

متطلبات تحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة

نص المحاضرة التي ألقاها الدكتور محمد الجليلاتي في المركز الثقافي في المزة بتاريخ ٢٠٠٧/٥/٥

الفهرس

- مقدمة عن مفهوم الشركة المساهمة الخاصة والشركة المساهمة العامة ١ .
- مفهوم الشركات العائلية. ٢ .
- الأهمية الاقتصادية للشركات العائلية ٢ .
- التحديات التي تواجه الشركات العائلية ٤ .
- تحديات داخلية ٤ .
- تحديات البيئة المحلية ٤ .
- تحديات عصر العولمة ٤ .
- الخيارات المتاحة لمواجهة التحديات السابقة ٥ .
- إعادة هيكلة الشركة ٦ .
- الاندماج مع الشركات المحلية ٧ .
- التحالفات الاستراتيجية ٧ .
- التحول إلى شركات مساهمة عامة ٧ .
- مزايا التحول إلى شركات مساهمة عامة ٧ .
- بالنسبة للشركة ٧ .
- بالنسبة للاقتصاد القومي ٨ .

- واقع الشركات العائلية في سورية ١١
- متطلبات تحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة في سورية ١٣
 - الإجراءات القانونية
 - تقدير القيمة السوقية العادلة للشركة
 - معالجة الوضع الضريبي الناشئ عن التحويل
- طرائق التقييم ١٨
 - طريقة التقييم بصافي القيمة الدفترية للشركة ١٨
 - طريقة القيمة الدفترية المعدلة ١٨
 - طريقة القيمة الاستبدالية ١٨
 - طريقة نموذج خصم التدفقات النقدية ١٩
 - طريقة تقييم الأسهم باستخدام النسب السوقية ٢٣
 - ١. طريقة مضاعف الربحية
 - ٢. طريقة نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية
- مدى دقة نتائج التقييم ٢٤
- معالجة الوضع الضريبي الناشئ من عملية التحويل ٢٦
- النتائج والاقتراحات ٢٧

متطلبات تحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة

قبل البدء في عرض موضوع الشركات العائلية لا بدّ من التوقف قليلاً على تسمية " الشركات المساهمة العامة".

يقصد بالشركات المساهمة العامة في معرض هذا البحث "الشركات المساهمة التي طرحت جزءاً من أسهمها على الاكتتاب العام" تمييزاً لها عن الشركات المساهمة المغلقة التي أكتتب المؤسسون بكامل أسهمها، وهذا ما ذهبت إليه معظم قوانين الشركات في الوطن العربي.

فقد نصت المادة /٦٥/ من قانون الشركات الأردني رقم /٢٢/ لعام ١٩٩٧ وتعديلاته على ما يلي:
"تتألف الشركة المساهمة الخاصة من شخصين أو أكثر". ونصت الفقرة آ من المادة /٦٦/ على ما يلي:
"يكون رأس مال الشركة المساهمة الخاصة هو مجموع القيم الاسمية لأسهم الشركة". كما نصت الفقرة ج من نفس المادة على ما يلي " مع مراعاة قانون الأوراق المالية، للشركة المساهمة الخاصة إصدار أسهم وأسناد قرض وأوراق مالية أخرى، ويجوز للشركة أن تقرر إدراج أوراقها المالية في السوق وتداولها من خلاله وفق الأنظمة والتعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية".

كما نصت المادة /٩٠/ من نفس القانون على ما يلي " تتألف الشركة المساهمة العامة من عدد من المؤسسين لا يقل عن اثنين يكتبون فيها يأسهم قابلة للإدراج في أسواق الأوراق المالية وللتداول".

أما قانون الشركات التجارية الإماراتي رقم /٨/ لعام ١٩٨٤ وتعديلاته فقد نص في مادته رقم /٢١٥/ على ما يلي: " يجوز لعدد من المؤسسين لا يقل عن ثلاثة أشخاص أن يؤسسوا فيما بينهم شركة مساهمة خاصة لا تطرح أسهمها على الاكتتاب العام، وأن يكتبوا بكامل رأس المال ". كما نص في مادته /٦٤/ على ما يلي " تعتبر شركة مساهمة عامة كل شركة يكون رأسمالها مقسماً إلى أسهم متساوية القيمة قابلة للتداول".

أما قانون الشركات القطري رقم /٥/ لعام ٢٠٠٢ فقد عرف الشركة المساهمة بأنها " كل شركة يكون رأسمالها مقسماً إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول". وقد نصت المادة /٧٦/ من نفس القانون على ما يلي " على المؤسسين أن يكتبوا بأسهم لا تقل عن ٢٠% ولا تزيد عن ٤٥% من رأسمال الشركة ولا يجوز لأي مؤسس أن يكتب بأكثر من ١٠% من رأس مال الشركة. كما نصت المادة /٢٠٣/ منه على ما يلي: "يجوز لعدد من المؤسسين لا يقل عن خمسة أشخاص أن يؤسسوا فيما بينهم شركة مساهمة خاصة لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام وأن يكتبوا بجميع الأسهم".

وفي مصر فقد سمح القانون رقم /١٥٩/ لعام ١٩٨١ وتعديلاته بشأن الشركات المساهمة بتأسيس الشركات المساهمة بإتباع أحد أسلوبيين الأول عن طريق الاكتتاب العام وفيه يتم طرح نسبة من الأسهم لا

تقل عن ٣٠%، والأسلوب الثاني فيتم تأسيس الشركة عن طريق الاكتتاب الخاص وهذا النوع من الشركات يسمى الشركات المغلقة، ويعني ذلك أن المؤسسين قد اكتتبوا بكامل الأسهم.

أما في سورية واستناداً إلى أحكام قانون التجارة رقم ١٤٩ لعام ١٩٤٩ وتعديلاته فلم يتم التمييز في تسمية الشركة المساهمة من خلال تعريف الشركة المساهمة حيث نصت المادة ٨٨/ منه على أن الشركة المساهمة هي " شركة مغلقة عارية من العنوان تؤلف بين عدد من الأشخاص يكتبون بأسهم قابلة للتداول " ثم جاءت المادة ١٠٧/ لتقول " يجوز للمؤسسين أن يغطوا كامل قيمة الأسهم وحدهم أو بالاشتراك مع غيرهم دون أن يطرحوها في الاكتتاب العام " . وقد تم إلغاء الشركات المساهمة المغلقة في مشروع قانون الشركات الجديد، حيث عرف هذا المشروع الشركة المساهمة بأنها "هي شركة تتألف من خمسة وعشرين مساهماً على الأقل مقسماً إلى أسهم متساوية القيمة قابلة للتداول والإدراج في أسواق الأوراق المالية وتقوم بطرح جزء من رأس مالها على الاكتتاب العام، وتم حذف كلمة "شركة مغلقة" وكلمة "شركة مغلقة" نهائياً ونظراً لعدم وجود شركات مساهمة مغلقة، فقد تم الاكتفاء بتعريف الشركات المساهمة بدون استخدام عبارة عامة وخاصة.

مفهوم الشركات العائلية

يقصد بالشركات العائلية " الشركات التي تملكها وتديرها عائلة اكتسبت شهرتها من الشركة نفسها أو بالعكس، وتنتسب في التأصيل التاريخي إلى شخص واحد هو مؤسسها". وتنتشر- الشركات العائلية بشكل واسع في كافة دول العالم وبصفة خاصة، بين الشركات المتوسطة أو الصغيرة، وينحصر- تصنيفها القانوني في عدة مسميات، فهي إما شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن أو توصية بسيطة أو توصية بالأسهم، ويمكن أن يضاف إليها الشركات المساهمة الخاصة (المغلقة) والتي أجازت قوانين بعض الدول على تداول أسهمها في البورصات، مع الإشارة إلى أن وجود الشركات المغلقة في سوق الأوراق المالية يؤدي إلى تواضع نسبة الشركات المتداولة إلى إجمالي عدد الشركات المقيدة حيث بلغ عدد الشركات المقيدة في بورصتي القاهرة والإسكندرية بموجب إحصائيات عام ٢٠٠٥ / ٧٤٤/ شركة منها فقط /٤٤١/ شركة يتم تداول أسهمها بسبب ظاهرة الشركات المغلقة التي تفضل الاحتفاظ بما تملكه من أسهم.

الأهمية الاقتصادية للشركات العائلية

تمثل الشركات العائلية العصب الرئيسي لاستثمارات وأعمال القطاع الخاص في العالم، فهي تمتص أعداد كبيرة من العمالة وتمد السوق بكميات كبيرة من المنتجات، وتستوعب قدراً كبيراً من الادخارات الوطنية،

إضافة إلى أنها تساهم بجانب كبير من التجارة الخارجية، وتشكل الشركات العائلية ٨٥% من عدد الشركات المسجلة عالمياً وتمثل كذلك ٣٥% ضمن أكبر ٥٠٠ شركة عالمية. وتقدر مساهمة الشركات العائلية بـ ٧٠% من الناتج القومي العالمي. ففي الولايات المتحدة الأمريكية تساهم الشركات العائلية بـ ٤٩% من الناتج القومي وتستوعب ٥٩% من العمالة، وتتراوح نسبة هذه الشركات من مجموع الشركات المسجلة في دول الاتحاد الأوروبي ما بين ٧٠ إلى ٩٥% من إجمالي عدد الشركات.

وكذلك في الدول العربية، فإن الشكل القانوني للشركات العائلية في المملكة العربية السعودية ما زال حتى تاريخه كما يلي: شركات محدودة المسؤولية ٦٧%، شركات تضامنية ٢٣%، شركات توصية بسيطة ٩%، شركات مساهمة ١%. إذ لا يزيد عدد الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية بموجب إحصائيات عام ٢٠٠٥ فقط ٧٧ شركة وما ينطبق على السعودية ينطبق على معظم الدول العربية.

ونظراً لبساطة تأسيس الشركات العائلية فهي لن تندثر أو يتوقف تأسيس الجديد منها في مختلف دول العالم مهما كانت حجم التحديات التي تفرضها التحولات الاقتصادية في العالم، فإن هذه الشركات باقية بقاء أشخاص قادرين على تحقيق نجاح تجاري واقتصادي ينتسب لهم، وينتقل بالتوريث لأبنائهم ويعملون بشكل مستمر على تطويرها وتحديثها بما يتناسب ومتطلبات العصر.

التحديات التي تواجه الشركات العائلية

على الرغم من الأهمية الاقتصادية للشركات العائلية فإن الظروف الدولية الحالية ستجعل أوضاع الشركات العائلية في مواجهة أخطار الانهيار إذا لم تلاءم نفسها مع متطلبات الظروف المستجدة. ويمكن تقسيم هذه التحديات إلى ثلاثة مجموعات كما يلي:

أولاً- تحديات داخلية وأهمها:

- مشكلة انتقال الرئاسة بعد وفاة المؤسس وما يرافقها من التقسيم لركة المؤسس وتغير نمط الملكية العائلية والصراع على السلطة والإدارة.
- تعاقب الأجيال حيث لا يزيد عدد الشركات العائلية التي تنتقل إلى الجيل الثاني عن ٣٠%، بالإضافة إلى أن متوسط العمر الزمني للشركة العائلية لا يزيد عن ٢٥ سنة بأحسن الأحوال.
- ضعف التخطيط الاستراتيجي، وعدم فصل الملكية عن الإدارة، وغياب البناء المؤسسي- في توجيه وقيادة العمل الإداري سمة أساسية من سمات الشركات العائلية، وهذا لا يتلاءم مع الإدارة السليمة للشركات ولا يضمن نموها واستقرارها.

ثانياً- تحديات البيئة المحلية وأهمها:

- انخفاض حجم الإنفاق الحكومي وزيادة الاعتماد على القطاع الخاص في تحقيق التنمية.
- تطبيق الأنظمة الاقتصادية الجديدة والانتقال إلى اقتصاد السوق في بعض الدول العربية. مع التنويه إلى أن هذه التحديات تختلف من دولة إلى أخرى حسب طبيعة النظام الاقتصادي القائم والدور الملقى على عاتق القطاع الخاص حيث يزداد هذا العبء بشكل كبير في الدول التي تنتقل حالياً من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق، وبالتالي تقوم بتخفيض الإنفاق الاستثماري في الموازنة العامة الذي كان يوجه للقطاع الاقتصادي والاكتفاء بتمويل مشاريع البنية التحتية فقط.

ثالثاً- تحديات عصر العولمة وتضم:

- نظام اقتصادي عالمي جديد تزول من خلاله كافة صور الحماية والدعم والاحتكار ويتم الانتقال إلى الأسواق المفتوحة وظهور المنافسة الشرسة.
- ثورة المعلومات والاتصالات.

- التكتلات الاقتصادية الدولية.
- التغيير والتحديث والتجديد والسرعة والشفافية.
- الاستثمارات الأجنبية.

وقد لخص الدكتور علي لطفي رئيس وزراء مصر الأسبق في ملتقى " الشركات العائلية " الذي عقد في دبي خلال عام ٢٠٠٦ تحديات عصر العولمة بما يلي:

الثورة التكنولوجية – اتفاقية الجات – ظاهرة الاندماج – منافسة الشركات متعددة الجنسيات – العولمة، وقد تساءل الدكتور لطفي هل تستطيع الشركات العائلية في المنطقة العربية بأوضاعها الحالية الصمود أمام هذه التحديات؟.

الخيارات المتاحة لمواجهة التحديات السابقة

إن ضمان استمرارية ونمو الشركات العائلية ومواجهة التحديات التي تواجهها مصلحة وطنية عامة، فأى خلل في هذه الشركات يؤثر سلباً على حركة الاقتصاد عموماً وعلى العاملين فيها وعلى المستهلكين لمنتجاتها أو خدماتها.

لذلك فإن الشركات العائلية مطالبة بضرورة الاستعداد والتحصين الايجابي من خلال إعادة النظر في سياستها وإدارتها وكامل أوضاعها، وخاصة في ظل التطورات الاقتصادية الجديدة والتوجه نحو اقتصاد السوق الذي أفقد الشركات العائلية الكثير من المزايا التي كانت تنعم بها.

لذلك تصدت المنظمات الدولية والإقليمية والعربية لموضوع الشركات العائلية وكيفية العمل على رفع مستوى أدائها وفق منظور معاصر من أجل تعزيز قدرتها على مواجهة التحديات المختلفة وبما يضمن لها التماسك والاستمرارية والنمو، ومن هذه المنظمات ما يلي:

- المنظمة العربية للتنمية الإدارية (وحدة الشركات العائلية العربية).
- مؤسسة التمويل الدولية **IFC** .
- مركز المشروعات الدولية الخاصة **CIPF** .
- أكاديمية الشركات العائلية في جدة.
- اتحاد غرف التجارة الخليجية – قسم الشركات العائلية.
- جمعية الشركات العائلية في منطقة الخليج ومقرها البحرين.

وقد تم عقد العديد من المؤتمرات والندوات حول موضوع الشركات العائلية.

وقد صدرت العديد من الدراسات والأبحاث من مؤسسة التمويل الدولية **IFC** وعن مركز المشروعات الدولية الخاصة **CIPE** المتعلقة بتطوير الشركات العائلية بما في ذلك إدخال الحوكمة إلى هذه الشركات وقد خلصت هذه المؤتمرات والندوات إلى وجود أربع خيارات لتطوير الشركات العائلية وهي:

أولاً- إعادة هيكلة الشركة.

ثانياً- الاندماج مع الشركات المحلية.

ثالثاً- التحالفات الاستراتيجية.

رابعاً- التحول إلى شركات مساهمة عامة.

وفيما يلي شرح موجز لمتطلبات كل خيار.

أولاً- إعادة هيكلة الشركة.

تتطلب عملية إعادة هيكلة الشركة ما يلي:

- العمل على رسم الإدارة الاستراتيجية التي تتكون من: البناء المؤسسي - التخطيط - التكامل الأفقي - التركيز على البيئة الخارجية ومتطلبات العميل - التركيز على خفض التكاليف - الاعتماد على التقنية الحديثة.
- إعادة النظر في التنظيم الداخلي للشركة بحيث يراعى في هذا التنظيم ما يلي:
الفصل بين الملكية والإدارة - رسم الأهداف العامة والخطط الاستراتيجية للشركة - تنمية مهارات القياديين بالعائلة واستقطاب الكفاءات المهنية - تشجيع العمل الجماعي - إدخال أعضاء من خارج العائلة في مجلس الإدارة أو مجلس المديرين - وضع نظام رقابة داخلية يعتمد على الفصل بين المسؤوليات ووضوح خطوط السلطة والمسؤولية.
- الاهتمام بالشفافية وإيجاد أطر قانونية وإدارية ومالية متينة لضمان سلامة الأداء وإعطاء الأولوية للتخطيط طويل الأجل.
- انتقاء القيادات الشابة من بين أفراد عائلات الأعمال طبقاً لمعايير الكفاءة الإدارية.

ثانياً- الاندماج مع الشركات المحلية:

هذا الخيار عبارة عن توجه عالمي بين الشركات المتنافسة ويفضل تطبيقه في الشركات العائلية متوسطة الحجم، حيث يحقق الاندماج العديد من المزايا أهمها:

إنشاء كيان أكبر قادر على المنافسة - تنوع القاعدة الإنتاجية - الاستفادة من الأسواق المالية والتجارية العالمية - تطبيق قواعد الإدارة الحديثة - التطور التقني - تحقيق الميزة التنافسية بالاستفادة من اقتصاد الحجم الكبير - تخفيض التكاليف نتيجة للاندماج.

ثالثاً- التحالفات الاستراتيجية.

ويقصد بالتحالفات الاستراتيجية عقد اتفاق بين شركتين أو أكثر لتحقيق أهداف معينة واضحة لمصلحة الشركات المتحالفة على الأجلين الطويل والقصر الأجل، وعادة ما يتم هذا التحالف مع شركة دولية يتم من خلاله تحقيق مكاسب متعددة منها فتح أسواق دولية للمنتجات المحلية بدون تحمل تكاليف تكوين فروع، كما يساهم في تعزيز قدرة الشركة المحلية إدارياً وتقنياً ومن أهم صيغ التحالف: المشروع المشترك - التعاقد من الباطن - التحالف التسويقي - التحالف التكنولوجي.

رابعاً- التحول إلى شركات مساهمة عامة.

يعد التحول إلى شركات مساهمة عامة من أهم الخيارات المطروحة للمحافظة على استمرارية الشركات العائلية وأداء دورها في عملية التنمية الاقتصادية وصمودها أمام كافة التحديات المحلية والخارجية. ويمكن تصنيف مزايا هذا التحول في مجموعتين، الأولى تتعلق بالشركة العائلية نفسها وتنعكس عليها، والثانية تتعلق بالاقتصاد القومي للدولة.

أ- مزايا التحول إلى شركات مساهمة عامة بالنسبة للشركة العائلية:

- 1- تجنب الانهيار عند غياب الجيل الأول من المؤسسين وانتقال الملكية إلى الورثة.
- 2- تساعد الحصول على التمويل بشروط ميسرة نسبياً تساعد على النمو من خلال القروض المصرفية وإصدار قروض سندات.
- 3- الاستفادة من مزايا الشركات المساهمة وخاصة إمكانية زيادة رأس المال لزيادة الموجودات بشقيها الثابت والمتداول واختيار الهيكل التمويلي المناسب لطبيعة الشركة مع الاستفادة من الرفع المالي.

- ٤- تعزيز القدرة على مواجهة المصاعب والأزمات الاقتصادية الطارئة نتيجة توافر الخبرات والكفاءات الإدارية وتوزيع المسؤوليات.
- ٥- الاستفادة من الدعم الحكومي وبخاصة في المجال الضريبي.
- ٦- تقليل نسبة الملكية الاحتكارية سواء للأفراد أو المجموعات المرتبطة كالعائلة في رأس مال الشركة.
- ٧- زيادة فاعلية الهيئات العامة للمساهمين في اجتماعاتها السنوية لمحاسبة وتقييم أداء إدارة الشركة عن العام الماضي، وسهولة إدخال مبادئ الحوكمة إلى الشركة.
- ٨- الارتقاء بمستوى الإفصاح والشفافية من خلال زيادة الإفصاح الدوري مما يساعد في تدعيم الوعي الاستثماري لحملة الأسهم والمستثمرين المحتملين إلى جانب الرقابة على أداء الشركات.
- ٩- إنشاء كيان أكبر قادر على المنافسة وتنويع القاعدة الإنتاجية وإجراء التحالفات الاستراتيجية وتحقيق الميزة التنافسية من اقتصاد الحجم الكبير وتخفيض التكاليف.

ب- مزايا التحول إلى شركات مساهمة على مستوى الاقتصاد الوطني ككل:

١. ضمان فرص استثمار للمستثمر الذي يريد الربح بدلاً من الفائدة المصرفية.
٢. جذب الاستثمارات الأجنبية الخاصة وما تحمله من خبرات إدارية ومعرفة فنية.
٣. استقطاب كفاءات بشرية عالية وخلق فرص عمل جديدة.
٤. توسيع القاعدة الاقتصادية بالمحافظة على استمرارية المؤسسات الاقتصادية.
٥. تعزيز البناء المؤسسي للقطاع الاقتصادي ومفهوم العمل الجماعي.
٦. تنظيم القطاع الخاص وقطاع الأعمال.
٧. دعم السوق الأولية التي تعد ركيزة نمو الأسواق المالية وتطورها.
٨. حشد موارد القطاع الخاص بما في ذلك صغار المستثمرين والمدخرين وتوظيفها في عملية التنمية.

٩. زيادة عمق واتساع سوق الأوراق المالية بزيادة عرض الأوراق المالية وتنوعها بهدف خلق الطلب عليها.

١٠. الإسهام في تفعيل وظائف سوق الأوراق المالية الاقتصادية والمالية والتي تعد أحد أدوات اقتصاد السوق.

مما تقدم يتضح أن تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة يحقق متطلبات التطوير من جهة وتعبئة الادخارات المحلية باتجاه تكوين كيانات اقتصادية كبيرة قادرة على المنافسة في السوق من جهة ثانية، ويضمن في الوقت نفسه صيغة جديدة للإدارة تقوم على مبدأ الفصل بين الملكية والإدارة.

إلا أن واقع الشركات العائلية وتمسكها بمكاسبها من جهة، وواقع الشركات المساهمة وضعف الثقة بها من جهة أخرى ربما يقف حجر عثرة أمام تحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة وذلك لعدة أسباب من أهمها:

- فقد العائلة للوضع الاجتماعي المتميز بسبب ملكيتها للشركة.
- تخوف العائلة من سيطرة الغير على إدارة الشركة.
- إقصاء العائلة عن مكاسب تحققت بفضل جهود العائلة عبر سنوات طويلة.

وقد تم طرح العديد من وجهات النظر في الندوات والمؤتمرات التي عقدت مؤخراً حول تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة، ومن هذه الاقتراحات ما يلي:

١. اقترح السيد هشام الشيراوي /عضو مجلس إدارة غرفة تجارة وصناعة دبي / خلال ملتقى الشركات المنعقد في نهاية عام ٢٠٠٦ في دبي أن قرار تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة ضرورة وليس خياراً رغم صعوبة اتخاذ القرار للمؤسسين، نظراً لأن عالم التكتلات والتحالفات التجارية العملاقة تفرض علينا التحول خصوصاً أن غالبية الشركات العملاقة حالياً كانت في الأساس شركات عائلية وتحولت إلى مساهمة عامة. وأوضح أنه في ظل متطلبات عضوية منظمة التجارة العالمية واتفاقيات التجارة الحرة سيشهد القطاع الخاص هجرات متنوعة على قطاعات اقتصادية مختلفة وبالتحديد القطاعات التي تحقق ربحية عالية، وهنا يتعين على الشركات التفكير جدياً في الاندماج فيما بينها.

٢. أكد د. خالد الخزرجي أستاذ الاقتصاد في جامعة الإمارات على أهمية تحويل الشركات العائلية إلى مساهمة عامة إذا كانت راغبة في الاستمرار ومواكبة تلك التحديات، بالإضافة إلى التحديات التقليدية المتصلة بتجارب تفكك الشركات العائلية لأسباب تتصل بخلاف الورثة معتبراً أن التحول صار حتماً في المرحلة الراهنة لحماية الشركات العائلية الكبرى من التآكل والانهيار.

٣. اقتراح الخبير السيد عصام بدوي المنشور في مجلة الاقتصادية في نهاية عام ٢٠٠٦ أن أفضل الأشكال التنظيمية والقانونية التي يمكن أن تتشكل بها الشركات العائلية العربية هي الشركات المساهمة الخاصة التي تتوافق مع الإمكانيات المالية لأفراد العائلة العربية مع ضرورة احتواء عقد الشركة لنصوص وضوابط وأسس محددة سلفاً حتى يمكن تلافي ما قد تتعرض له الشركة العائلية من عيوب ومساوئ قد تعثرها مستقبلاً وحتى تظل الشركة قائمة بين أفراد العائلة دائماً وتزيد من روابط الألفة وأواصر المحبة بينهم نهوضاً بأفراد العائلة.

فالشركة المساهمة الخاصة يتمتع فيها الشركاء بجزية لا تقف عند حدود النظام القانوني التقليدي للشركة بل تأخذ شكلاً جديداً من الشراكة يكرس مفهوم التعاقد باعتباره أساس العلاقة القانونية والاقتصادية وفقاً لمبدأ "سلطان الإرادة" وتقليص تدخل الدولة في تنظيم المؤسسات.

وبالرغم من غياب تعريف محدد لهذا النوع من الشركات إلا أنه يمكن وصفها بشكل عام بأنها شركات ذات طابع مختلط تجمع بين صفات الشركة (ذات المسؤولية المحدودة) مع صفات الشركة (المساهمة العامة). إذ تتشابه الشركات المساهمة الخاصة مع (الشركات ذات المسؤولية المحدودة) في أن الذمة المالية للشركة مستقلة عن ذمة الشركاء فيها، وبالتالي تكون مسؤولية كل مساهم بمقدار حصته في رأسمال الشركة فقط، وتكون موجودات الشركة هي وحدها المسؤولة عن ديون والتزامات الشركة.

وفي المقابل تتشابه الشركات المساهمة الخاصة مع (الشركات المساهمة العامة) في أنه يجوز للشركة أن تصدر أسهماً وسندات قرض وأوراقاً مالية أخرى، ولها أن تدرج أوراقها المالية في السوق وتداولها من خلاله وفق الأنظمة والتعليقات لصادرة عن هيئة الأوراق المالية. إضافة إلى ذلك تتشابه الشركة المساهمة الخاصة مع الشركات المساهمة العامة في أنه يستوجب أن يكون لها مجلس إدارة يتولى إدارتها لمدة محددة. كما وتتميز الشركات المساهمة الخاصة بصفات أخرى مصدرها "مبدأ سلطان الإرادة".

وبناءً على هذا الأساس يتمتع الشركاء في الشركات المساهمة الخاصة بجزية واسعة في صياغة بنود عقد تأسيس الشركة ونظامها الداخلي، حيث يمكن للشركاء أن يحددوا إطار علاقاتهم وصياغة قواعد الشركة ومنح امتيازات خاصة لمصلحة الشركاء الذين يملكون بعض أنواع الأسهم دون غيرها. كما يمكن تعيين مجلس إدارة الشركة من غير الشركاء، إذ يستطيع الشركاء تحديد شروط تعيينهم وتخصصهم بحيث يتم اختيارهم وفق الكفاءة والخبرة في إدارة الأعمال التي تقوم بها الشركة.

٤. اقتراح ورد في تقرير المؤسسة العربية لضمان الاستثمار يتضمن ما يلي:

إن عملية تحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة تخضع لضوابط عديدة في كافة الدول، وذلك لضمان حقوق المساهمين وعدم ترك المجال للشركات الضعيفة لكي تنفذ للأسواق.

ويرى التقرير أنه من الضروري تطوير الإطار التشريعي المنظم لعملية التحول وتجاوز بعض الثغرات والمصاعب مثل قضية تقييم الأصول التي تثير الكثير من المشاكل نتيجة لميل أصحاب الشركات إلى المبالغة في تقييم أصول شركاتهم لاسيما في حالات ارتفاع الطلب في السوق المالية. وقد اعتمدت بعض الدول صيغ عملية لتجاوز هذه المشكلة مثل إلزام أصحاب الشركة الأصليين بالاحتفاظ بنسبة معينة من الأسهم وعدم السماح لهم ببيعها إلا بعد تقديم الشركة المتحولة لخمس ميزانيات راجعة، ومن المشاكل الهامة أيضاً قضية تقييم (السمعة الحسنة) الخاصة بالشركة أو المنتج إذ لا بد من تحديد معايير واضحة ودقيقة لذلك.

وأخيراً يشير التقرير إلى أن اختيار الشكل الأنسب للملكية الجديدة قد لا يكون بالضرورة شركة مساهمة عامة فقط بل قد يكون شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة مساهمة خاصة. وتشجع الدول العربية بوجه عام اعتماد مبدأ التدرج لتحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة وتفرض ضوابط محددة في هذا الشأن لضمان تحويل الشركات الناجحة ذات الأوضاع المالية السليمة بما يكفل الحفاظ على مصالح المساهمين، بحيث يتم في البداية التحول إلى شركة محدودة المسؤولية ثم إلى شركة مساهمة خاصة تليها مرحلة طرح الأسهم للاكتتاب العام، الأمر الذي يعطي الوقت الكافي لأصحاب الشركات العائلية للتكيف مع مفاهيم المشاركة في الإدارة والتخلي التدريجي عن السلطات المطلقة التي يمارسونها، كما يسمح للسلطات المعنية بالتأكد من سلامة الأوضاع المالية والتشغيلية للشركة والاطمئنان إلى نموها المستقبلي حفاظاً على مصالح المساهمين واستقرار السوق المالية.

واقع الشركات العائلية في سورية

تعاني الشركات العائلية في سورية من نفس التحديات التي تعاني منها الشركات العائلية في معظم الدول ولاسيما الدول النامية والتي كانت تعتمد على نظام الاقتصاد الموجه والاعتماد على القطاع العام كمصدر رئيسي لتمويل الإنفاق الاستثماري.

وقد مرت الشركات العائلية في سورية بثلاثة مراحل، الأولى وهي مرحلة التخطيط الاشتراكي وقد استمرت لغاية عام ١٩٧٠، ثم تم تعديلها بما سمي بالتعددية الاقتصادية وإشراك القطاع الخاص والتعاوني في عملية التنمية بالإضافة إلى القطاع العام والذي احتفظ بالدور القيادي في هذا المجال. وأخيراً جاءت المرحلة الثالثة والتي نعيشها الآن وهي مرحلة الانتقال إلى اقتصاد السوق وزيادة الاعتماد على القطاع الخاص بشكل أكبر في عملية التنمية الاقتصادية حيث وصلت مساهمة هذا القطاع في مجمل تكوين رأس المال الثابت عن ٥٥% وتزداد هذه المساهمة تدريجياً مع انخفاض مساهمة الدولة في الإنفاق الاستثماري في المجال الاقتصادي.

وقد ازدادت التحديات التي تواجهها الشركات العائلية والقطاع الخاص عموماً حدة مع توجه الاقتصاد السوري نحو الانفتاح وتقليص الحماية والدعم ودخول منطقة التجارة الحرة العربية في مرحلة التحرير الكامل في بداية عام ٢٠٠٥ وزيادة المنافسة، وسوف تزداد هذه الضغوط مع تطبيق اتفاقية التجارة الحرة مع تركيا واتفاقية الشراكة السورية الأوروبية.

ولمعالجة هذه التحديات أصدرت الحكومة العديد من التشريعات الاقتصادية اللازمة لعملية الانتقال إلى اقتصاد السوق ويأتي في مقدمتها السماح بإحداث المصارف الخاصة بما في ذلك المصارف الإسلامية لتساهم بشكل فعال في تمويل عملية التنمية من خلال عملية الإقراض والتسليف والتسهيلات الائتمانية غير المباشرة وكذلك تعديل قانون الضريبة على الدخل لتشجيع المستثمرين على إقامة مشاريع جديدة وتطوير القائم منها، وقد تم تخفيض معدلات الضريبة إلى الحدود الدنيا ولاسيما للشركات المساهمة. كما أصدرت التشريعات المتعلقة بإقامة سوق للأوراق المالية للتداول بالأسهم والسندات بهدف تهيئة المدخرات المحلية وإدخالها في عملية الاستثمار وتوسيع قاعدة المستثمرين وإفساح المجال لدخول رؤوس الأموال الأجنبية لردم الهوة بين الادخار المحلي المتدني والاستثمارات المطلوبة لتحقيق معدلات النمو المخططة في الخطة الخمسية العاشرة.

لكن ذلك يجب أن يترافق مع معالجة بقية التحديات التي ما تزال تشكل عائقاً كبيراً أمام تطوير مساهمة القطاع الخاص في عملية التنمية وزيادة معدلات النمو، وبخاصة التحديات الداخلية المتعلقة بخصائص الشركات العائلية والتي سبق الإشارة إليها من ضعف في الإدارة وغياب التخطيط وعدم فصل الملكية عن الإدارة وغياب البناء المؤسسي في توجيه وقيادة العمل الإداري وعدم التركيز على تنمية الموارد البشرية وتأهيلها وعدم كفاية الثقافة وغياب أنظمة المعلومات والأتمتة في معظم الشركات العائلية. بالإضافة إلى ضعف التمويل وعدم كفايته لتمويل التوسعات وزيادة الطاقات الإنتاجية والعمل على التوجه التصديري، وبالإضافة إلى ذلك كله غياب دراسات الجدوى الاقتصادية الدقيقة والنظرة المستقبلية لواقع الشركات بسبب اعتمادها في الماضي على سياسة الإحلال مكان المستوردات واعتمادها في تسويق منتجاتها على السوق الداخلية.

ومن أهم الخيارات المطروحة لمعالجة التحديات أمام الشركات العائلية في سورية هو "تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة" كما ذكرنا في مقدمة هذا البحث.

وتعكف الحكومة حالياً على إصدار التشريع اللازم لتحفيز الشركات العائلية ولاسيما الشركات المساهمة المغلقة لطرح جزء من أسهمها على الاكتتاب العام أو زيادة رؤوس أموالها من خلال تخفيض معدلات الضريبة على الأرباح الرأسمالية الناتجة من عملية التحول إلى شركات مساهمة.

وتشبر إحصائيات وزارة الاقتصاد والتجارة الداخلية إن عدد الشركات المساهمة القائمة حالياً بحدود /٢٥٠/ شركة منها /٤٦/ شركة مساهمة عامة والباقي شركات مغلقة، وهناك حوالي /٨٠٠/ شركة ذات مسؤولية محدودة.

متطلبات تحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة في سورية

إن التحول إلى شركات مساهمة عامة ليس خياراً وحيداً أمام الشركات العائلية، بل توجد خيارات أخرى في مواجهة التحديات سبق أن عرضناها أعلاه، وهي: إعادة هيكلة الشركة- الاندماج مع شركات أخرى- التحالفات الاستراتيجية. بالإضافة إلى ذلك فإن الشكل الأنسب للتحول قد لا يكون بالضرورة إلى شركة مساهمة عامة بل قد يكون إلى شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة مساهمة خاصة.

ويعود تقدير ذلك إلى تقرير بيوت الخبرة الاستشارية المتخصصة في دراسات الجدوى الاقتصادية وإعادة الهيكلة أو إعادة التنظيم من خلال إجراء دراسة ميدانية لواقع الشركة ومعوقات تطورها والمشكلات الآنية والمستقبلية التي تعاني أو قد تعاني منها مستقبلاً نتيجة للتحديات الاقتصادية والانتقال إلى اقتصاد السوق. ويجب أن تتضمن الدراسة البدائل المختلفة للتطوير والاقتراح باختيار البديل الأنسب وقد يكون نتيجة للدراسة هو التحول إلى شركة مساهمة عامة أو غير ذلك من البدائل.

بالإضافة إلى ذلك فإن اعتماد مبدأ التدرج في التحول إلى شركات مساهمة عامة بحيث يتم في البداية التحول إلى شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة مساهمة مغلقة، وبخاصة بالنسبة لشركات الأشخاص، ومن ثم تليها مرحلة ثانية وهي مرحلة طرح الأسهم للاكتتاب العام أي التحول إلى شركة مساهمة عامة يتيح الوقت الكافي لأصحاب الشركات العائلية للتكيف مع مفاهيم المشاركة في الإدارة، والتخلي التدريجي عن السلطات المطلقة التي تمارسها إدارة الشركات العائلية، كما يسمح للسلطات المعنية بالتأكد من سلامة الأوضاع المالية والتشغيلية للشركة والاطمئنان إلى نموها المستقبلي حفاظاً على مصالح المساهمين واستقرار السوق المالية. وتضم متطلبات التحويل إلى شركات مساهمة عامة ما يلي:

١. إجراءات قانونية.
٢. دراسة تقدير القيمة السوقية العادلة للشركة.
٣. معالجة الوضع الضريبي الناشئ عن عملية التحول.

أولاً: الإجراءات القانونية:

لم يتضمن قانون التجارة رقم /١٤٩/ لعام ١٩٤٩ وتعديلاته أية أحكام خاصة بتحويل الشكل القانوني للشركات، خلافاً لكافة قوانين الشركات في العالم.

ففي قانون الشركات الأردني رقم ٢٢/ لعام ١٩٩٧ وتعديلاته، تم تخصيص باب كامل بعنوان "تحول الشركات واندماجها" حيث خصصت المواد من ٢١٥/ إلى ٢٢١/ للتحويل، وخصصت من المادة ٢٢٢/ إلى المادة ٢٣٩/ لاندماج الشركات. ومن المفيد هنا أن نعرض بشكل موجز لما ورد في هذا القانون حول عملية التحويل من خلال مضامين المواد السابقة:

- يجوز لشركة التضامن أن تتحول إلى شركة توصية بسيطة أو بالعكس شريطة موافقة جميع الشركاء، واتباع الإجراءات القانونية في تسجيل الشركة وتسجيل التغيرات الطارئة عليها.

- للشركة أن تتحول إلى شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة توصية بالأسهم أو شركة مساهمة خاصة شريطة وجود قرار من الهيئة العامة للشركة حسب واقع الحال، بالرغبة في تحويل الشركة مع بيان أسباب التحويل ومبرراته ونوع الشركة التي سيتم التحويل إليها. ويرفق بالطلب ميزانية الشركة للسنتين الأخيرتين السابقتين لطلب التحويل مصدقة من مدقق حسابات قانوني، مع بيان بتقديرات الشركاء لموجودات الشركة ومطالبها.

ولمراقب الشركات في الوزارة أن يتحقق من صحة تقديرات صافي حقوق الشركاء أو المساهمين حسب واقع الحال بالطريقة التي يراها مناسبة بما في ذلك تعيين خبير أو أكثر للتحقق من صحة هذه التقديرات.

- للشركة ذات المسؤولية المحدودة وشركة التوصية بالأسهم والشركة المساهمة الخاصة التحول إلى شركة مساهمة عامة وفقاً للأحكام المنصوص عليها في هذا القانون، على أن يرفق طلب التحويل بقرار الهيئة العامة للشركة بالموافقة على التحويل مع بيان أسباب ومبررات التحويل مبنية على دراسة اقتصادية ومالية عن أوضاع الشركة وما سيكون عليه الوضع بعد التحويل.

ويرفق الطلب أيضاً بالميزانية السنوية المدققة للسنتين الماليتين السابقتين على طلب التحويل شريطة أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية خلال أي منها.

كما يرفق الطلب ببيان رأس مال الشركة وأنه مدفوع بالكامل مع بيان من الشركة بالتقديرات الأولية لموجوداتها ومطالبها.

ويتم تقدير موجودات ومطالب الشركة الراغبة بالتحويل من قبل لجنة من ذوي الخبرة والاختصاص يشكلها الوزير على أن يكون من بينها مدقق حسابات قانوني.

وقد تضمنت تعليمات الإصدار والإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية على ضرورة تضمين نشرة الإصدار ملخص للدراسة الاقتصادية والمالية لتحويل الشركة إلى شركة مساهمة عامة وأسباب ومبررات هذا التحويل بما في ذلك:

١. تقرير لجنة إعادة تقييم موجودات ومطالب الشركة.
٢. البيانات المالية قبل التقييم والبيانات المالية بعد إعادة التقييم.
٣. شهادة مفتش الحسابات باعتماد الأرصدة الإنتاجية لحقوق المساهمين بعد إعادة التقييم.

- أما قانون الشركات التجارية الإماراتي رقم ٨/ لعام ١٩٨٤ وتعديلاته، فقد نصت المادة ٢٧٣/ منه على جواز تحول الشركة من شكل إلى آخر، ويكون التحول بقرار يصدر طبقاً للأوضاع المقررة لتعديل عقد الشركة أو نظامها وإتمام إجراءات التأسيس المقررة للشكل الذي تحولت إليه الشركة. ويجب أن يكون قرار التحول مصحوباً ببيان بأصول الشركة وخصومها والقيمة التقريبية لهذه الأصول والخصوم.

كما نصت المادة ٢١٧/ من نفس القانون على ما يلي: يجوز للشركة المساهمة الخاصة أن تتحول إلى شركة مساهمة عامة إذا توفرت الشروط الآتية:

١. أن تكون القيمة الاسمية للأسهم المصدرة قد دفعت بالكامل.
٢. أن تنقضي مدة لا تقل عن سنتين ماليتين للشركة.
٣. أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية قابلة للتوزيع على المساهمين لا يقل متوسطها عن ١٠% من رأس المال وذلك خلال السنتين السابقتين لطلب التحويل.

- وقد وردت نفس النصوص السابقة في قانون الشركات القطري رقم ٥/ لعام ٢٠٠٢ في المادة ٢٦٧/ منه مع خلاف بسيط حول عدد السنوات التي انقضت قبل التحول، حيث نصت المادة بأن تكون قد مضت ثلاث سنوات على قيدها في السجل التجاري، وأن تكون قد حققت من خلال مزاوله الغرض الذي أنشئت من أجله أرباحاً صافية قابلة للتوزيع لا تقل عن ١٠% من رأس المال، وذلك خلال السنتين الماليتين السابقتين على طلب التحويل.

- وأخيراً لا بد من الإشارة إلى أهم الأحكام القانونية الواردة في مشروع قانون الشركات في سورية قيد الصدور والتي نصت على ما يلي:

- لأي شركة تضامنية أن تحول شكلها القانوني إلى شركة توصية وبالعكس.
- لأي شركة تضامنية أو توصية أن تغير شكلها القانوني بعد ثلاث سنوات على الأقل من شهرها بتحويله إلى شركة محدودة مسؤولية أو شركة مساهمة باتباع الإجراءات التالية:

١. أن يقدم جميع الشركاء طلباً إلى الوزارة للتصديق على النظام الأساسي للشركة التي سيتم التحول إليها مع أسباب التحويل ومتضمناً المعلومات التي يوجب القانون إيرادها في طلب تأسيس الشركة المطلوب التحول إليها، ويرفق بالطلب ما يلي:

أ- النظام الأساسي للشركة محدودة المسؤولية أو المساهمة المطلوب التحول إليها وطلباً بالتصديق عليه وفقاً للقواعد المتعلقة بطلب تأسيس الشركات محدودة المسؤولية أو المساهمة.

ب- ميزانية الشركة طالبة التحويل لكل من السنوات الثلاث الأخيرة، مصدقة من محاسب قانوني.

ت- تقرير من جهة محاسبية سورية ذات خبرة أو من شركة محاسبة دولية ومعتمدة من الوزارة يتضمن تقديراً لقيمة الشركة وبياناً بوجوداتها ومطالبها.

ث- لأئحة صادرة عن محاسب الشركة تتضمن أسماء دائي الشركة ومقدار دين كل منهم وعنوانه.

٢. يعتبر صافي موجودات الشركة طالبة التحويل وفقاً لتقرير التقدير، حصة عينية في رأس مال الشركة محدودة المسؤولية أو المساهمة المطلوب التحول إليها وتخضع لأحكامها.

■ للشركة محدودة المسؤولية أن تغير شكلها القانوني بعد ثلاث سنوات على الأقل من شهرها بتحويله إلى شركة مساهمة باتباع الإجراءات التالية:

١. أن تتخذ الهيئة العامة للشركة محدودة المسؤولية قراراً بتعديل شكلها القانوني وتحويلها إلى شركة مساهمة.
٢. تقدم الشركة محدودة المسؤولية طلباً إلى الوزارة للتصديق على النظام الأساسي للشركة التي سيتم التحول إليها مع بيان أسباب التحويل متضمناً المعلومات التي يوجب القانون إيرادها في طلب تأسيس الشركة المساهمة وتوزيع رأس المال في هذه الأخيرة، ويرفق بالطلب ما يلي:

أ- النظام الأساسي للشركة المساهمة وطلب التصديق عليه وفقاً للقواعد المتعلقة بطلب تأسيس الشركات المساهمة.

ب- ميزانية الشركة لكل من السنوات الثلاث السابقة لطلب التحويل، مصدقة من مفتش حسابات الشركة.

ت- تقرير من جهة محاسبية سورية ذات خبرة أو من شركة محاسبة دولية ومعتمدة من الوزارة يتضمن تقديراً لقيمة الشركة وبياناً بوجوداتها ومطالبها.

ث- لأئحة صادرة عن مفتش حسابات الشركة تتضمن أسماء دائي الشركة ومقدار دين كل منهم وعنوانهم.

٣. يعتبر صافي موجودات الشركة التي يجري تحويلها وفقاً لتقرير التقدير حصة عينية في رأس مال الشركة المساهمة وتخضع لأحكامها.

هذا وقد أغفل مشروع القانون المذكور الإجراءات القانونية اللازمة لتحويل الشركة المساهمة الخاصة (المغلقة) إلى شركة مساهمة عامة.

ثانياً - دراسة تقدير القيمة السوقية العادلة للشركة (التقييم):

إن التحول من شركة أشخاص إلى شركة ذات مسؤولية محدودة ومن شركة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة مساهمة خاصة يتطلب ولا شك إعداد تقدير لقيمة الشركة التي سيتم تحويل شكلها القانوني، وقد نصت معظم قوانين الشركات على اعتبار صافي موجودات الشركة بعد إعادة تقديرها بمثابة حصة عينية في رأس مال الشركة على أن يتم التقدير من جهة محاسبية ذات خبرة أو شركة محاسبية دولية ومعتمدة من وزارة الاقتصاد. ويظهر هذا التقدير ضمن لأحة بالموجودات والمطالبات متضمنة القيمة الدفترية قبل إعادة التقدير والقيمة الجديدة ونسبة التغير.

وغالبا ما تنحصر الحصص في رأس المال في نفس الأشخاص الذين كانوا في الشركة قبل تحويل شكلها القانوني أو بإضافة أشخاص محددين على اعتبار أن هذا التحول يطال شركات الأشخاص أو الشركات ذات المسؤولية المحدودة والشركات المساهمة الخاصة التي هي أقرب إلى الشركات العائلية منها إلى الشركات المساهمة العامة.

وتعتمد عادة القيم المعدلة من قبل هؤلاء الشركاء أو المؤسسين جميعاً وفق الأحكام الواردة في قانون التجارة، كما تنص معظم القوانين على عدم جواز تداول أسهم الحصص العينية إلا بعد مضي عدد معين من السنوات سواءً بالنسبة للشركات المساهمة الخاصة أو الشركات المساهمة العامة، وقد نص قانون التجارة رقم /١٤٩/ على عدم جواز تداول الأسهم العينية إلا بعد مضي سنتين على الأقل من تاريخ تأسيس الشركة.

إلا أن الموضوع الأهم في موضوع التقييم هو في "تحديد القيمة العادلة للشركات المساهمة الخاصة (المغلقة) التي ترغب في التحول إلى شركة مساهمة عامة عن طريق زيادة رأس المال أو زيادة رأس مال الشركات المساهمة القائمة من خلال طرح أسهم الزيادة على الاكتتاب العام. لأن ذلك سيكون له أثر كبير على سعر السهم السوقى مستقبلاً، وقد يؤثر سلباً على حقوق المساهمين في حال المبالغة في تقييم موجودات الشركة.

وقد تعددت المناهج وطرائق التقييم المتبعة كأساس في تحديد القيمة السوقية للشركات المساهمة تمهيداً لطرح أسهمها على الاكتتاب العام.

ورغم أن هذه الطرائق لها أساس دولي متعارف عليه، إلا أن ذلك لا يعني أبداً مثالية تلك الطرق في أن تكون الوسيلة الفعالة التي يتحقق من خلالها النجاح لأي عملية طرح لسهم ما في سوق الأوراق المالية فليس كل ما يصلح دولياً هو بالتبعية يمكن أن يستخدم محلياً إذ أن لكل مجتمع خصوصيته المحلية التي يجب أن تؤخذ في الحسبان، فطرائق التقييم المستخدمة في سوق أوراق مالية في دولة نامية أو في سوق أوراق مالية ناشئة تختلف كلياً عن طرائق التقييم في دول متقدمة منها أسواق مالية عريقة.

كذلك فإن طريقة التقييم في ظل غياب سوق للأوراق المالية أو في مرحلة تأسيس السوق تختلف عن غيرها تماماً.

وبصورة عامة، فإن من طرائق التقييم المتعارف عليها دولياً ما يلي:

١. طريقة التقييم بصافي القيمة الدفترية للشركة، وهذا يمثل صافي ثروة الملاك الحقيقية، وهو ما نطلق عليه محاسبياً صافي حقوق المساهمين، أي موجودات الشركة ناقصاً المطالب المرتبة عليها لصالح الغير حيث يمثل الفرق "حقوق الملكية". وتعتمد هذه الطريقة على التكلفة التاريخية للموجودات وتهمل القيمة الحقيقية حيث لا تراعي عوامل التضخم السعري والتغيرات في الأسعار وتهمل القدرات الاقتصادية للشركة في النمو المستقبلي.

٢. طريقة القيمة الدفترية المعدلة

يتم بموجب هذه الطريقة احتساب قيمة موجودات الشركة بمراعاة التضخم السنوي التاريخي الحادث في أسعار الموجودات لتلك الشركة منذ تاريخ شراء الأصل وحتى تاريخ التقييم بتعديل قيمة الأصل دفترياً باستخدام جداول معروفة تعتمد على الأرقام القياسية المناسبة للأسعار.

وهذا يعني المحافظة على القوة الشرائية للمبالغ النقدية التي تم استثمارها في الأصول الرأسمالية، ولا تخرج هذه الطريقة عن أحد أهم المبادئ المحاسبية الهامة وهو مبدأ الموضوعية إلا فيما يتعلق باختيار الرقم القياسي المناسب للأسعار، ولكنها ولا شك تعطي بيانات أفضل لاتخاذ القرارات.

إلا أنه يعاب على هذه الطريقة أنها لا تراعي ما يعرف باسم التقادم التكنولوجي للآلات وافترض بقائها علماً بأن العديد من الشركات القائمة تتصف بالتقادم الإنتاجي والتكنولوجي، كما تهمل هذه الطريقة قدرات النمو المستقبلي للشركة ولا تأخذها في الاعتبار.

٣. طريقة القيمة الاستبدالية

وتقوم فكرة هذه الطريقة على تقدير تكلفة إنشاء شركة الآن بنفس خصائص الشركة محل التقييم، ويعاب على هذه الطريقة أنه من الصعب افتراض إعادة تأسيس الشركة بنفس خصائصها وطاقتها الإنتاجية ومستوى

تقادمها التكنولوجي، كما أنه من الصعوبة بمكان تحديد سعر للآلات لأن ذلك يتطلب وجود سوق حاضرة ومستمرة للأصول المعنية يمكن عن طريقها التوصل إلى تكلفة الإحلال بأصل مماثل في حالة جيدة، ويضاف إلى ذلك أن هذه الطريقة تهمل أيضاً قدرات النمو للشركة.

ملاحظات مشتركة على طرائق التقييم السابقة:

- تقوم الطرق الثلاثة السابقة على إهمال فرص الربحية والنمو المستقبلي للشركة.
- تعتمد على افتراض أن مشتري الشركة يشتريها لوضعها التاريخي فقط.
- الاعتماد على العامل البشري في تقدير القيم الاستبدالية عن طريق إعادة التقدير.
- تعطي بعض هذه الطرق قيماً مغالى فيها لاسيما بالنسبة لبعض الشركات العقارية أو الزراعية لا تناسب مع إمكانية الربحية لتلك الشركات، وقد تعطي قيماً أقل لبعض الشركات التي تمارس نشاطاً خدمياً مثل المصارف "لضالة موجوداتها" ولا تتجانس مع قدرات الربحية لتلك الشركات.

٤. طريقة نموذج خصم التدفقات النقدية

وتقوم هذه الطريقة على وضع فروض من خلالها يتم التنبؤ بالوضع المالي للشركة حتى نهاية أجل قد يزيد على /١٠/ سنوات يرتبط بالعمر الإنتاجي للأصول المكونة للشركة وما يقترن به من توقع نتائج أعمال الشركة ومراكزها المالية والوضع النقدي لها ثم خصم صافي التدفقات النقدية المتوقعة للشركة بمعامل خصم يتم تقديره وبما يراعى فيه معدلات فائدة لاقتراض تكلفة مصادر التمويل ومخاطر النشاط.

تأخذ هذه الطريقة بعين الاعتبار ما يلي:

- المنافع المستقبلية التي يتوقع الحصول عليها مالك الأصل (المستثمر).
- توقيت استلام تلك المنافع.
- درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر.

تقوم طريقة خصم التدفقات النقدية على أساس أن قيمة أي استثمار هي عبارة عن القيمة الحالية للدخل الاقتصادي المستقبلي التي سوف يستلمها صاحب الاستثمار مقابل استثماره، فإذا افترضنا أنه لدينا استثمار يعطينا تدفقات نقدية سنوية لمدة ثلاث سنوات بواقع مليون ل.س، والعائد الذي نقبل به هو ١٥%، فيكون المبلغ الذي ندفعه اليوم لهذا الاستثمار أي القيمة الحالية وفق معادلة القيم الحالية لمجموعة دفعات هو:

$$\frac{1,000,000}{(0.15+1)} + \frac{1,000,000}{(0.15+1)} + \frac{1,000,000}{(0.15+1)} =$$

$$= 869,060 + 756,144 + 657,016 \text{ ل.س.}$$

ويمكن استخراجها من جداول القيمة الحالية بضرب صافي التدفق السنوي بـ ٢.٢٨٣، أي = ٢،٢٨٣،٢٢٥ ل.س.

أي أننا لو استثمرنا مبلغ ٢،٢٨٣،٢٢٥ ل.س لمدة ثلاث سنوات وحصلنا في نهاية كل سنة على مبلغ مليون ل.س فإن العائد الذي نحصل عليه سيكون ١٥%.

- إن تحديد التدفقات النقدية المناسبة لأغراض تقييم أي شركة بهدف تحديد قيمة الاستثمار وبالتالي تحديد القيمة العادلة للشركة يتم عن طريق تحديد التدفقات النقدية السنوية كما يلي:
(صافي الدخل بما في ذلك الفوائد المدفوعة + استهلاك الموجودات الثابتة) ناقصاً (التغيرات في متطلبات رأس المال العامل + تكلفة الأصول الرأسمالية المطلوبة) لينتج معنا في المحصلة "التدفقات النقدية غير المقيدة القابلة للخصم".

- يقصد بمعدل الخصم، أو ما يسمى معدل رسملة الملكية **Equity Capitalization Rate** بـ "معدل العائد الذي يستخدم في تحويل قيم مالية مستقبلية إلى قيم مالية حالية"، وبالتالي فإن معدل الخصم يستخدم "لتقدير المبلغ الذي يمكن أن يدفعه مستثمر معين اليوم (قيمة حالية) مقابل الحصول على منافع (تدفقات نقدية) مستقبلية". ويتم عادة تحديد معدل الخصم باستخدام طريقة أسعار الأصول الرأسمالية **Capital Asset Pricing Model (CAPM)** والتي من خلالها يحسب معدل الخصم كما يلي:

معدل العائد على الاستثمارات خالية المخاطر + معامل بيتا + معدل تحمل المخاطر في السوق.

- ويعرف معامل بيتا بأنه "عبارة عن مقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة يقيس حساسية عائد السهم تجاه عائد محفظة السوق (الشركات التي يتم احتساب مؤشر السوق عليها)".

ويتم احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق، ويفضل أن يتم احتسابها بناءً على فترة ستين شهراً.

إذا كانت بيتا = ١، فإن مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق، أما إذا كانت بيتا أكبر من ١ فإن مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق، وإذا كانت بيتا أقل من ١ فإن مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق.

- ويقصد بعلاوة المخاطر، الزيادة التي تضاف إلى معدل العائد خالي المخاطر، وتقسّم المخاطر التي قد تصيب الأوراق المالية إلى نوعين رئيسيين:

١. المخاطر النظامية (مخاطر السوق) وهي المخاطر الناشئة بفعل عوامل مشتركة تؤثر بالنظام الاقتصادي ككل وتصيب كافة الشركات في السوق وبدرجات متفاوتة ومن دون أن يكون للإدارة قدرة في تجنبها، مثل:

- مخاطر أسعار الفائدة (تؤثر بمعدل العائد المطلوب).

- مخاطر القيمة الشرائية (التضخم).

- مخاطر الدورة الاقتصادية من كساد ورواج.

- مخاطر طبيعية كالكوارث.

- مخاطر سياسية وأي أحداث عامة وهامة محلياً أو عالمياً تؤثر على الوضع الاقتصادي للدولة.

٢. المخاطر غير النظامية والتي تصيب ورقة مالية دون غيرها أو تصيب صناعة ويمكن للمستثمرين التخلص منها أو تخفيفها بواسطة التنوع مثل:

- مخاطر الصناعة التي تنجم عن ظروف خاصة بها.

- مخاطر الدورة التجارية التي تصيب الشركة.

- مخاطر الأعمال.

٥. يستخدم المحللون الماليون بشكل عام نماذج متعددة لتقييم الأسهم تعتمد على خصم التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار بالأسهم بمعدل خصم مقبول (معدل العائد المطلوب)، ومن هذه النماذج نموذج جوردون لتقييم الأسهم والذي يعتمد على خصم الأرباح الموزعة وفق الحالات التالية:

- حالة عدم النمو في الأرباح الموزعة.

- حالة النمو الثابت في الأرباح الموزعة.

- حالة النمو المتغير في الأرباح الموزعة.

ونورد فيما يلي الصيغة العامة لنموذج جوردون كما يلي:

$$\text{القيمة الحالية للسهم} = \frac{\text{آخر توزيعات نقدية للسهم} \times (1 + \text{معدل النمو في التوزيعات النقدية})}{\text{معدل العائد المطلوب} - \text{معدل النمو في التوزيعات النقدية}}$$

أ- تقييم الأسهم في حالة عدم النمو في الأرباح الموزعة:

أي توزيع أرباح ثابتة في كل عام لا تنمو ولا تنخفض قيمة هذه التوزيعات، ويصبح النموذج في هذه الحالة:

$$\frac{\text{آخر توزيعات نقدية للسهم}}{\text{معدل العائد المطلوب}} = \text{القيمة الحالية للسهم}$$

ب- في حالة النمو الثابت في الأرباح الموزعة:

ويقصد بالنمو الثابت أن تنمو الأرباح الموزعة بنسبة ثابتة من سنة إلى أخرى.

$$\frac{\text{آخر توزيعات نقدية للسهم} \times (1 + \text{معدل النمو في التوزيعات النقدية})}{\text{معدل النمو المطلوب} - \text{معدل النمو في التوزيعات النقدية}} = \text{القيمة الحالية للسهم}$$

ت- في حالة النمو المتغير في الأرباح الموزعة:

إذا افترضنا أن الشركة تنبأت بتوزيعات الأرباح التالية خلال السنوات الثلاث القادمة: ٥ - ٨ - ١٠ ل.س للسهم، وبعد السنة الثالثة ستنمو التوزيعات بمعدل ثابت يساوي ١٠% سنوياً، وإذا كان معدل العائد المطلوب = ٢٠% فتكون القيمة العادلة للسهم كما يلي:

(١) في البداية تحسب القيمة الحالية للتوزيعات النقدية لأول ثلاث سنوات، وبعد ذلك تحسب القيمة الحالية للسهم في نهاية السنة الثالثة ونجمع القيمتين كما يلي:

$$\frac{10}{(0.2+1)} + \frac{8}{(0.2+1)} + \frac{5}{(0.2+1)} = \text{القيمة الحالية للتوزيعات}$$
$$= 0.58 \times 10 + 69 \times 8 + 0.83 \times 5 = 15.47 \text{ ل.س}$$

(٢) التوزيعات النقدية في السنة الرابعة: هي توزيعات السنة الثالثة مضافاً إليها

نوسنوي ١٠%، وعليه تصبح هذه التوزيعات:

$$10 \times 110\% = 11 \text{ ل.س.}$$

وبتطبيق نموذج جوردون، تكون قيمة السهم في نهاية السنة الثالثة:

$$\text{قيمة السهم في نهاية السنة الثالثة} = \frac{(0.1 + 1) \times 10}{0.1 - 0.20} = 110 \text{ ل.س.}$$

نقوم بخصم سعر السهم فيصبح:

$$63.8 \text{ ل.س.} = \frac{110}{(0.2 + 1)}$$

$$(3) \quad \text{إذن، القيمة الحالية للسهم} = 63.8 + 15.47 = 79.27 \text{ ل.س.}$$

٦. تقييم الأسهم باستخدام النسب السوقية

يمكن استخدام النسب السوقية في تقييم الأسهم، وذلك عن طريق مقارنتها بأسهم الشركات المماثلة في نفس السوق، ومن أشهر النسب المستخدمة في هذا المجال هي:

$$\text{أ- سعر السهم إلى العائد P/E} = \frac{\text{سعر السهم السوقي}}{\text{عائد السهم الواحد}}$$

ويطلق على هذا المؤشر بمضاعف الربحية.

ويشير هذا المؤشر إلى المستوى السعري الذي يرغب المستثمرون بدفعه لكل وحدة نقد من الأرباح الحالية للشركة، وكلما انخفض سعر السهم للعائد كلما كان ذلك حافزاً لشراء السهم أملاً في تحقيق أرباح رأسمالية نتيجة ارتفاع سعر السهم في المستقبل.

فإذا افترضنا أن هذه النسبة ١٣ مرة وكان الربح المتوقع للسهم في سنة ما ٧٠ ل.س، فإن القيمة العادية للسهم هي:

$$70 \text{ ل.س.} \times 13 = 910 \text{ ل.س.}$$

وإذا ما ارتفعت هذه النسبة في السنة التالية إلى ٢٠، يكون السعر العادل للسهم:

$$70 \times 20 = 1,400 \text{ ل.س.}$$

ب- نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية:

$$\text{نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية PBV} = \frac{\text{سعر السهم السوقي P}}{\text{القيمة الدفترية للسهم BV}}$$

وكلما ارتفعت القيمة الدفترية للسهم كلما دل ذلك على أن أرباح الشركة واحتياطياتها قد ارتفعت بما يشكل حافزاً للاستثمار. ويستخدم هذا المؤشر في مجال التقييم عن طريق احتساب النسبة الوسطية للأسعار / القيمة الدفترية، فإذا كانت هذه النسبة $2/$ في شركة مشابهة فإنه يمكن ضرب القيمة الدفترية للشركة موضوع البحث بـ $2/$ للوصول إلى القيمة التقريبية للسهم.

استُخدمت هذه المؤشرات في بعض دراسات التقييم المعدة أخيراً في سورية لبعض الشركات بالاستئناس بمؤشرات السوق الفعلية في البلدان المجاورة، وتم إسقاطها على عملية تقييم الشركة السورية التي يُعد لها التقييم. وقد نتج عن ذلك وجود فروقات خيالية بين نتائج مؤشر وآخر، وحتى ضمن المؤشر نفسه عند استخدام نتائجه عن فترات مختلفة علماً بأن نتائج استخدام مؤشرات سوق الأوراق المالية غالباً ما تعطي نتائج متباينة نتيجة استخدام مؤشر دون آخر عند إجراء التقييم. ومن المفارقات العجيبة أن معدل الخصم الذي تم احتسابه في دراسة تقييم لشركة مساهمة حالياً في سورية يختلف بنسبة 250% عن معدل الخصم المستخدم في دراسة ثانية ولنفس الشركة.

مدى دقة نتائج التقييم:

التقييم بمعناه المجرد هو عملية حساب القيمة المستقبلية لشركة ما من واقع توقعاتها المستقبلية وقدرتها على تحقيق الربح من عدمه.

ولابد من توافر مجموعة من العوامل عند حساب قيمة الشركات أو الأسهم، حيث يجب توفر الدراسة الواعية لظروف السوق واحتياجات الطلب على منتجات الشركة محل التقييم إلى جانب دراسة الإمكانيات الفنية والتكنولوجية للصناعة واحتياجات التحديث والتطوير خاصة في ظل اقتصاد السوق.

وبالتالي فإن التقييم يعتمد على قدرة الشركة على النمو وقدرتها على تحقيق الأرباح بسعر اليوم في ضوء المخاطر المحسوبة لهذا النشاط الذي يتم على أساسها حساب سعر السهم.

ومن العودة إلى طرائق التقييم التي سبق عرضها في هذا البحث، تلاحظ الاستنتاجات التالية:

١. هناك طرق تهتم بالنظرة القائمة للشركة الآن سواء كان ذلك مبنياً على أساس تاريخي (طريق صافي القيمة الدفترية) أو على أساس التقييم بالتاريخ الآني (طريقة القيمة الدفترية المعدلة - طريقة القيمة الاستبدالية).

٢. هنا طرق أخرى تهتم بمراعاة إمكانية النمو المستقبلي للشركة بما في ذلك القيمة الإيردية للموجودات القائمة (التدفقات المتوقعة، والأرباح والتوزيعات المتوقعة).

٣. إن جميع الطرق فيما عدا طريقة صافي القيمة الدفترية وطريقة القيمة الدفترية المعدلة تقوم على وضع فروض يتدخل فيها العامل البشري ومدى توافر المعلومات ومدى صحتها بصورة مؤثرة، ويتعاظم هذا التأثير مع المجموعة الثانية من طرق التقييم التي تحتاج إلى تخيل ووضع فروض للتنبؤ يرتفع فيها مخاطر عدم التحقق.

٤. إن كل طريقة من طرائق التقييم تؤدي إلى قيمة للشركة أو السهم تختلف عن الطرق الأخرى، وإذا توافقت قيمة الشركة بناء على طريقتين فقط من طرائق التقييم كان ذلك من قبيل المصادفات النادرة والعجيبة. كما أنه إذا قام أكثر من خبير أو بيت خبرة بتقييم شركة واحدة بنفس الطريقة، فإن اتفاقهم على قيمة واحدة يعد من قبيل المصادفات النادرة والعجيبة أيضاً.

لذلك فموضوع التقييم يعتبر مثيراً للجدل وتقدم نتائجه مادة خصبة للاعتراض والنقد ولإثارة الرأي العام أحياناً بحق أو بدون حق.

ومثالنا على ذلك دراسات التقييم التي جرت لبعض الشركات المساهمة المغلقة في مصر باستخدام طريقة صافي التدفقات النقدية المخصومة وظهور مبالغة كبيرة في تقييم تلك الأسهم من خلال:

- استخدام معدلات خصم منخفضة لا تعكس معدلات العائد الحالية من المخاطر الفعلية السائدة في السوق ونسبة عائد المخاطرة التي يمكن أن يتحملها المستثمر في سوق الأوراق المالية.

- بناء التقييم على فرضيات عن حجم ونتاج ومبيعات مستقبلية وتوقع معدلات ربحية وعوائد لهذه الشركات بعيدة تماماً عن الواقع دون تحليل لحساسية تلك المؤشرات للمتغيرات التي يمكن أن تستجد على النشاط الاقتصادي، ومن أهمها: المنافسة المحلية، تغيرات أسعار الصرف التي تؤثر سلباً على مستوردات تلك الشركات، إهمال الآثار المترتبة على تطبيق اتفاقية الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية على نشاط تلك الشركات، عدم ربط نتائج الشركات بهيكل أداء الاقتصاد المصري المتوقع في ضوء الإجراءات والقرارات التي يتخذها القانون في مجال السياسات الاقتصادية والنقدية والمالية والتجارية، وأخيراً، إهمال آثار التغيرات العالمية التي تنعكس على السوق وعلى النشاط الاقتصادي بأن واحد.

٥. يعتقد الدكتور محمد يوسف الأستاذ في جامعة القاهرة من خلال بحثه "إعادة التقييم - بوابة التلاعب" أن أكثر الطرق استخداماً في تقييم الأسهم هي طريقة التدفقات النقدية المخصومة والتي تتضمن العديد من التوقعات والتقديرية التي لا يمكن الجزم بصحتها بشكل موضوعي، بالإضافة إلى قابليتها لإحداث

العديد من التغيرات لتحديد قيم مختلفة للشركة وأسهمها مما يتيح الفرصة لتحديد قيم مختلفة للسهم حسب الفروض التي تم إدخالها في إطار العمل بهذه الطريقة.

وأضاف الدكتور يوسف أنه عادة ما يتحقق عند استخدام هذه الطريقة التوصل إلى قيمة للسهم أكبر من قيمته الحقيقية أو السوقية. ومن ثم، فإن حملة الأسهم إذا ما تمكنوا من حيازة أكبر عدد من هذه الأسهم قبل عملية إعادة التقييم، ثم تمكنوا بعد ذلك من إقناع الآخرين بحقيقة وعدالة القيمة الجديدة للسهم فإنهم بذلك يتمكنون من تحقيق أرباح كبيرة وضخمة عند طرح أسهمهم للبيع بعد إعادة التقييم أو زيادة رأس المال. ويظهر ذلك جلياً عند إعادة تقييم الشركات المساهمة المغلقة، حيث يتم تحديد قيمة السهم وعرضه على بعض المستثمرين الجدد لشراء حصة من هذه الأسهم بأسعار مرتفعة.

ويرى الدكتور يوسف أنه عند تداول هذه الأسهم في السوق، فإن أسعارها ما تلبث أن تنخفض مباشرة بعد عمليات إعادة التقييم وطرح نسبة منها للبيع، لتعود قيمة السهم إلى قيمتها الحقيقية دون مغالاة، مما يترتب عليه خسارة المساهم الجديد بما حققه المساهمون القدامى من أرباح.

وهذا ما يفقد الشركة مصداقيتها مع المستثمرين حول أي بيانات أو معلومات يتم الإفصاح عنها بعد ذلك.

٦. حذر الدكتور أيمن عزة ميداني في محاضرتة "أسواق الأوراق المالية ودورها في عملية التنمية" التي ألقاها في ندوة الثلاثاء الاقتصادية بتاريخ ٢٣/١/٢٠٠٧ من عدم الدقة في عملية التقييم الدقيق حيث قال "هناك شركات عائلية مغلقة والتي تتطلع للتحويل إلى شركات مساهمة ولا يرى أصحابها في هذه العملية إلا فرصة ذهبية لتحقيق الملايين أو المليارات من الربح ويساعدهم في ذلك دراسات تقييمية استشارية مبالغ فيها كثيراً، وأكد أن مسؤولية منع حدوث هذه التجاوزات برأيه تقع على عاتق هيئة الأوراق والأسواق المالية (المصدر: جريدة تشرين العدد ٩٧٧٥ تاريخ ٢٥/١/٢٠٠٧).

ثالثاً- معالجة الوضع الضريبي الناشئ عن عملية التحويل:

سبق أن ذكرنا في مقدمة هذا البحث أن هناك مشروع قانون قيد المناقشة والدراسة في وزارة المالية يهدف إلى معالجة موضوع الضريبة على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن فروقات التقييم لموجودات الشركات، ونتمنى أن يصدر قريباً لتبشّر الشركات الراغبة في التحويل إلى شركات مساهمة بالبدء بالإجراءات الداخلية والخارجية اللازمة لذلك.

النتائج والاقتراحات

من خلال هذا البحث يمكن استنتاج ما يلي:

١. ليس بالضرورة أن تتحول كافة الشركات العائلية في سورية إلى شركات مساهمة عامة، لأن خيار التحول هو أحد الخيارات الممكنة لمواجهة التحديات الداخلية والخارجية التي تواجه الشركات العائلية وليس هو الحل الوحيد.

٢. إن التحول من شكل قانوني إلى آخر يجب أن لا يتم بناء على رغبة أصحاب الشركة فقط وإنما بناء على دراسة جدوى اقتصادية دقيقة تتضمن كافة الجوانب الاقتصادية والفنية والمالية والتسويقية بما يضمن تحقق فوائد لكل من الشركة راغبة التحويل وللإقتصاد الوطني بآن واحد.

٣. ضرورة الاعتماد على مبدأ التدرج لتحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة وفق ضوابط محددة لإعطاء الوقت الكافي لأصحاب الشركات العائلية للتكيف مع مفاهيم المشاركة في الإدارة والتخلي التدريجي عن السلطات المطلقة التي يمارسونها، بالإضافة للسماح للسلطات المعنية بالتأكد من سلامة الأوضاع المالية والتشغيلية للشركة والاطمئنان إلى نموها المستقبلي حفاظاً على مصالح المساهمين واستقرار السوق المالية.

٤. بالعودة إلى إحصائيات وزارة الاقتصاد التي سبق التنويه عنها، تبين وجود /٢٠٤/ شركة مساهمة خاصة (مغلقة) يمكن الانطلاق منها في عملية التحول إلى شركات مساهمة عامة فيما إذا توفرت الشروط الموضوعية اللازمة لذلك وأهمها ما يلي:

- وجود ضرورة اقتصادية وفنية ومالية للتحويل.

- وجود جدوى اقتصادية معدة من جهة استشارية مختصة ومحيدة.

- تحديد أسباب التحويل ومبرراته.

وبالإضافة إلى ذلك لابد من إعادة هيكلة الشركة ووضع الأنظمة والتعليقات والخطط ورسم الإدارة الاستراتيجية للشركة من خلال البناء المؤسسي والتخطيط والاعتماد على التقنية الحديثة ووضع نظام رقابة فعالة وكذلك إيجاد أنظمة معلومات مالية وفنية وإدارية وبشرية متكاملة ومؤتمتة.

٥. إن الادعاء بالإسراع بتحويل العديد من الشركات إلى شركات مساهمة عامة لتأمين حاجة سوق الأوراق المالية لا يبرر إطلاقاً إجراء التحويل بدون وجود مبررات اقتصادية وفنية، علماً بأن عدد الشركات العامة المؤهلة نسبياً للدخول إلى سوق الأوراق المالية مباشرة يزيد عن /١٥/ شركة، وتزداد تدريجياً بعد

البدء بإجراءات التحويل علماً بأن عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية في الدول العربية والتي مضى على إنشاء بعضها أكثر من ربع قرن مازال محددًا كما يتضح من الجدول التالي:

السوق	تاريخ الإحداث	عدد الشركات المدرجة في ٢٠٠٥/١٢/٣١
أبوظبي	عام ٢٠٠٠	٥٩
البحرين	عام ١٩٨٧	٤٧
الدوحة	عام ١٩٩٥	٣٢
دبي	عام ١٩٩٠	٣٠
مسقط	عام ١٩٨٩	١٣٩
السعودية	عام ١٩٨٤	٧٧
الأردن	عام ١٩٧٨	٢٠١
لبنان	عام ١٩٧٥	١١

٦. نظراً لعدم دقة طرائق التقييم المستخدمة في تقدير القيمة العادية للشركات الراغبة في التحويل، فإنني أقترح هنا ما يلي:

- الاعتماد بالنسبة للشركات العائلية الراغبة في التحويل إلى شكل آخر عدا الشركات المساهمة العامة على إحدى الطريقتين إما طريقة القيمة الدفترية المعدلة أو طريقة القيمة الاستبدالية كأس في التقييم المعتمد مع إعداد دراسة ثانية وفق طريقة القيمة الحالية للتدفقات النقدية للاستئناس والمقارنة والتأكد من وجود جدوى للتحويل.

- بالنسبة للشركات المساهمة المغلقة والتي ترغب في التحويل إلى شركة مساهمة عامة لابد لإجراء التقييم الأقرب إلى الدقة من اتباع ما يلي:

■ حصر الجهات التي يحق لها إجراء عملية التقييم بالشركات أو المكاتب المتخصصة في مجال التقييم والمعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية ضمن ما يسمى "شركات تقديم الاستشارات وتحليل ونشر المعلومات" المنصوص عليها في نظام الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية رقم /٣٩٤٢/ الصاجر عن رئيس مجلس الوزراء بتاريخ ٢٠٠٦/٨/٢٨.

٧. التأكد من سمعة وكفاءة كل من بيوت الخبرة الاستشارية المالية والهندسية الاستشارية المالية والهندسية التي تقوم بمراجعة القوائم المالية للشركات وإعداد الدراسات الهندسية الخاصة بتقييم كافة الأصول الملموسة بتلك الشركات، ويجب الاعتماد على السيرة الذاتية لتلك المكاتب وخبراتهم في تنفيذ أعمال التقييم لشركات مثيلة بما تملكه من كوادر فنية مؤهلة لإعداد تلك الدراسات.

٨. التأكد من قيام المسؤول عن التقييم أنه قد أخذ في اعتباره الملاحظات الواردة بتقارير الجهات الرقابية الخارجية المختلفة وبالأخص الملاحظات الواردة بالتقارير التفصيلية لمفتشي الحسابات ومالها من تأثير على القوائم المالية المستخدمة في عملية التقييم المالي والفني وكذلك التأكد من أن إدارات تلك الشركات قد قامت بتنفيذ ملاحظات الحسابات، وعلى الأخص ما تتضمنه التقارير التفصيلية للجهاز المركزي للمحاسبات.

٩. التأكد من قيام المسؤول عن التقييم باستخدام وتطبيق عدة طرق للتقييم تضمن الحيادية الكاملة بحيث يعتمد على مزيج من الطرق تعبر عن وجهة نظر كل من البائع والمشتري على أن تتضمن تلك الطرق على الأقل طريقة التكلفة الاستبدالية للأصول ومضاعف الربحية والقيمة الحالية للتدفقات النقدية والقيمة المتبقية للأصول.

١٠. تقييم الأسس التي تم اتباعها من قبل المقيم والشركة محل التقييم في إعداد التوقعات المستقبلية لنتائج أعمال الشركات وتشمل ما إذا كان قد تم إعداد دراسة وتحليل لسوق المنتجات أو الخدمات التي تقوم بها الشركة ببيعها أو تقديمها أو الاعتماد على مؤشرات الصناعة في نفس مجال تقديم الخدمة أو تصنيع المنتج مع ضرورة التأكد من صحة وسلامة مصادر المعلومات التي تم الاعتماد عليها في إعداد تلك التقديرات مع ضرورة ربط التوقعات المستقبلية مع متوسطات النتائج الفعلية خلال الفترات السابقة.

١١. تقييم الفروض التي تم استخدامها لتقييم معامل الخصم لكل من الأرباح المستقبلية والتدفقات النقدية المستقبلية للشركة وصولاً إلى القيمة الحالية لتلك الأرباح والتدفقات النقدية وبالتالي قيمة السهم على أن تشمل أسعار الفوائد السارية في السوق والتدفقات الخاصة بها خلال فترة التنبؤ ثم تقدير المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركة. مثال ذلك، المخاطر الاقتصادية والسياسية من زيادة معدلات التضخم وتغيرات أسعار الصرف للعملة الأجنبية وتوقعات صدور قوانين تحد من الحريات الاقتصادية لبعض قطاعات النشاط.

١٢. التأكد من كفاية المخصصات المكونة للالتزامات الضريبية والقضائية "القضايا المرفوعة من الغير ضد الشركة المزمع تقييم أصولها" بالإضافة لمخصصات الديون المشكوك في تحصيلها للمديونيات القائمة والقروض خاصة بالنسبة للبنوك والشركات الصناعية والشركات التجارية ذات رؤوس الأموال وحجم الأعمال الضخم.

١٣. التأكد من قيام المسؤول عن التقييم من تقييم النظام الإداري بالشركة وتحديد مدى اتفائه مع أهداف واستراتيجيات الشركة ودراسة تأثيره على الخطط المستقبلية واتفائه معها في ظل تفعيل برنامج الخصخصة ومدى تأثيره بها.

١٤. التأكد من مدى تعبير قيمة أسهم المنشأة محل التقييم للعناصر الرئيسية الخاصة بنجاح واستمرارية نشاط الشركة وعلى الأخص سمعة وكفاءة الإدارة بالشركة والاستراتيجيات المزمع تنفيذها للارتقاء بأعمال الشركة خاصة في حالة البيع بالإضافة لقوة المركز المالي للشركة المتمثلة في قيمة الأصول ورأس المال والسيولة، كذلك نتائج أعمال الشركة خلال الفترة السابقة باستخدام بعض المؤشرات المالية المرتبطة بالربحية وكفاءة استخدام الأصول والسيولة. وأخيراً النتائج المتوقعة من تقديم المنشأة لأنشطتها خلال الفترة المستقبلية.

١٥. التأكد من وجود استقلالية كاملة بين الجهة التي قامت بأعمال التقييم الفني والمالي لسعر السهم والجهة المسؤولة عن الترويج لبيع السهم لضمان الحيادية والمهنية عند تقييم سعر السهم وعدم وجود علاقة بين أعمال التقييم والترويج.

١٦. يفضل في بعض الحالات عدم قيام مفتش حسابات الشركة بتنفيذ أعمال التقييم في الحالات التي لا يقوم بها مفتش الحسابات بإعداد تقارير تفصيلية عن نتائج أعمال مراقبته لحسابات الشركة، أما في الحالات التي يقوم فيها المفتش بأعمال المراجعة بكفاءة وفعالية فسيكون في وضع يسمح له بالتعرف أكثر على أوجه القصور بالقوائم المالية للشركة مما يؤدي إلى حيادية أعمال التقييم والوصول في النهاية إلى القيمة العادلة للسهم.

١٧. منع استخدام مؤشرات الأسواق المالية العربية في دراسات تقييم الشركات السورية في الوقت الحالي لاختلاف مستوى تطور كل سوق عن الآخر لاسيما في مجال المضاربة والأزمات التي حدثت في الأسواق المالية العربية مؤخراً.

١٨. بعد بدء التداول في سوق دمشق للأوراق المالية واستقراره لابد من وضع أسس علمية لما هو متوفر في السوق من بيانات لتحديد مضاعفات الربحية لقطاعات النشاط في سورية مع إصدار نشرات دورية بمتوسطات مضاعفات الربحية على مستوى كل نشاط ضماناً لمصداقية نتائج التقييم بطرق مضاعفات الربحية للأنشطة المختلفة.

١٩. عدم الموافقة على طلب التحويل إلى شركة مساهمة عامة إلا بعد مضي- ثلاث سنوات على قيد الشركة المساهمة المغلقة في السجل التجاري وأن تكون قد حققت من خلال الغرض الذي أنشئت من أجله أرباحاً صافية قابلة للتوزيع لا تقل عن ١٠% وذلك خلال السنتين الماليتين السابقتين على طلب التحويل.

٢٠. إلزام أصحاب الشركة الأصليين (المساهمين في الشركة المساهمة الخاصة قبل التحول) بالاحتفاظ بنسبة معينة من الأسهم تحددها هيئة الأوراق المالية وعدم السماح لهم ببيعها إلا بعد تقديم الشركة المتحوّلة لخمس ميزانيات رابحة.

٢١. تقديم كافة المستندات المنصوص عليها في نظام إصدار وطرح الأوراق المالية الصادر عن هيئة الأوراق المالية رقم /٣٩٤٥/ لعام ٢٠٠٦ والتقيّد بأحكامه وأحكام كافة أنظمة الهيئة للحصول على الموافقة النهائية على تأسيس الشركة المساهمة أصولاً.

٢٢. نظراً لأن كافة الشركات المساهمة العامة التي طرحت جزءاً من أسهمها على الاكتتاب العام ملزمة بالإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية لابد من التوفيق بين ما ورد في شروط الإدراج والحدود الدنيا لرأس المال في قانون الشركات، وكذلك إضافة بند إلى أحكام قانون الشركات قيد الصدور يتعلق بإجراءات متطلبات التحول من شركة مساهمة خاصة (مغلقة) إلى شركة مساهمة عامة.