

The Legal Effects of Privatizing Public Companies through Private Placement

Safa Mahmoud Abdul Jabbar Al-Marjani

Omar Natiq Yahya

College of Law – University of Misan

Abstract:

The privatization of public companies through private placement is considered one of the modern mechanisms adopted by states to achieve economic reform and restructure financially distressed public enterprises. This is accomplished through transferring part of their ownership or management to qualified investors in accordance with specific legal and regulatory frameworks. Such an approach aims to enhance operational efficiency, improve financial performance, and attract capital as well as technical and administrative expertise. The significance of this study lies in examining the legal and regulatory implications arising from the private placement process, particularly with regard to the obligations imposed on the issuer and regulatory authorities, and the extent to which these obligations contribute to investor protection and the promotion of transparency within the securities market. The study also addresses the impact of qualified investors

joining privatized companies and the resulting changes in ownership structure, corporate governance, and management systems.

Keywords: Privatization, Public Companies, Private Placement, Qualified Investors.



<https://doi.org/10.66734/hv98rq23>

1: Email safa.mahoud.law@gmail.com

2 : Email: omar_natik@uomisan.edu.iq

Submitted: 2-5-2026

Revised: 4-6-2026

Accepted: 7-6-2026

Published: 1-9-2026

Authors: 2026, College of Law - Sumer University. This is an open- access article under the CC BY 4.0 (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.ar>)



الآثار القانونية لخصخصة الشركات العامة عبر الطرح الخاص

أ.د. عمر ناطق يحيى

الباحثة: صفا محمود عبد الجبار المرجاني

كلية القانون/ جامعة ميسان

كلية القانون/ جامعة ميسان

الملخص

تعد خصخصة الشركات العامة عبر الطرح الخاص من الوسائل الحديثة التي اتجهت إليها الدول لتحقيق الإصلاح الاقتصادي وإعادة هيكلة الشركات العامة المتعثرة، وذلك من خلال نقل ملكية جزء من أسهمها أو إدارتها إلى مستثمرين مؤهلين وفق ضوابط قانونية وتنظيمية محددة. ويهدف هذا الأسلوب إلى تعزيز الكفاءة التشغيلية، وتحسين الأداء المالي، واستقطاب رؤوس الأموال والخبرات الفنية والإدارية. وتكمن أهمية البحث في بيان الآثار القانونية والتنظيمية التي تترتب على عملية الطرح الخاص، ولاسيما ما يتعلق بالتزامات الطارح والجهات الرقابية، ومدى انعكاس ذلك على حماية المستثمرين وتحقيق الشفافية في سوق الأوراق المالية. كما يتناول البحث أثر انضمام المستثمرين المؤهلين إلى الشركات التي تمت خصخصتها، وما يترتب على ذلك من تغير في هيكل الملكية والإدارة والحوكمة.

الكلمات المفتاحية: الخصخصة، الشركات العامة، طرح خاص، المستثمرين المؤهلين.

المقدمة

أولاً : التعريف بموضوع البحث :

شهدت العقود الأخيرة توسعاً ملحوظاً في توجه الدول نحو خصخصة الشركات العامة بوصفها إحدى الوسائل الإصلاحية الرامية إلى معالجة الاختلالات الاقتصادية والإدارية التي تعاني منها تلك الشركات، ولاسيما في ظل تزايد أعباء الإنفاق العام وضعف الكفاءة التشغيلية لبعض المرافق الاقتصادية. وقد اتخذت الخصخصة صوراً متعددة، من أبرزها الخصخصة عبر الطرح الخاص، التي تقوم على بيع الأسهم أو نقل جزء من ملكية الشركات العامة إلى فئة محددة من المستثمرين المؤهلين وفق إجراءات قانونية وتنظيمية دقيقة، ويتميز الطرح الخاص بمرونته وسرعة إجراءاته مقارنة بالطرح العام، فضلاً عن قدرته على استقطاب مستثمرين يمتلكون الخبرة الفنية والقدرة المالية اللازمة لإعادة هيكلة الشركات العامة وتحسين أدائها.

ثانيا: أهمية البحث:

تتجلى أهمية البحث في أن الطرح الخاص أصبح من الوسائل المعتمدة في خصخصة الشركات العامة لما يوفره من مرونة وسرعة في جذب المستثمرين المؤهلين القادرين على إعادة هيكلة الشركات المتعثرة وتحسين كفاءتها التشغيلية، كما تكمن أهميته في الدور الذي تؤديه قواعد الإفصاح والرقابة القانونية في حماية المستثمرين وتحقيق الشفافية ومنع حالات الغش والتضليل في أسواق الأوراق المالية.

ثانيا: إشكالية البحث

تتمثل إشكالية البحث في مدى كفاية التنظيم القانوني لخصخصة الشركات العامة عبر الطرح الخاص في تحقيق التوازن بين متطلبات الإصلاح الاقتصادي وجذب الاستثمارات من جهة، وضمان حماية المال العام وحقوق المستثمرين وتحقيق الشفافية والرقابة القانونية الفعالة من جهة أخرى، ولاسيما في ظل اتساع الآثار القانونية والتنظيمية المترتبة على انتقال ملكية الشركات العامة إلى القطاع الخاص وبناء على ذلك ينبثق عدد من الأسئلة الفرعية منها ما يأتي:

١- ما مدى كفاية الالتزامات القانونية المفروضة على الطارح في عملية الطرح الخاص لتحقيق الإفصاح والشفافية وحماية المستثمرين؟

٢- ما الدور الذي تؤديه الجهات الرقابية في الإشراف على عمليات الطرح الخاص، ومدى فاعلية سلطاتها في منع الغش والتضليل والتلاعب في سوق الأوراق المالية؟

٣- ما الآثار القانونية المترتبة على انضمام المستثمرين المؤهلين إلى الشركات العامة التي تمت خصصتها عبر الطرح الخاص، ولاسيما فيما يتعلق بهيكل الملكية والإدارة والحوكمة؟

ثالثا: نطاق البحث

ينطوي نطاق هذا البحث على دراسة الآثار القانونية المترتبة على خصخصة الشركات العامة عبر أسلوب الطرح الخاص، بوصفه أحد الأساليب الحديثة التي تلجأ إليها الدول لتحقيق الإصلاح الاقتصادي وإعادة هيكلة الشركات العامة المتعثرة، ويركز البحث على بيان الالتزامات القانونية المترتبة على أطراف عملية الطرح الخاص، فضلاً عن دراسة الآثار القانونية والتنظيمية التي تترتب على انضمام المستثمرين المؤهلين إلى الشركات التي تمت خصصتها.

رابعا: منهجية البحث

سيعتمد البحث المنهج التحليلي المقارن بوصفه المنهج الرئيس فيه، وذلك من خلال توظيفه في تحليل النصوص القانونية المنظمة لخصخصة الشركات العامة وآلية الطرح الخاص، مع إجراء دراسة مقارنة بين كلِّ

من القانون المصري والقانون السعودي والقانون الأمريكي والقانون العراقي، بهدف بيان أوجه الاتفاق والاختلاف بينها، ومدى كفاية التنظيم القانوني لكل منها في معالجة الجوانب المرتبطة بخصخصة الشركات العامة عبر الطرح الخاص.

رابعاً: خطة البحث

اقتضت طبيعة البحث تقسيمه إلى مبحثين رئيسيين، يتناول المبحث الأول الآثار المترتبة على عملية الطرح الخاص لخصخصة الشركات العامة، من خلال بيان الالتزامات القانونية المترتبة على أطراف عملية الطرح الخاص والرقابة القانونية المفروضة عليها. أما المبحث الثاني فيتناول الآثار القانونية المترتبة على خصخصة الشركات العامة عبر الطرح الخاص، من خلال دراسة أثر انضمام المستثمرين المؤهلين إلى الشركات المخصصة، فضلاً عن بيان أثر الطرح الخاص على نشاط الشركة المخصصة.

المبحث الأول

الآثار المترتبة على عملية الطرح الخاص لخصخصة الشركات العامة

تمثل عملية الطرح الخاص في سياق خصخصة الشركات العامة إحدى الآليات القانونية والاقتصادية التي تلجأ إليها الدول لإعادة هيكلة ملكية الشركات المتعثرة، وتعزيز كفاءتها التشغيلية، من خلال إشراك القطاع الخاص بصورة انتقائية ومدروسة، ولا يقتصر أثر هذا النوع من الطرح على مجرد نقل الملكية أو توفير التمويل، بل يمتد ليشمل مجموعة من الآثار القانونية والتنظيمية التي تنعكس على مختلف أطراف العملية، وعلى هيكل الشركة الطارحة ذاتها ومن ثم، فإن دراسة آثار الطرح الخاص تكتسب أهمية خاصة، لكونها تكشف عن التحولات التي تطرأ على المركز القانوني للأطراف المعنية، ومدى تحقيق هذا الأسلوب لأهداف الخصخصة .

وعليه يتناول هذا المبحث دراسة آثار الطرح الخاص لخصخصة الشركات العامة من خلال مطلبين، نخصص أولهما لبيان الالتزامات المفروضة على أطراف عملية الطرح الخاص، في حين يتناول المطلب الثاني آثار الطرح الخاص لخصخصة الشركات العامة بالنسبة لأطرافها وكما يأتي:

المطلب الأول

الالتزامات المفروضة على أطراف عملية الطرح الخاص لخصخصة الشركات العامة

نظم المشرع عملية الطرح الخاص في إطار خصخصة الشركات العامة من خلال إقرار مجموعة من الالتزامات القانونية التي تقع على عاتق الأطراف المشاركة في هذه العملية، بما يضمن تحقيق الشفافية

والإفصاح وحماية المتعاملين في السوق، وعليه سوف نتناول في هذا المطلب الالتزامات المترتبة على أطراف عملية الطرح الخاص، وذلك على فرعين نخصص الأول التزامات الطارح في عملية الطرح الخاص لخصخصة الشركات العامة، أما الثاني التزامات الهيئة العامة في عملية الطرح الخاص لخصخصة الشركات العامة وكما يأتي:

الفرع الأول

التزامات الطارح في عملية الطرح الخاص لخصخصة الشركات العامة

تعد عملية الطرح الخاص إحدى الآليات المهمة التي تلجأ إليها الدول في إطار برامج خصخصة الشركات العامة^(١) حيث تسمح ببيع أسهم الشركات العامة المتعثرة إلى عدد من المستثمرين المؤهلين^(٢) دون اللجوء إلى إلى غيرها من العمليات، ونظراً لما قد يترتب على هذه العملية من آثار مالية واقتصادية وقانونية مهمة، فقد حرصت التشريعات المختلفة على فرض مجموعة من الالتزامات على عاتق الطارح، وذلك بهدف ضمان الشفافية، وتحقيق الإفصاح الكافي للمستثمرين، ومنع أي ممارسات قد تضر بعدالة السوق أو بمصالح المتعاملين فيه.

وفي هذا الإطار، تتباين التشريعات المقارنة في تحديد نطاق هذه الالتزامات، إلا أنها تتفق في جوهرها على إلزام الطارح بالقيام بمجموعة من الواجبات التي يكون ملزم بالقيام بيها منها ما يلي:

نظم القانون المصري، الالتزامات التي تقع على عاتق الطارح ومن أهم الالتزامات التي يلتزم بها الطارح في هذا الإطار هو ما نصت عليه دليل الطرح الخاص الصادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المصرية رقم ٣١ لسنة ٢٠٠٢، والصادر بشأن وضع مبادئ واسس لعمليات الطرح الخاص، على أنه "يقوم صاحب الأسهم والذي يرغب في عرض أسهمه للبيع عن طريق الطرح الخاص، بإخطار كل من الشركة والبورصة والهيئة العامة للرقابة المالية برغبته في الطرح، ويجب أن يتضمن الإخطار البيانات التالية:

١. اسم مقدم الطلب وصفته وما إذا كان مساهماً أو مؤسساً أو عضواً بمجلس الإدارة أو مديراً. ٢- عدد الأسهم التي يملكها في الشركة ونسبتها إلى مجموع عدد الأسهم المصدرة والقدر المسدد منها. ٣- نوع الأسهم المراد طرحها في طرح خاص، ما إذا كانت أسهم عادية أو ممتازة، وما إذا كانت أسهما نقدية أو عينية. ٤- طبيعة ونوعية الجهات أو الأشخاص المخاطبين بهذا الطرح. ٥- مبررات الطرح. ٦- صورة من الطلب المقدم لكل من شركة مصر للمقاصة والبورصة بتجميد الأوراق المالية موضوع الطرح الخاص لحين تنفيذ عملية الطرح. ٧- نطاق السعر المقترح للطرح. ٨- الموعد المقترح للطرح بحيث لا يتجاوز ثلاثة شهور من تاريخ تقديم الطلب. ٩- اسم المروج المقترح للقيام بعملية الطرح.

ويقوم طالب الطرح بالنقد بطرح الخاص إلى الهيئة، مرفقاً به كافة المستندات اللازمة، وذلك قبل الموعد المقترح للطرح بأسبوعين على الأقل في حالة تقديم الطلب في السوق الثانية، ويرفق بمذكرة المعلومات شهادة مراقب الحسابات، بصحة البيانات المالية الواردة بالمذكرة ومطابقتها لمتطلبات القانون واللائحة التنفيذية وشهادة من المستشار القانوني للشركة، توضح قانونية عملية الطرح الخاص، وعدم مخالفتها لأحكام القانون السارية وتدعم مذكرة المعلومات بكافة المستندات المؤيدة التي تطلبها الهيئة .

نلاحظ من النص أعلاه أن المشرع المصري، أحاط عملية الطرح الخاص بإطاراً إجرائياً دقيقاً يثقل كاهل الطارح بجملة من الالتزامات القانونية، المتمثلة بالزام صاحب الأسهم بإخطار كل من الشركة والبورصة والهيئة العامة للرقابة المالية يعد مدخلاً أساسياً لإخضاع العملية للرقابة، بما يتيح تتبعها منذ مراحلها الأولى والتأكد من توافقها مع القواعد المنظمة للسوق المالية. ولا يقف الأمر عند حد الإخطار، بل يمتد إلى ضرورة تضمينه بيانات جوهرية تمكن الجهات الرقابية من تكوين صورة متكاملة عن طبيعة الطرح وأطرافه وأهدافه.

وفي هذا السياق، يضطلع الطارح بالتزام جوهرى بالإفصاح المفصل عن صفته القانونية وعلاقته بالشركة، وعدد الأسهم محل الطرح ونسبتها، ونوعها، فضلاً عن تحديد الفئة المستهدفة من المستثمرين ومبررات الطرح ونطاق السعر المقترح وتوقيته، وتعد هذه البيانات أدوات تحليلية تمكن الجهات المختصة من تقييم الأثر المحتمل للطرح على هيكل الملكية وتوازن القوى داخل الشركة، ورصد أي مؤشرات على نقل السيطرة أو إعادة توزيعها بصورة قد تثير شبهة الإضرار بمصالح المساهمين.

كما يلتزم الطارح باتخاذ إجراءات تحفظية، من أبرزها تجميد الأوراق المالية محل الطرح، وهو ما يهدف إلى منع أي تصرفات قد تؤثر على استقرار السعر، ويضاف إلى ذلك التزامه بتقديم طلب الطرح مرفقاً بمذكرة معلومات مدعومة بشهادات مهنية، سواء من مراقب الحسابات الذي يقر بصحة البيانات المالية، أو من المستشار القانوني الذي يؤكد مشروعية العملية وعدم تعارضها مع أحكام القانون، وهو ما يعكس توجهاً نحو تحميل الطارح مسؤولية مضاعفة في ضمان دقة وسلامة كافة عناصر الطرح.

وعند ربط هذه الالتزامات بموضوع خصخصة الشركات العامة عبر الطرح الخاص، تتجلى أهميتها بصورة أوضح، إذ يتحول الطارح في هذه الحالة إلى فاعل رئيسي في عملية نقل ملكية أصول عامة إلى القطاع الخاص ومن ثم، فإن التزامه بالإفصاح الدقيق والمسبق عن مبررات الطرح ونطاق السعر وتحديد المستثمرين المستهدفين، يعد ضماناً أساسية لتحقيق الشفافية ومنع بيع الأصول العامة بأقل من قيمتها

الحقيقية، كما أن اشتراط تقديم شهادات مهنية يعزز من موثوقية المعلومات المقدمة، ويحدّ من مخاطر التلاعب أو تضليل المستثمرين، لا سيما في ظل الطبيعة الانتقائية للطرح الخاص.

فيما يخص موقف القانون السعودي، من الالتزامات المفروضة على الطارح، فانه يفرض التزامات يجب على الطارح القيام بها منها ما نصت عليه المادة (١٠ فقره هـ) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة الصادر عن مجلس هيئة السوق المالية لسنة ٢٠٢٣، على أنه " يجب على الطارح أو مؤسسة السوق المالية خلال فترة أقصاها عشرة أيام من اكتمال الطرح أن يقدم إلى الهيئة قائمة بفئات الأشخاص المشتريين للأوراق المالية وتفاصيل المتحصلات".

المادة أعلاه تفرض الالتزام بتقديم تقارير بعد انتهاء عملية الطرح الخاص، يلتزم الطارح أو مؤسسة السوق المالية بتقديم تقرير إلى هيئة السوق المالية السعودية يتضمن فئات المستثمرين الذين قاموا بالطرح، وإجمالي المبالغ التي تم جمعها من عملية الطرح، ويجب تقديم هذا التقرير خلال مدة عشر أيام من انتهاء الطرح.

اما المادة (١٠ فقره ب) من قواعد طرح الأوراق المالية و الالتزامات المستمرة الصادر عن مجلس هيئة السوق المالية لسنة ٢٠٢٣، نصت على " إذا طرأ تغير جوهري على مستندات الطرح بعد تاريخ تقديم المتطلبات المنصوص عليها في الفقرة (أ) من هذه المادة إلى الهيئة وقبل بدء عملية الطرح أو بعد بدء عملية الطرح وقبل انتهائها، فيجب على الطارح إشعار الهيئة فور علمه بذلك التغير ويجوز للهيئة في هذه الحالة ووفقاً لتقديرها أن تطلب من الطارح إعادة تقديم مستندات الطرح، كذلك يجوز لها إعادة فرض فترة الأيام العشرة المنصوص عليها في الفقرة الفرعية (٢) من الفقرة (أ) من هذه المادة".

نلاحظ ان المادة أعلاه إشارة الى الزام الطارح بالإفصاح الفوري، حيث ان النص يلزم الطارح بتبليغ هيئة السوق المالية فور علمه بأي تغير جوهري وهذا يعني أن أي معلومة قد تؤثر على قرار المستثمر أو على سعر الطرح لا يمكن إخفاؤها، حتى لو كان الطرح قد بدأ بالفعل، ويستفاد من ذلك أن التزام الطارح لا يقف عند حد تقديم المعلومات عند بداية الطرح، وإنما يمتد ليشمل مراقبة دائمة للمعلومات المفصح عنها والتأكد من استمرار صحتها ودقتها طوال فترة الطرح ، ويعد هذا الامتداد الزمني للالتزام بالإفصاح من أبرز مظاهر الحماية القانونية للمستثمرين، إذ يضمن عدم اتخاذ قرارات استثمارية استناداً إلى معلومات أصبحت غير صحيحة أو مضللة بفعل تغير الظروف .

وان النص اعطى صلاحيات تقديرية للهيئة، ان تطلب إعادة تقديم مستندات الطرح، وهو ما يفيد أن التغير قد بلغ درجة من الأهمية تستدعي إعادة تقييم كامل للمعلومات المقدمة، وربما إعادة صياغتها بما

يعكس الوضع الحقيقي للشركة محل الطرح، إعادة فرض فترة العشرة أيام السابقة على الطرح، وهي الفترة التي تهدف أساساً إلى تمكين الهيئة من فحص المستندات والتأكد من استيفائها للمتطلبات النظامية.

والمادة (١٢) فقره أ) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة الصادر عن مجلس هيئة السوق المالية لسنة ٢٠٢٣، على أنه " أ- يجب على الطارح إن يتأكد من تزويد المستثمرين بالمعلومات الكافية عن الطرح الخاص لتمكينهم من اتخاذ قرار استثماري سليم مبني دراية وإدراك، ويجب أن تكون تلك المعلومات كاملة وواضحة وصحيحة وغير مضللة... "

نلاحظ ان المادة سالفة الذكر تفرض على ان الطارح الالتزام بالإفصاح وتقديم المعلومات الكافية، غم أن الطرح الخاص لا يتطلب إصدار نشرة اكتتاب عامة، إلا أن النظام السعودي يلزم الطارح بتقديم معلومات كافية للمستثمرين، وتشترط اللوائح التنظيمية أن تتضمن مستندات الطرح معلومات تمكن المستثمر من اتخاذ قرار استثماري مستنير، كما يجب أن تتضمن المستندات بياناً واضحاً يحدد مسؤولية الطارح عن المعلومات الواردة فيها.

اما المادة (١٢) فقرة ب) من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة الصادر عن مجلس هيئة السوق المالية لسنة ٢٠٢٣، نصت على " يجب أن تحتوي مستندات الطرح الخاص التي تستخدم في الإعلان عن الطرح على بيان واضح بالصيغة الواردة في الملحق (٦) من هذه القواعد".

المادة أعلاه نصت على إلزام الطارح بأن تتضمن مستندات الطرح الخاص المستخدمة في الإعلان بياناً محدداً بالصيغة الواردة في الملحق (٦) ، وهو ما يعكس اتجاهاً نحو توحيد الصياغة الإيضاحية التي تُقدم للمستثمرين، وتكمن أهمية هذا الالتزام في أنه يضمن إيصال رسالة قانونية موحدة إلى المستثمرين بشأن طبيعة الطرح الخاص، وما ينطوي عليه من مخاطر أو قيود، وبما يحول دون تفاوت مستويات الإفصاح بين الطروحات المختلفة.

اما موقف القانون الأمريكي، من الالتزامات التي تقع على عاتق الطارح في عملية الطرح الخاص، نصت على مجموعة من التزامات الذي نص عليها قانون الأوراق المالية فنصت المادة (502 \b) على انه "يجب على الطارح الإفصاح عن معلومات معينة عن نفسه، بما في ذلك بياناته المالية... إذا قام الطارح بطرح أوراق مالية لمستثمرين غير معتمدين" (٣).

حيث تتمثل الالتزامات الأساسية المفروضة على "الطارح" ، بالزام الطارح بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية على الرغم من أن الطرح الخاص يعفي الشركة من التسجيل الكامل لدى الهيئة، إلا أن هناك التزامات إفصاح صارمة، خاصة عند استهداف مستثمرين غير معتمدين، ففي حالة المستثمرين

غير المعتمدين يجب على الطارح تقديم وثائق إفصاح تحتوي بشكل عام على نفس نوع المعلومات المطلوبة في نشرات الإصدار العامة، بما في ذلك البيانات المالية، أما في حالة المستثمرين المعتمدين للطارح حرية التصرف في حجم المعلومات المقدمة، ولكن يظل ملزماً بتقديم أي معلومات قدمها للمستثمرين المعتمدين إلى المستثمرين غير المعتمدين أيضاً.

أما نص المادة (502\ب) حيث نصت على أنه " يجب على المصدر إتاحة الفرصة للمستثمرين لطرح الأسئلة والحصول على إجابات بشأن شروط وأحكام الطرح"^(٤).

يمثل النص أعلاه تجسيداً لالتزام الطارح ليس فقط بالإفصاح، إذ لا يكفي بتقديم المعلومات، بل يوجب عليه تمكين المستثمرين من طرح الأسئلة والحصول على إجابات بشأن شروط الطرح، ويهدف ذلك إلى ضمان فهم حقيقي وكاف للمعلومات، لا سيما بالنسبة للمستثمرين غير المعتمدين، بما يساهم في تقليص فجوة المعلومات بينهم وبين الطارح، كما يعكس النص توجهاً تنظيمياً لتعويض غياب إجراءات التسجيل المسبق بفرض ضمانات بديلة، تعزز الشفافية وتدعم سلامة القرار الاستثماري. ويرتبط هذا الالتزام أيضاً بمبدأ حسن النية، إذ يتعين على الطارح تقديم إجابات دقيقة وغير مضللة، وإتاحة ذات الفرصة لكافة المستثمرين دون تمييز وعليه، يُعد هذا النص ضماناً جوهرياً لحماية المستثمرين، وأحد أهم مظاهر التوازن بين مرونة الطرح الخاص ومتطلبات الشفافية.

ويقع على الطارح الالتزام بعد الإعلان العام عن عملية الطرح الخاص حفاظاً على طبيعة عملية الطرح الخاص المحدود وذلك وفق ما نص عليه المادة (502\ج) حيث نصت على أنه " لا يجوز للمصدر، ولا لأي شخص يعمل نيابة عنه، عرض أو بيع الأوراق المالية من خلال أي شكل من أشكال الاستدراج العام أو الإعلان العام."^(٥)

كذلك ما نصت عليه المادة (17\أ) على أنه " يعد غير قانوني لأي شخص، في سياق عرض أو بيع أي أوراق مالية ١- استخدام أي وسيلة أو مخطط أو حيلة بقصد الاحتيال. ٢- الحصول على أموال أو ممتلكات عن طريق بيانات غير صحيحة تتعلق بوقائع جوهريّة أو من خلال إغفال ذكر وقائع جوهريّة كان يجب الإفصاح عنها. ٣- الانخراط في أي معاملة أو ممارسة أو نهج عمل من شأنه أن يشكل احتيالياً أو خداعاً للمشتري"^(٦).

يتضح من نص المادة أعلاه أن المشرع الأمريكي، قد تبنى مفهوماً واسعاً لمكافحة الاحتيال في مجال الأوراق المالية، إذ لم يقتصر على حظر الأفعال الاحتيالية الصريحة، بل امتد ليشمل أيضاً حالات الإدلاء ببيانات غير صحيحة أو إغفال وقائع جوهريّة، فضلاً عن أي سلوك من شأنه أن يؤدي إلى تضليل المستثمر،

ويؤكد ذلك أن الطارح، حتى في ظل الإعفاء من التسجيل في الطرح الخاص، يظل خاضعاً لمسؤولية قانونية صارمة تفرض عليه الالتزام بالصدق والشفافية في جميع المعلومات المقدمة.

يتضح من نص المادة أعلاه، أن المشرع الأمريكي لمفهوم واسع لمكافحة الاحتيال في مجال الأوراق المالية يشكل إطاراً حاكماً يقيّد سلوك الجهة الطارحة، حتى في ظل ما يتيح الطرح الخاص من إعفاءات إجرائية، وعلى رأسها الإعفاء من التسجيل فهذه الإعفاءات لا تَمَسُّ جوهر الالتزامات الموضوعية المتعلقة بالإفصاح، بل تبقى قواعد المسؤولية عن الاحتيال قائمة وواجبة التطبيق، بما يفرض على الجهة القائمة على الخصخصة سواء كانت الدولة أو الشركة العامة الالتزام بأقصى درجات الدقة والشفافية في عرض المعلومات.

تكتسب هذه القواعد أهمية مضاعفة، في سياق خصخصة الشركات العامة نظراً لخصوصية محل التصرف الذي يتمثل في أصول مملوكة للدولة، وما يثيره ذلك من اعتبارات تتعلق بحماية المال العام وضمان تحقيق القيمة العادلة. فامتداد نطاق الحظر ليشمل الإغفال والبيانات المضللة، لا يهدف فقط إلى حماية المستثمرين المؤهلين، بل يسهم أيضاً في منع تسعير غير عادل للأصول العامة، والذي قد ينجم عن تقديم معلومات ناقصة أو غير دقيقة بشأن المركز المالي للشركة أو آفاقها المستقبلية.

وعليه، يمكن القول إن المفهوم الواسع لمكافحة الاحتيال يعد ضماناً أساسية في توظيف الطرح الخاص كآلية لخصخصة الشركات العامة، إذ يرسخ مبدأ الشفافية والمساءلة، ويعزز من مصداقية برامج الخصخصة، بما يدعم قدرتها على جذب الاستثمارات، ولا سيما الأجنبية، ضمن بيئة قانونية تتسم بالانضباط والثقة

وبناء على ما تقدم، تكتسب هذه الالتزامات أهمية مضاعفة، نظراً لارتباطها المباشر بانتقال ملكية أصول الدولة إلى القطاع الخاص. فالالتزام الطارح بالإفصاح الكامل والدقيق عن المعلومات الجوهرية يُعدّ ضماناً أساسية لتحقيق تسعير عادل للشركة محل الخصخصة، بما يحول دون نقل الأصول العامة بأقل من قيمتها الحقيقية. كما أن حظر التضليل، بمفهومه الواسع الذي يشمل الإغفال والبيانات غير الدقيقة، يسهم في صون نزاهة العملية ويمنع استغلال عدم تكافؤ المعلومات بين الأطراف.

وفيما يتعلق باشتراط التحقق من أهلية المستثمرين ينسجم مع الطبيعة الانتقائية للطرح الخاص، ويهدف إلى قصر المشاركة على فئة قادرة على تقييم المخاطر، الأمر الذي يعزز من كفاءة تخصيص الموارد الاستثمارية، خاصة في القطاعات التي تخضع لبرامج الخصخصة كذلك، فإن القيود المفروضة على الإعلان وإعادة تداول الأوراق المالية تسهم في الحد من المضاربات غير المنضبطة.

وعليه، فإن هذه المنظومة المتكاملة من الالتزامات تشكل إطاراً قانونياً يحقق التوازن بين متطلبات المرونة والسرعة التي تقتضيها برامج الخصخصة عبر الطرح الخاص، وبين ضرورة حماية المستثمرين وصون المال العام، بما يعزز من مصداقية هذا الأسلوب وقدرته على استقطاب الاستثمارات، ولا سيما الأجنبية، ضمن بيئة قانونية تتسم بالشفافية والانضباط.

الفرع الثاني

التزامات الهيئة العامة في عملية الطرح الخاص لخصخصة الشركات العامة

تعد الهيئة العامة للرقابة المالية الركيزة الأساسية في تنظيم سوق الأوراق المالية، إذ لم يقتصر دورها على مجرد الإشراف، بل امتد ليشمل تحقيق التوازن بين أطراف السوق وضمان سلامة واستقرار المعاملات المالية، وقد جاء إنشاؤها في إطار توجه تشريعي يستهدف تنشيط سوق رأس المال، وفي هذا الإطار، تلتزم الهيئة برقابة أداء السوق بصورة مستمرة للتحقق من سلامة العمليات المالية وخلوها من أي ممارسات تضر بالمستثمرين أو تُخل بكفاءة السوق، كما تضطلع بتطبيق أحكام قانون سوق رأس المال واللوائح والقرارات المنفذة له، مع تمتعها بسلطة اتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أهدافها التنظيمية والرقابية^(٧).

وتتجسد التزامات الهيئة بوجه خاص في وضع القواعد المنظمة للطرح، ومراقبة مدى الالتزام بمتطلبات الإفصاح والشفافية، والتأكد من توفير المعلومات الكافية للمستثمرين لاتخاذ قراراتهم على أسس سليمة. كما تمتد التزاماتها إلى متابعة الجهات العاملة في السوق، والتدخل عند وقوع مخالفات، من خلال توقيع الجزاءات أو اتخاذ التدابير الاحترازية المناسبة

فيما يتعلق بموقف القانون المصري، تمارس الهيئة دوراً محورياً في ضبط عملية الطرح الخاص، من خلال الرقابة السابقة واللاحقة، بما يضمن تحقيق التوازن بين مرونة هذا النوع من الطروحات وحماية المستثمرين، ويعزز الثقة في سوق رأس المال ككل ولذلك بالاستناد على الصلاحيات التي يمنحها القانون في نص المادة (٤٣) من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، على أنه: "تتولى الهيئة فصلاً عن الاختصاصات المقررة لها في أي تشريع آخر تطبيق أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له، ولها إبرام التصرفات واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أغراضها وعلى الأخص: ١- تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ويجب أخذ رأي الهيئة في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال. ٢- تنظيم أو الإشراف على دورات تدريبية للعاملين في سوق رأس المال أو الراغبين في العمل به. ٣- الإشراف على توفير

ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها ٤٠ - مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة ، وانه غير مشوب بالغش أو النصب ، أو الاحتيال ، أو الاستغلال ، أو المضاربات الوهمية. ٥ - اتخاذ ما يلزم من إجراءات المتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له"

نلاحظ من المادة أعلاه، أن الهيئة تضطلع بدور محوري في تنظيم ومراقبة سوق رأس المال، وهو ما ينعكس مباشرة على عمليات الطرح الخاص في إطار خصخصة الشركات العامة، إذ تمارس الهيئة وظائف تنظيمية ورقابية تضمن سلامة الإجراءات، وتكفل الالتزام بالشفافية والإفصاح من خلال الإشراف على دقة المعلومات المتاحة للمستثمرين.

كما يمتد دورها إلى حماية السوق من الممارسات غير المشروعة، عبر رقابة فعّالة على التداولات، بما يحد من الغش والاحتيال والمضاربات الوهمية، وهو ما يكتسب أهمية خاصة في الطرح الخاص لكونه موجهاً لفئة محددة من المستثمرين، وبذلك يشكل تدخل الهيئة ضماناً قانونية أساسية لتحقيق التوازن بين تشجيع الاستثمار، وبين حماية السوق وتعزيز الثقة فيه.

كذلك نص المادة (٤٩) من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، نصت على انه " يكون لموظفي الهيئة الذين يصدر بتحديد أسمائهم أو وظائفهم قرار من وزير العدل بالاتفاق مع الوزير صفة الضبطية القضائية في إثبات الجرائم التي تقع بالمخالفة الأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً له، ولهم في سبيل ذلك الاطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات والبيانات في مقر الشركة، أو مقر البورصة، أو الجهة التي توجد بها. وعلى المسؤولين في الجهات المشار إليها أن يقدموا إلى الموظفين المذكورين البيانات والمستخرجات وصور المستندات التي يطلبونها لهذا الغرض".

ويفهم من ذلك ان منح بعض موظفي الهيئة العامة للرقابة المالية صفة الضبط القضائية، بما يُمكنهم من كشف وإثبات الجرائم الواقعة بالمخالفة لأحكام قانون سوق رأس المال، مع تخويلهم سلطة الاطلاع على السجلات والمستندات لدى الجهات الخاضعة للرقابة، وإلزام هذه الجهات بالتعاون وتقديم البيانات المطلوبة. وفي إطار الطرح الخاص، يعد هذا الاختصاص تجسيداً للالتزام الهيئة بالرقابة الفعّالة، إذ يتيح لها التحقق من سلامة إجراءات الطرح وصحة البيانات المقدمة للمستثمرين، والكشف عن أي ممارسات غير مشروعة، بما يضمن حماية المستثمرين وتعزيز الانضباط في هذا النوع من الطروحات.

كما نص دليل الطرح الخاص الصادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المصرية رقم ٣١ لسنة ٢٠٠٢، والصادر بشأن وضع مبادئ واسس لعمليات الطرح الخاص، على انه " تعمل الهيئة على التحقق من أنه تم الإفصاح الكامل عما يلي في مذكرة المعلومات: ١- القيمة الاسمية والقيمة الدفترية والقيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم. ٢- الهيكل التمويلي الحالي للشركة موضحاً مصادر التمويل وأوجه استثمار الأموال. ٣- الأسباب الرئيسية لزيادة رأس المال وأوجه استخدام الشركة للأموال التي تحصلها نتيجة زيادة رأس المال. ٤- الأسس والفروض التي اعتمدت عليها الشركة في حساب القيمة العادلة للسهم. ٥- أنواع المخاطر التي تتعرض لها الشركة ومدى تأثير هذه المخاطر على المعلومات المالية المستقبلية التي اعتمدت عليها الشركة في حساب القيمة العادلة للسهم. ٦- بيان بالأصول المرهونة وقيمة الرهون على هذه الأصول. ٧- ربحية السهم التاريخية في السنوات الثلاث السابقة على تاريخ الطرح الخاص والربحية المتوقعة للسهم خلال السنوات الثلاث التالية بعد زيادة رأس المال".

نلاحظ ان النص أعلاه ينص يلزم الهيئة العامة بدور رقابي محوري تضطلع به عند تلقي طلبات الطرح الخاص، حيث لا يقتصر دورها على مجرد الفحص الشكلي لمذكرة المعلومات، بل يمتد ليشمل رقابة موضوعية دقيقة تستهدف ضمان كفاية وصدق الإفصاح، بما يكفل حماية المستثمرين وتحقيق سلامة السوق ، فمن خلال التحقق من الإفصاح عن القيم المختلفة للسهم (الاسمية، الدفترية، السوقية، والعادلة)، تؤكد الهيئة التزامها بمبدأ الشفافية، إذ تمثل هذه القيم أدوات جوهرية لتمكين المستثمر من تقييم الورقة المالية تقيماً سليماً ، كما أن إلزام الشركة بالإفصاح عن الهيكل التمويلي وأوجه استخدام الأموال يعكس حرص الهيئة على تعزيز مبدأ الإفصاح الكامل بشأن المركز المالي وخطط التوسع، بما يحد من مخاطر تضليل المستثمرين.

وعليه يمكن القول إن هذا النص يجسد أحد أهم التزامات الهيئة العامة في إطار الطرح الخاص، والمتمثل في الرقابة على جودة الإفصاح، بما يحقق التوازن بين حرية الشركات في اللجوء إلى الطرح الخاص وبين ضرورة حماية المستثمرين وضمان نزاهة وشفافية المعاملات في سوق رأس المال.

فيما يخص موقف القانون السعودي، من الالتزامات المفروضة على عاتق الهيئة القيام بها، و تتمثل الالتزامات بما نصت على المادة (٥ فقره ٣) من نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم ملكي رقم (م/ ٣٠) لسنة ٢٠٢١، بانه : "٣- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها. ٤ - حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة، أو غير السليمة،

أو التي تتطوي على احتيال، أو غش، أو تدليس، أو تلاعب^٦ - تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور".

تمثل هذه المادة أحد المواد القانونية التي تحدد نطاق اختصاصات هيئة السوق المالية السعودية، ويكشف بوضوح عن الطبيعة المركبة لدورها التنظيمي والرقابي، وهو ما ينعكس بشكل مباشر على عملية الطرح الخاص للأسهم، ونلاحظ ذلك في الفقرة (٣) التي تقرر التزام الهيئة بـ تنظيم ومراقبة أعمال الجهات الخاضعة لإشرافها، يتضح أن دور الهيئة في الطرح الخاص لا يقتصر على مرحلة معينة، بل يمتد ليشمل كافة مراحل الطرح، بدءاً من إعداد مذكرة المعلومات، مروراً بإجراءات الترويج، وانتهاءً بمتابعة التزامات المصدر بعد إتمام الطرح، ويعكس ذلك خضوع الطرح الخاص لرقابة إدارية مستمرة، رغم طبيعته المحدودة. أما المادة (٥ فقرة ٤) من نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم ملكي رقم (م/٣٠) لسنة ٢٠٢١، المتعلقة بحماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة أو الاحتيالية، فيُعد حجر الزاوية في تنظيم الطرح الخاص، حيث يفرض على الهيئة التحقق من خلو عملية الطرح من أي صور التضليل أو الغش، خاصة وأن الطرح الخاص يتم غالباً بين فئات محددة من المستثمرين ومن ثم، تتجسد هذه الحماية في رقابة الهيئة على دقة المعلومات وصحة البيانات المقدمة للمستثمرين.

وفي ذات السياق، ما نصت عليه الفقرة (٦) أهمية خاصة، حيث ينص على تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات، وهو ما يمثل الامتداد الطبيعي لالتزام الطارح بإعداد مذكرة معلومات دقيقة، ويُفهم من ذلك أن الهيئة تضطلع بدور رقابي فعال في التحقق من كفاية الإفصاح، سواء قبل الطرح أو بعده، بما يشمل متابعة تعاملات المطلعين وكبار المساهمين، وهو ما يعزز الثقة في السوق ويحد من مخاطر التلاعب. والمادة (٦) من نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم ملكي رقم (م/٣٠) لسنة ٢٠٢١، نص على أنه: "تتولى الهيئة صلاحية تنفيذ المهام المنصوص عليها في هذا النظام، وكذلك اللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بمقتضاه ويدخل في ذلك على سبيل المثال لا الحصر: ٣ - الموافقة على طرح الأوراق المالية".

نلاحظ ان المادة اعلا نصت على انه يقع على عاتق الهيئة الالتزام بالموافقة على طرح الأوراق المالية في السوق.

وخلاصة القول، أن هذه النصوص تظهر أن التزامات الهيئة في الطرح الخاص ليست التزامات عرضية أو إجرائية، بل هي التزامات جوهرية تستند إلى أهداف النظام ذاته، والمتمثلة في حماية المستثمرين، وضمان الشفافية، وتحقيق عدالة السوق، وبذلك فإن الطرح الخاص في النظام السعودي يظل خاضعاً لرقابة صارمة من الهيئة، توازن بين مرونة هذا النوع من الطروحات ومتطلبات حماية السوق المالي.

اما موقف القانون الأمريكي، من الالتزامات التي تقع على عاتق الهيئة، تتمثل التزامات هيئة الأوراق المالية الأمريكية (SEC) والبورصات، في سياق الطروحات الخاصة في عدة جوانب رئيسية تتمثل، حماية المستثمرين وضمان نزاهة السوق، والعمل على تحقيق التوازن بين حماية المستثمرين وتطوير السوق، وهذا ما جاء به نص المادة (2\ب) حيث نصت على انه "عند قيام الهيئة بوضع القواعد... يجب عليها أن تراعي، بالإضافة إلى حماية المستثمرين، ما إذا كان الإجراء سيعزز الكفاءة والمنافسة وتكوين رأس المال".^(٨)

كذلك يقع على عاتق الهيئة الالتزام بمراجعة بيانات التسجيل والافصاح حيث نص المادة ٨ من قانون الأوراق المالية على انه "إذا تبين للهيئة أن بيان التسجيل، من حيث ظاهره، غير مكتمل أو غير دقيق... جاز للهيئة إصدار أمر بوقف نفاذه".^(٩)

يقر هذا النص سلطة رقابية مهمة للهيئة، تتمثل في فحص بيانات التسجيل والتدخل عند ظهور عيوب شكلية أو موضوعية فيها، سواء تمثلت في عدم الاكتمال أو عدم الدقة، ويفهم من عبارة من حيث ظاهره أن الهيئة لا تقتصر على التحقق الشكلي، بل تمتد رقابتها إلى التحقق من كفاية وصدق المعلومات المعروضة على المستثمرين.

كما يمنح النص الهيئة أداة فعالة تتمثل في أمر وقف النفاذ، والذي يؤدي إلى تعليق طرح الأوراق المالية إلى حين تصحيح أوجه القصور، وهو ما يعكس الطبيعة الوقائية للرقابة، الهادفة إلى منع طرح أوراق مالية بناءً على معلومات ناقصة أو مضللة.

ويقع على الهيئة الالتزام برفع الدعاوى واتخاذ الإجراءات القانونية في حال مخالفة احكام القانون وهذا ما جاء به نص المادة (20\ب) على انه "متى تبين للهيئة أن أي شخص منخرط... في مخالفة لأحكام هذا القانون... جاز لها رفع دعوى أمام المحكمة الاتحادية المختصة".^(١٠)

يكرس هذا النص أحد أهم أوجه الدور القانوني للهيئة، والمتمثل في سلطة الإنفاذ القضائي، حيث يخولها التدخل المباشر عند اكتشاف أي مخالفة لأحكام قانون الأوراق المالية، وذلك من خلال اللجوء إلى القضاء المختص. ويُفهم من عبارة متى تبين أن المشرّع منح الهيئة سلطة تقديرية واسعة في تقدير وجود المخالفة، دون اشتراط صدور حكم مسبق، وهو ما يعزز من فعالية الرقابة وسرعة التدخل.

كما يعكس النص التزاماً جوهرياً على عاتق الهيئة يتمثل في حماية السوق والمستثمرين، إذ لا يقتصر دورها على وضع القواعد أو الإشراف الشكلي، بل يمتد إلى ملاحقة المخالفين واتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة لوقف الانتهاكات. وتتمثل أهمية هذا الالتزام في كونه يشكل رادعاً قانونياً ضد أي سلوك غير مشروع، خاصة في الحالات التي قد تنطوي على تضليل أو احتيال.

يتضح من النصوص القانونية أن هيئة الأوراق المالية الأمريكية (SEC) تضطلع بدور تنظيمي ورقابي محوري، يتمثل في إصدار القواعد، والإشراف على الإفصاح، ومكافحة الاحتيال، والتحقيق في المخالفات، فضلاً عن إنفاذ القانون أمام القضاء. ولا تُعد هذه الاختصاصات مجرد سلطات تقديرية، بل تمثل التزامات قانونية تهدف إلى حماية المستثمرين وضمان نزاهة وكفاءة الأسواق المالية، بما في ذلك العمليات التي تتم في إطار الطرح الخاص رغم تمتعه بالإعفاء من التسجيل.

فيما يتعلق بموقف القانون العراقي، لم ينظم المشرع العراقي عملية الطرح الخاص للأسهم في سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني

آثار عملية الطرح الخاص لخصخصة الشركات العامة

تعد مسألة تعثر الشركات العامة من أبرز المبررات الدافعة إلى تبني سياسات الخصخصة، ولا سيما عبر آلية الطرح الخاص بوصفها أداة قانونية مرنة لإعادة هيكلة هذه الشركات إذ تعاني هذه الشركات في الغالب من اختلالات مالية وإدارية، ويتيح الطرح الخاص استقطاب مستثمرين مؤهلين يمتلكون الملاءة المالية والخبرة الفنية اللازمة لإعادة تأهيل الشركة، ولا يقتصر أثره على نقل الملكية فحسب، بل يمتد ليشمل إعادة تنظيم الهيكلية الإداري والاقتصادي للشركة، بما يعزز قدرتها على تجاوز التعثر واستعادة كفاءتها التشغيلية

وبناء على ما سبق سوف نبحت ذلك من خلال فرعين يتناول الفرع الأول أثر انضمام المستثمرين المؤهلين إلى الشركة التي تمت خصصتها، أما الفرع الثاني إثر الطرح الخاص على نشاط الشركة التي تم خصصتها وكما يأتي:

الفرع الأول

انضمام المستثمرين المؤهلين إلى الشركة التي تم خصصتها

يترتب على انضمام المستثمرين إلى الشركة بعد خصصتها إحداث تحول جوهري في مركزها القانوني وفي طبيعة العلاقات الداخلية التي تحكمها، إذ لا يقتصر هذا الانضمام على مجرد انتقال ملكية الأسهم، بل يمتد ليشمل إعادة هيكلة شاملة لملكية رأس المال، بما يؤدي إلى انتقال السيطرة الفعلية من الدولة إلى مستثمرين من القطاع الخاص، سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أم اعتباريين، وهو ما ينعكس بصورة مباشرة على آليات اتخاذ القرار داخل الشركة وتوازنات السلطة فيها^(١١).

كما يترتب على دخول المستثمرين الجدد إخضاع الشركة بدرجة أكبر لقواعد حوكمة الشركات، حيث يسعى هؤلاء إلى حماية استثماراتهم عبر تعزيز مبادئ الشفافية والإفصاح، وتفعيل أنظمة الرقابة الداخلية، وإعادة تشكيل مجلس الإدارة بما يكفل تحقيق التوازن بين مصالح الأطراف المختلفة. ومن شأن ذلك الحد من أوجه القصور الإداري التي غالباً ما تكون سبباً رئيساً في تعثر الشركات العامة.^(١٢)

ومن الناحية المالية، يسهم انضمام المستثمرين في تدعيم المركز المالي للشركة، سواء من خلال ضخ رؤوس أموال جديدة أو عبر إعادة هيكلة التزاماتها المالية، الأمر الذي يمكنها من تجاوز حالة التعثر واستعادة قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. ولا يقتصر دور هؤلاء المستثمرين على الدعم المالي فحسب، بل يمتد إلى نقل الخبرات الفنية والإدارية، وإدخال أساليب حديثة في الإدارة والتشغيل، بما يعزز كفاءة الأداء ويرفع القدرة التنافسية للشركة.^(١٣)

وبذلك يؤدي انضمام المستثمرين إلى إعادة توجيه أهداف الشركة بما يتلاءم مع الاعتبارات الاقتصادية ومتطلبات السوق، بحيث تتحول من كيان يغلب عليه الطابع الإداري أو الاجتماعي إلى مشروع اقتصادي يستهدف تحقيق الربحية والاستدامة، ويترتب على ذلك إعادة صياغة السياسات التشغيلية والاستثمارية بما يتفق ومعايير الكفاءة الاقتصادية.

وعلى صعيد البنية الإدارية، يترتب على دخول المستثمرين، ولا سيما الاستراتيجيين منهم، إلى تبني نماذج إدارية أكثر كفاءة وانضباطاً، يتجلى ذلك في إعادة تشكيل مجلس الإدارة، واستقطاب كفاءات إدارية متخصصة، واعتماد معايير حديثة في الحوكمة المؤسسية تقوم على الشفافية وتعزيز الرقابة، بما يسهم في

انتقال الشركة من نمط الإدارة التقليدية المرتبط بالقطاع العام إلى نموذج مؤسسي حديث قائم على الكفاءة والربحية.^(١٤)

أما من الناحية الاقتصادية، فإن هذا الانضمام يتيح للشركة الاستفادة من الخبرات التقنية والفنية التي يمتلكها المستثمرون، وهو ما ينعكس إيجاباً على تحسين كفاءة العمليات الإنتاجية، وخفض التكاليف، وتطوير جودة المنتجات أو الخدمات، فضلاً عن فتح آفاق جديدة للتوسع في الأسواق المحلية والدولية، بما يعزز من موقع الشركة التنافسي.^(١٥)

فيما يتعلق بالناحية القانونية، يترتب على انضمام المستثمرين إدخال تعديلات على نظام الشركة بما يتوافق مع هيكل الملكية الجديد، إلى جانب نشوء حقوق والتزامات قانونية جديدة للمساهمين، كما قد تبرم اتفاقيات استثمار أو شراكة تنظم العلاقة بين المستثمرين والإدارة وتحدد آليات اتخاذ القرار، وفي بعض الحالات، تفرض التشريعات المنظمة للأسواق المالية قيوداً على تداول الأسهم المطروحة طرْحاً خاصاً، بما يكفل استقرار هيكل الملكية خلال فترة زمنية محددة.^(١٦)

فيما يتعلق بانضمام المستثمرين المؤهلين الأجانب، برز الطرح الخاص للأسهم، كأحد الأساليب المهمة لما يوفره من مرونة وسرعة في جذب رؤوس الأموال، ولا سيما من فئة المستثمرين المؤهلين، وقد تزايدت أهمية الاستثمار ولاسيما الأجنبي المباشر على المستويين الدولي والإقليمي، في ظل التحولات الاقتصادية والاجتماعية التي يشهدها العالم، حيث يعد هذا النوع من الاستثمار مصدراً رئيساً لنقل التكنولوجيا الحديثة، وأحد أهم وسائل التمويل الخارجي، فضلاً عما يصاحبه من نقل الخبرات الإدارية والتنظيمية والتسويقية، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على كفاءة الموارد البشرية وتحسين الأداء الاقتصادي.^(١٧)

وينعكس هذا النوع من الاستثمار إيجاباً على سوق العمل، إذ يسهم في خفض معدلات البطالة، ولاسيما في حال اعتماد المشاريع الاستثمارية على الاستخدام الكثير من اليد العاملة، إلى جانب دوره في نقل التقنيات الحديثة وتطوير المهارات الإدارية والمالية والتسويقية، فضلاً عن دعم أنشطة البحث والتطوير.^(١٨)

وبالرغم من عدم تنظيم الطرح الخاص في القانون العراقي، إلا أن قانون الاستثمار العراقي رقم ١٣ لسنة ٢٠٠٦ المعدل بالقانون رقم ٥٠ لسنة ٢٠١٥ قد أشار إلى جملة من الأهداف والوسائل التي تصب في هذا الاتجاه، إذ نصت المادة (٢) والمعنونة بالأهداف والوسائل على أنه " ١- تشجيع الاستثمارات ونقل التقنيات الحديثة للإسهام في عملية تنمية العراق وتطوره وتوسيع قاعدة الإنتاجية والخدمية وتنوعها".

نلاحظ ان المادة أعلاه، نصت على تشجيع الاستثمارات ونقل التقنيات الحديثة بما يسهم في تنمية الاقتصاد الوطني وتوسيع قاعدته الإنتاجية والخدمية وتنويعها، وهو ما يؤكد توجه المشرع نحو دعم بيئة الاستثمار وتعزيز دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية.

فيما يتعلق بالنسبة المسموح بها للاستثمار بالنسبة للأجانب في العراق، نلاحظ ان الأصل في قانون الاستثمار رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٦ المعدل بالقانون رقم (٥٠) لسنة ٢٠١٥، هو السماح للمستثمر الأجنبي بالتملك أو المساهمة الاستثمارية بنسبة قد تصل إلى ١٠٠٪ في أغلب المشاريع المشمولة بالقانون^(١٩)، ما لم يرد استثناء خاص بنص قانوني، ولا يحدد القانون نسبة ثابتة مثل ٤٩٪ أو ٥١٪ كما هو معمول به في بعض التشريعات المقارنة.

ونظرا الى ان القانون العراقي، لم يضع حداً أقصى لنسبة مساهمة المستثمر الأجنبي في الشركات المشمولة بقانون الاستثمار، الأمر الذي يفتح المجال قانوناً أمام دخول المستثمرين الأجانب المؤهلين في الشركات العامة التي تمت خصصتها عبر الطرح الخاص، شريطة ألا تكون الشركة من القطاعات المستثناة قانوناً، وأن يتم ذلك وفق موافقات الجهات التنظيمية المختصة.

كما منح المشرع العراقي في قانون الاستثمار، المستثمر الأجنبي حق تداول الأسهم وتكوين المحافظ الاستثمارية في العراق^(٢٠). وقد أكد المشرع العراقي على حق تمتع المستثمر الأجنبي بالمزايا والضمانات المقررة للمستثمر العراقي، بما يعزز مبدأ المساواة في المعاملة الاستثمارية.^(٢١)

لكن توجد استثناءات مهمة نصت عليها المادة (٢٩) من قانون الاستثمار رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٦ المعدل بالقانون رقم (٥٠) لسنة ٢٠١٥، على انه " تخضع جميع مجالات الاستثمار لأحكام هذا القانون باستثناء ما يأتي: أولاً: الاستثمار في مجالي استخراج وإنتاج النفط والغاز. ثانياً: الاستثمار في قطاعي المصارف وشركات التأمين".

فهذه القطاعات تخضع لتشريعات خاصة قد تفرض قيوداً أو نسباً مختلفة للمساهمة الأجنبية.

وتكتسب هذه المعطيات أهمية خاصة بالنسبة للدول العربية، وبخاصة العراق، في ظل متغيرات العولمة الاقتصادية وتسارع التطور في آليات وأساليب تداول الأوراق المالية. ومن ثم، فإن تنظيم عملية الطرح الخاص ووضع إطار قانوني واضح لها من شأنه أن يجعلها أداة فعالة في جذب الاستثمارات وتوجيهها نحو القطاعات الإنتاجية والاستراتيجية، بما يعزز ثقة المستثمرين في هذا النوع من العمليات.^(٢٢)

وخلاصة القول، إن انضمام المستثمرين في إطار الطرح الخاص لا يعد أثراً عرضياً لعملية الخصخصة، بل يمثل أداة جوهرية لتحقيق أهدافها، والمتمثلة في إعادة تأهيل الشركات العامة المتعثرة ودمجها في اقتصاد السوق، من خلال إحداث تحول متكامل في بنيتها القانونية والمالية والإدارية، كما أن هذا الانضمام يسهم في تعزيز استمرارية الشركة وتقليل احتمالات إفلاسها، لما يوفره من مزيج متكامل من التمويل والخبرة والإدارة الرشيدة، وهي عناصر حاسمة في إنجاح عمليات إعادة الهيكلة بعد الخصخصة.

الفرع الثاني

أثر الطرح الخاص على نشاط الشركة التي تم خصخصتها

يُعدّ الطرح الخاص من الآليات القانونية والاقتصادية الحديثة التي تلجأ إليها الشركات لتحقيق أهداف تمويلية واستراتيجية تتجاوز مجرد جمع رؤوس الأموال، إذ يُستخدم بوصفه وسيلة لإعادة تنظيم البنية المالية والإدارية للشركة وتعزيز قدرتها على التكيف مع متطلبات السوق والمنافسة. ويتميز هذا النوع من الطرح بكونه يوجّه إلى فئة محددة من المستثمرين الذين تتوافر فيهم الخبرة الفنية والملاءة المالية والكفاءة الاستثمارية، الأمر الذي يسمح للشركة الطارحة باختيار مستثمرين قادرين على الإسهام في تطوير نشاطها وتحسين أدائها، بدلاً من الاكتفاء بتوفير التمويل فقط. ومن ثم، فإن الطرح الخاص لا يمثل مجرد تصريف مالي في الأوراق المالية، بل يُعدّ أداة استراتيجية لإعادة بناء الشركة وتحقيق الاستقرار المالي والإداري لها.^(٢٣)

ولا يقتصر دور الطرح الخاص على الجوانب التمويلية فحسب، بل يمتد ليؤدي وظيفة إصلاحية في الشركات المتعثرة أو الضعيفة الأداء، إذ يُستخدم كأداة لإعادة الهيكلة المالية والإدارية من خلال إدخال مستثمرين مؤهلين يمتلكون الخبرة الفنية والإدارية أو التكنولوجيا الحديثة أو القدرة على النفاذ إلى الأسواق الإقليمية والدولية.^(٢٤)

ومن خلال ذلك، يسهم الطرح الخاص في نقل المعرفة والخبرات الإدارية إلى الشركة، وتحسين نظم الحوكمة المؤسسية، ورفع كفاءة الإدارة، وتطوير آليات اتخاذ القرار، بما يؤدي في النهاية إلى تحسين الأداء العام للشركة وزيادة قدرتها على المنافسة والاستمرار.

وتتجلى أهمية الطرح الخاص بصورة أكثر وضوحاً في إطار خصخصة الشركات العامة، إذ يُعدّ من أبرز الوسائل التي تعتمد عليها الدول لإعادة تنظيم القطاع العام وتحويل الشركات المملوكة للدولة إلى كيانات اقتصادية تعمل وفق قواعد السوق وآليات المنافسة. فالطرح الخاص، بوصفه أداة للخصخصة، لا يقتصر أثره على نقل ملكية الشركة من القطاع العام إلى القطاع الخاص، وإنما يمتد ليحدث تحولاً عميقاً في البنية

الاقتصادية والإدارية للشركة محل الخصخصة، من خلال إعادة تشكيل أنظمة الإدارة والرقابة والتمويل، وإخضاع الشركة لمبادئ الكفاءة الاقتصادية والانضباط السوقي والحوكمة الحديثة.^(٢٥)

وفيما يتعلق بهذا الإطار، تشير الدراسات الرائدة في مجال الخصخصة، إلى أن خصخصة الشركات العامة ترتبط عادة بتحسين مؤشرات الأداء المالي، كارتفاع معدلات العائد على الأصول وزيادة الربحية وتحسين الكفاءة التشغيلية، وذلك نتيجة إعادة هيكلة الشركة، وتطوير نظم إدارة التكاليف، وتحسين تخصيص الموارد، واعتماد سياسات إدارية أكثر مرونة وارتباطاً بالإنتاجية.^(٢٦)

كما يسهم الطرح الخاص في تعزيز كفاءة الشركة المخصصة من خلال إدخال شركاء استراتيجيين يمتلكون الخبرات الفنية والإدارية والتقنية، الأمر الذي ينعكس على تطوير أساليب الإنتاج والتسويق وتحسين جودة الخدمات والمنتجات، فضلاً عن توسيع نطاق النشاط الاقتصادي للشركة وتمكينها من النفاذ إلى أسواق جديدة. ويترتب على ذلك تعزيز القدرة التنافسية للشركة وزيادة قدرتها على جذب الاستثمارات وتحقيق النمو المستدام.

إلا أن الآثار الإيجابية للطرح الخاص في إطار الخصخصة لا تتحقق بصورة تلقائية أو مطلقة، وإنما ترتبط ارتباطاً وثيقاً بطبيعة البيئة القانونية والتنظيمية والاقتصادية التي تعمل في إطارها الشركة بعد الخصخصة. فكلما توافرت بيئة تشريعية مستقرة، وآليات رقابية فعالة، ومستوى مرتفع من الشفافية والإفصاح، وسوق يتمتع بالمنافسة العادلة، ازدادت فرص نجاح الشركة المخصصة في تحسين أدائها وتحقيق أهداف الخصخصة الاقتصادية.^(٢٧)

أما في حال ضعف الأطر التنظيمية أو استمرار الاحتكار أو غياب الرقابة الفعالة، فقد تكون نتائج الخصخصة محدودة أو متباينة، بل قد تؤدي أحياناً إلى تراجع الأداء أو انخفاض السيولة السوقية أو فشل برامج الإصلاح الهيكلي.

ومن ناحية أخرى، يمتد أثر الطرح الخاص إلى البنية البشرية داخل الشركة المخصصة، إذ ترتبط نتائج الخصخصة بسياسات إدارة الموارد البشرية وإعادة تنظيم العمالة. فبينما يؤدي التحول إلى الإدارة الخاصة غالباً إلى رفع الكفاءة التشغيلية وتقليل النفقات وتحسين الإنتاجية، إلا أنه قد يفرض في الوقت ذاته تحديات اجتماعية ووظيفية تتمثل في تقليص العمالة أو إعادة هيكلة الوظائف أو تعديل سياسات الأجور والتوظيف.^(٢٨)

لذلك، فإن نجاح الخصخصة عبر الطرح الخاص يتطلب تبني سياسات متوازنة لإدارة التغيير، وتوفير برامج تدريب وتأهيل للعاملين، وتعزيز ثقافة التطوير المؤسسي، بما يحقق التوازن بين متطلبات الكفاءة الاقتصادية والحفاظ على الاستقرار الوظيفي والاجتماعي.^(٢٩)

وعلى المستوى الإقليمي، أظهرت بعض التجارب العربية المتعلقة بخصخصة الشركات العامة عبر الطرح الخاص نتائج إيجابية تمثلت في تحسن معدلات الربحية والكفاءة التشغيلية وزيادة القدرة التنافسية، إلا أن هذه النتائج جاءت متفاوتة تبعاً لطبيعة القطاع الاقتصادي، ومدى تطور سوق رأس المال، ومستوى الحوكمة والشفافية، ودرجة الدعم التنظيمي والمؤسسي الذي وفرته الدولة للشركات بعد الخصخصة.

كما كشفت بعض التجارب عن تحديات تتعلق بانخفاض مستويات السيولة أو تفاوت الأداء بين القطاعات المختلفة، الأمر الذي يؤكد أن نجاح الطرح الخاص لا يعتمد فقط على نقل الملكية، بل يتوقف كذلك على كفاءة الإطار القانوني والمؤسسي الذي ينظم عملية الخصخصة ويضمن تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية.^(٣٠)

وبناءً على ما تقدم، يتضح أن الطرح الخاص يمثل أداة قانونية واقتصادية فعالة في خصخصة الشركات العامة، لما يحققه من آثار إيجابية على الأداء المالي والإداري والتشغيلي للشركة المخصصة، شريطة أن يتم في إطار قانوني وتنظيمي متكامل يقوم على مبادئ الحوكمة الرشيدة والشفافية والمنافسة العادلة. كما أن نجاح هذه الآلية يظل مرهوناً بقدرة الشركة على تنفيذ إصلاحات هيكلية حقيقية، وإدارة مواردها البشرية بكفاءة، والتكيف مع متطلبات السوق الحديثة، بما يضمن استدامة النمو وتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة.

فيما يتعلق بالناحية التطبيقية، شهدت بعض النظم القانونية، لاسيما في مصر، استخدام هذا الأسلوب في إطار برامج الخصخصة، حيث تم بيع حصص متفاوتة من شركات عامة إلى مستثمرين رئيسيين، كما هو الحال في شركة النصر للصناعة المحولات الماكو وكانت النسبة المبيعة ٩٪، وشركة اسمنت بني سويف وكانت النسبة المبيعة ٧٦٪، وشركة والأهرام للمشروبات وكانت النسبة المبيعة ١٠٠٪.

كما نجد أن مستشفى كليوباترا طرحت أسهمها طرْحاً خاصاً في عام ٢٠١٦، وكان إجمالي قيمة طلبات الطرح بلغت (٢٠٠٥٩) مليار جنيه أي ما يعادل (٢٣١٠٩) مليون دولار) وإن البورصة وافقت على بدء تسجيل أوامر شراء أسهم المستشفى، وأن الشركة تحدد السعر النهائي للطرح، (٩) جنيهات للسهم، وتهدف إلى جمع ٦٠٠ - ٧٠٠ مليون جنيه من خلال طرح أسهمها في البورصة علماً إن رأس مال الشركة

يبلغ ٨٠ مليون جنيه موزعاً على ١٦٠ مليون سهم بقيمة اسمية قدرها ٥٠ فرس للسهم الواحد^(٣١)، وهو ما يعكس مرونة هذا الأسلوب وقدرته على التكيف مع احتياجات الشركات المختلفة.

وفيما يتعلق بالسياق المقارن، يظهر الطرح الخاص بصورة واضحة في المملكة العربية السعودية، حيث شهد هذا النوع من الطروحات نمواً ملحوظاً من حيث القيمة وحجم الاستثمارات حيث حقق حوالي ٥٠،٣ مليار ريال أي ما يعادل ١٣،٤ مليار دولار عام ٢٠٠٣، أما في عام ٢٠٠٧ حيث تشير البيانات إلى أن القيمة المسجلة المبالغ الطرح الخاص تبلغ (١٧١٠٧ مليار ريال) أي (٤٥٠٧ مليار دولار) قدمها المستثمرون من الشركات والأفراد في الأوراق المالية. بينما نجد إن قيمة الطروحات في عام ٢٠١٤ بلغت (٣٣،٦ مليار ريال)، بما يعكس ثقة المستثمرين في هذا الإطار التنظيمي، كما عُرف هذا الأسلوب في المملكة المتحدة تحت مسمى البيع الخاص حيث استُخدم في خصخصة بعض الشركات العامة، لا سيما الشركات الخاسرة أو غير الاستراتيجية أو التي لا تتوافق أرباحها مع أهداف القطاع العام، وقد تم قصر المشاركة في هذه العمليات على فئة محددة من المستثمرين القادرين على التعامل مع طبيعة النشاط وظروف السوق التنافسية حيث تمت بيع شركة مونوريل للسكك الحديدية الأمريكية^(٣٢).

وخلاصة القول، أن الطرح الخاص يُعد أداة قانونية مرنة تُمكن الشركة الطارحة من تحقيق التوازن بين متطلبات التمويل من جهة، واعتبارات الكفاءة والسيطرة واختيار الشريك الاستراتيجي من جهة أخرى، بما يسهم في دعم عملية تطوير الشركة وتعزيز استدامتها في بيئة اقتصادية تتسم بالتغير والتنافسية.

الخاتمة

بعد الانتهاء من دراسة موضوع (اثار الطرح الخاص لخصخصة الشركات العامة)، نورد اهم ما توصلنا اليه من نتائج ومقترحات:

أولاً: النتائج:

- ١- لطرّح الخاص يتيح للشركات العامة تحسين أدائها الإداري والمالي بعد الانتقال للقطاع الخاص بفضل مشاركة مستثمرين ذوي خبرة.
- ٢- لقد برزت عملية الطرح الخاص للأسهم كأحد الأدوات المالية الفعّالة التي تمنح الشركات مرونة وسرعة في جذب رؤوس الأموال، لا سيما من فئة المستثمرين المؤهلين، وتتزايد أهمية هذا الأسلوب في سياق خصخصة الشركات العامة، حيث يشكل الطرح الخاص وسيلة استراتيجية لإعادة هيكلة ملكية الشركات وتحويلها من القطاع العام إلى القطاع الخاص بشكل تدريجي ومنضبط قانونياً

٣- يعكس الاستثمار الأجنبي دوراً محورياً في دعم الاقتصاد الوطني، من خلال نقل التكنولوجيا الحديثة، وتوطين الخبرات الإدارية والتنظيمية.

٤- على الرغم من غياب تنظيم صريح للطرح الخاص في التشريع العراقي، إلا أن قانون الاستثمار رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٦ المعدل قد وضع إطاراً عاماً مشجعاً للاستثمار، من خلال تبني أهداف واضحة تركز على جذب رؤوس الأموال ونقل التكنولوجيا وتوسيع القاعدة الإنتاجية.

ثانياً: المقترحات:

- ١- ندعو المشرع العراقي لضرورة تنظيم إطار تشريعي خاص ينظم الطرح الخاص في سياق الخصخصة، حيث يعد غياب نصوص قانونية صريحة تنظم الطرح الخاص كوسيلة لخصخصة الشركات العامة من أبرز أوجه القصور، الأمر الذي يستوجب تدخل المشرع لإصدار قانون مستقل.
- ٢- ندعو المشرع العراقي بالتنظيم مشاركة المستثمرين الأجانب في ظل أهمية الاستثمار الأجنبي في إنجاح برامج الخصخصة.

الهوامش

^١ عرفت المادة الاولى من قانون الشركات العامة رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧، الشركة العامة بانها " الوحدة الاقتصادية الممولة ذاتيا والمملوكة للدولة بالكامل التي تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي والاداري وتعمل وفق اسس اقتصادية".

^٢ تعرّف قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها مصطلح "مستثمر مؤهل" الوارد في الباب الثامن من قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، وفي المادتين السادسة والأربعين والسابعة والأربعين من لائحة صناديق الاستثمار، وفي المادة الخامسة والأربعين من لائحة صناديق الاستثمار العقاري، بأنه أي من الآتي بيانهم: (١) مؤسسات سوق مالية تتصرف لحسابها الخاص. (٢) عملاء مؤسسة سوق مالية مرخص لها في ممارسة أعمال الإدارة شريطة أن تكون مؤسسة السوق المالية قد عُيِّنت بشروط تمكنها من اتخاذ القرارات الخاصة بقبول المشاركة في الطرح والاستثمار في السوق الموازية نيابة عن العميل دون حاجة إلى الحصول على موافقة مسبقة منه. (٣) حكومة المملكة، أو أي جهة حكومية، أو أي هيئة دولية تعترف بها الهيئة، أو السوق، وأي سوق مالية أخرى تعترف بها الهيئة، أو مركز الإيداع. (٤) الشركات المملوكة من الحكومة، مباشرة أو عن طريق محفظة تديرها مؤسسة سوق مالية مرخص لها في ممارسة أعمال الإدارة. (٥) الشركات والصناديق المؤسسية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. (٦) صناديق الاستثمار. (٧) أي أشخاص اعتباريين آخرين يجوز لهم فتح

حساب استثماري في المملكة وحساب لدى مركز الإيداع. (٨) أشخاص طبيعيون يجوز لهم فتح حساب استثماري في المملكة وحساب لدى مركز الإيداع، ويستوفون أي من المعايير الآتية: (أ) أن يكون قد قام بصفقات في أسواق الأوراق المالية لا يقل مجموع قيمتها عن أربعين مليون ريال سعودي ولا تقل عن عشر صفقات في كل ربع سنة خلال الاثني عشرة شهراً الماضية. (ب) أن لا تقل قيمة صافي أصوله عن خمسة ملايين ريال سعودي. (ج) أن يعمل أو سبق له العمل مدة ثلاث سنوات على الأقل في القطاع المالي. (د) أن يكون حاصلاً على الشهادة العامة للتعامل في الأوراق المالية المعتمدة من قبل الهيئة. (هـ) أن يكون حاصلاً على شهادة مهنية متخصصة في مجال أعمال الأوراق المالية معتمدة من جهة معترف بها دولياً. (٩) أي أشخاص آخريين تحددهم الهيئة.

(3) Regulation D Rule 502(b): "For offerings that include any purchaser that is not an accredited investor, the issuer shall furnish the information specified... which generally includes the same kind of information as required in registration statements".

(4) Rule 502(b)(1) "The issuer shall make available... the opportunity to ask questions and receive answers concerning the terms and conditions of the offering".

(5) Rule 502(c) " (Neither the issuer nor any person acting on its behalf shall offer or sell the securities by any form of general solicitation or general advertising)".

(6) (Section 17(a) of the Securities Act of 1933): " It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities...

(A) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or

(B) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact... or

(C) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser".

(٧) حنان سيد احمد عبد المنعم، النظام القانوني لعملية الطرح الخاص للأوراق المالية، أطروحة دكتوراة، جامعة القاهرة، ٢٠١٦، ص ٤٤٤.

(8) Section 2(B) Securities Act Of 1933) "whenever Pursuant To This Title The Commission Is Engaged In Rulemaking... It Shall Consider, In Addition To The Protection Of Investors, Whether The Action Will Promote Efficiency, Competition, And Capital Formation"

(9) Section 8 Securities Act of 1933" If it appears to the Commission that a registration statement is on its face incomplete or inaccurate... the Commission may issue a stop order"

(10) Section 20(b)" Whenever it shall appear to the Commission that any person is engaged... in violation... it may bring an action in the proper district court"

(١١) حميدة مختار، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية المبررات وشروط النجاح، بحث منشور بمجلة جامعة الجلفة، الجزائر، ٢٠٠١، ص ٣٠٨.

(١٢) د. مجيد عبد الحسين هاتف ، حوكمة الشركات (المفهوم و المقومات) ، مقال منشور على موقع جامعة المستقبل، متاح على الموقع الالكتروني التالي: <https://www.uomus.edu.iq> تمت الزيارة في ٢٠٢٦/٣/٣١ في تمام الساعة ١٠:٣٠ صباحاً.

(١٣) د. منى السيد عادل عمار، إعادة هيكلة الشركات المتعثرة كدرع لمكافحة افلاسها ، بحث منشور في المجلة القانونية، مجلد ٩ ، العدد ٣ ، ٢٠٢١، ص ٧٢٠ وما بعدها.

- (١٤) د. حسام أحمد علي حمادة ، أحمد رشا محمد حمدي الحداد ، حوكمة الشركات لتحقيق التميز المؤسسي وتحسين الأداء المالي ، بحث منشور في مجلة البحوث التجارية ، المجلد ٤٥ ، العدد ٢ ، ٢٠٢٣ ، ص ٢١٥ .
- (١٥) مقال بعنوان أنواع إعادة الهيكلة المؤسسية وإيها الأنسب، متاح عبر الرابط الإلكتروني: <https://tcgksa.com/blog> تمت الزيارة ٢٠٢٦/١٣/٣٠ عند الساعة ٤٥ : ٢ صباحا.
- (١٦) د. منى السيد عادل عمار، مرجع سابق ، ص ٧٣٠ وما بعدها.
- (١٧) ساهر حسين الثعلبي ، سكنة فرج الثعلبي ، اثر الاستثمار الأجنبي المباشر في النمو الاقتصادي، بحث منشور في مجلة مجلس التعاون لدول الخليج العربية - الأمانة العامة ، ٢٠١٥ ، ص ٣ وما بعدها.
- (١٨) د. محمد عماد الدين ، عقبة قصير ، دور الحوكمة في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في بعض البلدان العربية، رسالة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي ، الجزائر ، ٢٠١٨ ، ص ٤٥ .
- (١٩) المادة (١٠/ثالثاً) قانون الاستثمار رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٦ المعدل بالقانون رقم (٥٠) لسنة ٢٠١٥ ، " للمستثمر العراقي او الأجنبي حق استثمار وتأجير العقارات او المساطحة من الدولة او من القطاعين الخاص و المختلط لغرض إقامة مشاريع استثمارية عليها لمدة لا تزيد عن ٥٠ خمسين سنة قابلة للتجديد بموافقة الهيئة مانحة الاجازة والجهة ذات العلاقة بعد مراعاة طبيعة المشروع والجدوى الاقتصادية منه باستثناء المشاريع الصناعية المشيدة في المدن الصناعية تملك بموجب بدل وحسب التعليمات".
- (٢٠) المادة (١١) من قانون الاستثمار رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٦ المعدل بالقانون رقم (٥٠) لسنة ٢٠١٥ ، التي نصت على انه " يتمتع المستثمر بالمزايا الاتية :اولا : اخراج راس المال الذي ادخله الى العراق وعوائده وفق احكام هذا القانون وتعليمات البنك المركزي العراقي وبعملة قابلة للتحويل بعد تسديد التزاماته وديونه كافة للحكومة العراقية وسائر الجهات الاخرى . ثانيا: يحق للمستثمر الاجنبي :١- التداول في سوق العراق للأوراق المالية بالأسهم والسندات المدرجة فيه واكتساب العضوية في الشركات المساهمة الخاصة والمختلطة ، ولا يمنع من ذلك وجود عقارات ضمن موجودات الشركات المذكورة . ب - تكوين المحافظ الاستثمارية في الاسهم والسندات. ج - فتح فرع لشركته الاجنبية في العراق وفقا للقانون. د - تسجيل براءة الاختراع لمشروعه الاستثماري وفقا للقانون. ثالثا: حذفت. رابعا: التأمين على المشروع الاستثماري لدى اي شركة تامين وطنية او اجنبية يعتبرها ملائمة. خامسا: فتح حسابات بالعملة العراقية او الاجنبية او كليهما لدى احد المصارف في العراق او خارجه للمشروع المجاز".
- (٢١) المادة (١٢) من قانون الاستثمار رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٦ المعدل بالقانون رقم (٥٠) لسنة ٢٠١٥ ، نصت على انه " يضمن هذا القانون للمستثمر ما يأتي: اولا : يحق للمستثمر توظيف واستخدام عاملين من غير العراقيين في حالة عدم امكانية استخدام عراقي يملك المؤهلات اللازمة وقادر على القيام بنفس المهمة وفق ضوابط تصدرها الهيئة. ثانيا: منح المستثمر الاجنبي والعاملين في المشاريع الاستثمارية من غير العراقيين حق الاقامة في العراق وتسهيل دخوله وخروجه من والى العراق. ثالثا - ١ - عدم المصادرة او تأميم المشروع الاستثماري باستثناء ما يتم بحكم قضائي بات. ب - عدم نزع ملكية المشروع الاستثماري الا للمنفعة العامة كلا او جزء وبتعويض عادل. رابعا: للعاملين الفنيين والاداريين غير العراقيين في المشروع ان يحولوا رواتبهم وتعويضاتهم الى خارج العراق وفقا للقانون بعد تسديد التزاماتهم وديونهم تجاه الحكومة العراقية وسائر الجهات الأخرى".

- (٢٢) زهراء كاظم محيد عبد، التنظيم القانوني للطرح الخاص للأسهم في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة بابل، ٢٠٢١. ص ١٧.
- (٢٣) د. محسن حسن المعموري، الخصخصة، دراسة تحليلية للمفهوم والآليات، بحث منشور في مجلة ديالى للبحوث الإنسانية، العدد ٣٠، ٢٠٠٨، ص ١١ وما بعدها.
- (٢٤) د. منير إبراهيم هندي، أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، إدارة البحوث والدراسات، مصر، ١٩٩٥، ص ٣٤.
- (٢٥) د. منى السيد عادل عمار، مرجع سابق، ص ٣٤٠ وما بعدها.
- (٢٦) د. عبد الله عايد عودة، الخصخصة وأثرها على الأداء المالي في الشركات المساهمة، رسالة ماجستير، جامعة مؤتة، الأردن، ٢٠٢٠، ص ٦٥ وما بعدها.
- (٢٧) احمد صقر عاشور، مرجع سابق، ١٥٨ وما بعدها.
- (٢٨) د. محمود السيد ناجي، دراسة الآثار الإيجابية للخصخصة على الحقوق المالية للعمال، بحث منشور في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق - جامعة المنصورة، ١٩٩٧، ص ٧١.
- (٢٩) د. حميدة مختار، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، ط١، مكتبة حسن العصرية، لبنان، ٢٠١٣، ص ١٦٦.
- (30) Sami Ben Naceur, Samir Ghazouani, and Mohammed Omran, "The Performance of Newly Privatized Firms in Selected MENA Countries: The Role of Ownership Structure and Governance," International Review of Financial Analysis, Vol. 16, No. 4, 2007, p. 336.
- (٣١) مقال منشور على الموقع الإلكتروني التالي <https://amwalalghad.com/i7xg> تمت الزيادة في ٢٠٢٦/٣/٢٠ في تمام الساعة ٦:١٠ صباحاً.
- (٣٢) وقامت بريطانيا ببيع شركة الاتصالات البريطانية وشركة جاكوار وشركة برنويل، د. عمر علي الدوري، احمد ضرار إسماعيل الشمري، الخصخصة بدائل التحول من الملكية العامة الى الملكية الخاصة، بحث منشور في مجلة المنصور، العدد ١٠، ٢٠٠٧، ص ١٤.

المصادر

أولاً: التشريعات

- ١- دليل الطرح الخاص الصادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المصرية رقم ٣١ لسنة ٢٠٠٢ والصادر بشأن وضع مبادئ واسس لعمليات الطرح الخاص.
- ٢- قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية ٢٠٢٣.
- ٣- قانون الاستثمار رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٦.
- ٤- قانون الأوراق المالية الأمريكي ١٩٣٣.
- ٥- قانون سوق راس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

ثانياً: الكتب

- ١- وشاحي، أحمد فاروق، ماهية الطرح الخاص وأحكامه (دراسة تطبيقية عملية مقارنة)، القاهرة، ٢٠٠٠.
- ٢- مختار، حميدة. الخصخصة عن طريق الأسواق المالية. ط١، مكتبة حسن العصرية، لبنان، ٢٠١٣.
- ٣- هندي، منير إبراهيم. أساليب وطرق خصخصة المشروعات العامة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، إدارة البحوث والدراسات، مصر، ١٩٩٥.

ثالثاً: الرسائل والأطاريح

- ١- عبد، زهراء كاظم مجيد، التنظيم القانوني للطرح الخاص للأسهم في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة بابل، ٢٠٢١.
- ٢- عودة، عبد الله عايد، الخصخصة وأثرها على الأداء المالي في الشركات المساهمة، رسالة ماجستير، جامعة مؤتة، الأردن، ٢٠٢٠.
- ٣- عبد المنعم، حنان سيد أحمد، النظام القانوني لعملية الطرح الخاص لأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠١٦.
- ٤- عماد الدين، محمد، وعقبة قصي، دور الحوكمة في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في بعض البلدان العربية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، الجزائر، ٢٠١٨.

رابعاً: البحوث والمقالات

- ١- حمادة، حسام أحمد علي، وأحمد رشما محمد حمدي الحداد، حوكمة الشركات لتحقيق التميز المؤسسي وتحسين الأداء المالي، بحث منشور في مجلة البحوث التجارية، المجلد ٤٥، العدد ٢، ٢٠٢٣.
- ٢- مختار، حميدة، الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية: المبررات وشروط النجاح، بحث منشور في مجلة جامعة الجلفة، الجزائر، ٢٠٠١.
- ٣- الثعلبي، ساهر حسين، وسكنة فرج الثعلبي، أثر الاستثمار الأجنبي المباشر في النمو الاقتصادي، بحث منشور في مجلة مجلس التعاون لدول الخليج العربية - الأمانة العامة، ٢٠١٥.
- ٤- الدوري، عمر علي، وأحمد ضرار إسماعيل الشمري، الخصخصة: بدائل التحول من الملكية العامة إلى الملكية الخاصة، بحث منشور في مجلة المنصور، العدد ١٠، ٢٠٠٧.
- ٥- المعموري، محسن حسن، الخصخصة: دراسة تحليلية للمفهوم والآليات، بحث منشور في مجلة دياي للبحوث الإنسانية، العدد ٣٠، ٢٠٠٨.

٦- ناجي، محمود السيد، دراسة الآثار الإيجابية للخصخصة على الحقوق المالية للعمال، بحث منشور في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق - جامعة المنصورة، ١٩٩٧.

٧- عمار، منى السيد عادل، إعادة هيكلة الشركات المتعثرة كدرع لمكافحة إفلاسها، بحث منشور في المجلة القانونية، المجلد ٩، العدد ٣، ٢٠٢١.

خامساً: المصادر الإنكليزية

١- Ben Naceur, Sami, Samir Ghazouani, and Mohammed Omran, "The Performance of Newly Privatized Firms in Selected MENA Countries: The Role of Ownership Structure and Governance," International Review of Financial Analysis, Vol. 16, No. 4, 2007.

سادساً: المواقع الإلكترونية

١- هاتف، مجيد عبد الحسين، حوكمة الشركات (المفهوم والمقومات)، مقال منشور على موقع جامعة المستقبل، متاح على الموقع الإلكتروني: [جامعة المستقبل]

(https://www.uomus.edu.iq?utm_source=chatgpt.com)

تمت الزيارة بتاريخ ٢٠٢٦/٣/٣١ الساعة ١٠:٣٠ صباحاً.

٢- "أنواع إعادة الهيكلة المؤسسية وأيها الأنسب، مقال منشور على موقع

(https://tcgksa.com/blog?utm_source=chatgpt.com)

تمت الزيارة بتاريخ ٢٠٢٦/٣/٣٠ الساعة ٢:٤٥ صباحاً.