

## الادراج المزدوج للأسهم في سوق الأوراق المالية

م. د. نهى خالد عيسى

كلية القانون- جامعة بابل

nohaalmosawe85@gmail.com

تاريخ الاستلام: ٢٠ / ١٢ / ٢٠٢٠ م

تاريخ قبول النشر: ٣١ / ١ / ٢٠٢١ م

### المستخلص

الإدراج المزدوج هو تسجيل أسهم شركة في أكثر من سوق مالية، ما يتيح للمساهمين بيع وشراء أسهمهم في أكثر من سوق باستخدام عملات مختلفة وحسب أوقات تداول مختلفة. هذا ما يعزز سمعة الشركة المدرجة ويجعلها في متناول قاعدة أكبر من المتداولين، فضلاً عن إعطاء فرصة للشركة للنفوذ إلى السوق العالمي والتعامل مع شبكة واسعة من المستهلكين والموردين والمستثمرين بمجرد تسجيل طلب إدراج مزدوج في سوق دولي، إضافة إلى السبب الأكثر أهمية وهو الإمكانية والمصدقية التي تتمتع بها تلك الأسواق العالمية، الأمر الذي يضفي السمعة العالمية للأسهم الشركة كونها حظيت بموافقة الإدراج في تلك الأسواق وأكملت جميع الشروط ذات المستوى العالي الواجب توافرها، كون إن أغلب البورصات العالمية المتقدمة تتمتع بمستوى إداري جيد وقدر كبير من الشفافية والمسؤولية.

الكلمات المفتاحية ( الادراج المزدوج، سوق الأوراق المالية، الشركة،

المستثمرون).

## Abstract

Dual listing is the registration of a company's shares in more than one financial market, which allows shareholders to buy and sell their shares in more than one market using different currencies and according to different trading times. This is what enhances the reputation of the listed company and makes it accessible to a larger base of traders, as well as giving the company an opportunity to access the global market and deal with a wide network of consumers, suppliers and investors once a dual listing application is registered in an international market, in addition to the most important reason, which is the ability and credibility that it enjoys. These global markets have these global markets, which gives the company's global reputation because it has been approved to be listed in those markets and has completed all the high-level conditions that must be met, as most of the advanced global stock exchanges have a good management level and a great deal of transparency and responsibility.

Key words (dual listing, stock market, company, investors).

## المقدمة

البلدين. لذا فإن العديد من الشركات تسعى لإدراج أسهمها في الأسواق المالية الدولية، حيث يمثل الإدراج الدولي ضرورة للشركات الكبيرة الموجودة في دول صغيرة والتي تستهدف تعظيم مبيعاتها الدولية، حيث يوفر هذا الإدراج تأثير دعائي وترويجي. لذا فالإدراج المزدوج هو تسجيل أسهم شركة في أكثر من سوق مالية، مما يتيح للمتداولين بيع وشراء أسهم الشركة في أكثر من سوق باستخدام عملات مختلفة وأوقات تداول مختلفة. هذا ما يعزز سمعة الشركة المدرجة ويجعلها في متناول

تردد في الآونة الأخيرة مفهوم إدراج أوراق مالية من قبل شركات معينة في سوق خارجية بالإضافة إلى إدراج أسهمها في سوقها الأم في الدولة التي توجد فيها، أي إدراج أسهمها في سوقين ماليين مختلفين، الأمر الذي يأتي نتيجة لسعي الشركات في تعزيز وتوثيق أواصر التعاون المشترك بين الأسواق، بالإضافة إلى إيجاد آلية حكيمة للاستفادة من أوجه ذلك التعاون، والسعي من أجل تحديث قنوات الاتصال وتعميق الاستفادة من الخدمات المالية المتوافرة في كلا



لذا فمن خلال هذا البحث نريد أن نسلط الضوء على بعض النقاط من أجل مناقشتها ووضع الحلول لها، منها، ما الدوافع التي تقف وراء عملية الإدراج المزدوج لأسهم الشركة في أكثر من سوق مالية؟ وكيف تتم هذه العملية وما هي نتائجها؟ خاصة مع اختلاف شروط الإدراج من سوق إلى آخر، وما يتعلق بالحد الأدنى المطلوب لرأس مال الشركة الراغبة في الإدراج وعدد أسهمها القابلة للتداول، وكذا الالتزام بمستويات الإفصاح والشفافية.

فسنحاول دراسة هذا البحث على مبحثين، سنتناول في الأول مفهوم الإدراج المزدوج وذلك على ثلاثة مطالب الأول لتعريف الإدراج المزدوج، والثاني لأهمية الإدراج المزدوج، والمطلب الثالث لشروطه. في حين سننقد المبحث الثاني لأحكام الإدراج المزدوج وذلك على مطلبين، الأول لطرق الإدراج المزدوج وإجراءاته، والثاني للآثار المترتبة على الإدراج المزدوج.

قاعدة أكبر من المتداولين، الأمر الذي يحقق انعكاسات على رفع رأس مال الشركة واستقرار أسعار أسهمها، فضلاً عن النفاذ للسوق العالمي والتعامل مع شبكة واسعة من المستهلكين والموردين والمستثمرين بمجرد تسجيل طلب إدراج مزدوج في بورصة عالمية. أما المستثمرين فقد يحقق لهم الإدراج المزدوج تنويع الفرص الاستثمارية، والتعامل في قطاعات قد لا تكون متوافرة في أسواق الأسهم المحلية. أما بالنسبة للأسواق المالية، فإن زيادة عدد الأوراق المالية المدرجة فيها، يزيد من معدلات وعمولات التداول وهذا من شأنه أن يزيد من أرباح السوق ذاتها. كما أن الإدراج المزدوج سيحل كثيراً من المشاكل التي تعاني منها سوق الأسهم، وعلى رأسها مشكلة حجم الإفصاح المطبقة بحدها الأدنى في الوقت الحالي، حيث لا تفصح الشركات المحلية المدرجة سوى عن قوائمها المالية، بينما يصل الإفصاح في الشركات العالمية إلى سياسات واستراتيجيات تلك الشركات.



**المبحث الأول****مفهوم الادراج المزدوج**

لغرض الإحاطة بمفهوم الادراج المزدوج، لا بد لنا من بيان تعريفه وأهميته وشروطه، لذا سنقسم هذا المبحث على ثلاثة مطالب وكالآتي:

**المطلب الأول****تعريف الادراج المزدوج**

إن عملية تكامل أسواق رأس المال الدولية أدت إلى نمو العديد الشركات التي تدرج أسهمها في أسواق خارج وطنها، وبذلك فإن عدد أماكن الإدراج لأسهم الشركات قد ازدادت مما أدى إلى تعرض أسواق الأسهم إلى منافسة غير مسبوقة على الادراجات، وهذا ما يطلق عليه بالإدراج المزدوج للأسهم.

وهذا الإدراج المزدوج ( Dual Listing) له عدة تسميات، قد يطلق عليه بالإدراج الثنائي (Cross Listing) أو الإدراج المشترك أو الادراج المتعدد، إلا إن جميع هذه المصطلحات تعطي المعنى ذاته وهو الادراج في أكثر من سوق أو الادراج بين الأسواق.

فمن الناحية القانونية نجد أن قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتي رقم (٤٣/ر) لسنة ٢٠٠٨ بشأن الإدراج المشترك، قد عرف الإدراج المزدوج في المادة (١) منه والذي أطلق عليه الإدراج المشترك بأنه " إدراج الشركات المحلية المدرجة أوراقها المالية في أسواق الدولة، لأوراقها المالية في أسواق المناطق الحرة<sup>(١)</sup> أو الأسواق المالية خارج الدولة، وإدراج شركات المناطق الحرة المالية<sup>(٢)</sup> للأوراق المالية والسلع في أسواق الدولة " .

أما من الناحية الفقهية فنجد أن مصطلح الادراج المزدوج قد عرف بأنه " إدراج الشركة لأسهمها في سوق أخرى خارج بلدها الأم " <sup>(٣)</sup>.

وعرف أيضاً بأنه " قيام المصدر بإدراج أسهمه في بورصات الأوراق المالية في دولتين أو أكثر بهدف أن تكون الأسهم المتداولة في كل بورصة قابلة للاستبدال مع الأسهم المتداولة في البورصات الأخرى " <sup>(٤)</sup>.

ولكننا نلاحظ أن كلا التعريفين قد ركزا على أن الإدراج المزدوج



أسهمها في سوق آخر، بالإضافة إلى الإدراج في سوقها الأساسي".

لذا فالإدراج المزدوج هو إدراج الورقة المالية في أكثر من سوق مالي، وهما السوق الجديد التي يدرج فيها الأسهم ويطلق عليه بالسوق المضيفة، وسوق الأم الموجود في الدولة التي تعمل فيها الشركة.

وهذان السوقان الماليان قد يكونان كلاهما داخل الدولة الأم للشركة (المراد إدراج أسهمها إدراجاً مزدوجاً) وهذا ما يسمى بالإدراج المزدوج الداخلي (Domestic Dual Listing)، أو قد يكون أحد السوقين خارجي في دولة أخرى والذي يطلق عليه بالإدراج المزدوج الدولي (International Dual Listing)<sup>(٧)</sup>.

كما يمكن أن يكون الإدراج المزدوج بعكس الفكرة السابقة، والذي يطلق عليه بـ (الإدراج المزدوج العكسي) حيث تقوم الشركة بطلب إدراج مزدوج في سوق داخل بلدها الأم، في حين إن أسهمها يتم تداولها في سوق خارج البلد الأم، وتحدث مثل

يكون خارجي أي في دول مختلفة، في حين أن الإدراج المزدوج قد يكون في سوقين كلاهما داخل البلد الأم للشركة، وليس بالضرورة أن يكون أحدهما خارج بلد الأم.

كما عرف بأنه " الحالة التي يتم فيها تسجيل ورقة مالية صادرة عن شركة مساهمة عامة - لغايات تداولها- في أكثر من سوق مالي منظم (Organized Exchange) مصاحباً لتداولها في السوق الأم والذي غالباً ما يعبر عن جنسية الشركة"<sup>(٥)</sup>.

نلاحظ أن التعريف قد أشار إلى أن الإدراج المزدوج يتم من قبل شركة مساهمة عامة، ولكننا نرى أن الإدراج المزدوج يقع على أسهم شركة عامة أو خاصة على حدٍ سواء.

وهناك من عرفه بأنه " (المعروف باسم الإدراج المتداخل وهو إدراج أسهم أي شركة في اثنين أو أكثر من أسواق التبادلات المختلفة)"<sup>(٦)</sup>.

أما من جانبنا فنقول أن الإدراج المزدوج هو " قيام الشركة بإدراج



تعود أيضاً على الأسواق المالية من خلال زيادة عدد الأوراق المالية المدرجة، مما يزيد من معدلات وعمولات التداول وهو ما ينعكس على أرباح السوق ذاتها.

أما بالنسبة للمستثمرين حيث يتيح لهم الادراج المزدوج المجال لتنويع الفرص الاستثمارية، خصوصاً في قطاعات قد لا تكون متوافرة في أسواق الأسهم المحلية مثل قطاع الصناعات الغذائية وغيرها، فضلاً عن ذلك فإن المستثمرين في كلا البلدين يمكنهم الاستفادة من رخص أسعار الأسهم في السوق الأخرى، بمعنى أنه إذا كانت أسعار أسهم الشركات المحلية مرتفعة، فإن المستثمر يمكنه أن يشتري أسهم الشركات الخارجية المدرجة في أسواقه المحلية، ما يساعد على تدفق رؤوس الأموال.

سبيما وأن تعدد البدائل الاستثمارية المطروحة يتيح للمستثمرين إمكانية الاستفادة من ميزة التنوع الجغرافي، وتقليل درجة المخاطر الكلية للمحفظة الاستثمارية<sup>(١٠)</sup>، بالإضافة إلى أن

هذه الحالات عند انتفاء وجود سوق مالي في البلد الأم وتتقدم الشركة بطلب إدراج لأسهمها في أسواق خارجية إلى حين تأسيس سوق محلية، تتمكن بعد ذلك الشركة من إدراج أسهمها في سوق البلد الأم<sup>(٨)</sup>.

### المطلب الثاني

#### أهمية الادراج المزدوج

إن الإدراج المزدوج للأسهم في أسواق الأوراق المالية في دول مختلفة، ينعكس بنتائج إيجابية على أطراف السوق كافة، سواء أكانوا المستثمرين أم الشركات المصدرة للأسهم أو إدارة الأسواق المالية ذاتها. وتظهر هذه الأهمية في جوانب مختلفة، سنقسمها على عدة فروع، وكالاتي:

### الفرع الأول

#### تنويع الفرص الاستثمارية

أن فوائد الإدراج المزدوج تعود على الشركات المصدرة للأسهم، إذ تتيح لها زيادة قاعدة المستثمرين، والترويج لعلامتها التجارية ومنتجاتها عبر نشر البيانات المالية عن الشركة في وسائل الإعلام في الدول التي تدرج أسهمها فيها<sup>(٩)</sup>، لا سيما وأن الفوائد



رغبة هذه الشركات من الاستفادة من التطور الملحوظ للسوق، واحتلاله مرتبة متقدمة بين أسواق المنطقة باعتبارها الوجهة المفضلة والخيار الأول لها على المستوى الإقليمي. حيث يضم سوق دبي حالياً ١٧ شركة مدرجة بنظام الإدراج المزدوج من عدة دول عربية، هي الكويت والبحرين والسودان ومصر، فيما يصل عددها في سوق أبوظبي المالي شركتين فقط. كما يسعى سوق دبي باستمرار إلى تنويع الفرص الاستثمارية المتاحة لقاعدته الضخمة من المستثمرين، من خلال التعاون مع العديد من الشركات الإقليمية الناشطة في قطاعات اقتصادية عدة، وتشجيعها على الإدراج وتداول أسهمها في السوق الرائد على المستوى الإقليمي. وهذا ما يجعل السوق الاماراتية تصبح استثمارية بعيداً عن سيطرة المضاربات، وتحسين مستويات الإفصاح والشفافية من خلال التعلم من شركات أجنبية تعمل بمستويات مهنية وأخلاقية عالية يمكن ملاحظتها

تداول الأسهم في سوقين مختلفتين، يمنح المستثمرين في كلا البلدين القدرة على تحقيق أرباح من دون وجود أخطار، وهذه الأرباح قد تنشأ عن وجود فروق الأسعار (تباين سعري) بين السوقين والتي يطلق عليها عملية (اربيتراج)، والاستفادة من رخص أسعار الأسهم في السوق الأخرى، حيث يمكن للمستثمرين من خلال المتابعة المتواصلة لكلا السوقين، المدرجة فيهما الورقة المالية، أن يستغلوا تلك الفرص لتحقيق مكاسب رأسمالية وتدفع رؤوس أموال، فيشترون من السوق الأقل سعراً ليبيعوا الكمية المشتراة نفسها في السوق الأعلى سعراً، حيث أن تواصل عمليات الشراء والبيع يؤدي في النهاية إلى تقليل فروق السعر بين السوقين (المحلية والدولية)، وهذا ما يعيد التوازن إليهما ويقلل فرص تباين الاسعار وبذلك يتحقق أرباح للمستثمرين من دون أية مخاطر<sup>(١١)</sup>.

وقد لوحظ إن هناك إقبال كبير من الشركات الإقليمية للإدراج المزدوج في سوق دبي، يأتي في ظل



عبر كمية ودقة المعلومات التفصيلية في قوائمها المالية<sup>(١٢)</sup>.

ال شراء والبيع للورقة في أي وقت وبأفضل الأسعار<sup>(١٤)</sup>. هذا ما دفع أكثر من ٣٠ شركة إسرائيلية، متداولة في بورصة (ناسداك) NASDAQ، قررت إدراج أسهمها في قائمة مزدوجة في بورصة (تل أبيب) TASE، وترتب على ذلك نمو حجم التجارة للشركات المدرجة مزدوجاً بنحو ١٢٣٪، حوالي ٤٢٪ من الحجم الإجمالي موجود في TASE دون التأثير سلباً على حجم التداول في بورصة ناسداك، نتيجة لذلك ارتفعت أسعار الأسهم بنحو ٩٪<sup>(١٥)</sup>.

أما الأسواق المالية فإنها تسعى إلى إدراج أوراق مالية لشركات أجنبية؛ حتى يكون أمام جمهور المستثمرين بدائل استثمارية عديدة. ومن ثم يمكن للمستثمر المفاضلة بينها من حيث العائد والمخاطر. سيما وإن إدراج الشركات الأجنبية في السوق المحلية يجعلها محط اهتمام للمقيمين في الدولة، حيث تسهل فرص استثمارهم في شركات بلادهم دون الاضطرار إلى الاتصال أو السفر لمتابعة ذلك.

## الفرع الثاني تحقيق السيولة المالية

أن الإدراج المزدوج يعزز أو يزيد من سيولة الأوراق المالية الدرجة في أكثر من سوق، من خلال توافر قاعدة عريضة من جمهور المستثمرين في تلك الأسواق<sup>(١٣)</sup>. وهذا ما يعود بالفائدة على الجانبيين، على المستثمرين والشركات على حد سواء، حيث أن إدارة سوق دبي حرصت منذ بدء أعماله في عام ٢٠٠٠ على الارتباط بعلاقات وثيقة مع أسواق المال العربية والعالمية.

حيث يمكن للشركات أن تقيّد أوراقها المالية المصدرة في أكثر من سوق في الوقت ذاته، وذلك باتباع إحدى الآليات المتعارف عليها، وهي إما القيد المزدوج أو شهادات الإيداع.

وهذه الشركات تهدف من الإدراج المزدوج عادة إلى كسب مزيد من السيولة من خلال توافر عدد أكبر من المشترين والبائعين للورقة المالية، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على إمكانية





والمصداقية التي تتمتع بها تلك الأسواق<sup>(١٧)</sup>. حيث إن إدارة الشركة عندما تسعى إلى الإدراج المزدوج هو الرغبة لتحقيق انتشار واسع لها على المستوى الدولي، من حيث معرفة منتجاتها وخدماتها وأرباحها وأدائها المالي. كما يعطي الإدراج المزدوج فرصة للشركات التي تريد أن توسع نشاطاتها إلى خارج حدودها الإقليمية، مع إمكانية الوصول إلى شرائح جديدة من المستثمرين تتميز بارتفاع الدخل، واستقطاب رؤوس أموال جديدة، هذا ما ينعكس إيجاباً على السمعة العالمية لأسهم الشركة وأسعارها ومن ثم على قيمة الشركة نفسها؛ كونها حظيت بموافقة الإدراج في سوق عالمي وأكملت الشروط ذات المستوى العالي الواجب توافرها؛ لأن أغلب الأسواق العالمية المتقدمة تتمتع بمستوى إداري جيد وقدر كبير من الشفافية والمسؤولية وجودة الحكم<sup>(١٨)</sup>.

وهذا يعني إن الشركة إذا ما أدرجت أسهمها إدراجاً مزدوجاً في الأسواق المالية الدولية، فإنها تحقق

كما أن الإدراج المزدوج قد يحقق تداول الأوراق المالية بشكل مستمر ولفترات أطول، نتيجة اختلاف مواعيد العطل بين الأسواق، فمثلاً إذا تم الإدراج بإحدى الأسواق المالية في دول الغرب، وفي سوق أخرى في دول الشرق، يصبح التداول على الورقة المالية متاحاً على مدار ٢٤ ساعة، أو قد يتم قيد الورقة المالية في سوق أخرى يكون فيها التداول مفتوحاً خلال أيام عطلات السوق المحلية. فضلاً عن أن عملية الإدراج المزدوج توفر إمكانية التعامل على ذات الورقة المالية بعملات مختلفة، سواء بالعملة المحلية أو بعملة الدولة الأخرى<sup>(١٦)</sup>.

### الفرع الثالث

#### تحقيق انتشار واسع للشركة

إن من الأسباب الرئيسة الكامنة وراء قيام الشركات بتبني مفهوم الإدراج المزدوج، هي إعطاء فرصة للشركة للنفوذ للسوق العالمي والتعامل مع شبكة واسعة من المستهلكين والموردين والمستثمرين بمجرد تسجيل طلب إدراج مزدوج في أسواق عالمية، فضلاً عن المكانة



الواجب توفرها عند إدراج الشركات المحلية أوراقها المالية في أسواق المناطق الحرة أو أحد الأسواق خارج الدولة. والثانية هي الشروط اللازمة توفرها لإدراج شركات المناطق الحرة لأوراقها المالية في أسواق الدولة.

فالنوع الأول من الشروط نصت عليها المادة (٣) من القرار أعلاه وهي كالاتي: " ما لم تقرر الهيئة خلاف ذلك<sup>(١٩)</sup>، يشترط لإدراج الشركات المحلية المدرجة في أسواق الدولة لأوراقها المالية في بورصات أو أسواق المناطق الحرة المالية أو أحد الأسواق أو البورصات خارج الدولة ما يلي:

تقديم مسودة طلب الإدراج الذي ستقدمه الشركة إلى السوق الفرعي مرفقاً به دراسة تحدد الهدف من الإدراج في السوق الفرعي<sup>(٢٠)</sup> ومتطلباته.

أن لا تتجاوز نسبة الأسهم المراد إدراجها في السوق الفرعي عن (٣٠) ثلاثين بالمائة من رأس مال الشركة بالنسبة للأسهم (إلا أن هذه الفقرة تم إلغاؤها) بموجب قرار من هيئة الأوراق المالية والسلع في ١٧ يناير ٢٠١٨.

تقييم أعلى وتتمكن من الوصول السهل للمستثمرين وتحسين وضعها وصورتها في السوق.

سيما وإن قيد الأسهم في أكثر من سوق، يلزم إدارة الشركة باستيفاء متطلبات القيد في تلك الأسواق، كالإفصاح والشفافية وتوفير البيانات الدورية وأي معلومات جوهرية من شأنها التأثير في أسعار أسهمها في تلك الأسواق.

### المطلب الثاني

#### شروط الإدراج المزدوج

أن شروط الإدراج المزدوج تختلف من سوق لآخر، وهذا ما يمثل أحد أهم التحديات أمام عملية الإدراج المزدوج، خصوصاً في ما يتعلق بالحد الأدنى المطلوب لرأس مال الشركة الراغبة في الإدراج وعدد أسهمها القابلة للتداول، وكذلك الالتزام بمستويات الإفصاح والشفافية.

نجد أن قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتي رقم (٤٣/ر) لسنة ٢٠٠٨ بشأن الإدراج المشترك، قد نص على نوعين من الشروط، الأولى هي الشروط

- أن تقدم الشركة نسخة عن قرار مجلس إدارتها بالموافقة على إدراج أوراقها المالية في السوق الفرعي.
- أوراقها المالية في السوق الفرعي. أن تقدم الشركة تعهداً بالامتناع عن الإفصاح عن أية معلومات للسوق الفرعي قبل الإفصاح عنها إلى السوق الرئيسي أو بالتزامن.
- أن تقدم الشركة تعهداً بالالتزام بتزويد السوق الرئيسي بكافة متطلبات الإفصاح في السوق الفرعي.
- أن تقدم الشركة تعهداً بتزويد الهيئة بعدم ممانعة السوق الرئيسي على الإدراج في السوق الفرعي أو بإفادة من السوق الرئيسي بوجود آلية تسمح بالإدراج المشترك بين السوقين.
- أن تقدم الشركة بياناً معتمداً من مجلس إدارتها يوضح الآلية التي ستتبعها الشركة في عملية تداول أوراقها المالية وعمليات التسوية التي تتم على هذه الأوراق في السوق الفرعي.
- أن تقدم الشركة ملخصاً للدراسة الفنية المتضمنة الهدف من الإدراج في السوق الفرعي ومزاياه والمخاطر المحتملة من جراء ذلك بالإضافة الى
- التدابير التي ستتخذها الشركة للحد من هذه المخاطر.
- أية شروط أخرى تقررها الهيئة من حين لآخر .
- أما النوع الثاني من الشروط فقد نصت عليها المادة (٥) من قرار رئيس مجلس هيئة الأوراق المالية والسلع وهي " ما لم تقرر الهيئة خلاف ذلك<sup>(٢١)</sup>، يشترط لإدراج شركات المناطق الحرة المالية لأوراقها المالية في أسواق الدولة ما يلي:
١. تقديم طلب من الشركة طالبة الإدراج موقع من شخص أو جهة مخولة رسمياً بالتوقيع نيابة عن الشركة.
  ٢. أن يكون رأس مال الشركة مقسم إلى أسهم وأن تكفل هذه الأسهم حقوق متساوية للمساهمين ضمن الفئة المعنية.
  ٣. أن تكون الشركة مدرجة في أسواق المنطقة الحرة المالية.
  ٤. يجب أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن سنتين صدرت عنها ميزانيتين مدققتين من قبل مدقق حسابات



٩. أن لا توجد لدى الشركة أية قيود مطلقة بشأن حظر انتقال ملكية السهم بين المتعاملين وبيان القيود إن وُجدت.
١٠. أية شروط أخرى تقررها الهيئة من حين لآخر".
- أما قانون سوق العراق المؤقت للأوراق المالية فإنه لم ينص على الادراج المزدوج وكذلك الحال الانظمة والتعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية، لذا نستطيع أن نطبق شروط إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية على عملية الادراج المزدوج، وهذه الشروط نصت عليها تعليمات رقم (٦) لسنة ٢٠١٥ المتعلقة بشروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية (السوق النظامي). وهذه الشروط هي كالآتي:
- أن تقدم الشركة طلب إدراج إلى سوق الأوراق المالية موقع من قبل رئيس مجلس الإدارة والمدير المفوض ويرفق بالطلب شهادة وعقد التأسيس مصدقة من دائرة تسجيل الشركات ويؤكد فيه علمها وقبولها معتمد، ويستثنى من ذلك الشركة التي تملك الحكومة أو إحدى الحكومات المحلية ما لا يقل عن (٢٥٪) من أسهمها.
٥. أن لا يقل رأسمال الشركة عن (٤٠) مليون درهم إماراتي وأن لا يقل عدد المساهمين فيها عن (١٠٠) مساهم.
٦. أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة.
٧. تعهد الشركة بالالتزام بجميع متطلبات الإفصاح والشفافية المطبقة على الشركات المدرجة وأوراقها في أسواق الدولة.
٨. أن لا تقل حقوق المساهمين في الشركة عن (١٢٠٪) من رأس مالها المدفوع وأن تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية قابلة للتوزيع على المساهمين لا يقل متوسطها عن (٥٪) من رأس المال المدفوع وذلك خلال السنتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الإدراج.

- بشروط الإدراج المعتمدة من قبل السوق و الهيئة (٢٢) .
- ب- تقييم مجلس الإدارة مدعماً بالأرقام لأداء الشركة وانجازاتها مقارنة بالخطة الموضوعية.
- ت- الأحداث الهامة التي مرت بها الشركة من تاريخ تأسيسها وحتى تاريخ تقديم طلب الإدراج.
- ث- أسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء ومناصب أشخاص الإدارة التنفيذية في الشركة. ومقدار مساهمة كل منهم واقاربهم (من الدرجة الاولى) وعضوية اي منهم في مجالس إدارة الشركات الأخرى.
- ج- كشف بأسماء المساهمين وجنسياتهم الذين تزيد مساهماتهم عن (١٪) أو أكثر من أسهم الشركة وعدد الأسهم التي يمتلكونها.
- ح- وصف لأي حماية حكومية او امتيازات تتمتع بها الشركة او أي من منتجاتها بموجب القوانين.
- خ- وصف لأي قرارات صادرة عن الحكومة او المنظمات الدولية او غيرها لها اثر مادي على عمل الشركات الأخرى إن وجدت.
- إن تكون الشركة قد حصلت على موافقة الهيئة العامة على إدراج أسهمها في سوق الأوراق المالية مصدقة من دائرة تسجيل الشركات او بأمر من الجهة القطاعية على ادراجها في سوق العراق للأوراق المالية (٢٣).
- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين، صدرت عنهما ميزانيتان مدققتان من قبل مراقب حسابات مستقل ومخول قانوناً في العراق، ويجوز للهيئة قبول ادراجها بمدة لا تقل عن سنة واصدرت بيانات مالية واحدة على الاقل مدققة من مراقب حسابات مستقل، ومخول قانوناً (٢٤) .
- ان لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن (١٠٠) مساهم (٢٥).
- يشترط أن يتم تقديم تقرير من مجلس إدارة الشركة لآخر سنة يتضمن ما يلي:
- أ- نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وأهدافها الرئيسية وعلاقتها بالشركات الأخرى إن وجدت.

- الشركة او منتجاتها او قدرتها التنافسية.
- ومنهما قانون الشركات وقانون المصارف للشركات المصرفية<sup>(٣٠)</sup>.
- يشترط ان لا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقييم الطلب عن (١٠٠٪) من رأس مالها المدفوع<sup>(٢٦)</sup>.
- ان تقوم الشركة بإيداع سجل المساهمين في مركز الايداع وتتعهد بالموافقة على تعليمات مركز الايداع<sup>(٣١)</sup>.
- ان تكون الشركة قد مارست نشاطاً فعلياً وحقت ربحاً قابلاً للتوزيع من جراء ذلك النشاط في آخر سنتين ماليتين سابقتين على تقديم طلب<sup>(٢٧)</sup>.
- تقديم تعهد بأن رأس مال الشركة مطابق للأسهم المصدرة، موقع من قبل مسؤول قسم المساهمين ومدير الحسابات ومدير المفوض<sup>(٢٨)</sup>.
- تقديم تعهد موقع من قبل رئيس مجلس الإدارة والمدير المفوض ومدير الحسابات باطلاعهم على قانون هيئة الأوراق المالية النافذ والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه من قبل هيئة الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية والالتزام بها<sup>(٢٩)</sup>.
- استيفاء شروط ومتطلبات أحكام القوانين ذات العلاقة من قبل الشركة،
- وتقديم كتاب من الشركة بالتقييدات القانونية على نقل ملكية الاوراق المالية موقع من قبل المدير المفوض ومسؤول المساهمين<sup>(٣٢)</sup>.
- يجب تقديم محاضر اجتماعات الهيئة العامة للشركة للسنتين الماليتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الادراج<sup>(٣٣)</sup>.
- يرفع المجلس تقييمه التحريري عن الاداء المالي للشركة ومدى استحقاق ادراجها في السوق لغرض المصادقة على الادراج<sup>(٣٤)</sup>.
- تلتزم الشركة بنشر بياناتها المالية الواردة في المادة (٦) من هذه التعليمات<sup>(٣٥)</sup> في موقعي السوق والهيئة الإلكترونية قبل السماح بتداول أسهمها في السوق<sup>(٣٦)</sup>.
- تلتزم الشركة بإكمال إجراءات الإدراج في السوق خلال شهرين من

السوق المعني (السوق الثاني) أو بإصدار إيصالات إيداع، وهذا ما سنتناوله على فقرتين وكالآتي:

**أولاً: إدراج أسهم الشركة في السوق المعني (القيد المزدوج)**

إن الشركات قد تخصص جزء من أسهم رأس المال أي بنسبة ٢٥-٣٠٪ على سبيل المثال لإدراجه في السوق الثاني، ويتم ذلك إما عن طريق زيادة رأس مال الشركة بما يوازي تلك النسبة أو تخصيص جزء من رأس مالها بحدود تلك النسبة؛ من أجل إدراجها إدراجاً مزدوجاً في السوق الثاني. وإن هذه الطريقة تؤدي إلى ضعف احتمالية تحقيق المراجعة "Arbitrage" نتيجة لضعف احتمالية مزج أسهم الشركة في السوقين، وهذا يؤدي إلى انخفاض فرصة وجود فارق في السعر؛ لأن وجودها سيفتح المجال لتحقيق ربح مضمون شبه خالي من المخاطرة، وإذا بقي فرق سعري بسيط فسيبتج من

تاريخ إخطارها بموافقة الهيئة على إدراجها في السوق بما في ذلك تسديد بدل الانتماءات والاشتراكات السنوية المقررة وتعتبر هذه الموافقة ملغاة في حال عدم التقيد بهذه المدة<sup>(٣٧)</sup>.

### المبحث الثاني

#### أحكام الإدراج المزدوج

سنتناول في هذا المبحث أحكام الإدراج المزدوج من حيث الطرق التي يتم بها الإدراج، وإجراءاته، والآثار المترتبة على إتمام عملية الإدراج المزدوج. لذا سنقسمه المبحث على مطلبين، الأول لطرق الإدراج المزدوج وإجراءاته، أما الثاني فنخصصه لآثار الإدراج المزدوج.

#### المطلب الأول

##### طرق الإدراج المزدوج وإجراءاته

لغرض الإحاطة بمفردات المطلب، لا بد لنا من تقسيمه على فرعين، الأول لطرق الإدراج المزدوج، والثاني للإجراءات التي يتم بها الإدراج المزدوج.

#### الفرع الأول

##### طرق الإدراج المزدوج

إن الإدراج المزدوج يتم بإحدى الطريقتين، إما بإدراج الأسهم في



الفرق بين الهامش سعري الموجود بين العرض والطلب على سعر صرف العملات إضافة إلى فرق عمولات الوساطة بين الدولتين، مثال ذلك أن المضاربين يشترون الأسهم من السعودية ويبيعونها في الإمارات، فترفع الأسهم في السعودية بسبب عمليات الشراء، وتنخفض في الإمارات بسبب عمليات البيع، إلى أن تكون الأسعار مطابقة بعضها لبعض، وينشأ عنها ما يسمى الربح الخالي من المخاطرة، أي الربح المضمون؛ لأن عملية الشراء والبيع تتم في وقت واحد بسعر محدد ومعلوم<sup>(٣٨)</sup>.

### الفرع الثاني

#### إجراءات الادراج المزدوج والغاءه

إن إجراءات الادراج المزدوج تبدأ بتقديم طلب من قبل الشركة الراغبة بالادراج إلى هيئة الأوراق المالية في السوق مع بعض المستندات والوثائق والبيانات المطلوبة لذلك والتي تحددها الهيئة.

أولاً: إدراج الشركة: لذا نجد أن المادة (٦) من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتي قد نصت على أن "تقدم طلبات الإدراج إلى الهيئة على النموذج المعد لذلك مشفوعة بالمستندات والبيانات المحددة بالنموذج وتضع الهيئة الضوابط اللازمة لذلك"<sup>(٤٠)</sup>.

#### ثانياً: إصدار إيصالات إيداع

تقوم الشركة بإصدار إيصالات إيداع في الحالة التي لا يتوجب عليها تحقيق أي شرط من شروط الإدراج في الأسواق التي ترغب بإدراج إيصالاتها فيها. حيث تقوم الشركات التي ترغب





إخلاقاً لحقوق المساهمين أو لغير ذلك من الأسباب. ومع ذلك يجوز للهيئة أن تعلق إدراج أية شركة من شركات المناطق الحرة المالية المدرجة أوراقها المالية في أسواق الدولة في الحالات الآتية: (أ) إذا فقدت شرط من شروط الإدراج الواردة في هذا القرار. (ب) إذا لم تلتزم بتسديد الرسوم المستحقة عليها للهيئة أو للسوق أو للمقاصة. (ج) إذا انخفض صافي حقوق المساهمين إلى أقل من (٥٠٪) من رأس المال. (د) إذا انخفضت القيمة السوقية للورقة المالية إلى أقل من (٦٠٪) من قيمتها الاسمية وارتفعت تلك القيمة ارتفاعاً مفاجئاً. (هـ) إذا صدر قرار من جمعيتها العمومية بتخفيض رأس مالها. (و) إذا لم تقم بإصدار التقارير السنوية ونصف السنوية والربع السنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها ومركزها المالي. (ز) إذا اتخذت جمعيتها العمومية قراراً ببيع معظم موجوداتها في الدولة. (ح) إذا صدر أي قرار من الجهة المختصة في سوق المنطقة الحرة المالية أو أي سوق آخر مدرجة فيه أوراقها يفيد عدم

أما المادة (٨) من القرار ذاته فقد نصت على أن " تلتزم شركات المناطق الحرة المالية بعد إدراج أوراقها المالية في أسواق الدولة بجميع الأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة عن الهيئة والسوق المالي المعني المطبقة على الشركات المحلية المدرجة أوراقها بالأسواق المالية في الدولة، بالإضافة إلى ما يلي: ١- تزويد الهيئة والسوق بأي تطورات تتعلق بأوضاعها وأنشطتها وإدارتها. ٢- إخطار الهيئة فوراً عند حدوث أي تعارض بين أحكام هذا القرار وأنظمة سوق المنطقة الحرة المالية المدرجة فيها الأوراق المالية للشركة، أو بأية تغييرات جوهرية تطرأ على أنظمة الإدراج بالسوق الرئيسي "

ثانياً: تعليق الإدراج: يمكن لهيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية بعد التحقيق والتشاور مع الأسواق تعليق إدراج أية ورقة مالية من التداول في السوق إذا حصلت ظروف استثنائية أو حدث ما يهدد حسن سير العمل أو إذا رأت أن تداول الورقة لا يخدم المصلحة العامة أو يشكل غبناً أو



تقيد الشركة بقوانين و/ أو أنظمة و/ أو تعليمات هذه المناطق والأسواق المالية المنشأة فيها بما في ذلك أي قرار بتعليق إدراج أوراقها المالية. (ط) إذا تقدمت الشركة بناءً على قرار من مجلس إدارتها بطلب مبرر لتعليق إدراج أوراقها المالية<sup>(٤١)</sup>.

خالفت الشركة أيًا من قرارات أو تعليمات الهيئة أو السوق<sup>(٤٢)</sup>. ر- إذا كان هناك سبب قانوني للإيقاف أو تطبيقًا لتعليمات رقم (٢) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية<sup>(٤٣)</sup>.

كما يحق لهيئة الأوراق المالية الهيئة إيقاف تداول الأسهم بناءً على طلب الشركة، في حالات معينة وهي:  
أ- إذا قدمت الشركة بناءً على قرار من الهيئة العامة طلبًا مبررًا لإيقاف تداول أوراقها المالية. ب- يجوز للشركة أن تطلب من الهيئة إيقاف التداول عند وقوع حدث جوهري يؤثر عليها على أن تفصح عن هذا الحدث فوراً<sup>(٤٤)</sup>.

ويجب على الشركة عند تقديمها طلب الإيقاف للهيئة أن تقدم ما يلي:  
١- الأسباب المبررة لطلب الإيقاف والمدة المطلوبة. ٢- معلومات تتعلق بطبيعة الحدث الذي يؤثر على أنشطة الشركة والذي طلبت بموجبه الإيقاف<sup>(٤٥)</sup>.

والهيئة هنا لديها سلطة تقديرية في قبول أو رفض طلب الإيقاف المقدم من الشركة<sup>(٤٦)</sup>.

أما بالنسبة لموقف المشرع العراقي فبالرجوع إلى التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية لسنة ٢٠١٥، نجد أنها لم تشر إلى إجراءات الإدراج، لكنها قد أشارت إلى إجراءات إيقاف تداول وشطب الشركات في سوق الأوراق المالية، وذلك في تعليمات رقم (٣) منها.

فنجد أن لهيئة الأوراق المالية في السوق أن تصدر من تلقاء نفسها قرار بإيقاف تداول أسهم الشركة، وذلك في أي من الحالات التالية: أ- إذا فقدت الشركة شرطًا من شروط الإدراج الواردة في التعليمات الصادرة عن الهيئة. ب- إذا أخلت الشركة بمسئوليات الإفصاح. ج- إذا رأيت ضرورة ذلك لحماية المستثمر أو للمحافظة على سوق منتظم. د- إذا

يعتمد إنهاء الإيقاف على الظروف المصاحبة ويجوز للهيئة فرض أي شروط تراها مناسبة).

رابعاً: إلغاء الإدراج: وفي المقابل يمكن لهيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية إصدار قرار بإلغاء إدراج أية ورقة مالية من التداول في السوق في أي من الحالات الآتية: ١- إذا أُتخذ قرار بحل شركة المنطقة الحرة المالية وتصفيته. ٢- إذا بقي إدراج الورقة المالية معلقاً لمدة ستة أشهر فأكثر. ٣- إذا طرأ أي تغيير جذري على النشاط الرئيسي لشركة المنطقة الحرة المالية. ٤- إذا تم إدماج شركة المنطقة الحرة المالية مع شركة أو شركات أخرى بحيث ترتب على ذلك انتهاء الشخصية المعنوية لشركة المنطقة الحرة المالية. ٥- إذا توقفت شركة المنطقة الحرة المالية عن مباشرة نشاطها. ٦- مخالفة أي من أحكام هذا القرار<sup>(٤٨)</sup>.

أما موقف المشرع العراقي، فإن لهيئة الأوراق المالية شطب أي شركة من الإدراج في السوق في إحدى الحالات التالية: - أ- أتخذ قراراً

ولمجلس محافظي السوق أيضاً له حق إيقاف التداول حسب ما نصت عليه المادة (٦) من تعليمات رقم (٣) بأنه (أ- لمجلس محافظي السوق إيقاف تداول أسهم الشركة عند الضرورة لحماية المستثمرين ولمدة لا تزيد على عشرة أيام عمل والحصول على موافقة الهيئة أن زاد عن ذلك. ب- إنهاء قرار الإيقاف في حال زوال السبب).

ثالثاً: إلغاء قرار تعليق إدراج: كما يجوز إلغاء قرار تعليق إدراج، حيث نجد أن هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية إلغاء تعليق إدراج أية ورقة مالية بناءً على طلب الجهة المصدرة لتلك الورقة في حال زوال الأسباب التي أدت لتعليق الإدراج<sup>(٤٧)</sup>.

أما في القانون العراقي فنجد أن هيئة الأوراق المالية يجوز لها إنهاء الإيقاف وإعادة الأوراق للتداول، وذلك في حالتين حسب ما نصت عليها المادة (٤) من تعليمات رقم (٣) وهي: (أ- للهيئة والسوق إنهاء قرارات الإيقاف في حال زوال السبب. ب-



مالية مدققة من مراقب الحسابات ومصادق عليها من الهيئة العامة مع بيانات مالية لآخر فصل<sup>(٥٠)</sup>.

وإذا ما وافقت الهيئة على طلب الشطب المقدم من الشركة، يجب على الأخيرة أن تعلن قرار الهيئة العامة بالشطب في جريدتين يوميتين وفي النشرة والموقع الإلكتروني للسوق والهيئة، وأن تقوم الشركة بتسديد كامل التزاماتها المالية تجاه الهيئة والسوق<sup>(٥١)</sup>.

ويجوز لحملة (٥٪) فأكثر من أسهم الشركة الاعتراض على قرار الشطب خلال مدة (١٥) يوماً من تاريخ القرار لدى هيئة الأوراق المالية<sup>(٥٢)</sup>.

### المطلب الثاني

#### الآثار المترتبة على الإدراج المزدوج

للإدراج المزدوج تأثيرات مهمة من نواحي عدة، منها ما يتعلق بالبيئة المعلوماتية، أو المستثمرين منخفضي التكلفة، وكذلك على الشركة المدرجة ومساهميها، لذا سنتناول هذه الآثار على أربعة فروع وكالاتي:

بتصفية الشركة. ب- اعلان إفلاس الشركة أو عند اتخاذ قرار بحل الشركة. ج- تغير نشاط الشركة بشكل يؤثر على سعر سهمها في السوق. د- دمج الشركة مع شركة أو شركات أخرى بحيث ترتب على ذلك انتهاء الشخصية المعنوية للشركة. هـ- توفت الشركة عن ممارسة نشاطها لمدة سنة كاملة. و- استمرار توقف الشركة عن التداول لمدة ستة أشهر دون أن تتخذ الشركة إجراءات مناسبة لاستئناف التداول. ز- إذا رأت الهيئة أن هناك مبرراً لشطب إدراج الشركة من السوق<sup>(٤٩)</sup>.

كما يجوز للشركة ذاتها أن تقدم طلب الى الهيئة لشطبها من السوق، وذلك وفقاً للشروط التالية: أ- إذا لم يتجاوز حجم التداول على أسهم الشركة سنوياً على (٠،٠٠٥) خمسة بالألف من عدد الأسهم المصدرة ولمدة عامين متتاليين. ب- أن يكون الطلب بقرار مسبب من الهيئة العامة وبموافقة (٥١٪) في الاقل من الحضور. ج- أن تقدم الشركة الى الهيئة والسوق بياناتها المالية لآخر سنة

## الفرع الأول

### أثر الإدراج المزدوج على أسعار الأسهم

التي تختار أن تدرج أسهمها إدراجاً مزدوجاً بها<sup>(٥٤)</sup>. ويترتب على ذلك نتائج مهمة منها، إن الإدراج المزدوج يرتبط إيجاباً مع كفاءة تسعير الأسهم، ويتركز تحسين هذه الكفاءة في تسعير أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية المتطورة، ويرتبط الإدراج المزدوج سلبياً مع كفاءة التسعير لأسهم الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة. فضلاً عن الزيادة في درجة الإفصاح والرقابة المرتبطان بالإدراج المزدوج يفسران تحسين كفاءة التسعير في الشركات المدرجة في الأسواق المتطورة، بينما الزيادة في التغطية الإعلامية التحليلية توضح أثر الإدراج المزدوج للشركات المدرجة بالأسواق الناشئة. بالإضافة إلى إن المعلومات المتعلقة بالأسعار تزداد أكثر بالنسبة للشركات المدرجة في البلدان التي تتمتع بأكبر حماية للمستثمرين<sup>(٥٥)</sup>.

سيما وأن لإدراج المزدوج قد يؤدي إلى تحقيق الشفافية، فإن دقة وضبط المعلومات المتاحة للمستثمرين في كلا السوقين سترتفع بالإدراج المزدوج، إذ تفرض عليهم

أن تأثير الإدراج المزدوج على البيئة المعلوماتية يختلف من دولة إلى أخرى، وأن الشركات المدرجة إدراجاً مزدوجاً تختلف فيما بينها من حيث العوائد أكثر من الشركات غير المدرجة إدراجاً مزدوجاً. فالعديد من الدراسات أثبتت أن الإدراج المزدوج في الأسواق الأجنبية سيزيد من كفاءة تسعير الأسهم، خاصة إذا كانت هذه الأسهم من الأسواق الناشئة وتدرج مزدوجاً في أسواق متطورة ومتقدمة مثل الأسواق الأمريكية؛ وذلك بسبب تحسين البيئة المعلوماتية، فالعديد من المعلومات عن أساسيات الأسهم ستنتقل وتتحرر في السوق المضيفة ومن ثم فإن هذه المعلومات الجديدة ستعود لتنظم الأسعار في سوق الأم لتزيد من كفاءة التسعير<sup>(٥٦)</sup>.

وأن البيئة المعلوماتية للشركات تتأثر بالإدراج المزدوج، حيث تلتزم الشركات بالمستوى العالي من الإفصاح والتدقيق وذلك لتمثل لقوانين وتشريعات الأسواق المتطورة



الأول وهم المحنكين الذين تتوفر لديهم معلومات عن القيمة الحقيقية للشركة وبدون تكلفة تذكر وعادة هم من المحللين الماليين ومدراء المحافظ أو مستثمرين محترفين ومن لديهم مهارات خاصة في تقييم الشركات، ويطلق عليهم مستثمرين منخفضي التكلفة. والنوع الثاني يطلق عليهم مستثمرين مرتفعي التكلفة وهم من الذين لا تتوفر لديهم أية مهارات أو خبرات خاصة في هذا المجال، وهم لا يتمتعون بميزة انخفاض كلفة المعلومات، إذ تكبدون تكاليف أعلى للحصول على معلومات، ومع ذلك قد لا تكون بدقة وصحة المعلومات التي يحصل عليها النوع الأول<sup>(٥٨)</sup>.

### الفرع الثالث

#### أثر الإدراج المزدوج على الشركة المدرجة

##### ومساهميها

إن العديد من الشركات تسعى للإدراج في الأسواق المالية الدولية للحصول على عدة نتائج منها تحقيق تقييم أعلى للشركات والوصول السهل للمستثمرين وتحقيق سيولة أكبر، فضلاً عن تحسين وضع وصورة

التزامات إضافية من قبل السوق الذي يتميز بالصرامة في شروط ومعايير الإدراج مما تساعد المستثمرين على التداول والإدراج حتى في الأسواق ذات المعايير الأقل صرامة، وذلك لدخول معلومات أفضل وأعلى جودة لهذه الأسواق عند تقييم الشركة المدرجة مزدوجاً<sup>(٥٦)</sup>.

هذه النتائج تؤكد تحرك الشركات المدرجة مزدوجاً من بيئة تفتقر لجودة التشريعات والقوانين إلى بيئة قانونية تتوفر بها الجودة في تنفيذ القوانين، وتحسينات عالية للإفصاح، وتوفر فيها إجراءات مقاضاة عادلة، يعتبر مكسباً للشركة<sup>(٥٧)</sup>.

### الفرع الثاني

#### أثر الإدراج المزدوج على قاعدة

##### المستثمرين منخفضي التكلفة

إن حجم قاعدة المستثمرين المتاحين تعتبر معياراً لتقييم الشركات، عن طريق اتباع الإدراج المزدوج، حيث يؤدي إلى اتساع قاعدة من المستثمرين منخفضي التكلفة.

إذ أن هناك نوعان من المستثمرين في الأسواق المالية: النوع

وهذا ما نجده في سوق دبي المالي الذي يعد الوجهة الرئيسة للشركات الإقليمية الراغبة في الإدراج المزدوج، إذ تضم لائحة السوق حالياً ٢٠ شركة عربية من الكويت والبحرين وسلطنة عمان والسودان، وأن اختيار الشركات لسوق دبي المالي للإدراج المزدوج إلى جانب أسواقها الرئيسة، للأهمية الكبيرة للدولة بالنسبة لتلك الشركات، والمكانة التي يتمتع بها سوق دبي المالي كأحد أكثر الأسواق سيولة وجاذبية للمستثمرين في المنطقة، سيما وأن إدارة سوق دبي توصلت أخيراً، إلى اتفاق مبدئي مع إدارة البورصة المصرية لوضع الأطر اللازمة لتشجيع الإدراج المزدوج، وسيتم خلال المرحلة المقبلة توقيع مذكرة تفاهم تحدد الجداول الزمنية للتنفيذ والمتطلبات اللازمة والتنظيمية، وأن اختيار البورصة المصرية للإدراج المزدوج جاء؛ لأن السوق المصرية تعد من أهم الأسواق الخارجية بالنسبة للشركات الإماراتية، نظراً لوجود شركات مصرية عدة تعمل

الشركة في السوق المالية<sup>(٥٩)</sup>. سيما وأن الشركات تسعى دائماً لإدراج أسهمها في الأسواق ذات السيولة العالية وذات التنظيم والرقابة الجيدين. وقد يمثل الإدراج الدولي ضرورة للشركات الكبيرة الموجودة بدول صغيرة والتي تستهدف تعظيم مبيعاتها الدولية حيث يوفر لها هذا الإدراج تأثير دعائي ترويجي كبير<sup>(٦٠)</sup>.

بالإضافة إلى ذلك، إن الإدراج المزدوج يؤدي إلى تمكين الشركة من القفز من الإطار المحلي والإقليمي إلى الإطار العالمي في عالم الأعمال والاستثمار، وتوسيع مساحة عرض منتجات الشركة Marketplace، خاصة الشركات الصناعية معززة بدورها مبيعات وإيرادات الشركة ومستوى الاحترافية في السوق والرقمي بمنتجات الشركة لمواكبة متطلبات ورؤى السوق الخارجي، كما ترفع من كفاءة الخدمات المقدمة من قبل الشركات الخدمية وخصوصاً الخدمات المالية أو الخدمات المصرفية<sup>(٦١)</sup>.



قوي يغطي القطاع الذي تمثله تلك الشركة. وهذا ما نلاحظه في الشركات الأوربية حيث تدرج أسهمها في سوق نيويورك للأسهم (New York Securities Exchanges)، كسوق ثاني للإدراج كونها سوق متطورة وتجذب العديد من الشركات ذات قطاع المصادر الطبيعية، وهذا ما ينشأ عنه الاستفادة من العلاقات بين الأسواق العربية والعالمية. حيث أن جمهورية مصر العربية تصدر في المرتبة الأولى بين الدول العربية كالأردن وقطر ولبنان والإمارات وعمان من حيث عدد الشركات المدرجة في بورصة لندن العالمية وبعده وصل إلى ١٠ شركات في عام ٢٠٠٦<sup>(٦٥)</sup>.

أما بالنسبة لمساهمي الشركة، فإن الإدراج المزدوج يمكنهم من تنويع استثماراتهم بالدرجة الأولى، ومن ثم تقليل مستوى المخاطرة الإجمالية للمحفظة الاستثمارية<sup>(٦٦)</sup>، إضافة إلى تزويد موجوداتهم بأوراق مالية تحمل عائداً مجدياً، وتمتاز بالسمعة الجيدة وخاصة الشركات الأجنبية والمدرجة في الأسواق

في الإمارات، وتمثل بدورها خياراً مثالياً محتملاً للإدراج المزدوج<sup>(٦٢)</sup>.

أما من حيث تكاليف الإدراج المزدوج فمن الطبيعي أن الإدراج المزدوج في سوقين مختلفين، يجعل الشركة تتكبد رسوماً مضاعفة ومكررة، فتتقسّم هذه التكاليف إلى تكاليف أولية تدفع لمرة واحدة وتكاليف سنوية تدفع سنوياً، وتعتمد تكاليف الإدراج على كمية الأسهم التي تصدرها الشركة وترغب في إدراجها، وتختلف هذه التكاليف من سوق لآخر، إلا أن هناك بعض الأسواق تتساهل في الرسوم التي تفرضها، كالأسواق الأوروبية<sup>(٦٣)</sup>. وكذلك الحال بالنسبة لتكلفة المعلومات تختلف من دولة لأخرى، وكذلك تكاليف الوكلاء والعمولات، وهذا ما يقود الشركات لأن تختار الإدراج في الدول التي تتوفر بها درجة عالية من الشفافية<sup>(٦٤)</sup>.

وغالبا ما ترغب الشركة في أن تدرج أسهمها حيث توجد المجموعة النظيرة لها؛ للحصول على أفضل تصنيف لأسهمها في مجتمع تحليل



- المحلية. فضلاً عن إمكانية الحصول على السيولة اللازمة عند التفكير بعملية البيع وتحقيق الربح خاصة عند نقص الطلب على أسهم الشركة في أحد السوقين، وتقليل الهامش بين سعر الشراء وسعر البيع الذي يعتبر أحد مقاييس السيولة في السوق. وكذلك انخفاض المخاطرة بشكل عام، أي أن توسع الهامش بين السعرين يعني قلة التداول على أسهم الشركة وإعطاء فرصة للمضاربة على السهم، مما يؤدي إلى رفع مخاطرة السوق الإجمالية والأمل بعائد مالي أعلى من السابق نتيجة لمستوى المخاطرة المرتفع الذي يتحمله المتعاملين، والابتعاد عن جاذبية الاستثمار في هذا السوق، مما يمنع من مخاطرة المحفظة الإجمالية التي تحوي أسهم تلك الشركات<sup>(١٧)</sup>.

### الخاتمة

### أولاً: النتائج

١. الإدراج المزدوج هو إدراج أسهم الشركة في أكثر من سوق مالي، وهذين السوقين قد يكونا كلاهما
٢. إن الإدراج المزدوج وسيلة للتغلب على حواجز الاستثمار وجعل أسهم الشركة في متناول الجميع، ومنهم المستثمرين الأجانب.
٣. يجب على الشركة التي ترغب في إدراج أسهمها إدراجاً مزدوجاً أن تستوفي الشروط التي يتطلبها السوق المضيف من حيث رأس مال الشركة وعدد مساهميها، ومتطلبات الإفصاح والشفافية المتعلقة بالمعلومات الخاصة بالشركة.
٤. يحقق الإدراج المزدوج فرصة للشركة في الدخول إلى الأسواق العالمية الأمر الذي ينعكس إيجاباً على سمعة الشركة وأسعار أسهمها، والوصول لشرائح جديدة من المستثمرين.
٥. يتيح الإدراج المزدوج للمستثمرين ميزة التنوع الجغرافي، والدخول في شركات تعمل في قطاعات قد تكون غير متوافرة في أسواقهم



- المحلية، فضلاً عن الاستفادة من فرق السعر والوقت بين السوقيين .
٦. يتم الادراج المزدوج إما بطريقة القيد المزدوج في سوقيين أو عن طريق إصدار إيصالات إيداع .
٧. عند رغبة الشركة في إدراج أسهما إدراجاً مزدوجاً في سوق معينة عليها إتباع الإجراءات التي تفرضها تعليمات السوق المراد الإدراج فيه .
٣. تتعلق برأس مال الشركة أو بمساهميها أو بنشاطها.
٣. إتباع الإجراءات ذاتها المتبعة في إدراج الشركات في السوق، إلا اقتضت الهيئة العامة فرض إجراءات إضافية للإدراج المزدوج للشركات، خاصة إذا كانت الشركات أجنبية.

### ثانياً: التوصيات

١. نأمل من المشرع أن ينظم إجراءات الإدراج المزدوج في تعليمات سوق الأوراق المالية، لماله فوائد تعود للسوق والشركة والمستثمرين، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على جذب الشركات ذات الملاءة المالية والمتخصصة في قطاعات تختلف عن نشاطات شركات الأسواق المحلية، ومن ثم على الاقتصاد الوطني للبلد.
٢. وضع شروط خاصة للإدراج المزدوج للشركات بما يتلاءم مع تعليمات السوق ومتطلبات الإفصاح والشفافية، سواء أكانت

## الهوامش:

(١) هناك من عرف المساهم على انه " كل شخص طبيعي او معنوي يملك سهماً واحداً او اكثر من أسهم الشركة و تكون له تبعاً لذلك حقوق و عليه التزامات مالية و ادارية " د. بشرى خالد المولى ، التزامات المساهم في الشركة المساهمة ، الطبعة الاولى ، ، ٢٠١٠ دار الحامد للنشر و التوزيع ، الاردن ، ص ١٨ .

(٢) هناك من عرف الهيئة العامة على انها " برلمان الشركة تجمع سائر المساهمين . " د. علي البارودي ، القانون التجاري ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، ١٩٨٦ ، ص ٣٢٧ . في حين عرفها آخر على انها " مجموع مالكي اسهم الشركة . " د. لطيف جبر كومانى ، الشركات التجارية -دراسة قانونية مقارنة - الجامعة المستنصرية ، ٢٠٠٦ ، ص ٢٢٢ . وقد نص قانون الشركات العراقي المعدل رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ في المادة /٨٥ منه على انه " تتكون الهيئة العامة من جميع اعضاء الشركة " . اما المشرع المصري فقد عرف الجمعية العمومية (الهيئة العامة ) في الفقرة ١- /المادة ٨ من دليل حوكمة الشركات المصري على انها " التجمع الذي يضم كل ملاك الشركة او حملة اسهمها " .

(٣) الفقرة/اولاً- المادة / ٩٨ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل .

(٤) المادة/ ٩٠ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل .

(٥) المادة / ٤ من تعليمات الاشراف على تنفيذ الاجراءات الخاصة بعقد اجتماع الهيئة العامة للشركات المساهمة العامة المعدلة لعام ٢٠٢٠ . متاح على الموقع الالكتروني الاتي : زيارة الموقع في ٢٠/٦/٢٠٢٠ . [https://www.ammanchamber.org.jo/1048\(1\).pdf](https://www.ammanchamber.org.jo/1048(1).pdf)

(٦) المادة ٢٤٠ مكرر من قرار وزارة الاستثمار و التعاون الدولي رقم ١٦ لسنة ٢٠١٨ بتعديل بعض احكام اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة و شركات التوصية بالاسهم و الشركات ذات المسؤولية المحدودة الصادرة بالقرار رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢ المصري . متاح على الموقع الالكتروني الاتي : ٢٠/٦/٢٠٢٠ . <https://sis.gov.eg/UP/%D9%82%D8%B1%D8%>

(٧) الفقرة/٣- المادة /٣٦ من نظام الشركات السعودي لسنة ٢٠١٥ المعدل ، متاح على الموقع الالكتروني :

<https://laws.boe.gov.sa/BoeLaws/Laws/LawDetails/34b62b89-678f-4c83-86dd-a9a700f1ebb1/1>

(٨) المادة / ٧٢ من قانون الشركات المساهمة و شركات التوصية بالاسهم و الشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ المعدل المصري .

(٩) د. الياس ناصيف ، موسوعة الشركات التجارية ، الشركة المغفلة - الاسهم - الجزء الثامن ، منشورات الحلبي الثقافية ، لبنان ، ٢٠٠٤ ، ص ٣٥٥ .



(١٠) يعرف تعارض المصالح على انه (كل عمل قد يخلف عنه اثناء في الذمة المالية لعضو مجلس الادارة او تجنب فقر كاد ان يقع عليه لولا هذه المصلحة .)، فهد عبد الله الحضير . المسؤولية المدنية لأعضاء مجلس ادارة شركة المساهمة ، دراسة مقارنة، الطبعة الاولى ، مكتبة القانون و الاقتصاد و القانون ، ٢٠١٢ ، ص ٣٥ .

(١١) الفقرة / ثانياً- المادة / ١١٩ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ المعدل .

(١٢) الفقرة/ اولاً- المادة / ٩٨ من قانون الشركات العراقي المعدل . التي قررت هذا الحق .

(13" Amihai Glazer et al., Cumulative Voting in Corporate Elections: Introducing Strategy into the Equation, 35 S.C. L. REV. 295, 296 (1984).

(١٤) الجدول ٢- التعاريف - الفقرة ١١/ دليل الحوكمة المؤسسية للمصارف الصادر عن البنك

المركزي العراقي لسنة ٢٠١٨ ، متاح على الموقع الالكتروني الاتي :-

<https://cbi.iq/static/uploads/up/file-154348700420606.pdf>

وقد يتساءل البعض عن القيمة القانونية للدليل الصادر عن البنك المركزي وفيما لو كان ملزماً للمصارف ام لا؟ والاجابة عن هذا التساؤل تتمثل بنص الفقرة ١- المادة ١ من القسم الاول - الاطار العام للدليل " يطبق هذا الدليل بشكل الزامي على جميع المصارف العاملة في العراق منذ تاريخ صدوره .٢- تستثنى فروع المصارف الاجنبية من جميع المواد الخاصة بمجلس الادارة و اللجان. "

(١٥) د. عاطف محمد الفقي، الشركات التجارية في القانون المصري ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٧ ص ٤٠٢ .

(١٦) تعليمات الاشراف على عقد اجتماع الهيئة العامة لشركات المساهمة العامة و الصادرة عن وزير الصناعة و التجارة و التموين استناداً لأحكام المادة ( ١٨٠/أ) من قانون الشركات رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ و تعديلاته ، متاح على الموقع الالكتروني الاتي: تاريخ زيارة الموقع ٢٠٢٠/٦/٢٢

<https://www.ammanchamber.org.jo/Uploded/PRNews/6319.pdf>

(١٧) قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٥٤ لسنة ٢٠١٨ بتعديل قرار مجلس ادارة الهيئة رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ بشأن قواعد قيد و شطب الاوراق المالية بالبورصة المصرية.

(١٨) دليل التصويت التراكمي في انتخابات مجلس إدارة الشركات المقيدها لها اوراق مالية بالبورصة المصرية و الشركات العاملة في الانشطة المالية غير المصرفية .

(١٩) المصدر السابق ، ص ١٨ .



م. د. نهى خالد عيسى ..... ٥٧٩

(٢٠) المادة الاولى - التعريفات من لائحة حوكمة الشركات ، هيئة السوق المالية السعودية ،  
الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية لسنة ٢٠١٧ المعدلة بالقرار رقم ٣-٥٧-٢٠١٩  
لسنة ٢٠١٩. متاح على الموقع الالكتروني الاتي : اريخ الزيارة في ٣٠/٧/٢٠٢٠

[https://cma.org.sa/RulesRegulations/Regulations/Documents/CGRegulations\\_ar.pdf](https://cma.org.sa/RulesRegulations/Regulations/Documents/CGRegulations_ar.pdf)

(21)Section: 708 –a of the California Corporations Code : (Every shareholder . . . entitled to vote at any election of directors may cumulate such shareholder’s votes and give one candidate a number of votes equal to the number of directors to be elected multiplied by the number of votes to which the shareholder’s shares are normally entitled, or distribute the shareholder’s votes on the same principle among as many candidates as the shareholder thinks fit).

[https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/codes\\_displayText.xhtml?lawCode=CORP&division](https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/codes_displayText.xhtml?lawCode=CORP&division)

(٢٢) دليل حوكمة الشركات المصري الصادر بقرار ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٨٤ بتاريخ  
٢٠١٦/٧/٢٦ بشأن اصدار الدليل المصري لحوكمة الشركات . تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٧/٢٠

<file:///C:/Users/km/Downloads-الالدليل-المصري-لحوكمة-الشركات-الاصدار-الثالث-بتاريخ-٢٦-يوليو-٢٠١٦>

(٢٣) د. علي فوزي الموسوي ، حماية الاقلية من القرارات التعسفية في قانون الشركات العراقي ،  
بحث منشور في مجلة العلوم القانونية ، المجلد ٢٦ ، الاصدار الاول ، ٢٠١١ ، جامعة بغداد  
، ص ٧-٨ .

(٢٤) محمد عطا لله الناجم الماضي ، دور الهيئة العامة لسوق المال في حماية اقلية المساهمين في  
الشركات المساهمة ، مكتبة القانون و الاقتصاد ، الرياض ، ٢٠١٢ ، ص ٣٩ .

(٢٥) د. عماد محمد امين السيد رمضان ، حماية المساهم في شركة المساهمة - دراسة مقارنة-  
دار الكتب القانونية ، مصر ، ٢٠٠٨ ص ٦٩٦ .

(26)Angele Schema, The Law Of Corporation s And Other Business Organizations, Fifth EDITION, LIBRARY OF CONGRESS , 2010,P375.

(٢٧) عبد الرزاق عبد الله ، إلزامية التصويت التراكمي من شروط الحوكمة ، مقال منشور على صحيفة  
القيس الالكترونية، متاحة على الموقع الالكتروني الاتي:

<https://alqabas.com/article/563087->

( 28) See Stephenson v. Drever, 947 P.2d 1301, 1307 (Cal. 1997 .

<https://scocal.stanford.edu/opinion/stephenson-v-drever-31902>



تعلق هذه القضية بما إذا كان الموظف السابق الذي كان مساهمًا أقلية مع اتفاقية تُلزم الشركة بإعادة شراء الأسهم عند التوقف عن العمل يحتفظ بحقوق المساهمين الخاصة به خلال الفترة الفاصلة بين ترك العمل وتنفيذ الاتفاقية .

(29 ) CAL. CORP. CODE § 1800(b)(4) .

(30) John F. Coyle, Altering Rules, Cumulative Voting, and Venture Capital, Utah Law Review, Volume 2016 | Number 4 Article 2,p:609.

(٣١) المادة / ١١٤ من قانون الشركات العراقي المعدل رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ .

(٣٢) د. بشرى نجم عبدالله المشهداني، أهمية حوكمة الشركات في مواجهة الفساد المالي والمحاسبي - دراسة تحليلية للإطار القانوني والرقابي الذي ينظم أعمال الشركات المساهمة في العراق - بحث منشور على الموقع الإلكتروني الاتي : اخر زيارة للموقع في ٢٠١٨/٣/١٨ .

[www.nazaha.iq/search\\_web/muhasbe/4.doc](http://www.nazaha.iq/search_web/muhasbe/4.doc)

(٣٣) د. عمار حبيب جهلول ، النظام القانوني لحوكمة الشركات، الطبعة الاولى ، منشورات زين الحقوقية ، لبنان، ٢٠١١، ص ٥٤ .

(٣٤) " و لقد جاء في مقدمة دليل حوكمة المؤسسة ان الحوكمة المؤسسية تقوم على عدة مبادئ منها ، ١- الفصل بين مسؤوليات رئيس مجلس الادارة و مسؤوليات المدير المفوض . ٢- ان يكون رئيس مجلس الادارة غير تنفيذي . ٣- تأمين اطر فعالة للرقابة . ٤- معاملة جميع اصحاب المصالح بعدالة و شفافية . الدليل متاح على الموقع الرسمي للبنك المركزي العراقي .

(٣٥) الفقرة/٢- المادة/٢ من دليل الحوكمة المؤسسية للمصارف الصادر عن البنك المركزي العراقي .

(٣٦) الفقرة /٣- المادة ١ من دليل حوكمة الشركات المصري الصادر بقرار ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٨٤ بتاريخ ٢٠١٦/٧/٢٦ بشأن اصدار الدليل المصري لحوكمة الشركات .

(٣٧) المادة الاولى - التعريفات من لائحة حوكمة الشركات ، هيئة السوق المالية السعودية ، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية لسنة ٢٠١٧ المعدلة بالقرار رقم ٣- ٥٧- ٢٠١٩ لسنة ٢٠١٩ .

(٣٨) الفقرة /١- المادة /٤ من دليل حوكمة الشركات المصري الصادر بقرار ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٨٤ بتاريخ ٢٠١٦/٧/٢٦ بشأن اصدار الدليل المصري لحوكمة الشركات .

(٣٩) هيئة السوق المالية، حوكمة الشركات، المملكة العربية السعودية ، ص ٦ . متاح على الموقع الإلكتروني: ٢٠٢٠/٦/٣٠

[https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet\\_13.pdf](https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_13.pdf)



(٤٠) عبد الله الحمضي ، التصويت التراكمي عملية فنية تحتاج لمختصين لا استبيان، مقال منشور على جريدة مال و اقتصاد الالكترونية نشر بتاريخ ٢٣ / رجب / ٢٠٢٠. متاح على الموقع الالكتروني الاتي : ٢٠٢٠/٦/٣٠

<http://alrasedkw.com/news/65930/--> -

(٤١) الفقرة ١- المادة ٨/ من دليل حوكمة الشركات المصري الصادر بقرار ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٨٤ بتاريخ ٢٦/٧/٢٠١٦ بشأن اصدار الدليل المصري لحوكمة الشركات.  
(٤٢) قانون رقم ٤ لسنة ٢٠١٨ تعديل بعض احكام قانون شركات المساهمة و شركات التوصية بالأسهم و الشركات ذات المسؤولية المحدودة المصري الصادر بالقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

( 43)Whitney Campbell, The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors, 10, BUS. LAW, (1955),p. 3, 4:.

(44)sec: 31 (1950) :requiring the use of cumulative voting.

Shareholder Voting Rights and Theories of the Corporation, in CONSTRUCTING CORPORATE AMERICA: HISTORY, POLITICS, CULTURE 72-86.

(45)Michael E. Murphy, Assuring Responsible Risk Management in Banking: The

Corporate Governance Dimension, 36 DEL. J. CORP. L. 121, 150-51 (2011).

(46)§ 7.28(b) (2010) (adopting straight voting as the default rule).

<https://scholarship.law.umn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2159&context=mlr>

هذا القانون هو مجموعة نموذجية من القوانين تم اعداده من لجنة الشركات قسم القانون التجاري من قبل جمعية المحامين الامريكية.

(٤٧) وهو مجموعة مقننة من المعايير الاخلاقية التي تهدف الشركة الالتزام بها .

( 48)Corporate code of conduct –ccc: sec: 7615/ (a) If the articles or bylaws authorize cumulative voting.

<https://www.davis-stirling.com/HOME/Statutes/Corp-Code-7615>

(49)THOMAS LEE HAZEN, JERRY W. MARKHAM & JOHN F. COYLE, CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ENTERPRISES: CASES AND MATERIALS ,4th ed. 2016,,p:22.

(50) Civil Code §5115. Voting Procedure.

<https://www.davis-stirling.com/HOME/Statutes/Civil-Code-5115#axzz2CR2ljirY>

51)Illinois corporations Act. (

<https://www.ilga.gov/legislation/ilcs/ilcs5.asp?ActID=2273&ChapterID=65>

(52)Angele Schema, The Law Of Corporation s And Other Business Organizations,opt,p:376.

(٥٣) قانون الشركات الاردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ المعدل .

(٥٤) د. محمود الكيلاني ، الموسوعة التجارية و المصرفية ، الاصدار الثاني ، الطبعة الثانية ،

المجلد الخامس ، دار الثقافة للنشر و التوزيع ، الاردن ، ٢٠٠٩ ، ص ٩٥ .



(٥٥) م/٦ تعليمات الاشراف على تنفيذ الاجراءات الخاصة بعقد اجتماع الهيئة العامة للشركات المساهمة العامة المعدلة لعام ٢٠٢٠ و التي تم بمقتضاها تعديل المادة ٨ من تعليمات الاشراف على تنفيذ الاجراءات الخاصة بعقد اجتماع الهيئة العامة للشركات المساهمة العامة لسنة ٢٠١٧.

(٥٦) الفقرة/هـ- المادة ٦/ من قرار هيئة الرقابة المالية رقم ١٥٤ لسنة ٢٠١٨. متاح على الموقع الالكتروني الاتي: ٢٠٢٠/٧/٢٢

[https://www.fra.gov.eg/content/efsa\\_ar/decisions/UG43675UG43676.pdf](https://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/decisions/UG43675UG43676.pdf)

(٥٧) الفقرة/٤- المادة الرابعة من قرار رقم ١٥٥ لسنة ٢٠١٨ لابشأن ضوابط منح الترخيص و استمراره و قواعد تملك أسهم الشركات العاملة في الانشطة المالية غير المصرفية. متاح على الموقع الالكتروني الاتي: ٢٠٢٠/٧/٢٢

[http://www.fra.gov.eg/content/efsa\\_ar/decisions/dec1552018.htm](http://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/decisions/dec1552018.htm)

(٥٨) الفقرة/ب- المادة السابعة من لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية لسنة ٢٠١٧. متاح على الموقع الالكتروني الاتي: ٢٠٢٠/٧/٣٠

[https://cma.org.sa/RulesRegulations/Regulations/Documents/CGRegulations\\_ar.pdf](https://cma.org.sa/RulesRegulations/Regulations/Documents/CGRegulations_ar.pdf)

(٥٩) الفقرة/٢- المادة /٩٥ من نظام الشركات السعودي لسنة ٢٠١٥ المعدل .

( 60)These six states are Arizona, California, Hawaii, Nebraska, South Dakota, and West Virginia. ARIZ. REV. STAT. ANN. § 10-728(b) (2013); CAL. CORP. CODE § 708(a) (West 2014); HAW. REV. STAT. ANN. § 414-149 (LexisNexis 2008); NEB. REV. STAT. ANN. § 21- 270 (LexisNexis 2015); S.D. CODIFIED LAWS § 47-1A-728 (Supp. 2013); W. VA. CODE ANN § 31D-7-728 (LexisNexis 2015).

( 61)CAL. GOV'T CODE § 6900.

( 62) sec:708: [E]very shareholder . . . entitled to vote at any election of directors may cumulate such shareholder's votes and give one candidate a number of votes equal to the number of directors to be elected multiplied by the number of votes to which the shareholder's shares are normally entitled, or distribute the shareholder's votes on the same principle among as many candidates as the shareholder thinks fit

( 63)§ 301.5 ("A listed corporation may, by amendment of its articles or bylaws, adopt provisi).