بورصة نيويورك. على سبيل المثال، إن كانت القيمة السوقية أقل من 15 مليون دولار على مدى فترة تداول مدتها 30 يوم، فهذا يعد سبب من أسباب الشطب. كما يتم شطب الشركة بموجب اختبار الأرباح إذا كانت قيمتها السوقية أقل من 50 مليون دولار خلال فترة 30 يوم. وجدير بالذكر أنه لكي تتمكن الشركة من التأهل للحصول على الموافقة على الإدراج، يجب أن تلبى معيار الحد الأدنى من القيمة السوقية. كما يتم شطب الشركة إذا انخفض سعر السهم إلى ما دون دولار واحد لمدة 30 يوم تداول متتالية.

وعلى العموم، على الشركات المدرجة الالتزام بمعايير صارمة لاستمرار الإدراج يمكن تلخيصها بالجدول التالي:

الجدول رقم 6: معايير استمرارية الإدراج في سوق نيويورك NYSE

<p>على الشركة تلبية كافة معايير التوزيع Distribution Criteria التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- عدد المساهمين 300</li> <li>- عدد الأسهم 200,000</li> <li>- القيمة السوقية 1 مليون دولار</li> </ul>	<p>معيار التوزيع</p>
<p>على الشركة تلبية كافة المعايير المالية التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ألا تقل حقوق المساهمين عن 2 مليون دولار إذا تم الإبلاغ عن خسائر من العمليات المستمرة و / أو الخسائر الصافية في سنتين من الثلاث سنوات الأخيرة.</li> <li>- ألا تقل حقوق المساهمين عن 4 مليون دولار إذا تم الإبلاغ عن خسائر من العمليات المستمرة و / أو الخسائر الصافية في ثلاث من الأربع سنوات الأخيرة.</li> <li>- ألا تقل حقوق المساهمين عن 6 مليون دولار إذا تم الإبلاغ عن خسائر من العمليات المستمرة و / أو الخسائر الصافية في السنوات الخمس الأخيرة.</li> <li>- استقرار الوضع المالي للشركة دون أن ينخفض.</li> </ul> <p>لن تقوم بورصة نيويورك بتعليق أي مصدر ضمن معايير (1) إلى (3)، إذا خضع المصدر للشروط التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- إذا بلغ عدد الأسهم المملوكة للجمهور (1.1) مليون سهم.</li> <li>- ألا تقل القيمة السوقية للأسهم المملوكة للجمهور عن 15 مليون دولار.</li> <li>- ألا يقل عدد المساهمين عن 400 مساهم.</li> <li>- ألا تقل القيمة السوقية عن 50 مليون دولار أو أن يقل إجمالي الأصول والإيرادات عن 50 مليون دولار في كل سنة مالية أو 2 من آخر 3 سنوات مالية.</li> </ul>	<p>المعايير المالية</p>
<p>يحق لسوق نيويورك القيام بشطب الشركات في أي حالة من الحالات التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- توقف نشاط الشركة.</li> <li>- الموافقة على تصفية الشركة Liquidation.</li> <li>- بناء على اقتراح من البورصة تقبل بأن الورقة المالية أصبحت دون قيمة.</li> <li>- عدم الامتثال لمتطلبات الإدراج أو المتطلبات الأخرى من السوق أو هيئة الرقابة.</li> <li>- استمرار انخفاض سعر الأسهم لفترة طويلة من الزمن وفشل المصدر في إحداث تغيير في ذلك في غضون فترة معقولة بعد أن يتم إخطاره من قبل السوق باحتمالية حدوث هذا الأمر.</li> <li>- مشاركة المصدر أو إدارته في عمليات قد تكون في رأي السوق مخالفة للمصلحة العامة.</li> <li>- عدم قدرة أو امتناع المصدر عن الدفع عند الاستحقاق أي رسوم مدرجة في سوق نيويورك.</li> </ul>	<p>اعتبارات أخرى</p>

## الفصل الثاني

تسعير أسهم الشركات عند إدراجها بالسوق المالي

## الفصل الثاني

### تسعير أسهم الشركات عند إدراجها بالسوق المالي

#### أولاً: ادراج الأوراق المالية

##### أ . الإطار التشريعي لإدراج الأوراق المالية بأسواق المال:

أظهرت نتائج الاستبيان الذي تم اعداده بشأن دراسة تسعير الشركات عند ادراجها واشكاليات الشطب الاختياري والاجباري للشركات المدرجة بأن غالبية الدول الأعضاء بالاتحاد تنظم عملية التسعير للأوراق المالية عند ادراجها بالسوق المالي من خلال قوانين الأوراق المالية / هيئات الأوراق المالية، حيث أن (8) دول من أصل (14) دولة تستند على هذا الإطار القانوني ويتمثل ذلك في كل من تونس والسعودية والعراق وعمان وقطر والكويت ومصر والمغرب.

و في المقابل يلاحظ بأن بعض الدول الأعضاء بالاتحاد تستند إلى تعليمات خاصة في هذا المجال، كما هو الحال في كل من الجزائر وفلسطين، كما تستند الإمارات و تونس و السعودية و المغرب على مثل هذه التعليمات الخاصة بالإضافة إلى القوانين الأخرى المطبقة ، حيث تستند الإمارات و مصر أيضا إلى قوانين الشركات.

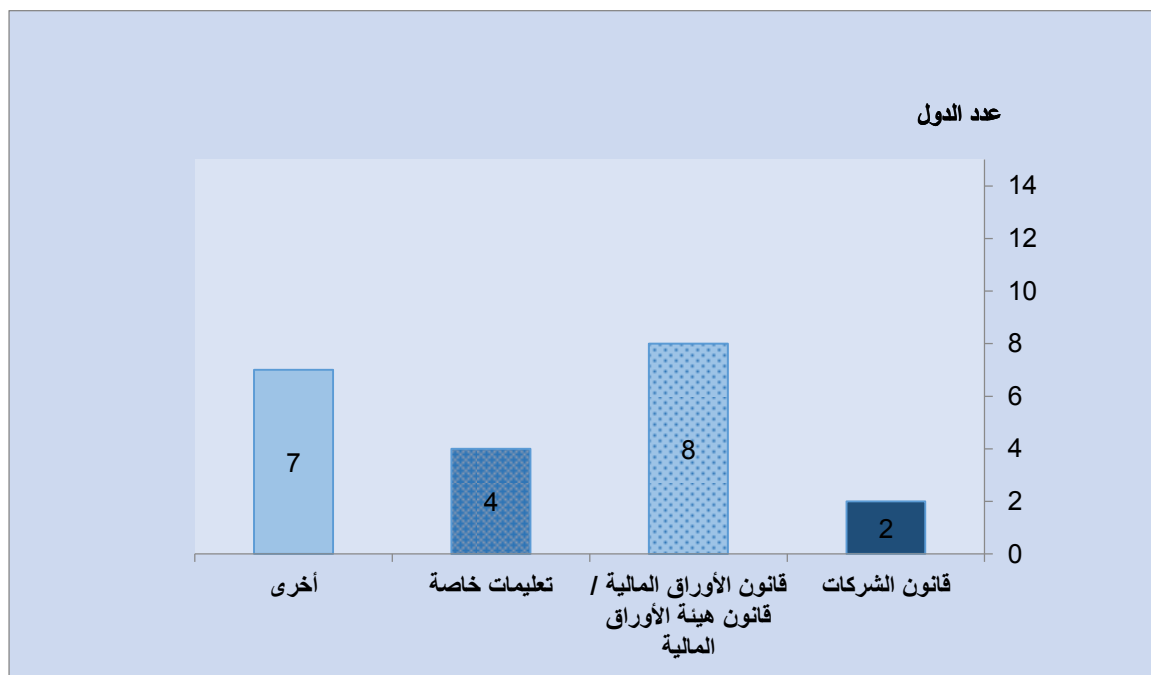
كما تشير النتائج إلى استناد عدد من الدول الأعضاء على مصادر تشريعية أخرى، حيث تستند الإمارات أيضا على نظام إدراج الشركات المساهمة الخاصة والشركات الاجنبية في حين تستند تونس إلى ما يعرف بـ "ترتيب هيئة سوق المالية لبورصة الأوراق المالية بتونس" و"ترتيب هيئة السوق المالية المتعلقة بالمساهمة العامة". أما في الجزائر فتعتمد عملية التسعير أيضا على النظام العام للبورصة والنظام المتعلق بإصدار الأوراق المالية إضافة إلى التعليمات المتعلقة بمحتوى نشرة الإصدار. وفي السعودية، وبالإضافة إلى قانون الأوراق المالية، تهدف قواعد التسجيل والإدراج الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية إلى تنظيم الطرح العام للأوراق المالية وتسجيلها و قبول إدراجها في المملكة. كما تهدف قواعد التسجيل والإدراج بالسوق الموازية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية إلى تنظيم طرح الأسهم و تسجيلها وقبول ادراجها في السوق المالية للمملكة.

وفي فلسطين، تستند التشريعات الخاصة بتسعير الشركات عند ادراجها إلى نظام الادراج الصادر عن البورصة والمعتمد من قبل مجلس إدارة الهيئة، وكذلك الحال بالنسبة لقطر، فبالإضافة إلى قانون الأوراق المالية، هناك

نظام طرح وإدراج الأوراق المالية الصادرة عن الهيئة. أما في مصر، فإضافة إلى قوانين الشركات والأوراق المالية والتعليمات الخاصة بتنظيم عمليات إدراج الشركات يتم الاستناد بالأساس إلى قواعد قيد و شطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية. وفي هذا السياق يشير قانون الشركات المصري بأنه يجب أن تقدم أسهم شركات المساهمة وسندات التي تصدر بطريق الاكتتاب العام خلال سنة على الأكثر من تاريخ قفل باب الاكتتاب إلى جميع بورصات الأوراق المالية في مصر لتقيد في جداول اسعارها طبقا للشروط والايوضاع المنصوص عليها في لوائح تلك البورصات، ويكون عضو مجلس الادارة المنتدب مسؤولا عن تنفيذ احكام هذه المادة وعن التعويض الذي يستحق بسبب مخالفتها عند الاقتضاء. أما في المغرب فتعتمد عملية التسعير، بالإضافة إلى قانون الأوراق المالية والتعليمات الخاصة، إلى قانون البورصة والنظام العام للبورصة. (أنظر الشكل البياني رقم 1)

زفي الكويت مع تغيير البنية التحتية لسوق الأسهم الكويتي وتقسيمه على شرائح مختلفة. انعكس هذا التغيير على قواعد الإدراج فأصبح الاعتماد على القيمة السوقية للشركة عوضا عن رأس مالها. فيجوز الادراج في السوقين الأول والرئيسي على حسب قيمة الأسهم لغير المسيطرين (free float value). فيقوم مستشار الاستثمار أو مقيم الأصول بوضع قيمة استرشاديه بعد الانتهاء من عملية بناء سجل الأوامر book building في حال الاكتتابات الخاصة على أن يتم اعلانها قبل الإدراج الرسمي في السوق لتحديد ما إذا كانت الشركة مستوفية القيمة المطلوبة في السوق الأول أو الرئيسي، ونظرا لعدم وجود قيمة مرجعية يقوم السوق بإزالة الحدود السعرية في أول يوم تداول للشركة لإتاحة المجال لقوى العرض والطلب لتحديد القيمة العادلة للسهم. كما لا يتم ادراجها في أي من المؤشرات في أول يوم تداول.

الرسم البياني رقم 1: التشريع المنظم لعملية إدراج الشركات لدى السوق المالي



## ب. تنظيم عملية الإدراج للأوراق المالية للشركات المساهمة العامة:

### 1. نظام الإدراج:

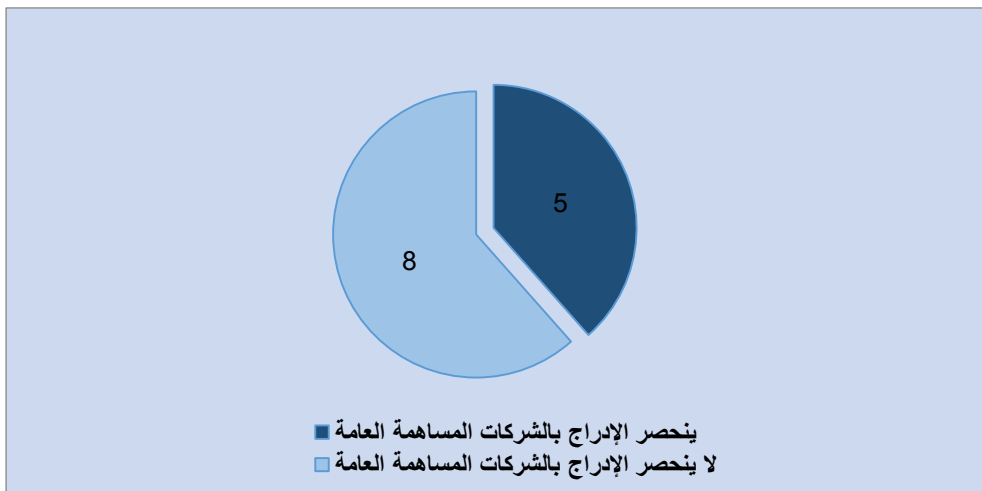
تشير نتائج الاستبيان إلى أنه في غالبية الدول الأعضاء بالاتحاد لا تنحصر عملية الإدراج بالشركات المساهمة العامة، حيث أنه هناك (8) دول تطبق ذلك وهي الأردن والإمارات وتونس وسوريا والعراق وقطر والكويت ومصر. وفي المقابل تنحصر عملية الإدراج بالشركات المساهمة العامة في كل من الجزائر والسعودية وعمان وفلسطين والمغرب. أما في لبنان فيتم حالياً إعداد تشريعات خاصة لتنظم عمليات الإدراج وذلك بعد الانتهاء من عملية خصخصة بورصة بيروت. وضمن هذا الإطار يمكن تلخيص ماهية الشركات المدرجة بالسوق (عدا الشركات المساهمة العامة) موزعة على الدول الأعضاء كما هو مبين بالجدول رقم (1) والشكل البياني رقم (2).

الجدول رقم 7: نطاق إدراج الأوراق المالية بأسواق المال العربية

الأردن	يسمح قانون الشركات وتعليمات الإدراج بإدراج الشركات المساهمة الخاصة، إلا أنه لا يوجد شركات مساهمة خاصة مدرجة في السوق المالي حتى تاريخه.
الإمارات	الشركات المساهمة الخاصة، الشركات الأجنبية
تونس	تشمل عملية الإدراج طبقاً للنصوص الجاري بها العمل الصناديق المشتركة للديون والصناديق المشتركة للصكوك الإسلامية و لكن عملياً لم يتم إدراج أي صندوق.
سوريا	أسهم الشركات المساهمة الخاصة.
العراق	الشركات المساهمة المختلطة (مساهمة حكومية ومساهمة خاصة)
قطر	يجوز إدراج الشركات المسجلة لدى مركز قطر للمال في السوق الرئيسية والتي قد تكون في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة، و يجوز إدراج شركات بخلاف الشركة المساهمة العامة بالسوق الثاني.
الكويت	الشركات المساهمة التي تتقدم بطلب إدراج أسهمها في البورصة الصناديق التي تتقدم بطلب إدراج وحداتها في البورصة الملتزم أو المصدر - حسب الأحوال- التي تتقدم بطلب إدراج السندات أو الصكوك في البورصة

<p>يقيد بالبورصة المصرية الاوراق المالية الصادرة عن شركات مساهمة أو اشخاص اعتبارية مصرية او الصادرة عن الشركات الاجنبية، وتختلف شروط القيد لكل فئة من الفئات التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ أسهم الشركات المصرية</li> <li>▪ أسهم الشركات المصرية تأسست عن طريق طرح أسهمها في اكتتاب أو التي طرحت اسهمها لاحقا من خلال طرح عام او خاص بناءا على نشرة اكتتاب او نشرة طرح او مذكرة معلومات بحسب الاحوال معتمدة من الهيئة، ولم تصدر قوائم مالية عن سنتين ماليتين</li> <li>▪ أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة</li> <li>▪ الاوراق المالية الحكومية</li> <li>▪ السندات وصكوك التمويل الصادرة عن شركات مساهمة أو اشخاص اعتبارية مصرية</li> <li>▪ وثائق صناديق الاستثمار المغلقة</li> <li>▪ وثائق صناديق المؤشرات</li> <li>▪ شهادات الايداع المصرية</li> <li>▪ الاوراق المالية الاجنبية</li> </ul>	<b>مصر</b>
<p>قانونا يسمح لكل شركة أسهم الولوج للبورصة (شركات المساهمة، شركات التوصية بالأسهم) لكن عمليا السوق المالي يقتصر حاليا على الشركات المساهمة فقط.</p>	<b>المغرب</b>

الرسم البياني رقم 2: حصر عملية الإدراج بالشركات المساهمة العامة



ويلاحظ من خلال استعراض نظام الإدراج بأسواق الأوراق المالية العربية أن أغلب الدول الأعضاء بالاتحاد تسمح بإدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة العامة إذ تحصر هذه الدول عملية الإدراج بالشركات المساهمة العامة، ففي السعودية تنحصر عملية الإدراج بالشركات المساهمة المغفلة، حيث تصبح الشركة تلقائيا شركة مساهمة عامة فور اكتمال طرحها وإدراجها. وكذلك الحال في عُمان التي تلزم الشركات المساهمة العامة بالإدراج في السوق، وفي المقابل لا يمنع إدراج الشركات المغفلة حسب رغبتها في ذلك دون إلزام. وفي

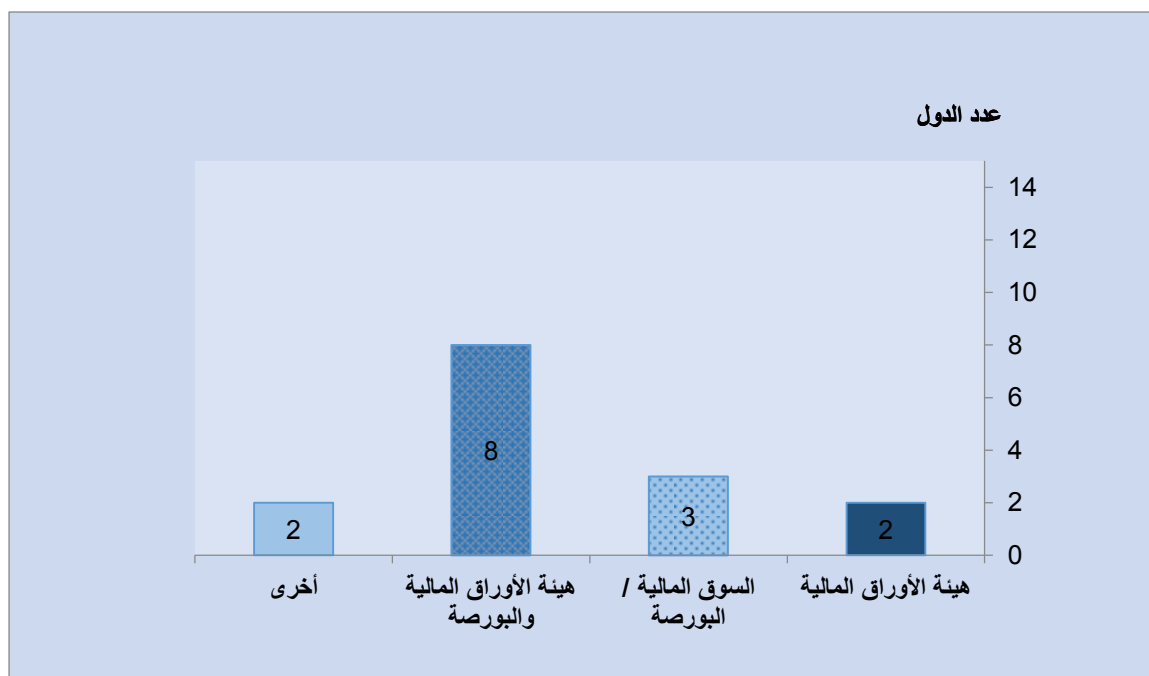
الكويت بناءً على قانون الشركات (المادة 130 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 1 لسنة 2016 بإصدار قانون الشركات) تعتبر كل شركة مساهمة مقفلة أدرجت أسهمها للتداول في البورصة شركة مساهمة عامة، من تاريخ إدراجها وفي حال انسحابها أو شطبها من البورصة تعود الشركة إلى ما كانت عليه قبل الإدراج.

كما يلاحظ من خلال استعراض الجدول رقم (1) بأن عدداً من الدول الأعضاء بالاتحاد تسمح بإدراج الشركات المساهمة الخاصة والشركات الأجنبية كما هو الحال في الأردن والإمارات وسوريا والكويت والمغرب في حين يتم إدراج صناديق الاستثمار في تونس والشركات المختلطة بالعراق وعدد من الأدوات المالية الأخرى في مصر. علماً بأنه في مصر بمجرد الإدراج تصبح شركة عامة حتى إن لم تكن عامة قبل الإدراج.

## 2. تنظيم عمليات الإدراج:

تلجأ معظم الدول الأعضاء بالاتحاد إلى تنظيم عملية الإدراج من خلال هيئة الرقابة والبورصة وذلك كما هو الحال في كل من الإمارات وتونس والجزائر والعراق وفلسطين والمغرب ومصر والكويت. وفي المقابل تنظم عملية الإدراج من قبل هيئات الأوراق المالية في كل من السعودية\* وقطر. في حين يتم تنظيم هذه العملية من قبل البورصات في كل من الأردن وسوريا وعمان. (الشكل البياني رقم 3)

الرسم البياني رقم 3: الجهات المسؤولة عن تنظيم الإدراج والموافقة عليه



\* ويلاحظ في هذا الإطار بأن نظام السوق المالية قد أشار إلى أن شركة السوق المالية السعودية (تداول) تختص باقتراح اللوائح والقواعد المتعلقة بشروط الإدراج في السوق المالية، على أن تفر تلك اللوائح والقواعد من مجلس هيئة السوق المالية. وعليه، تعمل الهيئة مع شركة السوق المالية السعودية (تداول) حالياً على إعداد اللوائح المحدثة والتي ستضمن أحكاماً توضح الصلاحيات المتعلقة بالموافقة على طرح الأوراق المالية وإدراجها.



وحول موضوع إلزامية إدراج الشركات المساهمة العامة بالسوق المالية، تشير نتائج الاستبيان إلى أن غالبية الدول الأعضاء بالاتحاد تلزم الشركات المساهمة العامة بالإدراج وذلك كما هو الحال في كل من الأردن والإمارات وسوريا وعمان وفلسطين وقطر والكويت ومصر. في حين لا تلزم كل من تونس والجزائر والسعودية والعراق والمغرب بإدراج الشركات المساهمة العامة بالسوق المالية. (الرسم البياني رقم 4)

الرسم البياني رقم 4: إلزامية إدراج الشركات المساهمة العامة بالسوق المالية



## ثانياً: تسعير الشركات الجديدة بأسواق المال العربية

### أ. الإطار التشريعي المحدد لتسعير الشركات الجديدة

أظهرت نتائج الاستبيان الذي تم اعداده في مجال تسعير الشركات عند إدراجها إلى وجود تباين بين الدول الأعضاء بالاتحاد، وفيما يتعلق بالإطار التشريعي الذي ينظم عمليات تسعير الشركات الجديدة عند إدراجها فقد حددت (4) دول من أعضاء الاتحاد عملية تسعير الشركات بتعليمات الإدراج في حين حددت (4) دول أخرى ذلك بموجب تعليمات التداول، فيما حددت دولتين عملية التسعير بموجب القانون وفي المقابل لجأ بقية أعضاء الاتحاد إلى طرق أخرى لتسعير الشركات الجديدة، وضمن هذا الإطار حددت كل من الإمارات وعمان\* عملية تسعير الشركات الجديدة بموجب القانون، فيما حددت كل من تونس والسعودية ومصر والمغرب ذلك بموجب تعليمات الإدراج وحددت كل من تونس والعراق وفلسطين والكويت عملية التسعير بموجب تعليمات التداول.

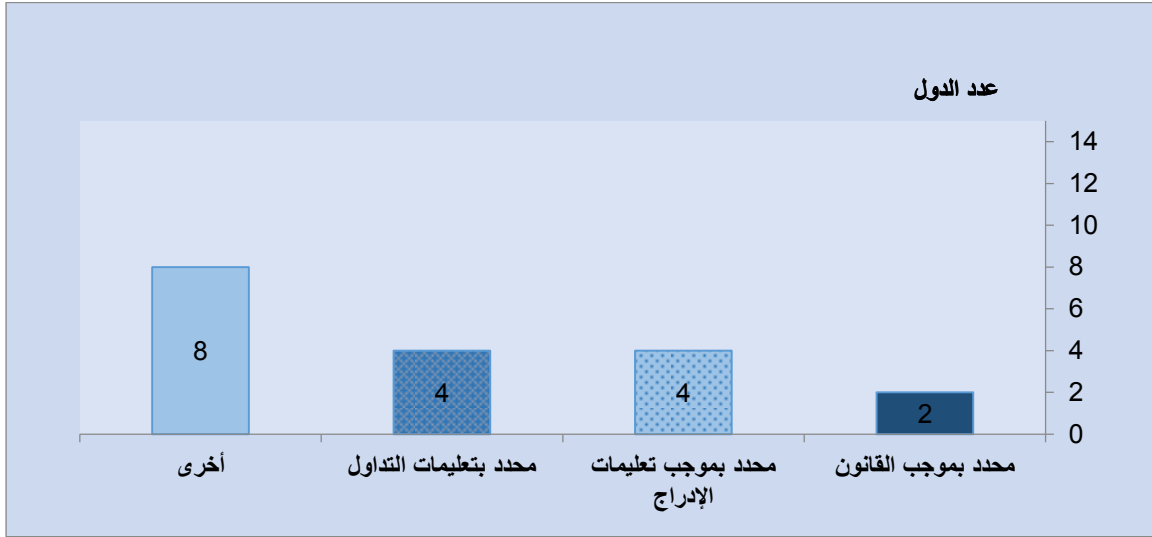
\* إذا كانت الشركات قيد التأسيس فالقانون حدد القيمة الاسمية للسهم بان لا تقل عن (100) ببيسة ولا تزيد عن (1) ريال عماني مع جواز اضافة 2% من القيمة الاسمية كمصاريف اصدار، اما اذا كانت الشركات المدرجة قيد التحويل فهي تلتزم بالقيمة اعلاه مع جواز اضافة علاوة اصدار للسعر المطروح ويخضع تقييمها لمدير الاصدار والشركة وفق بعض المبررات الموضحة في نشرة الاصدار مع جواز تدخل الهيئة في تعديل هذا السعر اذا تبين لها مبالغة فيه.

في الكويت مع تغيير البنية التحتية لسوق الأسهم الكويتي وتقسيمه على شرائح مختلفة. انعكس هذا التغيير على قواعد الإدراج فأصبح الاعتماد على القيمة السوقية للشركة عوضاً عن رأس مالها. فيجوز الإدراج في السوقين الأول والرئيسي على حسب قيمة الأسهم لغير المسيطرين (free float value). فيقوم مستشار الاستثمار أو مقيم الأصول بوضع قيمة استرشادية بعد الانتهاء من عملية بناء سجل الأوامر book building في حال الاكتتابات الخاصة على أن يتم إعلانها قبل الإدراج الرسمي في السوق لتحديد ما إذا كانت الشركة مستوفية القيمة المطلوبة في السوق الأول أو الرئيسي، ونظراً لعدم وجود قيمة مرجعية يقوم السوق بإزالة الحدود السعرية في أول يوم تداول للشركة لإتاحة المجال لقوى العرض والطلب لتحديد القيمة العادلة للسهم. كما لا يتم إدراجها في أي من المؤشرات في أول يوم تداول.

ويلاحظ من خلال نتائج الاستبيان بأن عملية التسعير تتم بالأردن من خلال قرار مجلس إدارة السوق المالي، في حين أن تسعير الأوراق المالية عند إدراجها تحدد بالجزائر وفقاً لإجراءات الإدراج المبيّنة في النظام العام للبورصة ووفقاً للطرق العلمية و للمعايير المحاسبية للنظام المحاسبي والمالي المعمول بها. أما في السعودية، فيتم تحديد سعر الطرح في السوق الرئيسي فقط حسب تعليمات بناء سجل الأوامر (Book Building) وتخصيص الأسهم في الاكتتابات الأولية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية. ولا تسري هذه التعليمات على الطرح الذي يتم بموجب قواعد التسجيل والإدراج في السوق الموازية ولم تتضمن هذه القواعد أي شروط أو قيود يجب الالتزام بها لتحديد النطاق السعري أو لتسعير الأسهم محل الطرح. وفي المقابل تستند عملية التسعير في سوريا على اعتماد سعر مرجعي لأسهم الشركات المدرجة لأول مرة في سوق دمشق للأوراق المالية.

ويتطلب الطرح العام في قطر أن تقوم الشركة بتقييم أصولها وخصومها لتحديد قيمة الشركة حسب الإجراءات المعتمدة من الهيئة والواردة بنظام المدققين الخارجيين والمقيمين الماليين للجهات المدرجة والخاضعة لرقابة الهيئة، وفي حالات الإدراج يتطلب الأمر أن يتم اعداد تقرير تقييم، إلا أنه لا يتم إجراء تسعير وإنما سعر استرشادي في أول يوم تداول. أما في مصر، فيتم الاستناد في عملية التسعير، بالإضافة إلى تعليمات الإدراج، إلى معايير التقييم المالي للمنشآت الصادر بقرار مجلس إدارة الهيئة. وفي المغرب، بالإضافة إلى تعليمات التداول، فإن الإطار التشريعي المتعلق بالإدراج لا يتطرق للتسعير بطريقة مباشرة بل من خلال اجبار الشركات تحرير بيان معلومات خاص بعملية الولوج أحد بنوده مخصص للتسعير (طريقة تقييم الشركة، الفرضيات، النتائج المحصلة و تحديد السعر النهائي المعروف). تجدر الإشارة ان بيان المعلومات يخضع لتأشيرة الهيئة المغربية لسوق الرساميل قبل عرضه على العموم. (أنظر الشكل البياني رقم 5)

الرسم البياني رقم 5: الإطار التشريعي الذي يحدد تسعير الشركات عند إدراجها



ويُلخص الجدول التالي الأطر التشريعية التي يحدد تسعير الشركات عند إدراجها بالأسواق المالية العربية:

الجدول رقم 8: الإطار التشريعي الذي يحدد تسعير الشركات عند إدراجها

الأردن	قرار مجلس ادارة السوق المالي
الإمارات	محدد بموجب القانون
تونس	محدد بموجب تعليمات الإدراج محدد بتعليمات التداول
الجزائر	تسعيرة الإدراج تحدد وفقا لإجراءات الإدراج المبينة في النظام العام للبورصة ووفقا للطرق العلمية و للمعايير المحاسبية للنظام المحاسبي والمالي المعمول بها
السعودية	يتم تحديد سعر الطرح في السوق الرئيسي فقط حسب تعليمات بناء سجل الأوامر وتخصيص الأسهم في الاكتتابات الأولية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية. تجدر الإشارة إلى أن التعليمات لا تسري على الطرح الذي يتم بموجب قواعد التسجيل والإدراج في السوق الموازية-نمو، حيث نصت الفقرة (ج) من المادة الثانية من قواعد التسجيل والإدراج في السوق الموازية على أنه: "لا تسري تعليمات بناء سجل الأوامر وتخصيص الأسهم في الاكتتابات الأولية على طرح الأسهم الذي يتم بموجب هذه القواعد". ولم تتضمن قواعد التسجيل والإدراج في السوق الموازية أي شروط أو قيود يجب الالتزام بها لتحديد النطاق السعري أو لتسعير الأسهم محل الطرح.

سوريا	تعليمات اعتماد سعر مرجعي لأسهم الشركات المدرجة لأول مرة في سوق دمشق للأوراق المالية.
العراق	محدد بتعليمات التداول
عُمان	محدد بموجب القانون إذا كانت الشركات قيد التأسيس فالقانون حدد القيمة الاسمية للسهم بان لا تقل عن (100) بيسة ولا تزيد عن (1) ريال عماني مع جواز اضافة 2% من القيمة الاسمية كمصاريف اصدار، اما إذا كانت الشركات المدرجة قيد التحويل فهي تلتزم بالقيمة اعلاه مع جواز اضافته علاوة اصدار للسعر المطروح ويخضع تقييمها لمدير الاصدار والشركة وفق بعض المبررات الموضحة في نشرة الاصدار مع جواز تدخل الهيئة في تعديل هذا السعر اذا تبين لها مبالغة فيه.
فلسطين	محدد بموجب القانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004 محدد بتعليمات التداول
قطر	عند الطرح العام يتطلب أن تقوم الشركة بتقييم أصولها وخصومها لتحديد قيمة الشركة حسب الإجراءات المعتمدة من الهيئة والواردة بنظام المدققين الخارجيين والمقيمين الماليين للجهات المدرجة والخاضعة لرقابة الهيئة، وفي حالات الإدراج يتطلب الأمر أن يتم اعداد تقرير تقييم، إلا أنه لا يتم إجراء تسعير وإنما سعر استرشادي في أول يوم تداول.
الكويت	محدد بتعليمات قواعد التداول لدى شركة بورصة الكويت للأوراق المالية فيقوم مستشار الاستثمار أو مقيم الأصول بوضع قيمة استرشادية بعد الانتهاء من عملية بناء سجل الأوامر book building في حال الاكتتابات الخاصة على أن يتم اعلانها قبل الإدراج الرسمي في السوق لتحديد ما إذا كانت الشركة مستوفية القيمة المطلوبة في السوق الأول أو الرئيسي، ونظرا لعدم وجود قيمة مرجعية يقوم السوق بإزالة الحدود السعرية في أول يوم تداول للشركة لإتاحة المجال لقوى العرض والطلب لتحديد القيمة العادلة للسهم. كما لا يتم ادراجها في أي من المؤشرات في أول يوم تداول.
مصر	محدد بموجب تعليمات الإدراج معايير التقييم المالي للمنشآت الصادرة بقرار من مجلس ادارة الهيئة
المغرب	محدد بموجب تعليمات الإدراج الإطار التشريعي المتعلق بالإدراج لا يتطرق للتسعير بطريقة مباشرة بل من خلال اجبار الشركات تحرير بيان معلومات خاص بعملية الولوج. أحد بنوده مخصص للتسعير (طريقة تقييم الشركة، الفرضيات، النتائج المحصلة وتحديد السعر النهائي المعروض). تجدر الإشارة ان بيان المعلومات يخضع لتأشيرة الهيئة المغربية لسوق الرساميل قبل عرضه على العموم.

## ب . أسلوب تسعير الأوراق المالية عند إدراجها في أسواق المال العربية

تشير نتائج الاستبيان الذي تم إعداده بخصوص تسعير الشركات عند إدراجها إلى وجود أكثر من أسلوب لتسعير الأوراق المالية الجديدة عند إدراجها بالسوق المالية. فقد تبين أن (6) دول من أعضاء الاتحاد تلجأ إلى أسلوب الاعتماد على تقييم جهة معتمدة للتقييم ، في حين تلجأ بعض الدول الأخرى (5 دول) إلى السعر الذي يتحدد بالسوق من خلال تفاعل قوى العرض والطلب ، وتلجأ باقي الدول الأعضاء بالاتحاد إلى أساليب أخرى. وضمن هذا الإطار، أظهرت نتائج الاستبيان بأن كل من الإمارات وتونس والجزائر وقطر ومصر تلجأ إلى اعتماد تقييم جهة معتمدة بالتقييم لتسعير الأوراق المالية عند إدراجها. أما في السعودية فقد تم تحديد سقف لتحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها وذلك للحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية، حيث حددت هيئة السوق المالية نسبة التذبذب اليومي في أسعار جميع أسهم الشركات المدرجة في السوق الرئيسية بـ 10%، بينما نسبة التذبذب اليومي في أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق الموازية-نمو هو 20%. وبالمقابل تلجأ كل من تونس وسوريا وفلسطين إلى الإدراج بالسعر الذي يحدده السوق من خلال قوى العرض والطلب، وفي الكويت تدرج الأوراق المالية بالسعر المحدد في نشرة الاكتتاب أو وفقاً للآلية الواردة فيها. فيما تلجأ بقية الدول الأعضاء إلى أساليب أخرى في هذا المجال، حيث يمكن تلخيص الأساليب المستخدمة في تسعير الأوراق المالية عند إدراجها بالجدول رقم (3) التالي والشكل البياني رقم (6).

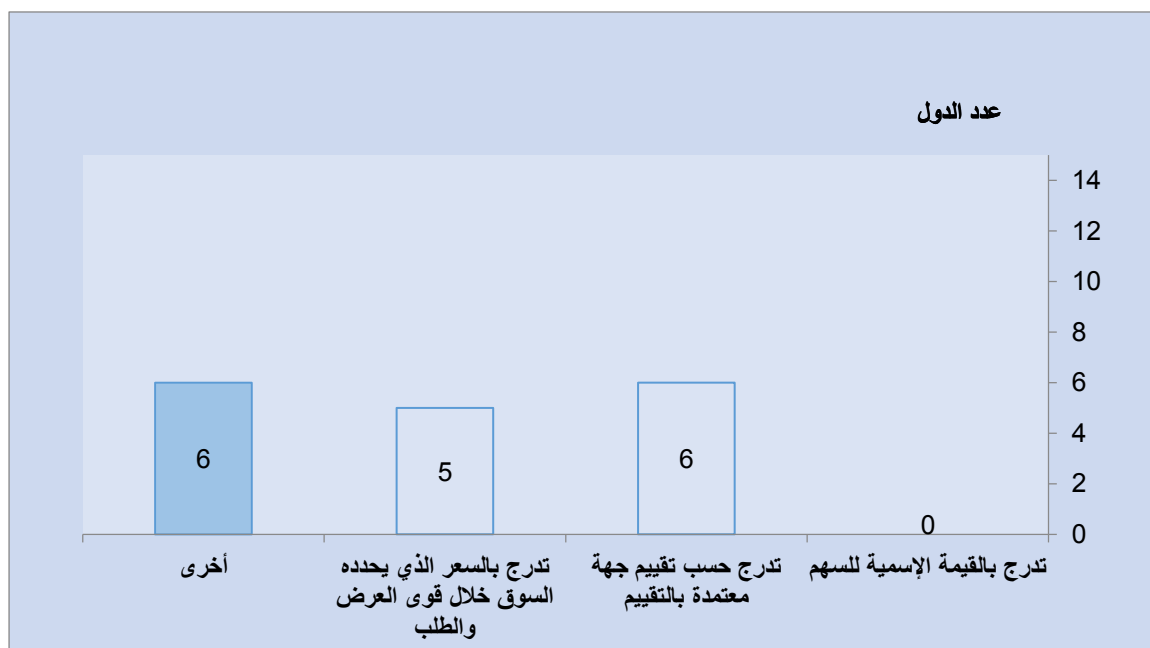
تبدأ عملية التسعير في كافة الدول بالسعر الثابت (في نشرة الطرح). وهناك بعض الدول تضع ضوابط للرجوع إلى جهة معتمدة لإعداد هذا السعر الثابت، ودولاً أخرى لا تضع ضوابط لذلك. ثم تستهدف بعض الدول رفع كفاءة التسعير في السوق الأولى وذلك بإدخال تفاعل قوى العرض والطلب على هذا السعر الثابت من خلال ما يعرف ببناء سجل الأوامر **book building**، في حين ترى دولاً أخرى رفع كفاءة التسعير من خلال العمليات بالسوق الثانوي عند بدء التداول على الورقة المالية الجديدة (جعل السعر حر في أول جلسة تداول). وهناك دولاً تترقى بكفاءة التسعير بإدخال قوى العرض والطلب في كلا من السوقين الأولى والثانوي.

الجدول رقم 9: تسعير الشركات عند إدراجها

الأردن	تدرج بالسعر الذي يحدده السوق خلال قوى العرض والطلب
الإمارات	تدرج حسب تقييم جهة معتمدة بالتقييم
تونس	تدرج حسب تقييم جهة معتمدة بالتقييم
الجزائر	تدرج حسب تقييم جهة معتمدة بالتقييم تدرج بالسعر الذي يحدده السوق خلال قوى العرض والطلب على الرغم من أن العمليات السابقة أجريت وفقاً لما يعرف بأسلوب العرض العام بسعر ثابت إلا أن النظام العام للبورصة قد وضع آلية أخرى تتمثل في العرض العام بالسعر الأدنى

السعودية	تدرج حسب تقييم جهة معتمدة بالتقييم
سوريا	تدرج بالسعر الذي يحدده السوق خلال قوى العرض والطلب
العراق	يكون السعر حر في اول جلسة تداول فعلية بعد ادراج اسهم الشركة في السوق
عُمان	تدرج بسعر الطرح المبين في نشرة الاصدار
فلسطين	تدرج بالسعر الذي يحدده السوق خلال قوى العرض والطلب
قطر	تدرج حسب تقييم جهة معتمدة بالتقييم التقييم يتم حسب الطرق العالمية المتعارف عليها في التقييم، على سبيل المثال لا الحصر: التدفقات النقدية المخصومة.
الكويت	تدرج بالسعر المحدد في نشرة الاكتتاب أو وفقاً للآلية الواردة فيها.
مصر	تستعين الشركة بتقييم جهة معتمدة للتقييم (لتكون القيمة هي الحد السعري الأعلى بنشرة الطرح) ويحدد السعر النهائي لتنفيذ عملية الطرح من خلال عملية بناء سجل الأوامر (قوى العرض والطلب) ومن الجائز اختلاف سعر التنفيذ لعملية الطرح عن سعر الفتح للورقة المالية الجديدة في اول جلسة تداول، حيث تعامل الورقة الجديدة مثل أي ورقة مقيدة فيكون هناك جلسة استكشافية قبل جلسة التداول الاعتيادية يتحدد من خلالها سعر الفتح.
المغرب	تستعين الشركة بمستشار مالي مستقل و تعرض الطريقة و النتائج في بيان المعلومات الخاص بعملية الإدراج

الرسم البياني رقم 6: الأسلوب المستخدم في تسعير الأوراق المالية عند إدراجها



## إطار رقم 1: الأسلوب المستخدم في تسعير الأوراق المالية عند إدراجها في مصر

1. نقطة الانطلاق في عملية التسعير عند الإدراج تعتمد بالأساس على تقييم جهة معتمدة، حيث تلتزم الشركات والجهات الراغبة في طرح أوراقها المالية بالبورصة المصرية سواء طرحا عاما او طرحا خاصا بتقديم طلب تسجيل لدى الهيئة، وتقديم نشرة الطرح أو تقرير الإفصاح (على النماذج المعدة لذلك من قبل الهيئة) وذلك لاعتمادها قبل النشر. ويجب أن ترفق بطلب اعتماد تلك النشرة/التقرير، دراسة المستشار المالي المستقل بتحديد القيمة العادلة وتقرير مراقب الحسابات بشأن هذه الدراسة وفقا لمعيار المراجعة المصرية ذات الصلة. وتتولى الهيئة مراجعة تلك النشرة/التقرير بما فيها دراسة المستشار المالي المستقل بما يتفق مع معايير التقييم المالي للمنشآت الصادرة عن مجلس إدارة الهيئة. ويتحدد بالنشرة/التقرير النطاق السعري والذي يكون به الحد الأعلى معادلا للقيمة التي حددها المستشار المالي المستقل، أما الحد الأدنى فيتحدد وفق رؤية بنك الاستثمار/مدير الطرح مع مجلس إدارة الشركة محل الطرح. ويعلن بهذه النشرة أيضا الفترة المسموح فيها بتلقي الطلبات لبناء سجل الأوامر book building.
2. التجهيز لملف سجل الأوامر بالسوق المالي والسعر النهائي للتنفيذ، حيث يتقدم مدير الطرح خلال 15 يوم عمل من تاريخ نشر نشرة الطرح أو تقرير الإفصاح بغرض الطرح، بطلب لتنفيذ الطرح لإدارة عمليات السوق بالبورصة (الإدارة التنفيذية للجنة العمليات) مرفقاً بالطلب كافة المستندات اللازمة وسداد مقابل الفحص والدراسة. وتستخدم البورصة نظام إلكتروني خاص ضمن أنظمتها المساعدة بنظم التداول، يسمى سوق العمليات الخاصة (OPR) وذلك للتعامل مع الطروحات العامة والخاصة بما يضمن تسهيل عملية ادخال وإلغاء الأوامر ، وضمان تنفيذ عمليات التخصيص بصورة سليمة تتناسب مع الأحجام القياسية للأوامر التي يتم إيداعها خلال عملية الطروحات. ويتم اتخاذ الترتيبات اللازمة نحو بدء تسجيل الأوامر خلال الفترة المحددة بنشرة الاكتتاب بأسعار داخل النطاق السعري المحدد بنشرة الاكتتاب. ويكون السعر النهائي للتنفيذ بعد غلق الطرح وفقاً للنظام الذي يحدده بنك الاستثمار، وفي أغلب الأحيان يكون من خلال ما يسفر عنه الأوامر المسجلة بنظام الـ BOOK BUILDING .
3. جلسة السعر الاستكشافي قبل الجلسة الاعتيادية للأوراق المالية المدرجة  
والغرض من جلسة السعر الاستكشافي هو تحديد سعر فتح جديد للأوراق المالية، وذلك لمحاولة تنفيذ أكبر كمية مع بداية جلسة التداول . الأمر الذي يعنى أن سعر فتح جلسة التداول ليس بالضرورة أن يكون هو نفسه سعر التنفيذ بالعمليّة الخاصة (في البند السابق)، أو سعر الاغلاق لأي ورقة مالية بالجلسة السابقة.

وحول موضوع التقييم، فقد بيّنت نتائج الاستبيان بأن الجهات المعتمدة لتقييم سعر الشركة الجديدة عند إدراجها تتفاوت بين الدول الأعضاء ما بين مدققي الحسابات أو اللجان التي يتم تشكيلها لغاية التقييم أو المستشارين الماليين الذين يتم اختيارهم أو الخبراء أو المحاسبين وغيرهم، حيث يمكن تلخيص ذلك بالجدول رقم (4) التالي:

### الجدول رقم 10: الجهات المعتمدة لتقييم سعر الشركة الجديدة عند إدراجها

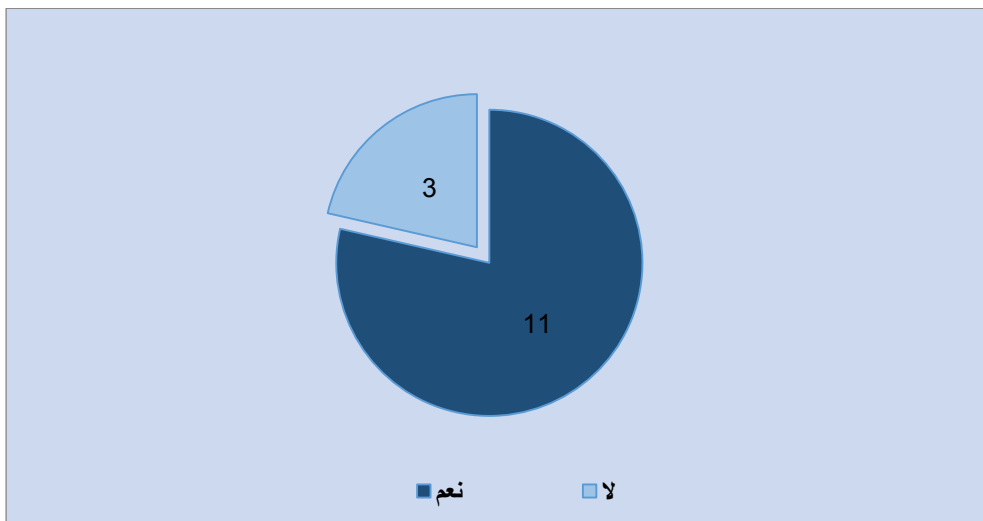
الإمارات	يتم تقييم الحصص العينية على نفقة مقدميها من خلال واحد أو أكثر من المستشارين الماليين تختاره أو تختارهم الهيئة من المعتمدين لديها أو من الجهات ذات الخبرة الفنية و المالية بموضوع التقييم و التي تقرها الهيئة و إلا اعتبر التقييم باطلاً.
تونس	خبير محاسب غير مدقق حسابات الشركة أو بنك أعمال أو شركة مختصة في هذا الشأن.
الجزائر	مدقق الحسابات الخارجي يجب أن يكون الخبير المالي عضوا في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين وشخصا آخر غير مدقق الحسابات الخارجي للشركة. يمكن كذلك لشركات الخبرة المالية والقانونية المختصة في هيكله الرساميل والهيكله القانونية للشركات و ذلك بعد الحصول على الاعتراف من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبته أن تقوم بتقييم الشركات التي تطلب الإدراج بالبورصة .

السعودية	يتم تقييم الشركة من قبل المستشار المالي للمصدر. علماً بأنه يجب أن يكون ذلك المستشار المالي مرخصاً له من هيئة السوق المالية في ممارسة أعمال الترتيب.
الكويت	يقوم مستشار الاستثمار أو مقيم الأصول بوضع قيمة استرشاديه بعد الانتهاء من عملية بناء سجل الأوامر book building في حال الاكتتابات الخاصة على أن يتم اعلانها قبل الإدراج الرسمي في السوق لتحديد ما إذا كانت الشركة مستوفية القيمة المطلوبة في السوق الأول أو الرئيسي.
قطر	مقيم مالي مقيد لدى سجل المقيمين المالين بالهيئة
مصر	مستشار مالي مستقل من الجهات المرخص لها بمزاولة هذا النشاط من الهيئة
المغرب	مستشار مالي من اختيار الشركة

وبالنسبة إلى الجهة التي توافق على تشكيل لجنة التقييم واعتماد نتائج تقييمها، فتشير نتائج الاستبيان إلى عدم وجود حالات عملية مطبقة في هذا المجال، حيث لا يوجد سجل للتقييم لدى بعض الدول. أما في حال كان تسعير أسهم الشركات عند إدراجها يعتمد على آليات السوق (العرض والطلب) فإن غالبية الدول الأعضاء توكل تنظيم هذه العملية للسوق المالية.

وحول موضوع تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها فتشير نتائج الاستبيان إلى أن معظم الدول الأعضاء بالاتحاد لا تضع سقفاً أو أية حدود على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها، كما هو الحال في كل من الأردن والإمارات وتونس والجزائر والسعودية وسوريا والعراق وعمان وفلسطين والمغرب والكويت. أما في قطر ومصر فيتم وضع سقف و حدود على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها. (أنظر الشكل البياني رقم 7).

الرسم البياني رقم 7: وجود سقف أو حدود على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها





ففي الإمارات يتم تحديد نسبة ارتفاع محددة لسعر السهم خلال فترة معينة، حيث يوجد سقف مقداره (15%) لارتفاع سعر السهم وسقف مقداره (10%) لانخفاض سعر السهم من سعر الافتتاح. أما في الجزائر ومصر فلا يوجد استثناء لتحركات سعر السهم للشركات الجديدة، فالقواعد العادية تطبق على كل الشركات أو القيم المدرجة. إلا أنه قد يتم الاتجاه مستقبلاً نحو قواعد خاصة بالأوراق الجديدة. وفي سوريا، تخضع تحركات أسهم الشركات الجديدة عند إدراجها للحدود بالنسبة إلى السعر المرجعي للورقة المالية وهي القيمة أعلى من القيمة الاسمية للورقة المالية (100 ليرة سورية: 5% كارتفاع و2% كإنخفاض) والقيمة أدنى من القيمة الاسمية للورقة المالية وهي (100 ليرة سورية: 5% كارتفاع و1% كإنخفاض).

أما في العراق، فيكون سعر السهم حر في أول جلسة تداول وبعدها يكون الحد الأعلى لارتفاع وانخفاض سعر السهم بحدود (10%) من سعر إغلاق الجلسة السابقة. وفي فلسطين يتم وضع سقف مرتبطة بمؤشرات أخرى، يتم تحديدها وفق أعلى وأدنى سعر خلال الجلسة الأولى للتداول. كما تلجأ قطر إلى عدم وضع حدود سعرية لليوم الأول للتداول في حين تخضع الأسهم للحدود السعرية المتعارف عليها باليوم الثاني.

أما في مصر، عقب تنفيذ عملية الطرح من خلال سوق منفصل يسمى سوق العمليات الخاصة (تتم من خلاله عملية بناء سجل الأوامر)، يبدأ التداول على الورقة المالية الجديدة وتعامل كأى ورقة مدرجة (من حيث التقييد بالحدود السعرية، الجلسة الاستكشافية لتحديد سعر الفتح ثم الجلسة الاعتيادية... وغيرها من الأمور).

وفي المغرب، تعتمد البورصة نظام تداول يقيد أسعار التداول داخل سقفين (سقف أعلى وسقف أدنى) وتحدد الأسقف باحتساب (زائد وناقص 10%) على سعر الولوج خلال أول جلسة تداول وعلى سعر الإغلاق في الجلسات اللاحقة.

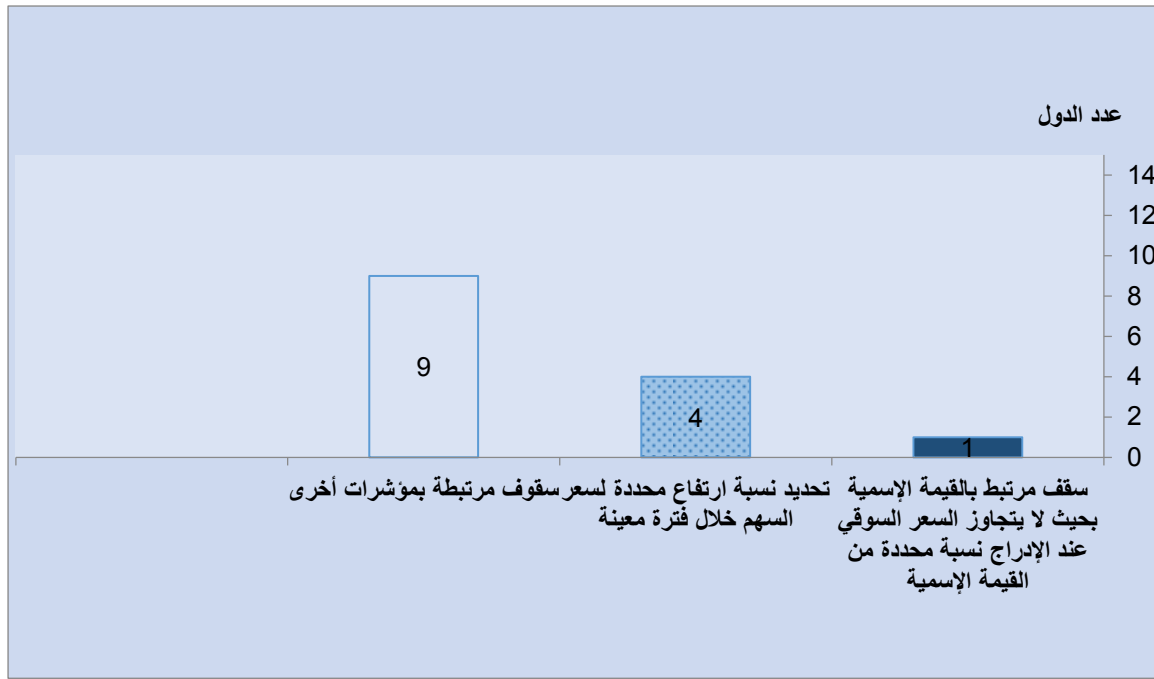
وفي الكويت يقوم السوق بإزالة الحدود السعرية في أول يوم تداول للشركة لإتاحة المجال لقوى العرض والطلب لتحديد القيمة العادلة للسهم. كما لا يتم إدراجها في أي من المؤشرات في أول يوم تداول. بعد ذلك يوقف التداول المستمر للورقة المالية لمدة دقيقتين – كلما وصلت للحدود السعرية المحددة في قواعد البورصة (5%)، ويتم عقد مزاد خلال تلك المدة على الورقة المالية لتحديد سعر مرجعي جديد يتخذ كأساس للحدود السعرية الجديدة، ويجوز وقف التداول المستمر للورقة المالية أكثر من مرة خلال جلسة التداول، وتتبع في هذا الشأن الأحكام التالية:

1. في حال اقتران أوامر البيع والشراء في فترة المزاد، يُعتبر سعر تنفيذ المزاد بمثابة السعر المرجعي الجديد الذي يعتمد عليه قاطع التداول اللاحق.

2. وفي حال عدم اقتران أوامر البيع والشراء، يُستأنف التداول على أساس السعر الذي أوقف التداول عنده، ويُستخدم كسعر مرجعي جديد.

3. لا يجوز إدخال أوامر بسعر يتجاوز النسبة المحددة من قبل البورصة سواء بالزيادة أو النقصان عن السعر المرجعي، ويستثنى من ذلك حالة اختيار أمر صالح حتى الإلغاء.
4. يُعتبر سعر الافتتاح هو السعر المرجعي بالنسبة للأوامر المدخلة في سوق المزاد، ولا تطبق أي قيود على تقلبات الأسعار في سوق المزاد.
- لا يجوز إدخال أوامر بكميات تقل عن الكمية الدنيا للورقة المالية على النحو الموضح في قواعد البورصة.

الرسم البياني رقم 8: طبيعة الحدود على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها



إطار رقم 2: بناء سجل الأوامر وتخصيص الأسهم في الاكتتابات الأولية السعودية\*

#### الأحكام العامة

- أ . يُسمح للمستشار المالي للمصدر- قبل الحصول على موافقة هيئة السوق المالية السعودية على طرح أسهم المُصدر للاكتتاب العام- بعرض معلومات عن المُصدر وقوائمه المالية على مجموعة من الفئات المشاركة دون ذكر اسم المُصدر؛ وذلك بغرض معرفة مدى رغبة الجهات المشاركة في الاكتتاب بأسهم المُصدر في حال طرحها للاكتتاب العام.
- ب . يُسمح للمصدر ومستشاره المالي- بعد الحصول على موافقة الهيئة على طرح أسهم المُصدر للاكتتاب العام- بعرض معلومات عن المُصدر وقوائمه المالية على مجموعة محددة من الأشخاص المرخص م في ممارسة نشاط تقديم المشورة بغرض إصدار أبحاث وتقارير مالية حول المُصدر قبل بدء أو خلال مدة بناء سجل الأوامر.
- ج . يُسمح للمستشار المالي للمصدر- بعد الحصول على موافقة الهيئة على طرح أسهم المُصدر للاكتتاب العام- بعرض الأسهم على الجهات المشاركة فقط خلال مدة بناء سجل الأوامر.
- د . يجب ألا تزيد مدة بناء سجل الأوامر عن 14 أربعة عشر يوماً تقويمياً.
- هـ . كون مدى النطاق سعري (الفرق بين السعر الأدنى والسعر الأعلى) نسبة لا تتجاوز 20% من السعر الأدنى.
- و . تقدم الجهات المشاركة طلبات المشاركة في بناء سجل الأوامر من خلال ملء استمارة الطلب.
- ز . يحق للجهات المشاركة تقديم طلبات على أسعار خارج النطاق سعري بحد أقصى لا يتجاوز 20% من السعر الأدنى أو السعر الأعلى.

\* تعليمات سجل الأوامر وتخصيص الأسهم في الاكتتابات الأولية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية بتاريخ 2016/07/20.

- ح . لا يجوز للجهات المشاركة تقديم طلب بقيمة 5% أو أكثر من الأسهم المُصدرة للمصدر.
- ط . يجب على الجهات المشاركة الالتزام بأحكام النظام ولوائحه التنفيذية وشروط الاستثمار الأخرى المنظمة لعالها.
- ي . يجب أن تتضمن استمارة الطلب إقراراً وتعهداً من الجهات المشاركة وفق النص الآتي:
- "نقر نحن الموقعين أدنا بأننا استوفينا جميع الشروط والضوابط المتعلقة بتعليمات بناء سجل الأوامر وتخصيص الأسهم في الاكتتابات الأولية ومي المتطلبات والتنظيمات ذات العلاقة المنصوص عليها في نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، وبأن جميع المستندات والمعلومات المقدمة من قبلنا للمشاركة في بناء سجل الأوامر صحيحة وكاملة وحديثة وغير مضللة. ونقر كذلك بتحملنا كامل المسؤولية القانونية في حال ثبوت خلاف ذلك، وللهيئة والجهات الحكومية ذات العلاقة الحق في اتخاذ الإجراءات النظامية بهذا الخصوص."
- ك . لا يحق للجهات المشاركة إذا كان لديها تعارض في المصالح المُصدر المشاركة في بناء سجل الأوامر.
- ل . يُشترط ل طرح أسهم المُصدر على المكتتبين الأفراد استيفاء الآتي:
1. أن يتم تغطية كامل الطرح من قبل الجهات المشاركة.
  2. أن تغطي الصناديق العامة النسبة المحددة من كامل الطرح وتكون هي النسبة متغيرة بناءً على حجم أصول الصناديق العامة؛ ويتم حساب النسبة بالطريقة الآتية:

$$[70\% * \left( \frac{10\% \text{ من صافي قيمة أصول الصناديق العامة حسب الفقرة (أ) من البند (خامساً) من هذه التعليمات}}{\text{حجم الطرح محسوب بناءً على السعر الأعلى للنطاق السعري}} \right)]$$

ع . على ألا تتجاوز النسبة ما تم تحديد للصناديق العامة عند موافقة الهيئة على طرح أسهم المُصدر، ويقوم المستشار المالي بحسابها وتعتماد من قبل الهيئة عند الموافقة على طرح أسهم المُصدر.

#### شروط بناء سجل الأوامر وتغيير النطاق السعري

- أ . يُشترط عند بناء سجل الأوامر التقيد بالآتي:
1. أن يعلن المستشار المالي للمصدر مدة بناء سجل الأوامر على ألا يخل ذلك بالفقرة (د) من الأحكام العامة المذكورة أعلاه.
  2. أن يعلن المستشار المالي للمصدر النطاق السعري مع التأكد من إتاحتها لجاي الفئات المشاركة.
  3. أن يكون إعلان المستشار المالي للمصدر عن مدة بناء سجل الأوامر والنطاق السعري والنسبة المحددة من كامل الطرح المطلوب تغطيتها من قبل الصناديق العامة المشاركة والمنصوص عليها أعلاه، متاحاً للفئات المشاركة في المواقع الإلكترونية الرسمية للمصدر والمستشار المالي.
- ب . للمستشار المالي بعد موافقة متعهد التغطية والمُصدر، تغيير النطاق السعري مرة واحدة فقط في أي من الحالات التالية:
1. تقديم طلبات تغطي كامل الأسهم المطروحة للاكتتاب بالسعر الأعلى للنطاق السعري أو بسعر أعلى من ذلك على أن تستوفي هي الطلبات شروط طرح أسهم المصدر على المكتتبين المنصوص عليها أعلاه.
  2. في حال لم يتم تقديم طلبات تغطي كامل الأسهم المطروحة للاكتتاب.

- ج . يجب عند تغيير النطاق السعري وبما لا يتعارض م ما نصت عليه الفقرة (ب) أعلاه الالتزام بما يلي:
1. ألا يتجاوز النطاق السعري الجديد ما نسبته 20% من الحد الأقصى لسعر الطلبات التي يمكن تقديمها وفقاً للفقرة (ز) أعلاه.
  2. ألا تقدم الجهات المشاركة طلبات خارج النطاق السعري عند تغيير النطاق.
  3. أن يعلن المستشار المالي عن النطاق السعري الجديد لجاي الفئات المشاركة.
  4. أن يقوم متعهد التغطية بتزويد الهيئة بخطاب تعهد تغطية محدثاً يعك النطاق السعري الجديد.
  5. ألا تتجاوز تمديد مدة بناء سجل الأوامر خمسة أيام دون ا خلال بالفقرة (د).
  6. أن يحق للجهات المشاركة تغيير طلباتها وذلك من خلال ملء استمارة الطلب الإلحاقية.

#### الفئات المشاركة

- الفئات التي يحق لها المشاركة في بناء سجل الأوامر هي:
- أ . الصناديق العامة التي تستأثر في الأوراق المالية المدرجة في السوق المالية السعودية إذا كانت شروط وأحكام الصندوق تتيح ا ذلك، م الالتزام بالأحكام والقيود المنصوص عليها في لائحة صناديق الاستثمار إضافةً إلى ذلك، يجب على الصناديق العامة عند تقديم استمارة الطلب الالتزام بالأحكام الآتية:
1. ألا تتجاوز قيمة الأسهم التي يطلبها الصندوق العام ومي الصناديق الأخرى التي يديرها مدير الصندوق نفسه ما نسبته 25% من إجمالي قيمة الطرح.
  2. لا يجوز للصندوق العام تقديم طلب بقيمة تزيد على 10% من إجمالي قيمة الطرح.
  3. يجب ألا تزيد قيمة طلب الصندوق العام في أوراق مالية للمصدر على نسبة 20% من صافي قيمة أصول الصندوق.

4. لا يجوز للصندوق العام تقديم طلب تزيد قيمته على 10% من صافي قيمة أصوله في الأسهم المطروحة للمصدر.
5. يُستثنى الصندوق العام من الفقرة (4) أعلاه في حال كان الاستثمار في مجال أو قطاع يكون هدف الصندوق العام الاستثمار فيه على ألا يتجاوز ذلك نسبة القيمة السوقية للمصدر إلى إجمالي القيمة السوقية لهلك المجال أو القطاع المعين، وذلك للصندوق العام الذي تنص شروطه وأحكامه ومذكرة المعلومات الخاصة به على أن هدفه الاستثماري محدد في مجال أو قطاع معين من الأسهم المدرجة في السوق.
6. ألا تتجاوز قيمة الطلب في بناء سجل الأوامر مبلغ 1,000,000 مليون ريال مضمروباً في عدد ملاك وحدات الصندوق العام.
7. الإفصاح في استمارة الطلب عن عدد ملاك الوحدات في الصندوق العام إضافة إلى القيمة السوقية للمجال أو القطاع الذي يستثمر به الصندوق كما في نهاية اليوم السابق لتقديم استمارة الطلب.
- ب . الأشخاص المرخص م في ممارسة نشاط التعامل بصفة أصيل، م الالتزام بالأحكام المنصوص عليها في قواعد الكفاية المالية عند تقديم استمارة الطلب.
- ج . الشركات المدرجة وشركاتها التابعة التي توحد قوائمها المالية معها، وشركات قطاعي البنوك والتأمين المدرجة، وذلك وفقاً لضوابط استثمار الشركات المدرجة في الأوراق المالية المدرجة.
- د . الجهات الحكومية والشركات المملوكة من الحكومة، مباشرة أو عن طريق مدير محفظة خاصة.
- هـ . الشركات السعودية غير المدرجة التي تكون:
1. غير تابعة لشركة مدرجة.
  2. شركة تابعة لشركة مدرجة لا توحد قوائمها المالية معها.
  3. شركة تابعة لأي من شركات قطاعي البنوك والتأمين المدرجة سواء وحدت تلك الشركات قوائمها المالية معها أم لا.
- وعلى المستشار المالي بذل العناية اللازمة للتأكد من استيفائها الشروط الآتية:
1. ألا تقل حقوق المساهمين فيها عن خمسين 50 مليون ريال سعودي بحسب قوائمها المالية السنوية الأحدث سنة مالية مراجعة) ، ويجب أن تكون الفترة المشمولة في أحدث قوائم مالية مراجعة قد انتهت قبل ما لا يزيد على 18 شهراً من تاريخ استمارة الطلب.
  2. أن يكون لديها محفظة استثمارية نشطة بموجب إفادة من الشخص المرخص له الذي لديه المحفظة.
- و . المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة.

## الفصل الثالث

### إشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة

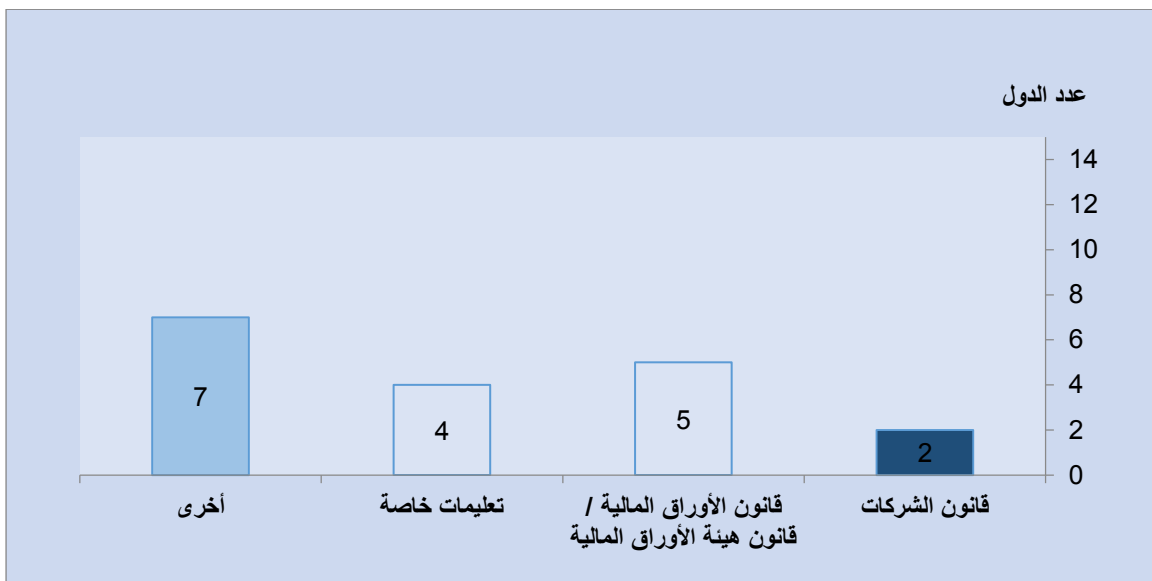
## الفصل الثالث

### إشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة

#### أولاً: الإطار التشريعي والتنظيمي لعمليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة

تباينت الأطر التشريعية والتنظيمية التي تحكم آليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة بأسواق المال العربية الأعضاء باتحاد هيئات الأوراق المالية العربية. فقد أشارت نتائج الاستبيان بأن غالبية الدول الأعضاء بالاتحاد تلجأ لأكثر من تشريع لمعالجة قضايا شطب الشركات من التداول، حيث تبين بأن (6) دول من أصل (14) دولة أجابت عن الاستبيان تستند على قانون الأوراق المالية / قانون هيئة الأوراق المالية لتنظيم آليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة، وذلك كما هو الحال في كل من تونس والسعودية\* وفلسطين والكويت والمغرب في حين تستند كل من الأردن وسوريا والعراق ومصر على تعليمات خاصة بهذا الشأن. كما تبين بأن كل من الإمارات وعمان يستندان على قانون الشركات في المقابل تستند الجزائر إلى النظام العام للبورصة كما تستند فلسطين، بالإضافة إلى قانون الأوراق المالية، على نظام الإدراج. أما في قطر فالأمر خاضع لقانون الشركات، حيث أن الهيئة بصدد اصدار لوائح منظمة لعمليات الشطب الاختياري والإجباري. (أنظر الشكل البياني رقم 9)

الرسم البياني رقم 9: التشريع المنظم لآليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة

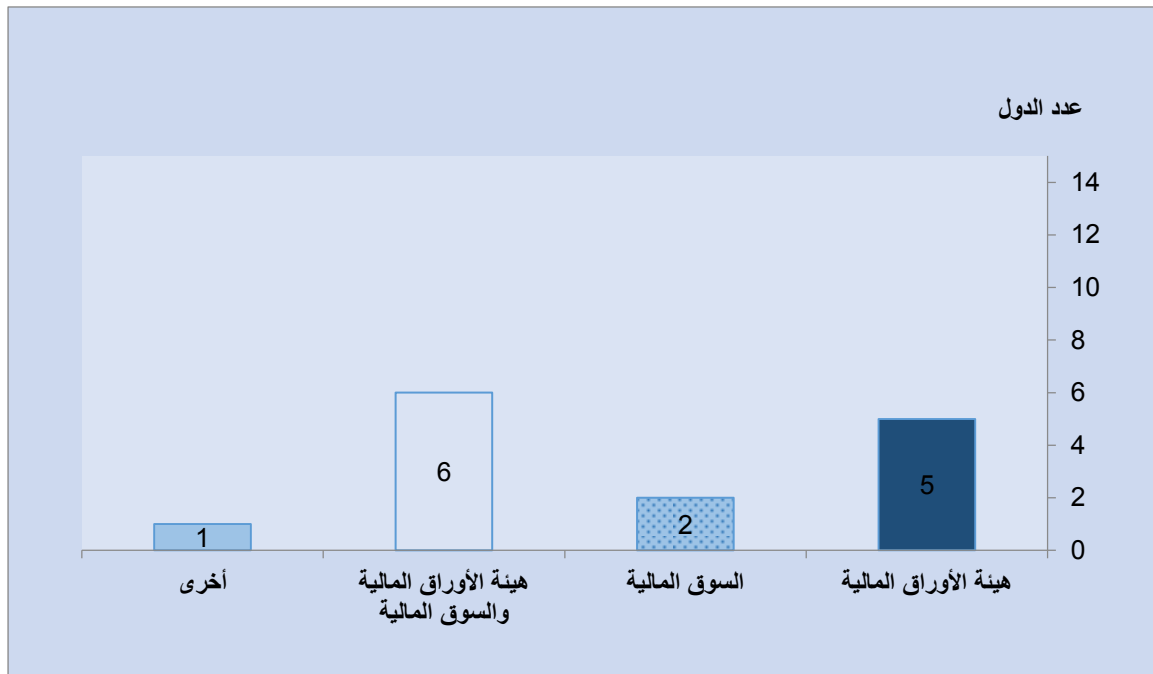


\* قواعد التسجيل والإدراج الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية. وتتنطبق الإجراءات الواردة في هذه القواعد على كل الإدراجات في السوق الرئيسية والموازية، وكذلك الإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق التي بلغت خسائرها المتراكمة (20%) فأكثر من رأس مالها.

وينظم قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية في مصر مسألة قيد الأوراق المالية في جداول البورصة - بناءً على طلب الجهة المصدرة لها - ليتم قيد الورقة وشطبها بقرار من إدارة البورصة وفقاً للقواعد والشروط والأحكام التي يضعها مجلس إدارة الهيئة. وتحدد قواعد قيد وشطب الأوراق المالية في البورصة المصرية بالباب السادس - القواعد لحالات وإجراءات الشطب من البورصة. أما في المغرب فينظم قانون بورصة القيم المنقولة آليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة.

وحول موضوع مراقبة وتنظيم عمليات الشطب للشركات المدرجة فقد أظهرت نتائج الاستبيان بأن كل من البورصة (سوق المال) وهيئة الأوراق المالية هي أهم الجهات التي تتولى هذا الأمر، حيث تبين بأنه في (6) دول تعتبر هيئة الأوراق المالية والسوق المالية معاً الجهات المعنية بهذا الأمر وذلك في كل من الإمارات وتونس والجزائر وفلسطين ومصر والمغرب، وفي المقابل فقد بينت نتائج المسح بأن (5) دول تتولى فيها هيئة الأوراق المالية لوحدها مسؤولية مراقبة وتنظيم عمليات شطب الشركات المدرجة وذلك كما هو الحال في كل من السعودية والعراق وعمان وقطر والكويت. في حين تتولى في كل من الأردن وسوريا مسؤوليات مراقبة وتنظيم عمليات الشطب للشركات المدرجة. وتبين نتائج الاستبيان أيضاً أنه بالإضافة إلى هيئة الأوراق المالية فإن وزارة الاقتصاد والتجارة في قطر تتولى أيضاً مسؤولية مراقبة وتنظيم عمليات الشطب للشركات المدرجة. (أنظر الشكل البياني رقم 10)

الرسم البياني رقم 10: الجهات التي تتولى مراقبة وتنظيم عمليات الشطب للشركات المدرجة

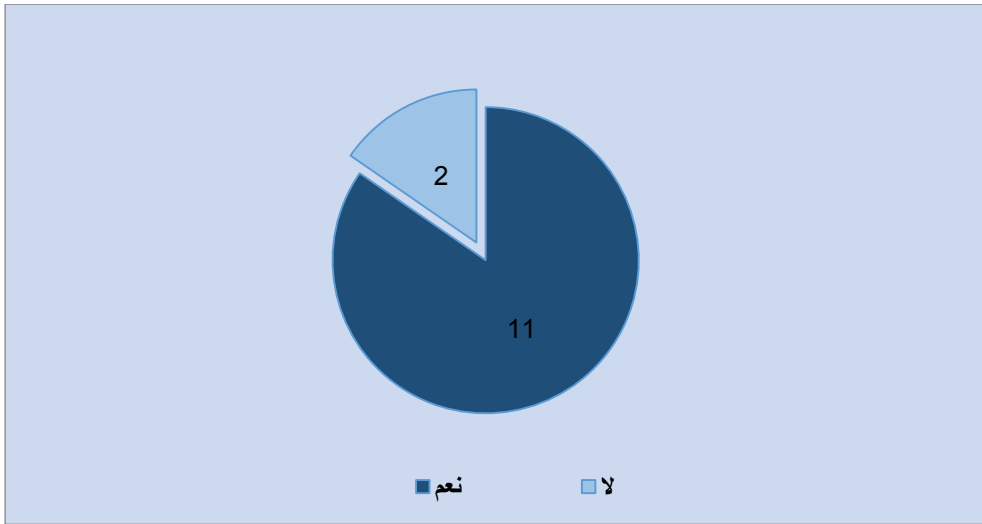


## أ . الشطب الاختياري

أظهرت نتائج الاستبيان بخصوص عمليات الشطب الاختياري بأن غالبية الدول الأعضاء بالاتحاد تسمح تشريعاتها النافذة للشركات بشطب إدراجها اختياريًا من السوق المالي، حيث أن (11) دولة تسمح بذلك باستثناء كل من الأردن وسوريا. (أنظر الشكل البياني رقم 11).

أما بخصوص شروط شطب الإدراج الاختياري، فقد تبين أن (8) دول تضع شروطاً للشطب الاختياري تتمثل في كل من الإمارات وتونس والجزائر والسعودية والعراق وفلسطين والكويت ومصر، في حين لا تضع كل من عُمان وقطر والمغرب أي شروطاً للشطب الاختياري.

الرسم البياني رقم 11: امكانية شطب الشركات لإدراجها اختياريًا من السوق المالي



وفيما يتعلق بالشروط المفروضة للشطب الاختياري بأسواق المال العربية، فقد أظهرت نتائج الاستبيان بأن تدني نسبة الأسهم الحرة في كل من تونس والجزائر تعتبر من الشروط الواجب توافرها لشطب الشركة اختياريًا، حيث يجب أن تقل نسبة الأسهم الحرة عن (5%) في تونس. وبالإضافة إلى تدني نسبة الأسهم الحرة يشترط كذلك في الجزائر انخفاض عدد المساهمين عن حد معين وانخفاض رأس المال عن حد معين\*. أما بقية الدول فقد تبين من نتائج الاستبيان بأن الإمارات تشترط تحول الشركة من شركة مساهمة عامه إلى شكل قانوني آخر. أما في السعودية فقد أشارت قواعد التسجيل والإدراج إلى امكانية ذلك وفق الشروط المبينة في الإطار رقم (2).

\* يجب على الشخص أو الأشخاص الذين يملكون الأغلبية في شركة مدرجة بالبورصة أو متداولة بالسوق الموازية مهما كان مستوى الأغلبية التي يتمتعون بها، ان يعلموا هيئة السوق المالية وان يدرسوا معها امكانية انطلاق عرض عمومي للسحب في الحالات التالية:

- إذا اعتزموا عرض مشاريع لوائح على الجمعية العامة غير العادية تتضمن تغييرات هامة في احكام النظام الاساسي للشركة وخاصة التي تتعلق بشكل الشركة وشروط بيع واحالة اوراق المساهمة في راس المال والحقوق المتعلقة بها.
- إذا قرروا مبدا البيع او المساهمة في شركة اخرى بمجموع الأصول أو بأسهمها، او قرروا تغيير نشاط الشركة او قرروا تعليق توزيع الارباح الى اوراق المساهمة في راس المال، لمدة عدة سنوات مالية.



## إطار رقم 2: الشروط المفروضة للشطب الاختياري في السعودية

### المادة (36) من قواعد التسجيل والإدراج:

أ. لا يجوز لمصدر أدرجت أوراقه المالية في السوق إلغاء الإدراج أو تعليقه إلا بموافقة سابقة من الهيئة. ويجب على المصدر تزويد الهيئة بالمعلومات الآتية:

1. الأسباب المحددة لطلب الإلغاء أو التعليق
2. نسخة من الإعلان المشار إليه في الفقرة (ج) من هذه المادة.
3. نسخة من المستندات ذات العلاقة ونسخة من أي وثيقة مرسله إلى المساهمين إذا كان إلغاء الإدراج نتيجة لعملية استحواذ أو أي إجراء آخر يتخذه المصدر.

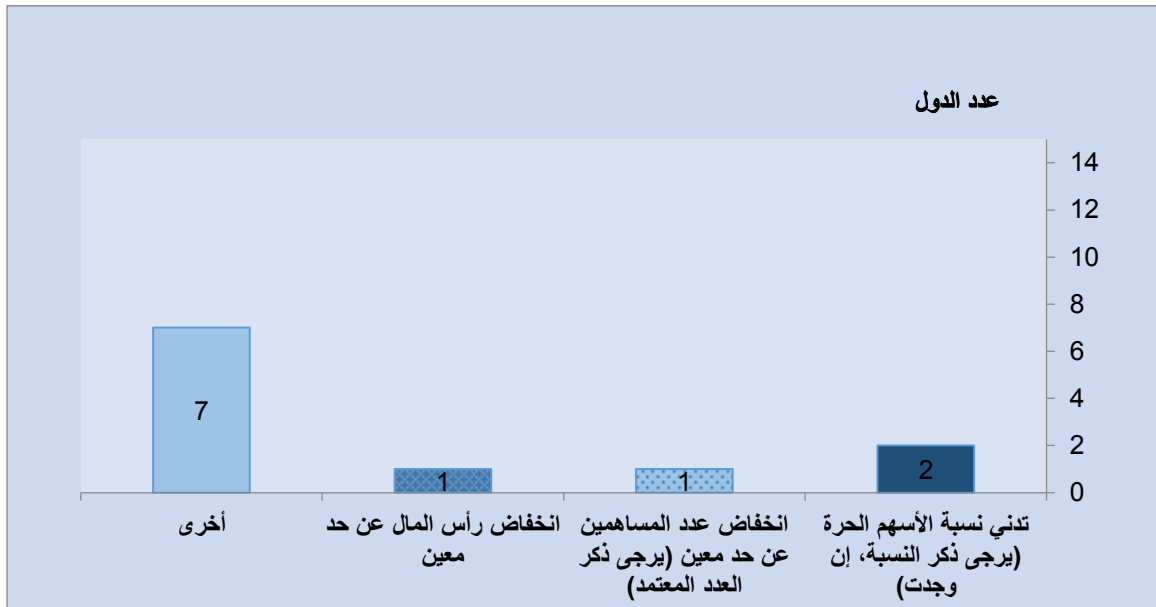
ب. يجب على المصدر بعد الحصول على موافقة الهيئة على إلغاء الإدراج الحصول على موافقة الجمعية العامة غير العادية على ذلك.

ج. عندما يتم تعليق أو إلغاء الإدراج بناء على طلب المصدر، يجب على المصدر أن يعلن في أقرب وقت ممكن سبب التعليق أو الإلغاء والمدة المتوقعة للتعليق وطبيعة الحدث سبب التعليق أو الإلغاء الذي يؤثر في نشاطات المصدر.

د. يجوز للهيئة أن تقبل أو ترفض طلب التعليق أو الإلغاء حسب تقديرها."

ويبين الشكل البياني التالي رقم (12) أهم الشروط المفروضة على قبول الشطب الاختياري لدى أسواق المال العربية.

### الرسم البياني رقم 12: الشروط المفروضة للشطب الاختياري



كما يجوز للشركة في العراق تقديم طلب الى الهيئة لشطبها من السوق مؤقتاً للشروط التالية:

- إذا لم يتجاوز حجم التداول على أسهم الشركة سنوياً على (خمسة آلاف) من عدد الاسهم المصدرة ولمدة عامين متتاليين.
- ان يكون الطلب بقرار من الهيئة العامة وبموافقة (51%) على الاقل من الحضور.

وفي فلسطين، فقد وضعت شروط يمكن تلخيصها كما هو مبين في الإطار رقم (3):

### إطار رقم 3: الشروط المفروضة للشطب الاختياري في فلسطين

- يجوز للبورصة، بعد موافقة الهيئة، أن تشطب إدراج أسهم الشركات المدرجة في الأحوال التالية:
- أ - إذا تبين أن معلومات جوهرية دُونت في طلب الإدراج أو الوثائق المرفقة به كانت غير صحيحة أو مزورة أو مضللة، أو ناقصة لمعلومات أو وثائق جوهرية رفضت الشركة تقديمها للبورصة رغم الطلب.
  - ب - إذا قلَّ عدد المساهمين في الشركة المدرجة لدى السوق الثانية عن (50) خمسين مساهماً لمدة تزيد على ثلاثة أشهر متواصلة خلال سنة واحدة.
  - ج - إذا تبين من تقرير مدقق الحسابات أن الشركة عاجزة عن الوفاء بديونها، أو غير قادرة على تمويل نشاطاتها، أو بلغ صافي حقوق المساهمين إلى رأس المال المدفوع نسبة تقل عن 20%.
  - د - إذا فقدت الشركة شخصيتها المعنوية بسبب دمجها مع شركة أو شركات أخرى، أو بسبب تصفيتها.
  - هـ - إذا لم يتم التداول في أسهم الشركة أو سنداتهما لمدة سنة كاملة، أو تم تعليق الإدراج لمدة تزيد على سنة دون تصويب الشركة لأوضاعها وفقاً لنظام تداول الأوراق المالية الصادر عن البورصة.
  - و - إذا أخلت الشركة بأيٍّ من التزاماتها بموجب اتفاقية الإدراج أو القانون أو قواعد البورصة.
  - ز - في الحالات الأخرى التي تتعلق بحماية المستثمرين أو تحقيق المصلحة العامة.
  - ح - إذا تم شطب إدراج أسهم الشركة الأجنبية من السوق الأجنبية التي كانت أصلاً مدرجة لديها.
  - ط - إذا لم يعد للشركة الأجنبية فرع في فلسطين أو ممثل قانوني لمدة تزيد على شهر.

وكذلك الحال بالنسبة للكويت، حيث وضعت عدة شروط للشطب الاختياري يمكن تلخيصها بالإطار رقم (4):

### إطار رقم 4: الشروط المفروضة للشطب الاختياري في الكويت

- المادة (1-5-2) من الكتاب الثاني عشر قواعد الإدراج من اللائحة التنفيذية للقانون رقم (7) لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاتهما:**
- أ - الإفصاح في البورصة عن توصية مجلس إدارة الشركة بالانسحاب من البورصة مع أبداء الأسباب.
  - ب - الحصول على موافقة الجمعية العامة على الانسحاب.
  - ج - تزويد الهيئة بأسباب الانسحاب من الإدراج.
  - د - الحصول على موافقة الهيئة.
  - هـ - تحديد تاريخ الانسحاب من البورصة بفترة لا تقل عن ستة أشهر من تاريخ موافقة الهيئة ولا تحسب ضمن هذه الفترة أي مدة أيقاف للتداول على السهم.
  - و - تزويد الهيئة بإقرار من الشركة بضمان سداد اية مبالغ والتزامات تترتب على الشركة للبورصة عن فترة أدراجها في البورصة.
  - ز - التنسيق مع وكالة مقاصة بشأن سداد اية التزامات من قبل الشركة للمساهمين من أرباح نقدية واسهم منحة.

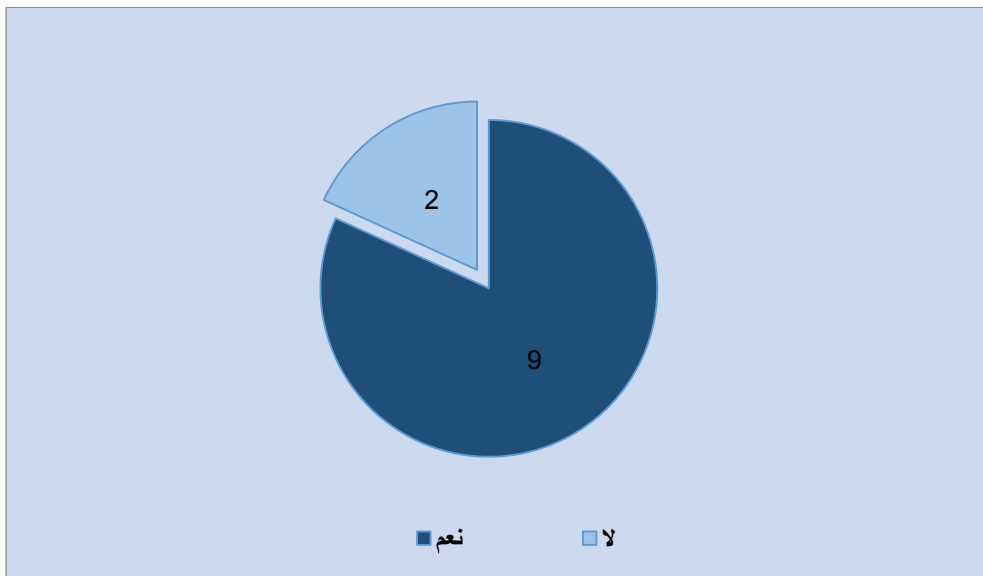
وفي مصر يجوز شطب الأوراق المالية بناءً على طلب الجهة أو الشركة المصدرة بقرار من لجنة القيد بالبورصة بعد التأكد من توافر الشروط التالية:

- أ - صدور قرار من الجمعية العامة غير عادية بأغلبية 75% بالموافقة على شطب الأوراق المالية من جداول البورصة.

- ب- عدم اعتراض أي مساهم على قرار الجمعية خلال شهر من تاريخ القرار (وفي حال اعتراض احد المساهمين او بعضهم على قرار الشطب هناك إجراءات محددة تمكنهم من بيع اسهمهم بطريقه عادله)
- ت- عدم اعتراض أي طرف آخر تكون اسهم الشركة مرهونة له ضمانا لدين على الشركة أو أحد مساهميها خلال شهر من تاريخ القرار (وفي حال اعتراض من تم الرهن لصالحه على قرار الشطب ، هناك إجراءات محددة تمكنه من بيع الاسهم بطريقه عادله)
- ث- بالنسبة للشركات الناتجة عن إعادة الهيكلة بالتقسيم سواء القاسمة او المنقسمة التي يتوافر فيها شروط استمرار القيد و / أو المعايير المالية وفقا للقوائم المالية الافتراضية بعد التقسيم يلزم أن يتضمن قرار الجمعية العامة غير العادية بالتقسيم التزام الشركة بشراء أسهم المساهمين المتضررين من التقسيم وفقا للقيمة العادلة التي يحددها مستشار مالي مستقل سواء قبل التقسيم او بعده.

وعلى العموم فقد أظهرت نتائج الاستبيان بأن أغلب الدول العربية الأعضاء بالاتحاد تشترط قرار من الجمعية العامة للشركة، حيث أن (9) دول من أصل (14) دولة أجابت عن الاستبيان تطلب قرار من الجمعية العامة للشركة. وفي المقابل لا تطلب تونس والمغرب قرارا من الجمعية العامة بهذا الصدد. كما أجمعت غالبية الدول الأعضاء بأن تكون الجمعية العامة غير عادية باستثناء الكويت التي تطلب أن تكون جمعية عامة عادية بما يتماشى مع قانون الشركات رقم 1 لسنة 2016 لوزارة التجارة والصناعة. (أنظر الشكل البياني رقم 12)

الرسم البياني رقم 13: عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة تتطلب قراراً من الجمعية العامة للشركة



كما تبين من نتائج الاستبيان أن متطلبات الشطب الاختياري تستوجب اعتماد محضر اجتماع الجمعية العامة للشركة من قبل الجهات المختصة وذلك لدى معظم الدول الأعضاء بالاتحاد. وضمن هذا الإطار، يتم في الإمارات توقيع الحضور بما في ذلك مدقق الحسابات وجامع الاصوات ورئيس مجلس الدارة ومراجعته من الهيئة والسوق وفقاً لجدول أعمال الجمعية العمومية وتقرير مندوب الهيئة عن الأحداث التي تمت خلال

الاجتماع. أما في السعودية فلا يوجد نموذج معتمد، ولكن نصت الفقرة (أ) من المادة (36) من قواعد التسجيل والإدراج على: "لا يجوز لمصدر أدرجت أوراقه المالية في السوق إلغاء الإدراج أو تعليقه إلا بموافقة سابقة من الهيئة. ويجب على المصدر تزويد الهيئة بالأسباب المحددة لطلب الإلغاء أو التعليق و نسخة من المستندات ذات العلاقة ونسخة أو أي وثيقة مرسله إلى المساهمين، إذا كان إلغاء الإدراج نتيجة لعملية استحواذ أو أي إجراء آخر يتخذه المصدر.

وفي عُمان، يتم اعتماد محضر اجتماع الجمعية العامة للشركة من قبل الهيئة العامة لسوق المال في حين تتولى وزارة التجارة والصناعة اعتماد محضر اجتماع الشركات المقفلة. كما تتولى وزارة التجارة والصناعة في الكويت اعتماد محضر اجتماع الجمعية العامة للشركة. فيما تتولى دائرة تسجيل الشركات هذا الأمر في العراق.

وفي مصر، إذا كانت الشركة قد تأسست وفقاً لقانون رقم 159 لسنة 1981 بشأن الشركات المساهمة و شركات التوصية بالأسهم و الشركات ذات المسؤولية المحدودة أو تأسست وفق قانون ضمانات و حوافز الاستثمار رقم 8 لسنة 1997 تكون الجهة الإدارية المختصة بالتصديق على المحضر هي الهيئة العامة للاستثمار و المناطق الحرة، أما إذا كانت الشركة مؤسسة وفقاً لقانون رقم 95 لسنة 1992 بشأن سوق رأس المال فتكون الجهة الإدارية المختصة بالتصديق على المحضر هي الهيئة العامة للرقابة المالية.

وأظهرت نتائج الاستبيان أيضاً بأنه لا يوجد لدى غالبية الدول الأعضاء بالاتحاد نموذج معتمد من الجهات المختصة تقوم الشركات من خلاله بتقديم طلب الشطب الاختياري، باستثناء كل من تونس والكويت ومصر.

وحول الفترات الزمنية التي تخص تقديم مستندات الشطب الاختياري فقد أظهرت نتائج الاستبيان عدم تحديد فترات زمنية بهذا الشأن لدى غالبية أعضاء الاتحاد باستثناء مصر، حيث تقدم الشركة محضر اجتماع الجمعية العامة غير العادية إلى البورصة المصرية وفقاً للشروط والإجراءات المحددة لذلك. وفي حال عدم اعتراض أي مساهم على قرار الجمعية خلال شهر من تاريخ القرار يتم شطبها من البورصة. كما أنه في حالة مضي فترة ستة أشهر على صدور قرار الجمعية العامة غير العادية بالشطب الاختياري دون قيام الشركة بتنفيذ عملية الشطب، يتم عرض موقف الشركة على لجنة القيد للنظر في شطب قيدها إجبارياً.

أما في المغرب، فإنه بموجب قانون العروض العمومية على الأسهم المسعرة في البورصة يتعين على المالكين لأغلبية رأس مال الشركة المعنية بالشطب إيداع عرض عمومي للاقتناء قبل الشطب الفعلي. الإسقاط العملي يتم على مراحل محددة زمنياً: (10) أيام لدراسة قبول العرض من قبل الهيئة (تعليق التداول في البورصة خلال هذه الفترة) – تليها فترة تنظيم العرض (يحددها صاحب الطلب وتتراوح بين أسبوعين و اربع اسابيع تقريبا حسب حجم العملية) يكون خلالها التداول مفتوحاً – بعد اقفال العرض يبقى التداول مفتوحاً مدة 40 حصة تقريبا قبل الشطب النهائي. وفيما يتعلق بالمهل التنظيمية التي يجب على الجهات التنظيمية المختصة الالتزام بها

لإصدار قرار الشطب، فقد تبين من خلال نتائج الاستبيان أن غالبية الدول الأعضاء بالاتحاد لا تحدد فترات زمنية معينة لإصدار قرارات الشطب، حيث أن (11) دول قد أشارت إلى عدم وجود مثل هذه المهل الزمنية.

أما بخصوص العدول عن الشطب الاختياري، فقد أظهرت نتائج الاستبيان عدم وجود شروط محددة لذلك لدى أغلب الدول الأعضاء بالاتحاد، حيث ينطبق ذلك على (8) دول في حين تفرض كل من عُمان ومصر بعض الشروط للعدول عن قرار الشطب الاختياري. وفي الإمارات، إذا تم العدول بعد انتهاء عملية الشطب نتيجة تحولها لشكل قانوني آخر، فلا يجوز إعادة تحولها الي مساهمة عامة وإدراجها إلا بعد مرور سنتين. وفي الكويت في حال رغبة الشركة بالعدول عن طلب انسحابها من بورصة الكويت للأوراق المالية بعد صدور قرار هيئة أسواق المال بالموافقة على طلب الشركة بالانسحاب الاختياري فسيتوجب تقديم طلب إدراج جديد وفق الشروط والأحكام المنصوص عليها في الفصل الثاني (إدراج أسهم شركات المساهمة) من الكتاب الثاني عشر – قواعد الإدراج لللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاتهما.

وحول وجود النظم والإجراءات التي قد تضعها الجهات المختصة لحماية حقوق المساهمين بعد شطب الشركة اختياريًا، فقد أكدت نتائج المسح بأنه هناك (5) دول لديها نظم وإجراءات لحماية حقوق المساهمين وهي الجزائر وعُمان والكويت ومصر والمغرب. في حين لا توجد مثل هذه النظم والإجراءات في كل من تونس والسعودية والعراق وفلسطين وقطر. ففي الجزائر فإن الإجراء الهام هو دراسة شروط الشطب من طرف هيئة السوق التي تجيز العملية خاصة ما تعلق بسعر استرداد الأوراق المالية وذلك بما يراعي مصالح المستثمرين. وفي السعودية، فقد نصت قواعد التسجيل والإدراج على أنه عندما يتم تعليق أو إلغاء الإدراج بناء على طلب المصدر، يجب على المصدر أن يعلن في أقرب وقت ممكن سبب التعليق أو الإلغاء والمدة المتوقعة للتعليق وطبيعة الحدث سبب التعليق أو الإلغاء الذي يؤثر في نشاطات المصدر. كما فرضت الهيئة السعودية أخذ موافقة الجمعية العامة غير العادية على ذلك الشطب، وعليه، تضمن بذلك موافقة كل مساهم على هذا القرار بما يضمن حقوقهم. وفي عُمان، أعطى قانون سوق رأس المال وقانون الشركات التجارية المساهم الصلاحية بالطعن في أي قرار يرى بأنه يمكن أن يضر بمصلحته.

وفي الكويت، حددت اللائحة التنفيذية لهيئة أسواق المال مجموعة من الإجراءات لحماية حقوق المستثمرين (أنظر الإطار رقم 5)

## إطار رقم 5: نظم وإجراءات حماية حقوق المساهمين بعد شطب الشركة اختياريًا في الكويت

■ من المادة (2-5-2) من الكتاب الثاني عشر - قواعد الإدراج في اللائحة التنفيذية لقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاتهما والتي تنص على:

"في حال موافقة الهيئة على طلب الانسحاب من الإدراج يجوز لأي شخص أن يتقدم بعرض لشراء أسهم المساهمين الراغبين بالبيع قبل الانسحاب من الإدراج، على ألا يقل سعر الشراء عن متوسط سعر السهم لمدة ستة أشهر سابقة على إفصاح مجلس الإدارة عن توصيته بالانسحاب من الإدراج. وتتم عملية الشراء قبل التاريخ الفعلي للانسحاب، وتحدد البورصة القواعد التنظيمية لهذه العملية."

■ من المادة (3 - 12) "حماية حقوق الأقلية" من الفصل الثالث "الاستحواذ" من الكتاب التاسع (الاندماج والاستحواذ) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاتهما والتي تنص على:

"يجوز لأي مساهم أو عدد من المساهمين الذين لا تقل ملكيتهم عن نسبة (5%) ولا تزيد عن (30%) من أسهم شركة مدرجة أن يتقدموا للهيئة باعتراض على قرارات الجمعية العامة العادية أو غير العادية وذلك بالشروط التالية:

- أ . أن يتم الاعتراض خلال خمسة عشر يوما من تاريخ إصدار القرار المعترض عليه أو علمهم به أيهما أبعد.
- ب . ألا يكون المساهمون المعترضون ممن وافقوا على القرار المعترض عليه.
- ج . أن يكون القرار المعترض عليه يتضمن اجحافا بحقوق الأقلية."

وقد أظهرت قواعد قيد وشطب الأوراق المالية في مصر عدداً من الإجراءات المتعلقة بحماية حقوق المساهمين (أنظر الإطار رقم 6).

## إطار رقم 6: نظم وإجراءات حماية حقوق المساهمين بعد شطب الشركة اختياريًا في مصر

نصت المادة 55 بند 2 من قواعد قيد و شطب الأوراق المالية السابق الإشارة إليها إنه: " في حالة اعتراض أحد المساهمين أو بعضهم على قرار الشطب يكون من حقهم بيع أسهمه إلى الشركة بأعلى سعر تم به تداول أسهم الشركة خلال الشهر السابق على تاريخ صدور قرار مجلس الإدارة بدعوة الجمعية العامة غير العادية للنظر في الشطب أو متوسط سعر إقفالات الشركة خلال الثلاثة أشهر السابقة على تاريخ القرار المشار إليه أيهما أعلى في حالة وجود تعامل على السهم خلال تلك الفترة، وفي حالة عدم وجود تعامل تلتزم الشركة راغبة الشطب بشراء أسهم المعترضين وفقاً للقيمة العادلة التي يحددها مستشار مالي مستقل من المقيدين بسجل الهيئة العامة بعد اعتمادها من مراقب حسابات الشركة.

كما تضمنت ذات المادة في البند الثالث والرابع كيفية شراء أسهم المساهمين المتضررين في حالة كون أسهم الشركة مرهونة ضماناً لدين على الشركة أو أحد مساهميها وكذا كيفية التعامل مع حالات شراء أسهم المساهمين المتضررين فيما يتعلق بحالات الشركات الناتجة عن إعادة الهيكلة بالتقسيم سواء القاسمة أو المنقسمة.

في ذات السياق، تضمنت المادة 74 -أولاً- 3 من الإجراءات التنفيذية لقواعد القيد بأن: " يلتزم مجلس إدارة الشركة المقيدة بالدعوة للجمعية العامة غير العادية للشركة للنظر في شراء الشركة لأسهم المعترضين و المتضررين من الشطب الاختيارية و من بينهم الدائنين المرتهين على أن تتخذ الجمعية بحد أقصى خلال شهر من تاريخ نشر البورصة تقرري الإفصاح عن الشطب الاختياري.

كما ورد بالجزء ثانياً من ذات المادة السابقة في البند الأخير: " تلتزم الشركة بتنفيذ عملية شراء أسهم المتضررين من الشطب الاختياري بحد أقصى شهر من تاريخ صدور قرار لجنة القيد بالسير في إجراءات الشطب الاختياري.

أما في المغرب وبموجب قانون العروض العمومية على الأسهم المسعرة في البورصة يتعين على المالكين لأغلبية رأس مال الشركة المعنية بالشطب إيداع عرض عمومي من أجل اقتناء أسهم الراغبين في الخروج من رأس مال الشركة قبل الشطب الفعلي. المشرع احاط مسطرة العرض العمومي بمجموعة من

الإجراءات لحماية المدخرين الصغار (شفافية العرض – اصدار بيان معلومات مؤشر من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل – تحديد سعر العرض من قبل مقيم مستقل بعد موافقة مسبقة من طرف الهيئة).

وفي ما يتعلق بالحالات التي يتم من خلالها تأجيل قرار البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري من قبل الجهات المختصة ، فقد أظهرت نتائج الاستبيان بأن غالبية الدول الأعضاء لا يوجد لديها مثل هذه الحالات باستثناء عُمان ، حيث قامت شركة مساهمة عامه بالتحول إلى شركة مقفلة وتقدم مساهمون يملكون نسبة 30% من الشركة بطلب ابطال قرار الجمعية وقام مجلس الإدارة بعد دراسة الأسباب بوقف القرار وتحويله الى لجنة التظلمات للبت فيه. وكذلك في قطر، حيث قامت إحدى الشركات المدرجة بطلب شطبها اختياريًا ومن ثم عدلت عن القرار.

وحول عملية إيقاف أسهم شركة مدرجة عن التداول بهدف البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري، فقد تبين بالاستناد إلى نتائج الاستبيان بأن (6) دول تقوم بالبت في طلب الشركة بالشطب الاختياري وهي في نفس الوقت موقوفة عن التداول، فيحين لا يتم البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري وهي موقوفة عن التداول في (4) دول وهي السعودية وفلسطين والكويت ومصر وذلك حماية لحقوق المساهمين.

وفيما يتعلق أسباب الشطب الاختياري للشركات، أظهرت نتائج الاستبيان الذي تم اعداده بهدف التعرف على أسباب الشطب الاختياري للشركات بأن هناك العديد من الأسباب التي يمكن تحديدها لشطب الشركات اختياريًا يمكن تلخيص أهمها كما يلي:

1. ضعف كميات وقيم التداول
2. القيمة الدفترية ومقارنتها في القيمة السوقية
3. التكاليف والالتزامات المالية وفق متطلبات الجهات المختصة
4. الإجراءات والالتزامات الرقابية

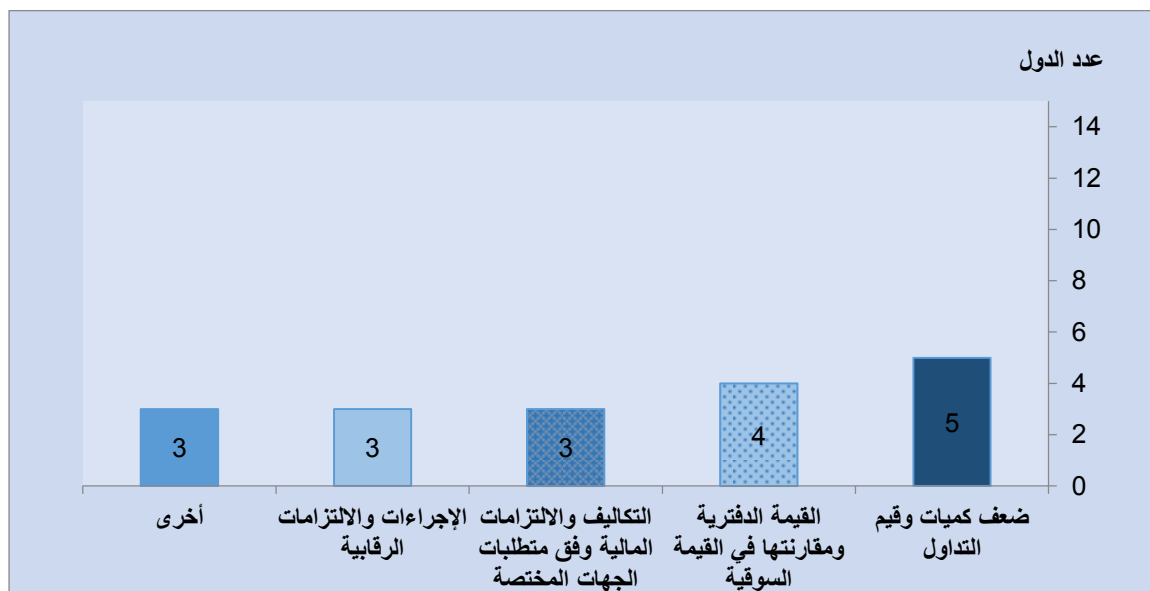
ويوضح الجدول رقم (6) والشكل البياني رقم (13) أسباب الشطب الاختياري للشركات المدرجة لدى الدول الأعضاء بالاتحاد.

الجدول رقم 11: أسباب الشطب الاختياري للشركات لدى الدول الأعضاء باتحاد هيئات الأوراق المالية العربية

الإمارات	تحويل الشركة من شركة مساهمه عامه إلى شكل قانوني آخر
تونس	ضعف كميات وقيم التداول القيمة الدفترية ومقارنتها في القيمة السوقية طبقا للنصوص الجاري بها العمل فانه يمكن للشخص الطبيعي او المعنوي أو لمجموعة الاشخاص الطبيعيين او المعنويين المتحالفين الذين يملكون 95% على الأقل من حقوق الاقتراع في شركة مدرجة بالبورصة متداولة بالسوق الموازية، ايداع مشروع عرض عمومي للسحب، لدى هيئة السوق المالية، يهدف الى اقتناء مجموع اوراق المساهمة في راس المال التي تمكن من المساهمة في راس المال، التي لا يملكونها.

الجزائر	ضعف كميات وقيم التداول القيمة الدفترية ومقارنتها في القيمة السوقية التكاليف والالتزامات المالية وفق متطلبات الجهات المختصة الإجراءات والالتزامات الرقابية
السعودية	الإجراءات والالتزامات الرقابية
عُمان	ضعف كميات وقيم التداول التكاليف والالتزامات المالية وفق متطلبات الجهات المختصة
فلسطين	ضعف كميات وقيم التداول القيمة الدفترية ومقارنتها في القيمة السوقية التكاليف والالتزامات المالية وفق متطلبات الجهات المختصة الإجراءات والالتزامات الرقابية تحويل من شركة مساهمة عامة الى خاصة
الكويت	ضعف كميات وقيم التداول القيمة الدفترية ومقارنتها في القيمة السوقية التكاليف والالتزامات المالية وفق متطلبات الجهات المختصة الإجراءات والالتزامات الرقابية
مصر	لا يشترط توافر أسباب محددة للشطب الاختياري. تلتزم الشركة -حال رغبتها في الشطب من البورصة- بما جاء بقواعد قيد و شطب الاوراق المالية في البورصة المصرية بصفتها القواعد و الإجراءات المنظمةة لكل ما يتعلق بالأوراق المالية في البورصة المصرية.
المغرب	ضعف كميات وقيم التداول القيمة الدفترية ومقارنتها في القيمة السوقية

الرسم البياني رقم 14: أهم أسباب الشطب الاختياري للشركات





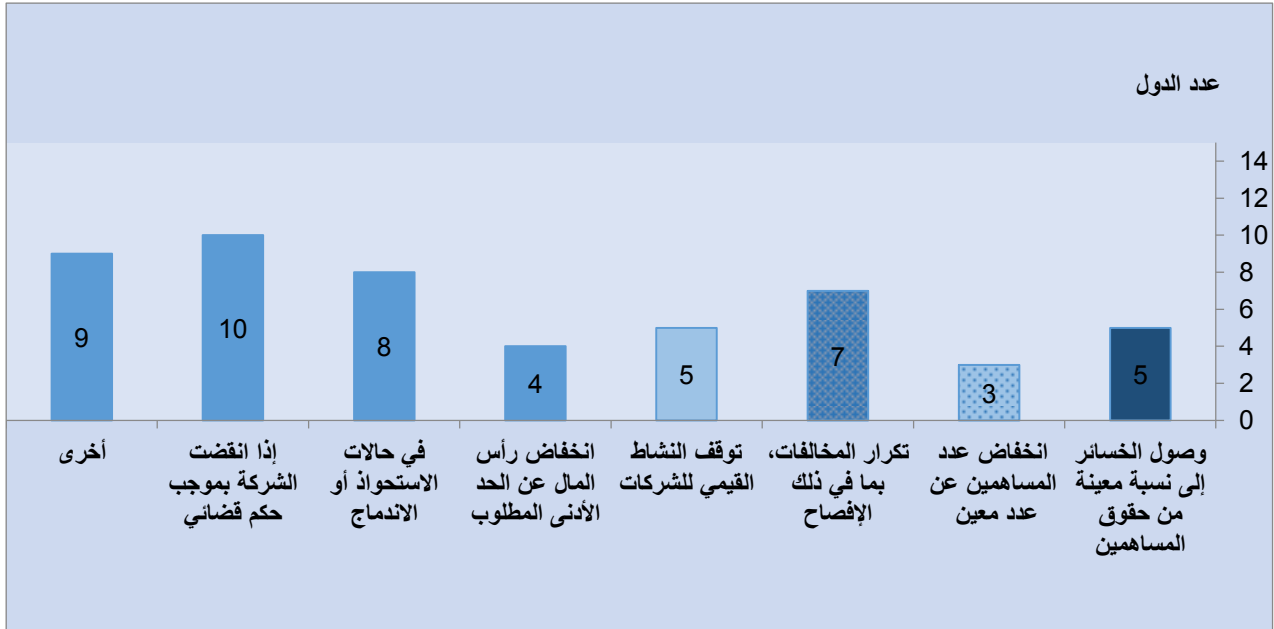
## ب. الشطب الإجباري:

أظهرت نتائج الاستبيان الذي تم اعداده بهدف التعرف على أسباب الشطب الإجباري للشركات بأن هناك العديد من الأسباب التي يمكن تحديدها لشطب الشركات إجبارياً يمكن تلخيص أهمها كما يلي:

1. انقضاء الشركة بموجب حكم قضائي
2. وصول الخسائر إلى نسبة معينة من حقوق المساهمين
3. انخفاض عدد المساهمين عن عدد معين
4. تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح
5. توقف النشاط القيمي للشركة
6. انخفاض رأس المال عن الحد الأدنى المطلوب
7. حالات الاستحواذ والاندماج

ولدى استعراض واقع الحال بالنسبة للدول الأعضاء بالاتحاد، فقد تبين من نتائج الاستبيان بأنه في (10) دول يعتبر انقضاء الشركة بموجب حكم قضائي من أهم أسباب الشطب الاجباري، وبدرجة أقل حالات الاستحواذ والاندماج ومن ثم تكرار المخالفات بما في ذلك الإفصاح وكذلك وصول الخسائر إلى نسبة معينة من حقوق المساهمين. (أنظر الشكل البياني رقم 14).

الرسم البياني رقم 15: أسباب الشطب الإجباري للشركات



ففي الأردن يعتبر انخفاض صافي حقوق المساهمين عن (50%) وعدم توفيق الشركة لأوضاعها من أسباب شطب الشركة اجبارياً، إضافة إلى تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح وتوقف الشركة عن ممارسة أعمالها وكذلك حالات الاستحواذ أو الاندماج وانقضاء الشركة بموجب حكم قضائي. وبالإضافة إلى ذلك يتم شطب

الشركة اجباريا في حالات التصفية الاختيارية وتغير صفة الشركة القانونية و صدور قرار من اي جهة مختصة بتصفية الشركة وكذلك استمرار ايقاف الشركة لمدة سنة.

وفي الإمارات، فإن تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح بالنسبة للشركات الاجنبية فقط وتوقف النشاط القيمي للشركات الأجنبية، يعتبر من أسباب الشطب الاجباري للشركة الأجنبية. أما في حالات الاستحواذ أو الاندماج فتكون في الحالات التي يتجاوز الاستحواذ فيها (90%) وحالات الاندماج. كما تشمل أسباب الشطب الاجباري انقضاء الشركة بموجب حكم قضائي وتحول الشركة من شركة مساهمه عامه إلى شكل قانوني آخر.

أما في تونس، فمن أهم أسباب الشطب الإجباري تتمثل في تكرار المخالفات بما في ذلك الإفصاح، كما تعتمد بورصة الاوراق المالية عند شطب الأوراق المالية من الإدراج على المعدل اليومي لحجم المعاملات وعدد الاوراق المالية المتداولة وعدد ايام التداول على مدى السنة، ودفع حصص الارباح بالنسبة للسنتين الاخيرتين، ونسبة توزيع رأس المال على العموم، بالإضافة إلى الوفاء بالتزامات الافصاح المالي والتنظيم المحمولة على كاهل الشركة المصدرة واحترام الشركات المدرجة للأحكام القانونية والترتيبية.

وفي الجزائر، تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري في انخفاض عدد المساهمين عن (150) مساهماً وتوقف النشاط القيمي للشركات، إضافة إلى انخفاض رأس المال عن الحد الأدنى المطلوب وانقضاء الشركة بموجب حكم قضائي وكذلك عدم دفع الأرباح خلال الثلاث سنوات الأخيرة.

وفي السعودية، فمن أهم أسباب الشطب الإجباري تتمثل في وصول الخسائر إلى نسبة معينة من حقوق المساهمين وكذلك انخفاض عدد المساهمين عن عدد معين. بالإضافة إلى تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح وحالات الاستحواذ أو الاندماج وإذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي، بالإضافة إلى عدد من الأسباب الأخرى (أنظر الإطار رقم 7).

#### إطار رقم 7: أسباب الشطب الإجباري في السعودية

##### أ . وصول الخسائر إلى نسبة معينة من حقوق المساهمين:

إذا بلغت خسائر الشركة نصف رأس المال المدفوع، ولم تتعقد الجمعية العامة غير العادية خلال الفترة المحددة في الفقرة (1) من المادة الخمسين بعد المئة من نظام الشركات بهدف التوصل إلى قرار إما بزيادة رأس مال الشركة أو تخفيضه - وفقاً لأحكام نظام الشركات- إلى الحد الذي تتخفف مع نسبة الخسائر إلى ما دون نصف رأس المال المدفوع؛ أو

إذا بلغت خسائر الشركة نصف رأس المال المدفوع، واجتمعت الجمعية العامة غير العادية وتعذر عليها إصدار قرار في الموضوع؛ أو

إذا بلغت خسائر الشركة نصف رأس المال المدفوع، وقررت الجمعية العامة غير العادية حل الشركة وتصفيتها قبل الأجل المحدد في نظامها الأساس؛ أو

إذا بلغت خسائر الشركة نصف رأس المال المدفوع، وقررت الجمعية العامة غير العادية زيادة رأس المال وفق الأوضاع المقررة في المدة الخمسين بعد المئة من نظام الشركات، ولم يكتتب في كل زيادة رأس المال خلال تسعين يوماً من صدور

ب . انخفاض عدد المساهمين عن عدد معين:

- 200 مساهم من الجمهور لتسجيل الأسهم وقبول إدراجها في السوق الرئيسية.
- 50 مساهم من الجمهور إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأسهم المطلوب إدراجها تزيد على 40 مليون ريال، أو 35 مساهم إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأسهم المطلوب إدراجها تقل عن 40 مليون ريال لتسجيل الأسهم وقبول إدراجها في السوق الموازية.

ج . تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح

د . في حالات الاستحواذ أو الاندماج

هـ . إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي

و . أخرى:

(1) المادة 35 من قواعد التسجيل والإدراج

- إذا رأت هيئة السوق المالية ضرورة إلغاء إدراج الشركة لحماية المستثمرين أو للمحافظة على سوق منتظم.
- إذا أخفقت الشركة المدرجة إخفاقا تراه الهيئة جوهريا في التزام النظام ولوائح التنفيذية بما في ذلك عدم سدادا مقابل مالي أو غرامات للهيئة في مواعيدها
- إذا لم تستوف متطلبات السيولة التالية:
- السوق الرئيسية:
- ألا يقل عدد المساهمين عن 200 مساهم من الجمهور.
- ألا تقل ملكية الجمهور من فئة الأسهم المدرجة عن 30%
- السوق الموازية- نمو:

- 50 مساهم من الجمهور إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأسهم المطلوب إدراجها تزيد على 40 مليون ريال، أو 35 مساهم من الجمهور إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأسهم المطلوب إدراجها تقل عن 40 مليون ريال.

- إذا رأت الهيئة أن مستوى عمليات الشركة المدرجة أو اصولها لا تسوغ التداول المستمر لأوراقها المالية في السوق
- إذا رأت الهيئة أن الشركة المدرجة أو أعمالها لم تعد مناسبة لتسويق إدراج أوراقها المالية في السوق
- إذا علق أو ألغى إدراج الأوراق المالية لشركة المدرجة الاجنبية في السوق المالية الأخرى في حال الادراج المزدوج للأوراق المالية

- إذا استمر التعليق مدة 6 أشهر من دون أن تتخذ الشركة المدرجة إجراءات مناسبة لاستئناف التداول
- عند إعلان موافقة الجمعية العامة غير العادية للشركة المدرجة عن زيادة رأس مالها الذي ينتج عنه استحواذ عكسي يلغى ادراج أسهم الشركة المدرجة وعليه تقديم طلب جديد

(2) المادة 6 من اجراءات والتعليقات الخاصة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق التي بلغت خسائرها المتراكمة 20% فأكثر من رأس مالها

- يلغى ادراج أسهم الشركة عند انقضاء الشركة بقوة النظام وفق الفقرة (2) من المادة 150 من نظام الشركات أو إذا قررت الجمعية العامة غير العادية حل الشركة قبل الأجل المحدد وفق الفقرة (1) من المادة 150 من نظام الشركات.

وفي سوريا، فإن أهم أسباب الشطب الإجباري تتمثل في انقضاء الشركة بموجب حكم قضائي وحل الشركة وتصفيته (تغيير الشكل القانوني للشركة). في حين تتمثل أهم الأسباب في العراق في تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح وتوقف النشاط القيمي للشركات، إضافة إلى حالات الاستحواذ أو الاندماج وانقضاء الشركة بموجب حكم قضائي. أما في عُمان فتتمثل أهم الأسباب في وصول الخسائر إلى نسبة معينة من حقوق المساهمين وحالات الاستحواذ أو الاندماج وانقضاء الشركة بموجب حكم قضائي

وفي فلسطين وبالإضافة إلى جميع الأسباب المذكورة، يشطب إدراج الشركة في حالة عدم القدرة على الاستمرار في العمل من واقع التقرير المالي (تقرير مدقق الحسابات). أما في قطر، تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري للشركات في حالات الاستحواذ أو الاندماج وانقضاء الشركة بموجب حكم قضائي، بالإضافة إلى صدور قرار بالتصفية / تحول الكيان إلى شكل آخر بخلاف المساهمة أو أي سبب آخر ترى الهيئة إنه يتعلق بمصلحة المساهمين.

وفي الكويت، ينص بالبند رقم (3) للمادة (2-4-1) من الكتاب الثاني عشر (قواعد الإدراج) من القرار رقم (41) لسنة 2018 بشأن تعديلات اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن انشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاتهما على أسباب الغاء الشركات المدرجة في البورصة وهي كالتالي:

1. إذا امتنعت الشركة عن تعيين مسؤول المطابقة والالتزام
2. إذا انقضت الشركة وفقاً لأحكام قانون الشركات
3. إذا استمر وقف تداول السهم لمدة ستة أشهر دون أن تستوفي الشركة المتطلبات اللازمة لاستئناف التداول
4. إذا تم اندماج الشركة مع شركة أخرى بحيث تترتب على ذلك انتهاء الشخصية الاعتبارية للشركة
5. إذا توقفت الشركة المدرجة عن مباشرة نشاطها بشكل نهائي أو بشكل مؤقت لمدة تزيد عن السنة
6. في حال الاستحواذ العكسي وفقاً للمادة (10-3) من الفصل الثالث من كتاب الاندماج والاستحواذ من اللائحة

أما في المغرب فتتمثل أسباب الشطب الإجباري لاسهم الشركات في حالات الاستحواذ أو الاندماج وانقضاء الشركة بموجب حكم قضائي. وبالنسبة لمصر فمن أهم أسباب الشطب الإجباري تتمثل في الأحوال التي تفقد فيها إحدى الشركات المقيدة أحد شروط القيد واستمراره، وفي حالات عديدة تنتهي بالشطب الإجباري. (أنظر الإطار رقم 8)

نوع الورقة المقيدة	شروط القيد واستمراره
اسهم الشركات المصرية	ألا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 300 مساهم ، مع مراعاة أن تكون الأسهم المخصصة لهؤلاء موزعة في ضوء الضوابط التي تحددها البورصة بهدف التحقق من عدم صورية الطرح
اسهم الشركات المصرية التي تأسست عن طريق طرح أسهمها في اكتتاب ولم تصدر قوائم مالية عن سنتين مالييتين	ألا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 1000 مساهم

اسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة	ألا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 100 مساهم ، مع مراعاة أن تكون الأسهم المخصصة لهؤلاء موزعة في ضوء الضوابط التي تحددها البورصة بهدف التحقق من عدم صورية الطرح
شهادات الإيداع المصرية	ألا يقل العدد عن 150 مالك شهادة
الأسهم الاجنبية	ذات شروط قيد شهادات الإيداع المصرية

### إطار رقم 8: أسباب الشطب الإجباري في مصر

<p><b>أ . وصول الخسائر إلى نسبة معينة من حقوق المساهمين</b></p> <p>يجب ألا تقل نسبة صافي الربح قبل خصم الضرائب عن آخر سنة مالية سابقة على طلب القيد عن 5% من رأس المال المدفوع المطلوب قيده، على أن يكون صافي أرباح الشركة قبل خصم الضرائب متولد من ممارسة الشركة لنشاطها المحقق لغرضها الوارد بنظامها الاساسي وبشرط أن لا تقل نسبة صافي الربح قبل الضريبة بعد حسابه على أساس سنوي بالقوائم المالية الدورية المثبت بها رأس المال المطلوب قيده والقوائم المالية الدورية التي تليها - في حالة الانتهاء من إعدادها - عن نسبة 5% من رأس المال مرجحا بالمدة.</p> <p>كما يجب ألا تقل حقوق المساهمين في آخر قوائم مالية سنوية سابقة على تاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع.</p> <p><b>ب . انخفاض عدد المساهمين عن عدد معين</b></p> <p>يجب ألا يقل عدد المساهمين عن 300 مساهم في الشركات المصرية المدرجة بشكل عام، ولكن بالنسبة للشركات المصرية التي تأسست عن طريق طرح أسهمها في اكتتاب ولم تصدر قوائم مالية عن سنتين ماليتين فيجب ألا يقل عدد المساهمين بها عن 1000 مساهم. أما للشركات الصغيرة والمصرية التي تقيد في بورصة النيل (أحد منصات التداول للبورصة المصرية) ، فيجب ألا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 100 مساهم</p> <p><b>ج . تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح</b></p> <p>من الحالات التي تجيز للبورصة شطب الورقة المالية المقيدة:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- إذا لم تقم الشركة بالوفاء بالتزاماتها بالإفصاح</li> <li>- إذا خالفت الشركة أحد احكام قواعد القيد واستمراره القابلة للتصحيح ولم تقم خلال المدة التي تحددها البورصة بتصحيح الوضع</li> <li>- إذا ارتكبت الشركة أكثر من مخالفتين لقواعد القيد غير قابلتين للتصحيح خلال اثني عشر شهراً</li> </ul> <p><b>د . توقف النشاط القيمي للشركات</b></p> <p><b>هـ . انخفاض رأس المال عن الحد الأدنى المطلوب</b></p> <p><b>و . في حالات الاستحواذ أو الاندماج</b></p> <p><b>ز . إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي</b></p> <p><b>ح . حالات أخرى تجيز للبورصة شطب الأوراق المالية المقيدة:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- إذا تبين أن القيد تم على أساس بيانات غير صحيحة تؤثر في سلامة القيد.</li> <li>- إذا شطب الأوراق المالية الأجنبية المقابلة لشهادات الإيداع المصرية المقيدة.</li> <li>- إذا مضت سنة أشهر متصلة دون عقد عمليات تداول، و لا يعد تداولاً في تطبيق هذا البند التعاملات التي تتم بين اشخاص المجموعة المرتبطة أو بين الاطراف ذات العلاقة أو غيرها من العمليات الصورية.</li> <li>- اذا لم تقم الشركة بسداد رسوم القيد المقررة.</li> <li>- إذا خالفت الشركة أحد احكام قواعد القيد واستمراره القابلة للتصحيح و لم تقم خلال المدة التي تحددها البورصة بتصحيح الوضع.</li> </ul>
---

جدول رقم 6: عدد الشركات التي تم شطبها لدى الدول الأعضاء باتحاد هيئات الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2015 -

2017

2017			2016			2015			
المجموع	شطب اختياري	شطب إجباري	المجموع	شطب اختياري	شطب إجباري	المجموع	شطب اختياري	شطب إجباري	
30		30	4		4	8		8	الأردن*
1	1		0			0			الإمارات
0			0			1		1	تونس
0			0			0			الجزائر
4		4	0			0			السعودية
0			0			0			سوريا
1		1	2		2	0			العراق
4	4		3	3		1	1		عمان
1	1		1		1				فلسطين
0			0			0			قطر
19	18	1	8	8	0	5	4	1	الكويت
عدد الشركات التي تم شطبها خلال الأعوام من 2015 الى 2017 - وفقاً لبيان البورصة المصرية = 8									مصر
1	1		0			1	1		المغرب
103					العدد الإجمالي للشركات التي تم شطبها خلال الفترة 2015-2017				

## الفصل الرابع

### نتائج الدراسة

## نتائج الدراسة

يأتي إعداد دراسة تسعير الشركات عند إدراجها بالسوق المالي وإشكاليات الشطب الاختياري والاجباري تنفيذاً لقرار مجلس الاتحاد باجتماعه الذي عقد بمدينة تونس في شهر آذار/مارس 2017 وبما ينسجم مع أهداف وبرامج الخطة الاستراتيجية للأعوام 2016-2020. وقد قامت اللجنة المشكلة من مجلس الاتحاد والتي تضم ممثلي عن عدد من هيئات الأوراق المالية العربية الأعضاء باتحاد هيئات الأوراق المالية العربية بإعداد استبيان حول موضوع الدراسة وقامت الدول الأعضاء بالاتحاد مشكورة بالإجابة على الاستبيان بهدف التعرف على واقع حال الأسواق المالية العربية في قضايا تسعير الشركات الجديدة عند إدراجها بالسوق المالي لأول مرة وكذلك إشكاليات الشطب الاختياري والاجباري. وفيما يلي ملخص لأهم النتائج والتوصيات التي توصلت إليها الدراسة.

### أولاً: الإدراج في الأسواق المالية

1. تباين الإطار التشريعي المتعلق بتسعير الشركات الجديدة عند إدراجها حيث تلجأ بعض الدول الأعضاء بالاتحاد إلى قوانين الأوراق المالية وقوانين الشركات في حين يلجأ البعض الآخر إلى تعليمات خاصة أو قرارات صادرة عن الجهات المنظمة (الهيئة، البورصة) في هذا المجال.
2. يتم إدراج الشركات المساهمة العامة فقط لدى معظم الدول الأعضاء بالاتحاد مع وجود عدد من الدول الأعضاء تسمح بإدراج الشركات المساهمة الخاصة والشركات الأجنبية وصناديق الاستثمار.
3. تلجأ غالبية الدول الأعضاء بالاتحاد إلى إلزام الشركات المساهمة العامة بالإدراج باستثناء عدد من الدول (تونس والجزائر والسعودية والعراق والمغرب) التي لا تلزم الشركات المساهمة العامة بالإدراج بالسوق المالي.



## ثانياً: تسعير الشركات الجديدة بأسواق المال

### 1. اختلاف الأطر التشريعية المنظمة لعملية تسعير الأوراق المالية الجديدة عند إدراجها: تراوح الإطار

التشريعي المنظم لهذه العملية ما بين القوانين والتعليمات أو القرارات الصادرة عن الجهات المنظمة للسوق، ويمكن تلخيص أهم الأطر التشريعية في هذا المجال كما يلي:

- أ . قرارات صادرة عن الجهات المنظمة (قرار مجلس إدارة في الأردن)
- ب . تعليمات تحدد طريقة التسعير (تعليمات بناء سجل الأوامر (Book Building) وتخصيص الأسهم في الاكتتابات الأولية الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية.
- ج . اعتماد سعر مرجعي لأسهم الشركات المدرجة لأول مرة (سوق دمشق المالي)
- د . تقييم الأصول والخصوم لتحديد قيمة الشركة حسب إجراءات معتمدة من الهيئة بموجب نظام المدققين الخارجيين والمعتمدين الماليين للجهات المدرجة الخاضعة لرقابة الهيئة (قطر)
- هـ . تعليمات الإدراج ومعايير التقييم المالي للمنشأة الصادرة بقرار من مجلس إدارة الهيئة (مصر)
- و . إلزام الشركات بإصدار بيان خاص لعملية الإدراج أحد بنوده مخصص للتسعير بما في ذلك طريقة تقييم الشركة والفرضيات والنتائج وتحديد السعر النهائي (المغرب)
- ز . تحديد عملية التسعير بموجب أحكام القانون (الإمارات، عمان، مصر)
- ط . تعليمات الإدراج (تونس، السعودية، مصر، المغرب)
- ك . تعليمات التداول (تونس، العراق، فلسطين)
- ل . مستشار الاستثمار أو مقيم الأصول يضع قيمة استرشاديه بعد الانتهاء من عملية بناء سجل الأوامر book building في حال الاكتتابات الخاصة على أن يتم اعلانها قبل الإدراج الرسمي في السوق لتحديد ما إذا كانت الشركة مستوفية القيمة المطلوبة في السوق الأول أو الرئيسي (الكويت)

### 2. أساليب تسعير الأوراق المالية:

أظهرت نتائج الاستبيان تباين في الأساليب المستخدمة لتسعير الأوراق المالية عند إدراجها حيث يمكن تلخيص هذه الأساليب كما يلي:

- أ . السعر المبين في نشرة الطرح بدون إشارة الى معد هذا السعر
- ب . السعر المبين في نشرة الطرح يعتمد على تقييم من خلال جهة معتمدة

- ج . التسعير متروك لقوى الطلب والعرض  
د . التسعير مزيج بين الاثنان (السعر المبين في نشرة الطرح وقوى العرض والطلب)

### 3. الجهات المعتمدة للتقييم

بينت نتائج الدراسة بأن الجهات المعتمدة لتقييم سعر الشركة الجديدة عند إدراجها (في حال كانت التشريعات النافذة تعتمد هذا الأسلوب) تتفاوت ما بين الدول الأعضاء بالاتحاد حيث تتمثل أهم الجهات المعتمدة للتقييم بما يلي:

- أ . مستشار مالي أو أكثر باختيار هيئة الأوراق المالية (الإمارات)  
ب . خبير محاسبي غير مدققي الشركة أو بنك أعمال أو شركة متخصصة (تونس)  
ج . مدقق الحسابات الخارجي وشركات الخبرة المالية والقانونية بموافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (الجزائر)  
د . المستشار المالي للمصدر والمرخص من الهيئة (السعودية)  
هـ . مقيم مالي معتمد من الهيئة (قطر)  
و . مستشار مالي مستقل من الجهات المرخص لها بمزاولة هذا النشاط (مصر)  
ز . مستشار مالي من اختيار الشركة (المغرب)  
ح . مستشار استثمار أو مقيم أصول (الكويت)

أما عن الجهات التي توافق على تشكيل اللجان المتعلقة بالتقييم فقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود حالات عملية مطبقة.

### 4. تحركات سعر السهم للشركات الجديدة

خلصت الدراسة حول موضوع تحركات أسعار أسهم الشركات الجديدة عند إدراجها إلى أن معظم الدول الأعضاء بالاتحاد لا تضع سقفاً أو حدوداً على تحركات سعر أسهم الشركات الجديدة عند إدراجها باستثناء الحالات التالية:

- أ . تحديد نسبة ارتفاع وانخفاض محددة لسعر السهم (15% للارتفاع و10% للانخفاض بالإمارات، 5% للارتفاع و2% للانخفاض حسب القيمة الإسمية في سوريا و10% في العراق)

ب. تحديد نسبة التذبذب اليومي في أسعار جميع أسهم الشركات المدرجة في السوق الرئيسية "تداول" بـ 10%، بينما نسبة التذبذب اليومي في أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق الموازية "نمو" هو 20%. (السعودية)

ج. تحدد نسبة ارتفاع وانخفاض لسعر الورقة المالية 10% (مصر)

د. وضع سقف بحد أدنى وأعلى مقداره (10%) من سعر الإدراج (المغرب)

هـ. يقوم السوق بإزالة الحدود السعرية في أول يوم تداول للشركة لإتاحة المجال لقوى العرض والطلب لتحديد القيمة العادلة للسهم. كما لا يتم إدراجها في أي من المؤشرات في أول يوم تداول. بعد ذلك يوقف التداول المستمر للورقة المالية -لمدة دقيقتين - كلما وصلت للحدود السعرية المحددة في قواعد البورصة (5%)، ويتم عقد مزاد خلال تلك المدة على الورقة المالية لتحديد سعر مرجعي جديد يتخذ كأساس للحدود السعرية الجديدة، ويجوز وقف التداول المستمر للورقة المالية أكثر من مرة خلال جلسة التداول (الكويت)

## ثالثاً: الشطب الاختياري والإجباري

تلجأ هيئات أسواق المال العربية إلى أكثر من تشريع لمعالجة قضايا شطب الشركات المدرجة حيث تتراوح هذه التشريعات ما بين القوانين المنظمة لأسواق المال مثل قوانين هيئات الأوراق المالية وقوانين الشركات والتعليمات المنظمة للإدراج وقواعد الإصدار والشطب. أما فيما يتعلق بتنظيم عملية الشطب للشركات فقد أظهرت الدراسة بأن عملية التنظيم تتم من خلال السوق المالي (البورصة) وهيئة الأوراق المالية فضلاً عن وزارة الاقتصاد والتجارة لدى بعض الدول. وفيما يلي استعراض لأهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة بشأن شطب الشركات لدى أسواق المال العربية.

### 1. الشطب الاختياري

تسمح غالبية تشريعات أسواق المال العربية بشطب الشركات لإدراجها اختياريًا وذلك باستثناء سوريا والأردن. وقد تبين بأن هناك شروطاً تضعها الدول العربية للشطب الاختياري لدى معظم أسواق المال باستثناء كل من قطر وعمان والمغرب التي لا تضع شروطاً للشطب الاختياري. أما عن الشروط التي يتم وضعها للشطب الاختياري فيتمثل أهمها بما يلي:

أ. تدني نسبة الأسهم الحرة عن حد معين (5% في تونس)

ب. انخفاض عدد المساهمين عن حد معين (الجزائر)

ج. انخفاض راس المال عن حد معين (الجزائر)

- د . تحول الشركة المساهمة إلى شركة ذات شكل قانوني آخر (الإمارات)
- ه . موافقة مسبقة من هيئة الرقابة ومن ثم موافقة الجمعية العامة غير العادية وكذلك الإعلان عن سبب الشطب مع جواز موافقة أو رفض الهيئة على عملية الشطب الاختياري (السعودية)
- و . العجز عن الوفاء وعدم القدرة على تمويل نشاطها (فلسطين)
- ز . بلوغ صافي حقوق المساهمين إلى راس المال بنسبة تصل إلى 20% (فلسطين)
- ح . عدم تداول أسهم الشركة أو سندات لها لمدة سنة كاملة
- ط . الإخلال بالتزامات الشركة بموجب اتفاقيات الإدراج أو القانون أو قواعد البورصة (فلسطين)
- ي . لأسباب تتعلق بحماية المستثمرين أو تحقيق المصلحة العامة (فلسطين)

- ك . موافقة الجمعية العامة غير العادية بأغلبية (نسبة 75%) على قرار الشطب، مع عدم اعتراض أي مساهم بالشركة أو أي طرف آخر تكون اسهم الشركة مرهونة له ضمانا لدين على الشركة أو أحد مساهميها، وذلك خلال شهر من تاريخ صدور قرار الجمعية. أما بالنسبة للشركات الناتجة عن إعادة الهيكلة بالتقسيم سواء القاسمة أو المنقسمة التي يتوافر فيها شروط استمرار القيد و/أو المعايير المالية (وفقا للقوائم المالية الافتراضية بعد التقسيم) يلزم أن يتضمن قرار الجمعية العامة غير العادية بالتقسيم التزام الشركة بشراء اسهم المساهمين المتضررين من التقسيم وفقا للقيمة العادلة التي يحددها مستشار مالي مستقل سواء قبل التقسيم أو بعده. (مصر)
- ل . الإفصاح في البورصة وموافقة الجمعية العامة العادية على قرار الشطب بالأغلبية وتزويد الهيئة بكتاب عن أسباب الشطب (الكويت)

وعلى العموم من الملاحظ بأن غالبية الدول الأعضاء تطلب موافقة الجمعية العامة غير العادية للشركة على الشطب على أن يتم اعتماد المحضر من الجهات الرقابية المختلفة.

#### 1. الفترات الزمنية والمهل التنظيمية

أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود إطار زمني واضح لسير عمليات الشطب الاختياري لدى معظم هيئات أسواق المال العربية باستثناء ما هو معمول به في بعض الهيئات العربية (مصر والمغرب) التي تحدد مهل زمنية لعملية الشطب الاختياري. كما تبين من الدراسة بأن غالبية الدول الأعضاء بالاتحاد لا تحدد فترات زمنية لإصدار قرارات الشطب

## 2. العدول عن الشطب الاختياري وحماية المستثمرين

تشير نتائج الدراسة إلى عدم وجود إطار تشريعي واضح يعالج عملية العدول عن قرار الشطب الاختياري، باستثناء ما هو معمول به في عمان ومصر التي تضع بعض الشروط للعدول عن الشطب الاختياري، حيث أن غالبية التشريعات النافذة بالدول الأعضاء بالاتحاد تفتقر تشريعاتها لأحكام تتعلق بموضوع العدول عن قرار الشطب الاختياري. ومن جانب آخر، أكدت نتائج الدراسة أيضاً بعدم وجود أنظمة أو أحكام تتعلق بحماية المساهمين بعد شطب الشركة اختياريًا باستثناء ما هو موجود في بعض التشريعات النافذة في السعودية والكويت وعمان ومصر والمغرب).

## 3. أسباب الشطب الاختياري

أظهرت نتائج الدراسة أهم أسباب الشطب الاختياري للشركات يتمثل بما يلي:

- أ . ضعف كميات التداول
- ب . القيمة الدفترية ومقارنتها بالقيمة السوقية
- ج . التكاليف والالتزامات المالية وفق متطلبات الجهات الرقابية
- د . الإجراءات والإلزاميات الرقابية

## 4. أسباب الشطب الإجباري

تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري بموجب نتائج الدراسة بما يلي:

- أ . انقضاء الشركة بموجب حكم قضائي
- ب . وصول الخسائر إلى نسبة معينة من حقوق المساهمين
- ج . انخفاض عدد المساهمين عن عدد معين
- د . تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح
- هـ . توقف النشاط القيمي للشركة
- و . انخفاض رأس المال عن الحد الأدنى المطلوب
- ز . حالات الاستحواذ والاندماج

## رابعاً: التوصيات

1. استكمال الأطر القانونية والتشريعية المتعلقة بموضوع الشطب الاختياري والإجباري والاستفادة من الخبرات الدولية وتبادل الخبرات ما بين الدول الأعضاء في هذا المجال، خاصة وإن هناك بعض الدول الأعضاء بالاتحاد لا زالت في مرحلة وضع مثل هذه التشريعات.
2. مراجعة الأطر التشريعية المتعلقة بالشطب الاختياري وخاصة ما يتعلق منها بموضوع العدول عن الشطب الاختياري وتحديد الشروط الواجب الالتزام بها لمثل هذه الحالات بما يحمي جميع الأطراف ذات العلاقة والتي يمكن أن تتأثر بعملية الشطب الاختياري.
3. اتخاذ التدابير اللازمة لحماية المستثمرين بما يكفل ضمان توفير المعلومات اللازمة للمساهمين وتعديل التشريعات بما يكفل حمايتهم في حالات الشطب الاختياري، وبشكل خاص حماية حقوق الأقلية من المساهمين **Minority Shareholders** وتأكيد مشاركتهم بالقرارات المتعلقة بالشطب من السوق.
4. مراجعة موضوع تسعير أسهم الشركات الجديدة عند إدراجها بالأسواق المالية بما يضمن الوصول إلى السعر العادل الذي يضمن حقوق جميع الأطراف ذات العلاقة ومن المهم الاستفادة من التجارب الدولية والعربية في هذا المجال واستخدام الأساليب المطبقة على المستوى الدولي وخاصة ما يتعلق منها في أسلوب بناء سجل الأوامر أو ما يعرف بـ **Book Building**.
5. وضع إطار زمني واضح يعالج القضايا المتعلقة بالشطب الاختياري بحيث يظهر الفترات الزمنية والمهل المتعلقة بسير عملية الشطب الاختياري، بما في ذلك الفترة الزمنية المعتمدة لإتمام عملية الشطب الاختياري وكذلك المهل الزمنية التي يتم من خلالها اتخاذ قرارات الموافقة على عملية الشطب الاختياري من قبل الجهة الرقابية المسؤولة عن اتخاذ مثل هذه القرارات.
6. تعزيز دور هيئات الرقابة في مجالات التعليم والتوعية وخاصة فيما يتعلق بموضوع التوعية بدور الأسواق المالية وأهميتها في توفير التمويل اللازم لزيادة الاستثمارات ودعم الاقتصادات الوطنية وكذلك أهمية الأسواق المالية في دعم استمرارية الشركات وتوسعها وكذلك من أهمية تشجيع الشركات على الإدراج بالأسواق المالية وتحول الشركات المساهمة الخاصة والعائلية إلى شركات مساهمة عامة والذي سيكون له أكبر الأثر في تعزيز عمل وكفاءة أسواق المال العربية.

## ملحق رقم (1)

ملخص ردود الدول الأعضاء على الاستبيان

# الأردن

## تنظيم ادراج الأوراق المالية:

تتولى هيئة الأوراق المالية بالاشتراك مع بورصة عمان عملية تنظيم إدراج الشركات لدى السوق المالي والموافقة عليه وذلك بالاعتماد على تعليمات خاصة بإدراج الشركات، علماً بأن عملية الإدراج لا تنحصر فقط بالشركات المساهمة العامة التي يتم إدراجها بالسوق المالي بشكل إجباري، حيث يسمح قانون الشركات وتعليمات الادراج بإدراج الشركات المساهمة الخاصة إلا أنه لا يوجد شركات مساهمة خاصة مدرجة في السوق المالي حتى تاريخه.

## تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

يعتبر السوق المالي الجهة المسؤولة عن تسعير الأوراق المالية عند إدراجها من خلال قرار صادر عن مجلس الإدارة، حيث يتم الإدراج بالسعر الذي يحدده السوق من خلال قوى العرض والطلب. ويتم وضع سقف على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها لاحتساب المؤشر، حيث أنه هنالك سقف لارتفاع وانخفاض السهم بنسبة 5% للأسهم المدرجة في السوق الثاني و7.5% للأسهم المدرجة في السوق الاول. لكنه لا يتم وضع أي حدود عند تحديد سعر السهم المرجعي لأول مرة عند ادراجه في السوق.

## تنظيم شطب الشركات المدرجة:

يقوم السوق المالي بتنظيم آليات الشطب للشركات المدرجة في الأردن من خلال تعليمات خاصة، عما بأن التشريعات النافذة لا تسمح للشركات بشطب إدراجها اختياريًا من السوق المالي. وقد تم شطب 42 شركة خلال الفترة 2015 – 2017.

## الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

لا يوجد

## الشطب الاجباري للشركات المدرجة

تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري للشركات فيما يلي:



1. وصول الخسائر إلى نسبة معينة من حقوق المساهمين (إذا انخفضت صافي حقوق المساهمين عن 50% ولم توفق الشركة اوضاعها).
2. تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح
3. توقف النشاط القيمي للشركات (توقف الشركة عن ممارسة اعمالها)
4. في حالات الاستحواذ أو الاندماج (إذا ترتب على الاندماج اندماج الشركة المدرجة في شركة اخرى فيتم شطب ادراج الشركة المدرجة )
5. إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي
6. في حالة التصفية الاختيارية.
7. تغيير صفة الشركة القانونية.
8. صدور قرار من اي جهة مختصة بتصفية الشركة.
9. استمرار ايقاف الشركة لمدة سنة.

# الإمارات

## تنظيم إدراج الأوراق المالية:

تتولى هيئة الأوراق المالية والسلع بالاشتراك مع البورصة عملية تنظيم إدراج الشركات لدى السوق المالي والموافقة عليه وذلك بالاعتماد على قانون الشركات ونظام إدراج الشركات المحلية والاجنبية، علماً وأن عملية الإدراج لا تنحصر فقط بالشركات المساهمة العامة التي يتم إدراجها بالسوق المالي بشكل إجباري فيما عدا الشركات المستثناة، حيث يسمح قانون الشركات ونظام إدراج الشركات المحلية والاجنبية بإدراج الشركات المساهمة الخاصة والشركات الاجنبية.

## تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

يتم تسعير الشركات عند إدراجها بموجب القانون، حيث تدرج حسب تقييم جهة معتمدة بالتقييم. وينص البند الثاني من المادة رقم (118) من قانون اتحادي رقم (2) لسنة 2015 بشأن الشركات التجارية على أنه "يتم تقييم الحصص العينية على نفقة مقدميها من خلال واحد أو أكثر من المستشارين الماليين تختاره أو تختارهم الهيئة من المعتمدين لديها أو من الجهات ذات الخبرة الفنية و المالية بموضوع التقييم و التي تقرها الهيئة و إلا اعتبر التقييم باطلاً.

ويتم وضع سقف على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها لاحتساب المؤشر، حيث أنه يتم تحديد نسبة ارتفاع محددة لسعر السهم خلال فترة معينة (15% سقف ارتفاع سعر السهم و 10% سقف انخفاض سعر السهم من سعر الافتتاح).

## تنظيم شطب الشركات المدرجة:

تقوم هيئة الأوراق المالية والسلع والسوق المالي بمراقبة وتنظيم آليات الشطب للشركات المدرجة في الإمارات من خلال قانون الشركات والنظام الخاص بإدراج الأوراق المالية، علماً بأن التشريعات النافذة تسمح للشركات بشطب إدراجها اختيارياً من السوق المالي في حال تحول الشركة إلى من شركة مساهمة عامه إلى شكل قانوني آخر

وقد تم شطب شركة واحدة خلال الفترة 2015 – 2017.

## الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

تتطلب عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة قرار خاص من الجمعية العامة غير العادية للشركة، حيث يتم توقيع الحضور وتشمل مدقق الحسابات وجامع الاصوات ورئيس مجلس الدارة ومراجعته من الهيئة والسوق وفقاً لجدول أعمال الجمعية العمومية وتقرير مندوب الهيئة عن الأحداث التي تمت خلال الاجتماع. علماً بأنه لا توجد فترة زمنية تخص تقديم مستندات الشطب الاختياري أو تفصل بين تنفيذ خطوات/إجراءات الشطب الاختياري ولا يتم الاعتماد على نموذج تقوم الشركات من خلاله تقديم طلب الشطب الاختياري. بالإضافة إلى أنه لا توجد مهلة تنظيمية على الجهة المختصة الالتزام بها لإصدار قرار الشطب الاختياري للشركة مقدمة الطلب، وفي حال تم العدول عن طلب الشركة بالشطب الاختياري بعد انتهاء عملية الشطب نتيجة تحولها لشكل قانوني آخر، فلا يجوز إعادة تحولها الي مساهمة عامة وإدراجها إلا بعد مرور سنتين.

ولم يتم تسجيل أي حالة تم خلالها تأجيل قرار البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري من قبل الجهات المختصة، علماً بأنه يتم البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري وهي في الوقت نفسه موقوفة أسهمها عن التداول.

ويمثل تحول الشركة من شركة مساهمة عامه إلى شكل قانوني آخر أهم أسباب الشطب الاختياري للشركات المدرجة.

## الشطب الإجباري للشركات المدرجة

تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري للشركات فيما يلي:

1. تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح (فيما يخص الشركات الاجنبية فقط)
2. توقف النشاط القيمي للشركات (فيما يخص الشركات الاجنبية فقط)
3. في حالات الاستحواذ أو الاندماج (حالات الاستحواذ التي تتجاوز 90%، وحالات الاندماج)
4. إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي
5. تحول الشركة من شركة مساهمة عامه إلى شكل قانوني آخر.

# تونس

## تنظيم ادراج الأوراق المالية:

تتولى هيئة الأوراق المالية والبورصة عملية تنظيم إدراج الشركات والموافقة عليه. التشريع الذي ينظم عملية إدراج الشركات هو ترتيب هيئة سوق المالية لبورصة الأوراق المالية بتونس وترتيب هيئة السوق المالية المتعلقة بالمساهمة العامة. وعملية الإدراج لا تنحصر فقط على الشركات المساهمة العامة، حيث تشمل عملية الإدراج طبقاً للنصوص الجاري بها العمل الصناديق المشتركة للديون والصناديق المشتركة للصكوك الإسلامية، ولكن عملياً لم يتم إدراج أي صندوق. علماً بأن عملية الإدراج ليست إجبارياً للشركات المساهمة العامة.

## تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

يتم تسعير الشركات عند إدراجها وفقاً لإجراءات محددة بموجب تعليمات الإدراج وتعليمات التداول وتدرج حسب تقييم جهة معتمدة بالتقييم (خبير محاسب غير مدقق حسابات الشركة أو بنك أعمال أو شركة مختصة في هذا الشأن). علماً بأن يوجد سقف على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها، حيث يتم تحديد نسبة ارتفاع محددة لسعر السهم خلال فترة معينة.

## تنظيم شطب الشركات المدرجة:

تقوم هيئة الأوراق المالية و السوق المالية بمراقبة وتنظيم آليات الشطب للشركات المدرجة في تونس من خلال قانون الأوراق المالية و قانون هيئة الأوراق المالية، علماً بأن التشريعات النافذة تسمح للشركات بشطب إدراجها اختياريّاً من السوق المالي. وقد تم شطب شركة واحدة فقط خلال الفترة 2015 – 2017.

## الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

لا تتطلب عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة قرار خاص من الجمعية العامة للشركة. علماً بأنه لا توجد فترة زمنية تخص تقديم مستندات الشطب الاختياري أو تفصل بين تنفيذ خطوات/إجراءات الشطب الاختياري ولكن يوجد نموذج معتمد من الجهات المختصة تقوم الشركات من خلاله بتقديم طلب الشطب الاختياري. بالإضافة إلى أنه لا توجد مهلة تنظيمية على الجهة المختصة بالالتزام بها لإصدار قرار الشطب الاختياري للشركة مقدماً للطلب.

كما إنه لم يتم تسجيل أي حالة تم خلالها تأجيل قرار البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري من قبل الجهات المختصة. علما بأنه يجوز البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري وهي في الوقت نفسه موقوفة أسهمها عن التداول. وتعتبر من أهم أسباب الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

1- تدني نسبة الأسهم الحرة عن 5%

2- ضعف كميات وقيم التداول

3- القيمة الدفترية ومقارنتها في القيمة السوقية

4- طبقا للنصوص المعمول بها العمل فانه يمكن للشخص الطبيعي او المعنوي أو لمجموعة الاشخاص الطبيعيين او المعنويين المتحالفين الذين يملكون 95% على الاقل من حقوق الاقتراع في شركة مدرجة بالبورصة متداولة بالسوق الموازية، ايداع مشروع عرض عمومي للسحب، لدى هيئة السوق المالية، يهدف الى اقتناء مجموع اوراق المساهمة في راس المال التي تمكن من المساهمة في راس المال، التي لا يملكونها.

5- يجب على الشخص او الاشخاص الذين يملكون الاغلبية في شركة مدرجة بالبورصة او متداولة بالسوق الموازية مهما كان مستوى الاغلبية التي يتمتعون بها، ان يعلموا هيئة السوق المالية وأن يدرسوا معها امكانية انطلاق عرض عمومي للسحب في الحالات التالية:

- إذا اعتزموا عرض مشاريع لوائح على الجمعية العامة غير العادية تتضمن تغييرات هامة في احكام النظام الاساسي للشركة وخاصة التي تتعلق بشكل الشركة وشروط بيع واحالة اوراق المساهمة في راس المال والحقوق المتعلقة بها.

- اذا قرروا مبدا البيع او المساهمة في شركة اخرى بمجموع الاصول او بأهمها، او قرروا تغيير نشاط الشركة او قرروا تعليق توزيع الارباح الى اوراق المساهمة في راس المال، لعدة سنوات مالية.

## الشطب الاجباري للشركات المدرجة

تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري للشركات في ما يلي:

1- تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح

2- تعتمد بورصة الاوراق المالية عند شطب الأوراق المالية من الإدراج على العناصر التالية لتعليل

قرار الشطب بالنسبة للأوراق المساهمة في راس المال:

- المعدل اليومي لحجم المعاملات وعدد الاوراق المالية المتداولة وعدد ايام التداول على مدى السنة،
- دفع حصص الارباح بالنسبة للسنتين الاخيرتين،
- نسبة توزيع راس المال على العموم،
- الوفاء بالتزامات الافصاح المالي والتنظيم المحمولة على كاهل الشركة المصدرة
- احترام الشركات المدرجة للأحكام القانونية والترتيبية.

# الجزائر

## تنظيم ادراج الأوراق المالية:

تتولى لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (COSOB) بالاشتراك مع البورصة عملية تنظيم إدراج الشركات. علما بأن الموافقة على الإدراج من اختصاص هيئة الأوراق المالية، أما عملية التنظيم فهي من مهام البورصة. أما التشريع الذي ينظم عملية إدراج الشركات فهو النظام العام للبورصة ونظام المتعلق بإصدار الأوراق المالية وفقا للجوء العلني للادخار وإدراج الأوراق المالية إضافة إلى التعلية المتعلقة بمحتوى نشرة الاصدار. وتتنصر عملية الإدراج فقط بالشركات المساهمة العامة، علما بان عملية الادراج ليست إجباريا للشركات المساهمة العامة.

## تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

يتم تسعير الشركات عند إدراجها وفقا لإجراءات الإدراج المبينة في النظام العام للبورصة ووفقا للطرق العلمية وللمعايير المحاسبية للنظام المحاسبي والمالي المعمول بها. الأسلوب المستخدم في تسعير الأوراق المالية عند إدراجها هو ادراج حسب تقييم جهة معتمدة بالتقييم وهو مدقق الحسابات الخارجي وكذلك بالسعر الذي يحدده السوق خلال قوى العرض والطلب. وعلى الرغم من أن العمليات السابقة أجريت وفقا لما يعرف بأسلوب العرض العام بسعر ثابت إلا أن النظام العام للبورصة قد وضع آلية أخرى تتمثل في العرض العام بالسعر الأدنى، والسوق المالية هي الجهة المسؤولة عن تنظيم هذا الآلية. علما بأنه في الوقت الراهن، لا يوجد استثناء لتحركات سعر السهم للشركات الجديدة فالقواعد العادية تطبق على كل القيم المدرجة. إلا أنه قد يتم الاتجاه مستقبلا نحو إصدار قواعد خاصة بالأوراق الجديدة.

## تنظيم شطب الشركات المدرجة:

تقوم هيئة الأوراق المالية و السوق المالية بمراقبة وتنظيم آليات الشطب للشركات المدرجة في الجزائر من خلال النظام العام للبورصة، علما بأن التشريعات النافذة تسمح للشركات بشطب إدراجها اختيارياً من السوق المالي. ولم يتم شطب أي شركة خلال الفترة 2015 – 2017.

## الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

تتطلب عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة قرار خاص من الجمعية العامة غير العادية للشركة ويتم اعتمادها من هيئة الأوراق المالية والبورصة. ولا يتم الاعتماد على نموذج معد مسبقاً من الجهة الإدارية و إنما تقوم الشركات بتقديم طلب الشطب الاختياري، ولكن توجد فترة زمنية تخص تقديم مستندات الشطب الاختياري و بين تنفيذ خطوات/إجراءات الشطب الاختياري و هي ثلاثون يوماً من استلام قرار الهيئة بالموافقة على طلب

الشطب ،و لكن لا توجد مهلة تنظيمية على الجهة المختصة الالتزام بها لإصدار قرار الشطب الاختياري للشركة مقدمة الطلب.

كما إنه لم يتم تسجيل أي حالة تم خلالها تأجيل قرار البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري من قبل الجهات المختصة، علما بأنه يجوز البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري وهي في الوقت نفسه موقوفة أسهمها عن التداول. وتعتبر من أهم أسباب الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

- تدني نسبة الأسهم الحرة.
- انخفاض عدد المساهمين عن حد معين.
- انخفاض رأس المال عن حد معين.
- ضعف كميات وقيم التداول.
- القيمة الدفترية ومقارنتها في القيمة السوقية.
- التكاليف والالتزامات المالية وفق متطلبات الجهات المختصة.
- الإجراءات والالتزامات الرقابية.

### **الشطب الاجباري للشركات المدرجة**

تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري للشركات فيما يلي:

- 1- انخفاض عدد المساهمين عن عدد معين (150).
- 2- توقف النشاط القيمي للشركات
- 3- انخفاض رأس المال عن الحد الأدنى المطلوب
- 4- إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي.
- 5- عدم دفع الأرباح خلال ثلاث سنوات الأخيرة.



# السعودية

## تنظيم ادراج الأوراق المالية:

تتولى هيئة الأوراق المالية السعودية عملية تنظيم إدراج الشركات والموافقة عليها. وتجدر الإشارة أنه بموجب نظام السوق المالية، فإن شركة السوق المالية السعودية (تداول) تختص باقتراح اللوائح والقواعد المتعلقة بشروط الإدراج في السوق المالية، على أن تقر تلك اللوائح والقواعد من مجلس هيئة السوق المالية. وفي ضوء ذلك، تعمل الهيئة مع شركة السوق المالية السعودية (تداول) حالياً على إعداد اللوائح المحدثة والتي ستضمن أحكاماً توضح الصلاحيات المتعلقة بالموافقة على طرح الأوراق المالية وإدراجها.

وتهدف قواعد التسجيل والإدراج الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية إلى تنظيم الطرح العام للأوراق المالية وتسجيلها وقبول إدراجها في المملكة، كما تهدف قواعد التسجيل والإدراج في السوق الموازية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية إلى تنظيم طرح الأسهم وتسجيلها وقبول إدراجها في السوق الموازية في المملكة.

وعملية الإدراج تنحصر فقط على الشركات المساهمة العامة بعد تحولها، علماً بأن عملية الإدراج ليست إجبارياً، حيث بإمكان الشركات البقاء على كيان الشركة كمساهمة مغلقة، ولكن تتحول الشركة تلقائياً إلى شركة مساهمة عامة عند طرحها وإدراجها في السوق المالية.

## تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

يتم تحديد سعر الطرح في السوق الرئيسي فقط حسب تعليمات بناء سجل الأوامر وتخصيص الأسهم في الاكتتابات الأولية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية.

تجدر الإشارة إلى أن التعليمات لا تسري على الطرح الذي يتم بموجب قواعد التسجيل والإدراج في السوق الموازية-نمو، حيث نصت الفقرة (ج) من المادة الثانية من قواعد التسجيل والإدراج في السوق الموازية على أنه: "لا تسري تعليمات بناء سجل الأوامر وتخصيص الأسهم في الاكتتابات الأولية على طرح الأسهم الذي يتم بموجب هذه القواعد". ولم تتضمن قواعد التسجيل والإدراج في السوق الموازية أي شروط أو قيود يجب الالتزام بها لتحديد النطاق السعري أو لتسعير الأسهم محل الطرح.

ويتم تقييم الشركة من قبل المستشار المالي للمصدر. علماً بأنه يجب أن يكون ذلك المستشار المالي مرخصاً له من هيئة السوق المالية في ممارسة أعمال الترتيب. وللمحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية

حددت هيئة السوق المالية نسبة التذبذب اليومي في أسعار جميع أسهم الشركات المدرجة في السوق الرئيسية بـ 10%، بينما نسبة التذبذب اليومي في أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق الموازية-نمو هو 20%.

### تنظيم شطب الشركات المدرجة:

تقوم هيئة الأوراق المالية بمراقبة وتنظيم آليات الشطب للشركات المدرجة في المملكة العربية السعودية من خلال قانون الأوراق المالية وقانون هيئة الأوراق المالية وكذا التعليمات الخاصة المتمثلة في قواعد التسجيل والإدراج الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية والاجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق التي بلغت خسائرها المتراكمة 20 % فأكثر من رأس مالها.

علما بأن التشريعات النافذة تسمح للشركات بشطب إدراجها اختياريًا من السوق المالي وقد تم شطب أربع شركات خلال الفترة 2015 – 2017.

### الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

تتطلب عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة قرار خاص من الجمعية العامة غير العادية للشركة.

علما بأنه لا توجد فترة زمنية تخص تقديم مستندات الشطب الاختياري أو تفصل بين تنفيذ خطوات/إجراءات الشطب الاختياري ولا يتم الاعتماد على نموذج محدد إنما تقوم الشركات بتقديم طلب الشطب الاختياري.

بالإضافة إلى أنه لا توجد مهلة تنظيمية على الجهة المختصة الالتزام بها لإصدار قرار الشطب الاختياري للشركة مقدمة الطلب، كما لا يوجد حالات يتم من خلالها تأجيل قرار البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري وإنما أشارت التعليمات الخاصة بالإدراج على الآتي:

أ- لا يجوز لمصدر أدرجت أوراقه المالية في السوق إلغاء الإدراج أو تعليقه إلا بموافقة سابقة من الهيئة. ويجب على المصدر تزويد الهيئة بالمعلومات الآتية:

1. الأسباب المحددة لطلب الإلغاء أو التعليق
2. نسخة من الإعلان المشار إليه في الفقرة (ج) من هذه المادة.
3. نسخة من المستندات ذات العلاقة ونسخة من أي وثيقة مرسلة إلى المساهمين إذا كان إلغاء الإدراج نتيجة لعملية استحواذ أو أي إجراء آخر يتخذه المصدر.

ب. يجب على المصدر بعد الحصول على موافقة الهيئة على إلغاء الإدراج الحصول على موافقة الجمعية العامة غير العادية على ذلك.

ج. عندما يتم تعليق أو إلغاء الإدراج بناء على طلب المصدر، يجب على المصدر أن يعلن في أقرب وقت ممكن سبب التعليق أو الإلغاء والمدة المتوقعة للتعليق وطبيعة الحدث سبب التعليق أو الإلغاء الذي يؤثر في نشاطات المصدر.

د. يجوز للهيئة أن تقبل أو ترفض طلب التعليق أو الإلغاء حسب تقديرها.

كذا يعتبر من أهم أسباب الشطب الاختياري عدم الالتزام بالإجراءات و الالتزامات الرقابية.

## الشطب الإلجباري للشركات المدرجة

تتمثل أهم أسباب الشطب الإلجباري للشركات فيما يلي:

1- إذا بلغت خسائر الشركة نصف رأس المال المدفوع، ولم تنعقد الجمعية العامة غير العادية خلال الفترة المحددة في الفقرة (1) من المادة الخمسين بعد المئة من نظام الشركات بهدف التوصل إلى قرار إما بزيادة رأس مال الشركة أو تخفيضه -وفقاً لأحكام نظام الشركات- إلى الحد الذي تنخفض مع نسبة الخسائر إلى ما دون نصف رأس المال المدفوع؛ أو

إذا بلغت خسائر الشركة نصف رأس المال المدفوع، واجتمعت الجمعية العامة غير العادية وتعذر عليها إصدار قرار في الموضوع؛ أو

إذا بلغت خسائر الشركة نصف رأس المال المدفوع، وقررت الجمعية العامة غير العادية حل الشركة وتصفيتها قبل الأجل المحدد في نظامها الأساس؛ أو

إذا بلغت خسائر الشركة نصف رأس المال المدفوع، وقررت الجمعية العامة غير العادية زيادة رأس المال وفق الأوضاع المقررة في المادة الخمسين بعد المئة من نظام الشركات، ولم يكتتب في كل زيادة رأس المال خلال تسعين يوماً من صدور قرار الجمعية بالزيادة.

2- انخفاض عدد المساهمين عن عدد:

- 200 مساهم من الجمهور لتسجيل الأسهم وقبول إدراجها في السوق الرئيسية.

- 50 مساهم من الجمهور إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأسهم المطلوب إدراجها

تزيد على 40 مليون ريال، أو 35 مساهم إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأسهم

المطلوب إدراجها تقل عن 40 مليون ريال لتسجيل الأسهم وقبول إدراجها في السوق الموازية-نمو.

3- تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح

4- في حالات الاستحواذ أو الاندماج

5- إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي.

- 6- إذا رأت هيئة السوق المالية ضرورة إلغاء إدراج الشركة لحماية المستثمرين أو للمحافظة على سوق منتظم.
- 7- إذا أخفقت الشركة المدرجة إخفاقا تراه الهيئة جوهريا في التزام النظام ولوائح التنفيذية بما في ذلك عدم سدادا مقابل مالي أو غرامات للهيئة في مواعيدها
- 8- إذا لم تستوف متطلبات السيولة التالية:
- السوق الرئيسية:
- ألا يقل عدد المساهمين عن 200 مساهم من الجمهور.
  - ألا تقل ملكية الجمهور من فئة الأسهم المدرجة عن 30%
- السوق الموازية- نمو:
- 50 مساهم من الجمهور إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأسهم المطلوب إدراجها تزيد على 40 مليون ريال، أو 35 مساهم من الجمهور إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأسهم المطلوب إدراجها تقل عن 40 مليون ريال.
- 9- إذا رأت الهيئة أن مستوى عمليات الشركة المدرجة أو اصولها لا تسوغ التداول المستمر لأوراقها المالية في السوق
- 10- إذا رأت الهيئة أن الشركة المدرجة أو أعمالها لم تعد مناسبة لتسويق إدراج أوراقها المالية في السوق
- 11- إذا علق أو ألغى إدراج الأوراق المالية لشركة المدرجة الاجنبية في السوق المالية الأخرى في حال الادراج المزدوج للأوراق المالية
- 12- إذا استمر التعليق مدة 6 أشهر من دون أن تتخذ الشركة المدرجة إجراءات مناسبة لاستئناف التداول.
- 13- عند إعلان موافقة الجمعية العامة غير العادية للشركة المدرجة عن زيادة رأس مالها الذي ينتج عنه استحواذ عكسي يلغى ادراج أسهم الشركة المدرجة وعليه تقديم طلب جديد
- 14- يلغى ادراج أسهم الشركة عند انقضاء الشركة بقوة النظام وفق الفقرة (2) من المادة 150 من نظام الشركات.

# سوريا

## تنظيم ادراج الأوراق المالية:

تتولى هيئة الأوراق والأسواق المالية بالاشتراك مع البورصة عملية تنظيم الادراج والموافقة عليه، وذلك بالاعتماد على تعليمات خاصة، علماً وأن عملية الإدراج لا تنحصر فقط بالشركات المساهمة العامة وإنما أيضاً إدراج وتداول أسهم الشركات المساهمة الخاصة. علماً بأن عملية إدراج الشركات المساهمة العامة بالسوق المالية إجبارية.

## تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

يتم تسعير الشركات عند إدراجها بموجب تعليمات اعتماد سعر مرجعي لأسهم الشركات المدرجة لأول مرة في سوق دمشق للأوراق المالية. وتدرج بالسعر الذي يحدده السوق خلال قوى العرض والطلب. والجهة المسؤولة عن تنظيم ذلك هي السوق المالية. ويتم وضع سقف على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها لاحتساب المؤشر، حيث تخضع للحدود بالنسبة إلى السعر المرجعي للورقة المالية وهي: القيمة أعلى من القيمة الاسمية للورقة المالية وهي /100/ ليرة سورية 5% ارتفاع و2% انخفاض.

## تنظيم شطب الشركات المدرجة:

تقوم السوق المالية بتنظيم آليات الشطب للشركات المدرجة في سوريا من خلال تعليمات خاصة، كما أن التشريعات النافذة لا تسمح للشركات بشطب إدراجها اختياريًا من السوق المالي. ولم يتم تسجيل شطب أي شركة خلال الفترة 2015 – 2017.

## الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

لا يوجد

## الشطب الاجباري للشركات المدرجة

تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري للشركات فيما يلي:

- 1- إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي
- 2- حل الشركة وتصفيتها – تغيير الشكل القانوني للشركة.

# العراق

## تنظيم ادراج الأوراق المالية:

تتولى هيئة الأوراق المالية بالاشتراك مع البورصة عملية تنظيم إدراج الشركات. التشريع الذي ينظم عملية إدراج الشركات هو قانون هيئة الأوراق المالية. وعملية الإدراج لا تنحصر فقط على الشركات المساهمة العامة وإنما تشمل أيضاً الشركات المساهمة المختلطة (مساهمة حكومية ومساهمة خاصة)، علماً بأن عملية الإدراج ليست إجبارياً للشركات المساهمة العامة.

## تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

يتم تسعير الشركات عند إدراجها وفقاً لإجراءات محددة بتعليمات التداول، ويكون السعر حر في أول جلسة تداول فعلية بعد إدراج أسهم الشركة في السوق، وبعدها يكون الحد الأعلى لارتفاع وانخفاض سعر السهم بحدود 10% من سعر إغلاق الجلسة السابقة.

## تنظيم شطب الشركات المدرجة:

تقوم هيئة الأوراق المالية بتنظيم آليات الشطب للشركات المدرجة في العراق من خلال تعليمات خاصة، علماً بأن التشريعات النافذة تسمح للشركات بشطب إدراجها اختياريًا من السوق المالي. وقد تم شطب ثلاث شركات خلال الفترة 2015 – 2017.

## الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

تتطلب عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة قرار خاص من الجمعية العامة غير العادية أو العادية للشركة ويتم اعتمادها من دائرة تسجيل الشركات. علماً بأنه لا توجد فترة زمنية تخص تقديم مستندات الشطب الاختياري أو تفصل بين تنفيذ خطوات/إجراءات الشطب الاختياري ولا يتم الاعتماد على نموذج وإنما تقوم الشركات بتقديم طلب الشطب الاختياري، بالإضافة إلى أنه لا توجد مهلة تنظيمية على الجهة المختصة بالالتزام بها لإصدار قرار الشطب الاختياري للشركة مقدمة الطلب.

كما إنه لم يتم تسجيل أي حالة تم خلالها تأجيل قرار البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري من قبل الجهات المختصة. ويجوز للشركة تقديم طلب إلى الهيئة لشطبها من السوق مؤقتاً للشروط التالية:

1- إذا لم يتجاوز حجم التداول على أسهم الشركة سنوياً على (خمسة آلاف) من عدد الأسهم المصدرة ولمدة عامين متتاليين.

2- أن يكون الطلب بقرار من الهيئة العامة وبموافقة 51% على الأقل من الحضور.

## الشطب الإجباري للشركات المدرجة

تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري للشركات فيما يلي:

- 1- تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح.
- 2- توقف النشاط القيمي للشركات.
- 3- انخفاض رأس المال عن الحد الأدنى المطلوب.
- 4- في حالات الاستحواذ أو الاندماج .
- 5- إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي.

# عُمان

## تنظيم ادراج الأوراق المالية:

يتولى سوق مسقط للأوراق المالية عملية تنظيم إدراج الشركات والموافقة عليها بموجب قانون الأوراق المالية. وجميع الشركات المساهمة العامة ملزمة بالإدراج في السوق، ولكن في المقابل لا يمنع بإدراج الشركات المقفلة حسب رغبتها في ذلك دون إلزام. علماً بأن الشركة تتحول تلقائياً إلى شركة مساهمة عامة عند طرحها وإدراجها في السوق المالية.

## تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

حدد القانون الإطار التشريعي لتسعير الشركات عند إدراجها، فقد نص القانون انه إذا كانت الشركات قيد التأسيس فإن القيمة الاسمية للسهم يجب ان لا تقل عن (100) بييسة ولا تزيد عن (1) ريال عماني مع جواز اضافة 2% من القيمة الاسمية كمصاريف اصدار، اما اذا كانت الشركات المدرجة قيد التحويل فهي تلتزم بالقيمة اعلاه مع جواز اضافته علاوة اصدار للسعر المطروح ويخضع تقييمها لمدير الاصدار والشركة وفق بعض المبررات الموضحة في نشرة الاصدار مع جواز تدخل الهيئة في تعديل هذا السعر اذا تبين لها مبالغة فيه. كما أن الأوراق المالية تسعر عند إدراجها بسعر الطرح المبين في نشرة الإصدار. كما أن لأسعار هذه سقف أو حدود على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها. تحديد نسبة ارتفاع محددة لسعر السهم خلال فترة معينة، حيث في اليوم الاول يكون السعر معوم (تعويم السعر) اما بعد ذلك لا يجوز ان يتجاوز سعر السهم 10% صعوداً وانخفاضاً.

## تنظيم شطب الشركات المدرجة:

تقوم هيئة الأوراق المالية بمراقبة وتنظيم آليات الشطب للشركات المدرجة في سلطنة عُمان من خلال قانون الشركات، عما بأن التشريعات النافذة تسمح للشركات بشطب إدراجها اختيارياً من السوق المالي وقد تم شطب ثمان شركات خلال الفترة 2015 – 2017.

## الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

تتطلب عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة قرار خاص من الجمعية العامة غير العادية للشركة. علماً بأنه لا توجد فترة زمنية تخص تقديم مستندات الشطب الاختياري أو تفصل بين تنفيذ خطوات/إجراءات الشطب الاختياري ولا يتم الاعتماد على نموذج محدد إنما تقوم الشركات بتقديم طلب الشطب الاختياري.



بالإضافة إلى أنه لا توجد مهلة تنظيمية على الجهة المختصة الالتزام بها لإصدار قرار الشطب الاختياري للشركة مقدمة الطلب، كما أتاح قانون سوق راس المال وقانون الشركات التجارية للمساهم الصلاحية بالطعن في اي قرار يراه ان يضر بمصلحته و عليه يمكن العدول عن طلب الشركة بالشطب الاختياري في حالة قيام أي من مساهمي الشركة بالطعن في اي قرار يراه ان يضر بمصلحته

ويوجد حالات يتم من خلالها تأجيل قرار البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري من قبل الجهات المختصة و ذلك في حالة قيام شركة مساهمة عامه بالتحول الى شركة مغلقة وتقدم مساهمين يملكون نسبة 30% من الشركة بطلب ابطال قرار الجمعية وقام مجلس الادارة بعد دراسة الاسباب بوقف القرار وتحويله الى لجنة التظلمات للبت فيه و تتمثل أهم أسباب الشطب الاختياري في الآتي:

- ضعف كميات وقيم التداول
- التكاليف والالتزامات المالية وفق متطلبات الجهات المختصة

### **الشطب الاجباري للشركات المدرجة**

تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري للشركات فيما يلي:

- وصول الخسائر إلى نسبة معينة من حقوق المساهمين.
- في حالات الاستحواذ أو الاندماج.
- إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي.

# فلسطين

## تنظيم ادراج الأوراق المالية:

تتولى هيئة الأوراق المالية والبورصة تنظيم إدراج الشركات والموافقة عليها. والتشريع الذي ينظم عملية إدراج الشركات لدى السوق المالي هو نظام الادراج الصادر عن البورصة والمعتمد من مجلس إدارة الهيئة. وعملية الإدراج تنحصر فقط على الشركات المساهمة العامة علما بان عملية الادراج إجباريا.

## تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

يتم تسعير الشركات عند إدراجها بموجب تعليمات التداول وتدرج بالسعر الذي يحدده السوق خلال قوى العرض والطلب، والجهة المسؤولة عن تنظيم هذه العملية هي السوق المالية ويتم وضع سقف على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها لاحتساب المؤشر حسب اعلى سعر وادني سعر خلال الجلسة الأولى.

## تنظيم شطب الشركات المدرجة:

تقوم هيئة الأوراق المالية و السوق المالية بمراقبة وتنظيم آليات الشطب للشركات المدرجة في فلسطين من خلال قانون الأوراق المالية و نظام الإدراج، علما بأن التشريعات النافذة تسمح للشركات بشطب إدراجها اختياريًا من السوق المالي. وقد تم شطب شركتان خلال الفترة 2015 – 2017.

## الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

تتطلب عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة قرار خاص من الجمعية العامة غير العادية للشركة ويتم واعتمادها من مراقب الشركات. علما بأنه لا توجد فترة زمنية تخص تقديم مستندات الشطب الاختياري أو تفصل بين تنفيذ خطوات/إجراءات الشطب الاختياري ولا يتم الاعتماد على نموذج وإنما تقوم الشركات بتقديم طلب الشطب الاختياري. بالإضافة إلى أنه لا توجد مهلة تنظيمية على الجهة المختصة بالالتزام بها لإصدار قرار الشطب الاختياري للشركة مقدمة الطلب.

كما إنه لم يتم تسجيل أي حالة تم خلالها تأجيل قرار البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري من قبل الجهات المختصة، علما بأنه يجوز البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري وهي في الوقت نفسه موقوفة أسهمها عن التداول. وتعتبر من أهم أسباب الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

- ضعف كميات وقيم التداول.
- القيمة الدفترية ومقارنتها في القيمة السوقية.

- التكاليف والالتزامات المالية وفق متطلبات الجهات المختصة.
- الإجراءات والالتزامات الرقابية.
- تحويل من شركة مساهمة عامة الى خاصة.

## الشطب الاجباري للشركات المدرجة

تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري للشركات فيما يلي:

- 1- يجوز للبورصة، بعد موافقة الهيئة، أن تشطب إدراج أسهم الشركات المدرجة في الأحوال التالية:
  - أ - إذا تبين أن معلومات جوهرية دُونت في طلب الإدراج أو الوثائق المرفقة به كانت غير صحيحة أو مزورة أو مضللة، أو ناقصة لمعلومات أو وثائق جوهرية رفضت الشركة تقديمها للبورصة رغم الطلب.
  - ب- إذا قلَّ عدد المساهمين في الشركة المدرجة لدى السوق الثانية عن (50) خمسين مساهماً لمدة تزيد على ثلاثة أشهر متواصلة خلال سنة واحدة.
  - ج- إذا تبين من تقرير مدقق الحسابات أن الشركة عاجزة عن الوفاء بديونها، أو غير قادرة على تمويل نشاطاتها، أو بلغ صافي حقوق المساهمين إلى رأس المال المدفوع نسبة تقل عن 20%.
  - د - إذا فقدت الشركة شخصيتها المعنوية بسبب دمجها مع شركة أو شركات أخرى، أو بسبب تصفيتها.
  - هـ - إذا لم يتم التداول في أسهم الشركة أو سندات لها لمدة سنة كاملة، أو تم تعليق الإدراج لمدة تزيد على سنة دون تصويب الشركة لأوضاعها وفقاً لنظام تداول الأوراق المالية الصادر عن البورصة.
  - و- إذا أخلت الشركة بأيٍّ من التزاماتها بموجب اتفاقية الإدراج أو القانون أو قواعد البورصة.
  - ز- في الحالات الأخرى التي تتعلق بحماية المستثمرين أو تحقيق المصلحة العامة.
  - س- إذا تم شطب إدراج أسهم الشركة الأجنبية من السوق الأجنبية التي كانت أصلاً مدرجة لديها.
  - ي - إذا لم يعد للشركة الأجنبية فرع في فلسطين أو ممثل قانوني لمدة تزيد على شهر
- 2- وصول الخسائر إلى نسبة معينة من حقوق المساهمين.
- 3- انخفاض عدد المساهمين عن عدد معين.
- 4- انخفاض رأس المال عن الحد الأدنى المطلوب.
- 5- عدم القدرة على الاستمرار في العمل من واقع التقرير المالي (تقرير مدقق الحسابات).
- 6- تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح (فيما يخص الشركات الأجنبية فقط)
- 7- توقف النشاط القيمي للشركات فيما يخص الشركات الأجنبية فقط.
- 8- في حالات الاستحواذ التي تتجاوز 90% ، وحالات الاندماج.
- 9- إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي.
- 10- تحول الشركة من شركة مساهمة عامه إلى شكل قانوني آخر.

# قطر

## تنظيم ادراج الأوراق المالية:

تتولى هيئة الأوراق المالية عملية تنظيم إدراج الشركات لدى السوق المالي والموافقة عليه وذلك بالاعتماد على قانون هيئة الأوراق المالية ونظام طرح وإدراج الأوراق المالية الصادرة عن الهيئة.

علما بأن عملية الإدراج لا تنحصر فقط بالشركات المساهمة العامة، حيث بالنسبة للسوق الرئيسية يجوز إدراج الشركات المسجلة لدى مركز قطر للمال والتي قد تكون على شكل شركة ذات مسؤولية محدودة، كما يجوز إدراج شركات بخلاف الشركة المساهمة العامة بالسوق الثاني. علما بأن عملية إدراج الشركات المساهمة إجبارياً.

## تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

عند الطرح العام يتطلب أن تقوم الشركة بتقييم أصولها وخصومها لتحديد قيمة الشركة حسب الإجراءات المعتمدة من الهيئة والواردة بنظام المدققين الخارجيين والمقيمين الماليين للجهات المدرجة والخاضعة لرقابة الهيئة، وفي حالات الإدراج يتطلب الأمر أن يتم اعداد تقرير تقييم، إلا أنه لا يتم إجراء تسعير وإنما سعر استرشادي في أول يوم تداول. الأسلوب المستخدم في تسعير الأوراق المالية عند إدراجها هو الادراج حسب تقييم جهة معتمدة بالتقييم، حيث يتم التقييم حسب الطرق العالمية المتعارف عليها في التقييم، على سبيل المثال لا الحصر: التدفقات النقدية المخصومة. الجهة التي توافق على تشكيل لجنة التقييم هي هيئة الأوراق المالية، حيث يوجد لدى الهيئة سجل به المقيمين الماليين المعتمدين. علما بأن اليوم الأول عند الادراج يكون بدون حدود سعرية واليوم الثاني يخضع للحدود السعرية المتعارف عليها.

## تنظيم شطب الشركات المدرجة:

تقوم هيئة الأوراق المالية ووزارة الاقتصاد و التجارة بتنظيم آليات الشطب للشركات المدرجة في قطر من خلال قانون الشركات علما بأن التشريعات النافذة تسمح للشركات بشطب إدراجها اختياريًا من السوق المالي و لم يتم شطب أي شركة خلال الفترة 2015 – 2017.

## الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

تتطلب عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة قرار خاص من الجمعية العامة غير العادية للشركة. علما بأنه لا توجد فترة زمنية تخص تقديم مستندات الشطب الاختياري أو تفصل بين تنفيذ خطوات/إجراءات الشطب

الاختياري ولا يتم الاعتماد على نموذج وإنما تقوم الشركات بتقديم طلب الشطب الاختياري. بالإضافة إلى أنه لا توجد مهلة تنظيمية على الجهة المختصة الالتزام بها لإصدار قرار الشطب الاختياري للشركة مقدمة الطلب. كما إنه لم يتم تسجيل سوي حالة واحدة فقط تم خلالها تأجيل قرار البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري من قبل الجهات المختصة و ذلك بناءً على طلب الشركة بالعدول عن قرارها، علما بأنه يجوز البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري وهي في الوقت نفسه موقوفة أسهمها عن التداول.

### **الشطب الإجباري للشركات المدرجة:**

تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري للشركات فيما يلي:

- 1- في حالات الاستحواذ أو الاندماج.
- 2- إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي
- 3- صدور قرار بالتصفية / تحول الكيان إلى شكل اخر بخلاف المساهمة أو أي سبب آخر ترى الهيئة إنه يتعلق بمصلحة المساهمين.

# الكويت

## تنظيم ادراج الأوراق المالية:

تتولى بورصة الكويت للأوراق المالية وهيئة أسواق المال في الكويت تنظيم إدراج الشركات والموافقة عليها. علماً بأن عملية الادراج تشمل:

- الشركات المساهمة التي تتقدم بطلب إدراج أسهمها في البورصة
- الصناديق التي تتقدم بطلب إدراج وحداتها في البورصة
- الملتزم أو المصدر- حسب الأحوال- التي تتقدم بطلب إدراج السندات أو الصكوك في البورصة

وبأن عملية ادراج الشركات المساهمة العامة إجبارياً خلال السنة الثانية للشركة والا جاز للهيئة الطلب من الجهات الرسمية المعنية وقف أنشطة الشركة وتستنثي الشركات المملوكة بالكامل للدولة من الالتزام بالتقدم بطلب الادراج. وبناءً على قانون الشركات (المادة 130 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 1 لسنة 2016 بإصدار قانون الشركات) تعتبر كل شركة مساهمة مقلدة أدرجت أسهمها للتداول في البورصة شركة مساهمة عامة، من تاريخ ادراجها وفي حال انسحابها أو شطبها من البورصة تعود الشركة الى ما كانت عليه قبل الادراج.

## تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

يتم تسعير الشركات عند إدراجها بواسطة مستشار الاستثمار أو مقيم الأصول بوضع قيمة استرشادية بعد الانتهاء من عملية بناء سجل الأوامر book building في حال الاكتتابات الخاصة على أن يتم اعلانها قبل الإدراج الرسمي في السوق لتحديد ما إذا كانت الشركة مستوفية القيمة المطلوبة في السوق الأول أو الرئيسي، ونظراً لعدم وجود قيمة مرجعية يقوم السوق بإزالة الحدود السعرية في أول يوم تداول للشركة لإتاحة المجال لقوى العرض والطلب لتحديد القيمة العادلة للسهم. كما لا يتم ادراجها في أي من المؤشرات في أول يوم تداول.

## تنظيم شطب الشركات المدرجة:

تتولي هيئة أسواق المال تنظيم آليات الشطب للشركات المدرجة في الكويت من خلال الكتاب الثاني عشر – قواعد الإدراج لللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاتها علماً بأن التشريعات النافذة تسمح للشركات بشطب إدراجها اختياريًا من السوق المالي. وقد تم شطب 32 شركة خلال الفترة 2015 – 2017.

## الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

تتطلب عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة قرار خاص من الجمعية العامة العادية للشركة، ويتم اعتمادها لدى وزارة التجارة والصناعة. علماً بأنه لا توجد فترة زمنية تخص تقديم مستندات الشطب الاختياري أو تفصل بين تنفيذ خطوات/إجراءات الشطب الاختياري و يتم الاعتماد على نموذج تقوم الشركات من خلاله بتقديم طلب الشطب الاختياري.

لم يتم تسجيل أي حالة تم خلالها تأجيل قرار البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري من قبل الجهات المختصة، علماً بأنه لا يتم البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري وهي في الوقت نفسه موقوفة أسهمها عن التداول. وتتمثل أهم أسباب الشطب الاختياري في الآتي:

- 1- ضعف كميات وقيم التداول.
- 2- القيمة الدفترية ومقارنتها في القيمة السوقية.
- 3- التكاليف والالتزامات المالية وفق متطلبات الجهات المختصة.
- 4- الإجراءات والالتزامات الرقابية.

## الشطب الإجمالي للشركات المدرجة

تتمثل أهم أسباب الشطب الإجمالي للشركات بناءً على اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن انشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاتها فيما يلي:

1. إذا امتنعت الشركة عن تعيين مسؤول المطابقة والالتزام
2. إذا انقضت الشركة وفقاً لأحكام قانون الشركات
3. إذا استمر وقف تداول السهم لمدة ستة أشهر دون أن تستوفي الشركة المتطلبات اللازمة لاستئناف التداول
4. إذا تم اندماج الشركة مع شركة أخرى بحيث تترتب على ذلك انتهاء الشخصية الاعتبارية للشركة
5. إذا توقفت الشركة المدرجة عن مباشرة نشاطها بشكل نهائي أو بشكل مؤقت لمدة تزيد عن السنة
6. في حال الاستحواذ العكسي وفقاً للمادة (10-3) من الفصل الثالث من كتاب الاندماج والاستحواذ من اللائحة

## مصر

### تنظيم ادراج الأوراق المالية:

يتم تنظيم الادراج من خلال الهيئة العامة للرقابة المالية والموافقة على الادراج من خلال البورصة المصرية. وما ينظم عملية ادراج الشركات لدى السوق المالي قواعد قيد وشطب الاوراق المالية بالبورصة المصرية وكذلك قانون الشركات. حيث يجب ان تقدم أسهم شركات المساهمة التي تصدر بطريق الاكتتاب العام خلال سنة على الاكثر من تاريخ قفل باب الاكتتاب إلى بورصات الأوراق المالية في مصر لتقيد في جداول اسعارها طبقا للشروط والاوزاع المنصوص عليها في لوائح تلك البورصات ويكون عضو مجلس الادارة المنتدب مسئولا عن تنفيذ احكام هذه المادة وعن التعويض الذي يستحق بسبب مخالفتها عند الاقتضاء.

كما يسمح بالقيد في البورصة المصرية للأوراق المالية الصادرة عن شركات مساهمة أو اشخاص اعتبارية مصرية او الصادرة عن الشركات الأجنبية، مع اختلاف شروط القيد لكل فئة من تلك الفئات. علما بأن عملية الإدراج اجباريه في حاله ما اذا كانت شركة مساهمة أصدرت أوراق مالية عن طريق الاكتتاب العام (كما اشير بالفقرة السابقة).

### تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

تعتبر نقطة الانطلاق في عملية التسعير عند الادراج تعتمد بالأساس على تقييم جهة معتمدة، حيث تلتزم الشركات والجهات الراغبة في طرح أوراقها المالية بالبورصة المصرية سواء طرحا عاما او طرحا خاصا بتقديم طلب تسجيل لدى الهيئة ، وتقديم نشرة الطرح او تقرير الإفصاح (على النماذج المعد لذلك من قبل الهيئة) وذلك لاعتمادها قبل النشر. ويجب أن ترفق بطلب اعتماد تلك النشرة/التقرير، دراسة المستشار المالي المستقل بتحديد القيمة العادلة وتقرير مراقب الحسابات بشأن هذه الدراسة وفقا لمعيار المراجعة المصرية ذات الصلة. وتتولى الهيئة مراجعة تلك النشرة/التقرير بما فيها دراسة المستشار المالي المستقل بما يتفق مع معايير التقييم المالي للمنشآت الصادرة عن مجلس إدارة الهيئة. ويتحدد بالنشرة/التقرير النطاق السعري والذي يكون به الحد الأعلى معادلا للقيمة التي حددها المستشار المالي المستقل، اما الحد الأدنى فيتحدد وفق رؤية بنك الاستثمار/مدير الطرح مع مجلس إدارة الشركة محل الطرح. ويعلن بهذه النشرة ايضا الفترة المسموح فيها بتلقي الطلبات لبناء سجل الأوامر book building.

ويتم التجهيز لملف سجل الأوامر بالسوق المالي والسعر النهائي للتنفيذ، حيث يتقدم مدير الطرح خلال 15 يوم عمل من تاريخ نشر نشرة الطرح أو تقرير الإفصاح بغرض الطرح ، بطلب لتنفيذ الطرح لإدارة عمليات



السوق بالبورصة (الإدارة التنفيذية للجنة العمليات) مرفقاً بالطلب كافة المستندات اللازمة وسداد مقابل الفحص والدراسة. وتستخدم البورصة نظام إلكتروني خاص ضمن أنظمتها المساعدة بنظم التداول، يسمى سوق العمليات الخاصة (OPR) وذلك للتعامل مع الطروحات العامة والخاصة بما يضمن تسهيل عملية ادخال وإلغاء الأوامر ، وضمان تنفيذ عمليات التخصيص بصورة سليمة تتناسب مع الأحجام القياسية للأوامر التي يتم إيداعها خلال عملية الطروحات. ويتم اتخاذ الترتيبات اللازمة نحو بدء تسجيل الأوامر خلال الفترة المحددة بنشرة الاكتتاب بأسعار داخل النطاق سعري المحدد بنشرة الاكتتاب. ويكون السعر النهائي للتنفيذ بعد غلق الطرح وفقاً للنظام الذي يحدده بنك الاستثمار، وفي أغلب الأحيان يكون من خلال ما يسفر عنه الأوامر المسجلة بنظام الـ BOOK BUILDING. وفي حالات الطرح على شريحتين عام وخاص، وعدم تغطية الأسهم المخصصة للطرح الخاص بالكامل، يجوز لمدير الطرح وبموافقة رئيس مجلس إدارة الشركة زيادة عدد الأسهم المطروحة بشريحة الطرح العام، وذلك بتحويل جزء من الشريحة المخصصة للطرح الخاص شريطة نشر إعلان يتضمن سعر ونسبة تغطية الطرح الخاص وذلك قبل غلق باب الطرح العام بثلاثة أيام عمل على الأقل

ومع بدء التداول على الورقة المالية الجديدة يكون هناك جلسة السعر الاستكشافي قبل الجلسة الاعتيادية، والغرض منها تحديد سعر فتح جديد للأوراق المالية ، وذلك لمحاولة تنفيذ أكبر كمية مع بداية جلسة التداول . الأمر الذي يعنى أن سعر فتح جلسة التداول ليس بالضرورة أن يكون هو نفسه سعر التنفيذ بالعملية الخاصة (في البند السابق)، أو سعر الإغلاق لأي ورقة مالية بالجلسة السابقة. وتخضع الورقة المالية الجديدة لذات القيود على التحركات السعرية لأي ورقة مالية أخرى مدرجة.

### تنظيم شطب الشركات المدرجة:

يتم قيد وشطب الأوراق المالية بجداول البورصة المصرية بقرار من مجلس إدارة البورصة وفقاً للقواعد والشروط والأحكام التي يضعها مجلس إدارة الهيئة (الهيئة العامة للرقابة المالية) وذلك وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية.

وتعتبر البورصة المصرية مؤسسه ذاتيه التنظيم وفقاً لقرار رئيس الجمهورية رقم 191 لسنة 2009 والخاص بالأحكام المنظمة لإدارة البورصة المصرية وشؤونها المالية. ووفق هذا القرار فقد أعطى لمجلس إدارة البورصة السلطة في اتخاذ ما يراه مناسباً من قرارات لمباشرة اختصاصاته ، وعلى وجه الخصوص منحه سلطه اصدار القرارات والقواعد اللازمة لحسن سير العمل وسلامه واستقرار المعاملات في البورصة ، وأيضاً سلطه تشكيل لجان قيد الأوراق المالية ولجان التداول والعضوية وغيرها من اللجان الأخرى ، مع مراعاة عدم الاخلال بأحكام قانون سوق رأس المال ووجوب إبلاغ رئيس الهيئة بأي قرارات تصدر عن مجلس إدارة البورصة تتعلق بقواعد تداول الأوراق المالية وقواعد العضوية وغيرها من القواعد المرتبطة بتنظيم السوق ، حيث لا تكون تلك القرارات نافذه إلا بعد اعتمادها منه ، او مضي خمسة عشر يوماً من تاريخ وصولها دون اعتماد.

وجدير بالذكر أن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، تسمح للشركات بشطب إدراجها اختياريًا، وقد تم شطب ثمان شركات خلال الفترة 2015 – 2017.

### الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

تتطلب عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة بالبورصة المصرية قرار مسبق بالموافقة على عملية الشطب من الجمعية العامة غير العادية للشركة. فإذا كانت الشركة محل الشطب تأسست وفقاً لقانون رقم 159 لسنة 1981 والخاص بالشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم و الشركات ذات المسؤولية المحدودة أو تأسست وفق قانون ضمانات وحوافز الاستثمار رقم 8 لسنة 1997، فتكون الجهة الإدارية المختصة بالتصديق على محضر اجتماع الجمعية - المتخذ فيه قرار بالموافقة على عملية الشطب - هي الهيئة العامة للاستثمار و المناطق الحرة. وفي حالة ما اذا كانت الشركة محل الشطب تأسست وفقاً لقانون رقم 95 لسنة 1992 في شأن سوق رأس المال (أي أحد الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية) ، تصبح الجهة الإدارية المختصة بالتصديق على محضر اجتماع الجمعية هي الهيئة العامة للرقابة المالية.

وفضلاً عن ذلك روعي حقوق الأقلية بالقواعد المنصوص عليها وذلك من خلال البدء في تنفيذ الشطب للشركة من البورصة بعد مرور شهر من تاريخ صدور قرار الجمعية بدون اعتراض أي مساهم على هذا القرار.

كما روعي أيضاً إنه في حالة مضي فترة ستة أشهر على صدور قرار الجمعية العامة غير العادية بالشطب الاختياري دون قيام الشركة بتنفيذ عملية الشطب ، يتم عرض موقف الشركة على لجنة القيد بالبورصة للنظر في شطب قيدها إجبارياً ، مع إلزامها بشراء اسهم المتضررين من الشطب.

وبحسب الاحكام الواردة ذات العلاقة لا توجد مهلة تنظيمية تلتزم بها الجهة المختصة لإصدار قرار البت في طلب الشركة المقيدة للشطب الاختياري. كما إنه لم يتم تسجيل أي حالات تأجيل قرار البت من قبل الجهات المختصة.

تقدم طلبات الشطب الاختياري للبورصة المصرية وفق نماذج معتمدة، وبمراعاة الضوابط المنصوص عليها في شأن تقديم المستندات والتوقيعات الزمنية وكافة الإجراءات المتعلقة بالشطب.

ويجب على الشركة التي ترغب في شطب اسهمها اختياريًا من البورصة أن تتبع الاجراءات التالية:

1- تتخذ الشركة قرار بخصوص الشطب من خلال قرار جمعية عامة غير عادية بأغلبية 75% بالموافقة على شطب الأوراق المالية من جداول البورصة.

2- عدم اعتراض أي مساهم على قرار الجمعية خلال شهر من تاريخ القرار (وفي حال اعتراض أحد المساهمين او بعضهم على قرار الشطب هناك إجراءات محددة تمكنهم من بيع اسهمهم بطريقه عادله)

3- عدم اعتراض أي طرف آخر تكون أسهم الشركة مرهونة له ضمانا لدين على الشركة أو أحد مساهميها خلال شهر من تاريخ القرار (وفى حال اعتراض من تم الرهن لصالحه على قرار الشطب، هناك إجراءات محددة تمكنه من بيع الاسهم بطريقه عادله)

4- بالنسبة للشركات الناتجة عن إعادة الهيكلة بالتقسيم سواء القاسمة او المنقسمة التي يتوافر فيها شروط استمرار القيد و/أو المعايير المالية وفقا للقوائم المالية الافتراضية بعد التقسيم يلزم أن يتضمن قرار الجمعية العامة غير العادية بالتقسيم التزام الشركة بشراء أسهم المساهمين المتضررين من التقسيم وفقا للقيمة العادلة التي يحددها مستشار مالي مستقل سواء قبل التقسيم او بعده.

### الشطب الاجباري للشركات المدرجة

بشكل عام، يجوز للبورصة شطب أسهم الشركات غير المستوفاة لشروط القيد واستمرار القيد ، وعلى وجه الخصوص ما يتعلق بنسبة الأسهم حرة التداول ، عدد المساهمين ، عدد الأسهم المقيدة .

وإذا ارتكبت الشركة المقيدة أكثر من مخالفتين لقواعد القيد غير قابلتين للتصحيح خلال اثني عشر شهرا ، يتبع معها عدة اجراءات قد تنتهي بالشطب الإجباري في حال ما لم تتخذ الشركة الخطوات اللازمة نحو التصحيح. وإذا خالفت الشركة أحد أحكام قواعد القيد و استمراره القابلة للتصحيح و لم تقم خلال المدة التي تحددها البورصة بتصحيح الوضع فيجوز للبورصة شطبها ، حيث حددت المادة 10 – من قواعد القيد " شروط استمرار قيد اسهم الشركات المصرية ". فيجوز للبورصة الشطب في الحالات التالية:

أ . انخفاض دون الحد الأدنى لنسبة الاسهم حرة التداول

نوع الورقة المقيدة	شروط القيد واستمراره
اسهم الشركات المصرية	5% من إجمالي اسهم الشركة على الاقل
اسهم الشركات المصرية التي تأسست عن طريق طرح أسهمها في اكتتاب ولم تصدر قوائم مالية عن سنتين ماليتين	15% من إجمالي اسهم الشركة على الاقل
اسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة	10% من إجمالي اسهم الشركة على الأقل
شهادات الإيداع المصرية	5% من إجمالي الشهادات المقيدة
الأسهم الاجنبية	ذات شروط قيد شهادات الإيداع المصرية

ب. انخفاض دون الحد الأدنى لعدد الأسهم المطلوب قيده

نوع الورقة المقيدة	شروط القيد واستمراره
اسهم الشركات المصرية	5 مليون سهم
اسهم الشركات المصرية التي تأسست عن طريق طرح أسهمها في اكتتاب ولم تصدر قوائم مالية عن سنتين ماليتين	20 مليون سهم
اسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة	100 ألف سهم
شهادات الإيداع المصرية	لا تقل القيمة الاسمية لإجمالي الشهادات المطلوب قيدها عن 100 مليون جنيه أو ما يعادلها من العملات الأجنبية القابلة للتحويل
الأسهم الأجنبية	ذات شروط قيد شهادات الإيداع المصرية

ج. فقدان أي من معياري الحد الأدنى لصافي الربح وحقوق المساهمين لمدة سنتين ماليتين بعد القيد، كما هو موضح بالجدول المبين أدناه

نوع الورقة المقيدة	الشروط المتعلقة بالخسائر وحقوق المساهمين
أسهم الشركات المصرية	لا تقل نسبة صافي الربح قبل خصم الضرائب عن آخر سنة مالية سابقة على طلب القيد عن 5% من رأس المال المدفوع المطلوب قيده، على أن يكون صافي أرباح الشركة قبل خصم الضرائب متولد من ممارسة الشركة لنشاطها المحقق لغرضها الوارد بنظامها الأساسي وبشرط أن لا تقل نسبة صافي الربح قبل الضريبة بعد حسابه على أساس سنوي بالقوائم المالية الدورية المثبت بها رأس المال المطلوب قيده والقوائم المالية الدورية التي تليها - في حالة الانتهاء من إعدادها - عن نسبة 5% من رأس المال مرجحا بالمدة. -لا تقل حقوق المساهمين في آخر قوائم مالية سنوية سابقة على تاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع.
أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة	ألا تقل حقوق المساهمين في آخر قوائم مالية سنوية أو دورية سابقة على تاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع.
شهادات الإيداع المصرية	أن تتوافر في الشركات الأجنبية المطلوب قيد شهادات إيداعها المصرية نسبة الحد الأدنى لصافي الربح و حقوق المساهمين اللازمة لقيد أسهم الشركات المصرية سالف الإشارة إليها

د . انخفاض عدد المساهمين عن عدد معين

نوع الورقة المقيدة	شروط القيد واستمراره
اسهم الشركات المصرية	ألا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 300 مساهم ، مع مراعاة أن تكون الأسهم المخصصة لهؤلاء موزعة في ضوء الضوابط التي تحددها البورصة بهدف التحقق من عدم صورية الطرح
اسهم الشركات المصرية التي تأسست عن طريق طرح أسهمها في اكتتاب ولم تصدر قوائم مالية عن سنتين مالييتين	ألا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 1000 مساهم
اسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة	ألا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 100 مساهم ، مع مراعاة أن تكون الأسهم المخصصة لهؤلاء موزعة في ضوء الضوابط التي تحددها البورصة بهدف التحقق من عدم صورية الطرح
شهادات الإيداع المصرية	ألا يقل العدد عن 150 مالك شهادة
الأسهم الاجنبية	ذات شروط قيد شهادات الإيداع المصرية

ه . كذلك يجوز الشطب في أي من الحالات التالية:

ه = إذا لم تقم الشركة بالوفاء بالتزاماتها الخاصة بالإفصاح.

ه = إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي

ه = إذا تبين أن القيد تم على أساس بيانات غير صحيحة تؤثر في سلامة القيد.

ه = إذا حدث شطب للورقة المالية الأجنبية المقابلة لشهادات الإيداع المصرية المقيدة.

ه = إذا مضت ستة أشهر متصلة دون عقد عمليات تداول، و لا يعد تداولاً في تطبيق هذا البند التعاملات

ه . التي تتم بين اشخاص المجموعة المرتبطة أو بين الاطراف ذات العلاقة أو غيرها من العمليات

ه . الصورية.

ه = إذا لم تقم الشركة بسداد رسوم القيد المقررة.

ه .

ه .

ه .

ه .

ه .

ه .

ه .

ه .

ه .

# المغرب

## تنظيم ادراج الأوراق المالية:

تتولى هيئة الأوراق المالية والبورصة عملية تنظيم إدراج الشركات. علما بأن. التشريع الذي ينظم عملية إدراج الشركات هو قانون البورصة والنظام العام للبورصة. وعملية الإدراج تنحصر فقط على الشركات المساهمة العامة حالياً، ولكن القانون يسمح لكل شركة أسهم الولوج للبورصة (شركات المساهمة، شركات التوصية بالأسهم) لكن عملياً السوق المالي يقتصر حالياً على الشركات المساهمة فقط علما بان عملية الادراج ليست إجبارياً للشركات المساهمة العامة.

## تسعير الأوراق المالية عند إدراجها:

الإطار التشريعي المتعلق بالإدراج لا يتطرق للتسعير بطريقة مباشرة بل من خلال اجبار الشركات تحرير بيان معلومات خاص بعملية الولوج. أحد بنوده مخصص للتسعير (طريقة تقييم الشركة، الفرضيات، النتائج المحصلة وتحديد السعر النهائي المعروف). تجدر الإشارة ان بيان المعلومات يخضع لتأشيرة الهيئة المغربية لسوق الرساميل قبل عرضه على العموم. الأسلوب المستخدم في تسعير الأوراق المالية عند إدراجها هو تستعين الشركة بمستشار مالي مستقل وتعرض الطريقة والنتائج في بيان المعلومات المشار اليه سابقاً.

تعتمد سوق البورصة نظام تداول يقيد أسعار التداول داخل سقفين (سقف اعلى وسقف ادنى). تحدد الأسقف باحتساب (زائد وناقص) % 10 على سعر الولوج خلال أول جلسة تداول وعلى سعر الإغلاق في الجلسات اللاحقة.

## تنظيم شطب الشركات المدرجة:

تقوم هيئة الأوراق المالية و السوق المالية بمراقبة وتنظيم آليات الشطب للشركات المدرجة في المغرب من خلال قانون بورصة القيم المنقولة (قانون الأوراق المالية)، علما بأن التشريعات النافذة تسمح للشركات بشطب إدراجها اختيارياً من السوق المالي وقد تم شطب شركتان خلال الفترة 2015 – 2017.

## الشطب الاختياري للشركات المدرجة:

لا تتطلب عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة قرار خاص من الجمعية العامة للشركة. إنما توجد فترة زمنية وإجراءات تخص تقديم مستندات الشطب الاختياري حيث إنه بموجب قانون العروض العمومية على

الأسهم المسعرة في البورصة يتعين على المالكين لأغلبية رأس مال الشركة المعنية بالشطب إيداع عرض عمومي للاقتناء قبل الشطب الفعلي. الإسقاط العملي يتم على مراحل محددة زمنياً: 10 أيام لدراسة قبول العرض من قبل الهيئة (تعليق التداول في البورصة خلال هذه الفترة) – تليها فترة تنظيم العرض (يحددها صاحب الطلب و تتراوح بين اسبوعين و اربع اسابيع تقريبا حسب حجم العملية) يكون خلالها التداول مفتوحاً – بعد اقفال العرض يبقى التداول مفتوحاً مدة 40 حصة تقريبا قبل الشطب النهائي.

والجدير بالذكر أنه لا يتم الاعتماد على نموذج محدد إنما تقوم الشركات بتقديم طلب الشطب الاختياري.

بالإضافة إلى أنه لا توجد مهلة تنظيمية على الجهة المختصة الالتزام بها لإصدار قرار الشطب الاختياري للشركة مقدمة الطلب، كما لا توجد حالات يتم من خلالها تأجيل قرار البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري من قبل الجهات المختصة. تتمثل أهم أسباب الشطب الاختياري في الآتي:

1- ضعف كميات وقيم التداول.

2- القيمة الدفترية ومقارنتها في القيمة السوقية

### الشطب الإجباري للشركات المدرجة

تتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري للشركات فيما يلي:

1- في حالات الاستحواذ أو الاندماج

2- إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي

## ملحق رقم (2)

استبيان حول تسعير الشركات عند إدراجها

وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة



استبيان

## تسعير الشركات عند إدراجها وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة

اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية

دبي / دولة الإمارات العربية المتحدة

أغسطس / آب 2017

## تسعير الشركات عند إدراجها وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة

مقدمة:

في ضوء قرار مجلس الاتحاد في اجتماعه الحادي عشر الذي عقد بمدينة تونس وبرنامج عمل الاتحاد لعام 2017، تم تشكيل فريق عمل من أعضاء الاتحاد مكلف بإعداد دراسة عن موضوع تسعير الشركات عند إدراجها وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة وقد تم إعداد هذا الاستبيان لهذا الغرض.

يرجى التكرم بإكمال الاستبيان وإرساله للأمانة العامة للاتحاد **قبل تاريخ 2017/08/31** على البريد الإلكتروني [info@uasa.ae](mailto:info@uasa.ae) وذلك لكي يتم دراسة الإجابات وتحليلها للتوصل إلى تقرير شامل حول هذا الموضوع.

اسم الهيئة	
اسم الشخص المسؤول عن إكمال الاستبيان	
البريد الإلكتروني للشخص المسؤول عن إكمال الاستبيان	
رقم الهاتف	
التاريخ	

## أولاً: تسعير أسهم الشركات عند إدراجها بالسوق المالي

1. ما هو التشريع الذي ينظم عملية إدراج الشركات لدى السوق المالي؟

- أ . قانون الشركات
- ب . قانون الأوراق المالية / قانون هيئة الأوراق المالية
- ج . تعليمات خاصة
- د . أخرى، يرجى تحديدها

---

---

2. هل تنحصر عملية الإدراج بالشركات المساهمة العامة؟

- أ . نعم
- ب . لا

3. إذا كانت الإجابة على السؤال الثاني بـ (لا)، أرجو بيان ماهية الشركات الأخرى المدرجة بالسوق.

---

---

4. من هي الجهة التي تتولى عملية تنظيم الإدراج والموافقة عليه؟

- أ . هيئة الأوراق المالية
- ب . السوق المالية / البورصة
- ج . هيئة الأوراق المالية والبورصة
- د . أخرى، يرجى تحديدها

---

---

5. هل عملية إدراج الشركات المساهمة العامة بالسوق المالية إجبارية؟

- أ . نعم
- ب . لا

6. ما هو الإطار التشريعي الذي يحدد تسعير الشركات عند إدراجها؟

- أ . محدد بموجب القانون
  - ب . محدد بموجب تعليمات الإدراج
  - ج . محدد بتعليمات التداول
  - د . أخرى، يرجى تحديدها
- 
- 

7. ما هو الأسلوب المستخدم في تسعير الأوراق المالية عند إدراجها؟

- أ . تدرج بالقيمة الإسمية للسهم
  - ب . تدرج حسب تقييم جهة معتمدة بالتقييم
  - ج . تدرج بالسعر الذي يحدده السوق خلال قوى العرض والطلب
  - د . أخرى، يرجى تحديدها
- 
- 

8. إذا كانت الإجابة على السؤال السابق بالبند (ب)، فما هي الجهة المعتمدة لتقييم سعر الشركة الجديدة عند إدراجها؟

- أ . مدقق الحسابات الخارجي
  - ب . لجنة يتم تشكيلها لهذه الغاية
  - ج . لجنة تحدده بموجب التشريعات
  - د . أخرى، يرجى تحديدها
- 
- 

9. من هي الجهة التي توافق على تشكيل لجنة التقييم – إن وجدت – واعتماد نتائج تقييمها؟

- أ . الجهة الحكومية المسؤولة (وزارة / دائرة)
  - ب . هيئة الأوراق المالية
  - ج . السوق المالية / البورصة
  - د . أخرى، يرجى تحديدها
- 
-

10. إذا كان تسعير أسهم الشركات عند إدراجها يتم بموجب آليات السوق (العرض والطلب)، فمن هي الجهة المسؤولة عن تنظيم ذلك؟

- أ . السوق المالية
  - ب . هيئة الأوراق المالية
  - ج . السوق المالية وهيئة الأوراق المالية
  - د . أخرى، يرجى تحديدها
- 
- 

11. هل هناك سقف أو حدود على تحركات سعر السهم للشركات الجديدة عند إدراجها؟

- أ . نعم
- ب . لا

12. إذا كانت الإجابة على السؤال السابق بـ (نعم)، ما هي طبيعة هذه الحدود؟

- أ . سقف مرتبط بالقيمة الاسمية بحيث لا يتجاوز السعر السوقي عند الإدراج نسبة محددة من القيمة الاسمية
  - ب . تحديد نسبة ارتفاع محددة لسعر السهم خلال فترة معينة
  - ج . سقف مرتبطة بمؤشرات أخرى، يرجى تحديدها
- 
- 

### ثانياً: إشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة

1. ما هو التشريع الذي ينظم آليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة؟

- أ . قانون الشركات
  - ب . قانون الأوراق المالية / قانون هيئة الأوراق المالية
  - ج . تعليمات خاصة
  - د . أخرى، يرجى تحديدها
- 
-

2. من هي الجهة التي تتولى مراقبة وتنظيم عمليات الشطب للشركات المدرجة؟

- أ . هيئة الأوراق المالية
  - ب . السوق المالية
  - ج . هيئة الأوراق المالية والسوق المالية
  - د . أخرى، يرجى تحديدها
- 
- 

3. هل تسمح التشريعات النافذة لديكم للشركات بشطب إدراجها اختيارياً من السوق المالي؟

- أ . نعم
- ب . لا

4. إذا كانت الإجابة على السؤال السابق بـ (نعم)، فهل هناك شروط محددة لذلك؟

- أ . نعم
- ب . لا

5. إذا كانت الإجابة على السؤال السابق بـ (نعم)، فما هي هذه الشروط؟

- أ . تدني نسبة الأسهم الحرة (يرجى ذكر النسبة، إن وجدت)
  - ب . انخفاض عدد المساهمين عن حد معين (يرجى ذكر العدد المعتمد)
  - ج . انخفاض رأس المال عن حد معين
  - د . أخرى، يرجى تحديدها
- 
- 

6. هل تتطلب عملية الشطب الاختياري للشركات المدرجة قرار من الجمعية العامة للشركة؟

- أ . نعم
- ب . لا

7. إذا كانت الإجابة على السؤال السابق بـ (نعم)، يرجى تحديد نوع الجمعية العامة.

- أ . عادية
- ب . غير عادية

8. هل يتم اعتماد محضر اجتماع الجمعية العامة للشركة من الجهات المختصة؟

أ . نعم

ب . لا

9. إذا كانت الإجابة على السؤال السابق بـ (نعم)، يرجى تحديد الجهة أو الجهات المختصة بالاعتماد.

---

---

10. هل يوجد نموذج معتمد من الجهات المختصة تقوم الشركات من خلاله بتقديم طلب الشطب الاختياري؟

أ . نعم

ب . لا

11. هل توجد فترة زمنية بما يخص تقديم مستندات الشطب الاختياري؟

أ . نعم

ب . لا

12. إذا كانت الإجابة على السؤال السابق بـ (نعم)، يرجى تحديد الفترة الزمنية.

---

---

13. هل يوجد فترة زمنية ما بين تنفيذ خطوات/إجراءات الشطب الاختياري؟

أ . نعم

ب . لا

14. إذا كانت الإجابة على السؤال السابق بـ (نعم)، يرجى تحديد الخطوات/الإجراءات مع فترات الزمنية.

---

---

15. هل يوجد مهلة تنظيمية على الجهة المختصة الالتزام بها لإصدار قرار الشطب الاختياري للشركة مقدمة

الطلب؟

أ . نعم

ب . لا

16. إذا كانت الإجابة على السؤال السابق بـ (نعم)، يرجى تحديد المهلة التنظيمية.

---

---

17. هل يوجد شروط وضوابط خاصة بالعدول عن طلب الشركة بالشطب الاختياري؟ (إن وجدت)

- أ . نعم
- ب . لا

18. هل يوجد نظم وإجراءات قامت بوضعها الجهات المختصة لحماية حقوق المساهمين بعد شطب الشركة اختياريًا؟

- أ . نعم
- ب . لا

19. إذا كانت الإجابة على السؤال السابق بـ (نعم)، يرجى تحديد تلك النظم والإجراءات.

---

---

20. هل توجد حالات تم من خلالها تأجيل قرار البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري من قبل الجهات المختصة؟

- أ . نعم
- ب . لا

21. إذا كانت الإجابة على السؤال السابق بـ (نعم)، يرجى تحديد تلك الحالات.

---

---

22. هل يتم البت في طلب الشركة بالشطب الاختياري وهي في الوقت نفسه موقوفة أسهمها عن التداول؟

- أ . نعم
- ب . لا

23. يتمثل أهم أسباب الشطب الإجباري للشركات ما يلي: (يمكن اختيار أكثر من بند)

- 1- وصول الخسائر إلى نسبة معينة من حقوق المساهمين (يرجى ذكر النسبة، إن وجدت)
- 2- انخفاض عدد المساهمين عن عدد معين (يرجى ذكر العدد، إن وجد)
- 3- تكرار المخالفات، بما في ذلك الإفصاح
- 4- توقف النشاط القيمي للشركات
- 5- انخفاض رأس المال عن الحد الأدنى المطلوب
- 6- في حالات الاستحواذ أو الاندماج
- 7- إذا انقضت الشركة بموجب حكم قضائي
- 8- أخرى، يرجى تحديدها

---

---



24. يتمثل أهم أسباب الشطب الاختياري للشركات ما يلي: (يمكن اختيار أكثر من بند)

- 3- ضعف كميات وقيم التداول
- 4- القيمة الدفترية ومقارنتها في القيمة السوقية
- 5- التكاليف والالتزامات المالية وفق متطلبات الجهات المختصة
- 6- الإجراءات والالتزامات الرقابية
- 7- أخرى، يرجى تحديدها

---

---

25. ما هو عدد الشركات التي تم شطبها خلال السنوات الثلاث الماضية؟

2017	2016	2015	
			شطب إجباري
			شطب اختياري
			المجموع

### ملحق رقم (3)

نتائج الاستبيان حول تسعير الشركات عند إدراجها  
وإشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة

أولاً: تسعير أسهم الشركات عند إدراجها بالسوق المالي

Authority / الجهة																رقم السؤال
مجموع الإجابات Total of Responses	المغرب Morocco	مصر Egypt	ليبيا Libya	لبنان Lebanon	الكويت Kuwait	قطر Qatar	فلسطين Palestine	سلطنة عمان Oman	العراق Iraq	سوريا Syria	السعودية KSA	الجزائر Algeria	تونس Tunis	الإمارات UAE	الأردن Jordan	Question no.
A = 2	A	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	A	A	A	A	A	A	A	A	A	<b>A</b>	A	1
B = 8	<b>B</b>	<b>B</b>	<b>B</b>	<b>B</b>	<b>B</b>	<b>B</b>	B	<b>B</b>	<b>B</b>	B	<b>B</b>	B	<b>B</b>	B	B	
C = 4	<b>C</b>	<b>C</b>	<b>C</b>	<b>C</b>	C	C	C	C	C	<b>C</b>	C	C	C	C	<b>C</b>	
D = 7	<b>D</b>	D	<b>D</b>	<b>D</b>	D	<b>D</b>	<b>D</b>	D	D	D	<b>D</b>	<b>D</b>	<b>D</b>	<b>D</b>	D	
YES = 5	<b>YES</b>	YES	<b>YES</b>	<b>YES</b>	YES	YES	<b>YES</b>	<b>YES</b>	YES	YES	<b>YES</b>	<b>YES</b>	YES	YES	YES	2
NO = 8	NO	<b>NO</b>	<b>NO</b>	<b>NO</b>	<b>NO</b>	<b>NO</b>	NO	NO	<b>NO</b>	<b>NO</b>	NO	NO	<b>NO</b>	<b>NO</b>	<b>NO</b>	
																3
A = 4	A	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	A	A	A	A	<b>A</b>	A	A	A	A	4
B = 4	B	<b>B</b>	<b>B</b>	<b>B</b>	B	B	B	<b>B</b>	B	<b>B</b>	B	B	B	B	<b>B</b>	
C = 7	<b>C</b>	C	<b>C</b>	<b>C</b>	<b>C</b>	<b>C</b>	<b>C</b>	C	<b>C</b>	C	C	<b>C</b>	<b>C</b>	<b>C</b>	C	
D = 2	D	D	<b>D</b>	<b>D</b>	D	D	D	D	D	D	<b>D</b>	<b>D</b>	D	D	D	
YES = 8	YES	<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>YES</b>	YES	<b>YES</b>	YES	YES	YES	<b>YES</b>	<b>YES</b>	5
NO = 5	<b>NO</b>	NO	<b>NO</b>	<b>NO</b>	NO	NO	NO	NO	<b>NO</b>	NO	<b>NO</b>	<b>NO</b>	<b>NO</b>	NO	NO	
A = 2	A	A	<b>A</b>	<b>A</b>	A	A	A	<b>A</b>	A	A	A	A	A	<b>A</b>	A	6
B = 4	<b>B</b>	<b>B</b>	<b>B</b>	<b>B</b>	B	B	B	B	B	B	<b>B</b>	B	<b>B</b>	B	B	
C = 4	C	C	<b>C</b>	<b>C</b>	<b>C</b>	<b>C</b>	<b>C</b>	C	<b>C</b>	C	C	C	<b>C</b>	C	C	
D = 8	<b>D</b>	<b>D</b>	<b>D</b>	<b>D</b>	D	<b>D</b>	<b>D</b>	<b>D</b>	D	<b>D</b>	<b>D</b>	<b>D</b>	D	D	<b>D</b>	

A = 0	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	7
B = 7	B	<del>B</del>	B	B	<del>B</del>	<del>B</del>	B	B	B	B	<del>B</del>	<del>B</del>	<del>B</del>	<del>B</del>	B	
C = 5	C	C	C	C	C	C	<del>C</del>	C	C	<del>C</del>	C	<del>C</del>	C	C	<del>C</del>	
D = 5	<del>D</del>	D	D	D	D	<del>D</del>	D	<del>D</del>	<del>D</del>	D	D	<del>D</del>	D	D	D	
A = 1	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	<del>A</del>	A	A	A	8
B = 0	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	
C = 0	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	
D = 8	<del>D</del>	<del>D</del>	D	D	D	<del>D</del>	D	D	D	D	<del>D</del>	<del>D</del>	<del>D</del>	<del>D</del>	<del>D</del>	
A = 0	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	9
B = 1	B	B	B	B	B	<del>B</del>	B	B	B	B	B	B	B	B	B	
C = 0	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	
D = 3	D	D	D	D	D	<del>D</del>	D	D	D	D	D	<del>D</del>	D	D	<del>D</del>	
A = 6	A	A	A	A	<del>A</del>	<del>A</del>	<del>A</del>	A	A	<del>A</del>	A	<del>A</del>	A	A	<del>A</del>	10
B = 0	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	
C = 0	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	
D = 0	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	
YES = 10	<del>YES</del>	YES	YES	YES	YES	YES	<del>YES</del>	<del>YES</del>	<del>YES</del>	<del>YES</del>	<del>YES</del>	<del>YES</del>	<del>YES</del>	<del>YES</del>	<del>YES</del>	11
NO = 4	NO	<del>NO</del>	NO	NO	<del>NO</del>	<del>NO</del>	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	<del>NO</del>	
A = 1	A	<del>A</del>	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	12
B = 4	B	<del>B</del>	B	B	B	B	B	<del>B</del>	B	B	B	B	<del>B</del>	<del>B</del>	B	
C = 9	<del>C</del>	<del>C</del>	C	C	C	C	<del>C</del>	<del>C</del>	<del>C</del>	<del>C</del>	<del>C</del>	<del>C</del>	C	C	<del>C</del>	

ثانياً: إشكاليات الشطب الاختياري والإجباري للشركات المدرجة

Authority / الجهة																رقم السؤال Question no.
مجموع الاجابات Total of Responses	المغرب Morocco	مصر Egypt	ليبيا Libya	لبنان Lebanon	الكويت Kuwait	قطر Qatar	فلسطين Palestine	سلطنة عمان Oman	العراق Iraq	سوريا Syria	السعودية KSA	الجزائر Algeria	تونس Tunis	الإمارات UAE	الأردن Jordan	
A = 2	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	1
B = 5	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	
C = 4	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	
D = 7	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	
A = 5	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	2
B = 2	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	
C = 6	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	
D = 1	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	
YES = 11	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	3
NO = 2	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	
YES = 7	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	4
NO = 4	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	

A = 2	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	5
B = 1	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	
C = 1	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	
D = 7	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	
YES = 9	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	6
NO = 2	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	
A = 2	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	7
B = 8	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	
YES = 6	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	8
NO = 3	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	
																9
YES = 3	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	10
NO = 8	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	
YES = 1	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	11
NO = 10	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	
																12
YES = 3	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	13

NO = 8	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	14
YES = 1	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	15
NO = 11	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	16
YES = 2	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	17
NO = 8	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	18
YES = 5	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	19
NO = 5	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	20
YES = 2	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	21
NO = 9	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	22
YES = 6	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	23
NO = 4	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	23
A = 5	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	23
B = 3	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	23
C = 7	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	23

D = 5	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	
E = 4	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	
F = 8	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	F	
G = 10	G	G	G	G	G	G	G	G	G	G	G	G	G	G	G	
H = 9	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	H	
A = 5	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	
B = 4	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	
C = 3	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	C	24
D = 3	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	D	
E = 3	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	
																25