



علاوة الإصدار.

مع إدراج كل شركة يتجدد نقاش المتداولين والمحللين حول علاوة الإصدار، من حيث نظاميها، وأسباب وجودها في بعض الشركات دون شركات أخرى، وفي معايير احتسابها، وتأثيرها إيجاباً أو سلباً على الشركة ومساهميها قبل الإدراج وبعده، وفي صاحب الصلاحية في إقرارها من عدمه.

وفي محاولة الإجابة على هذه الأسئلة وغيرها، نقرر بداية أن علاوة الإصدار نظاماً إنما تكون بمناسبة زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة، وبهدف جبر قيمة السهم الجديد لتعادل قيمة السهم الحالي، وبذلك تتساوى حقوق الطرفين (المادة 136 من نظام الشركات).

وحتى لا يختلط الفهم حول قيمة السهم، نعرف بإيجاز بقيم السهم (الاسمية والدفترية والسوقية والحقيقية)، فالاسمية: هي ما تقره الأنظمة قيمة لجميع الأسهم، مثلاً: (في السعودية عشرة ريالاً)، والدفترية: وهي قيمة السهم المقيدة دفترياً (القيمة الاسمية مضافاً إليها أو مخصوماً منها جميع العوائد على السهم من احتياطات أو أرباح أو خسائر)، والسوقية: وهي قيمة السهم تداولاً (سواءً في السوق المالية في الشركات المدرجة أو خارجها في الشركات غير المدرجة)، والحقيقية: وهي قيمة السهم الناتجة عن كامل موجودات الشركة النقدية والعينية، وكامل احتياطيها، وحقوقها، ناقصاً منه جميع التزاماتها، ومقسوماً على عدد أسهمها، ونذكر بأن كلاً من القيمة الاسمية والدفترية والسوقية للسهم لا تعكس دائماً القيمة العادلة للسهم، وأما القيمة الحقيقية للسهم فهي التي تعكس دائماً قيمته العادلة.

وأما علاوة الإصدار فهي قيمة مضافة إلى قيمة السهم الاسمية، يتم اللجوء إليها عند طرح الشركة أسهماً جديدة بغرض جبر قيمة السهم الجديد لتعادل قيمة سهم الشركة الحالي، ويكون احتسابها عادلاً فقط بحسم القيمة الاسمية للسهم الجديد من القيمة الحقيقية للسهم الحالي ليشكل الناتج علاوة الإصدار.

جدير بالذكر أنه ونظراً لأن علاوة الإصدار لم تعد تفرض بمناسبة زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وإنما بمناسبة إدراج الشركة في السوق المالية أو الموازية ببيع بعض أسهمها على مساهمين جدد في اكتتاب عام، فإن ملاك الشركة قبل إدراجها يبالغون في تقدير موجوداتها طمعاً في زيادة قيمة علاوة الإصدار وبالتالي قيمة العائد إلى جيوبهم، لاسيما في ظل عدم استقلالية بعض مراقبي الحسابات، وضعف الرقابة عليهم، مما نتج عنه أكثر من مرة استغلال عموم المكتتبين الجدد لصالح ملاك الشركة قبل الإدراج، ونذكر فقط بثلاث حالات:

الأولى: شركة لا تخفي على الجميع بعد أن أصبحت مضرب مثل في المبالغة بتقدير قيمة علاوة الإصدار.

الأخرى: شركة تراجع ملاكها عن طلب إدراجها من خلال طرح أسهمها في اكتتاب عام بعد أن حدد مواعده، وذلك ليقينهم بأن أحداً لن يكتتب في الشركة، بعد أن فضحت ظروف السوق آنذاك المبالغة بتقدير قيمة علاوة إصدارها.

الثالثة: ذلكم البنك الذي قام فعلاً بزيادة رأس ماله بعد الإعلان عن إدراجه، ليتم طرح جزءٍ من إجمالي الأسهم في اكتتاب عام ببيعها إلى مكتتبين جدد، بدلاً من إصدار الأسهم الجديدة مباشرة من خلال طرحها في اكتتاب عام.



جدير بالذكر أن أضرار المبالغة في تقدير قيمة علاوة الإصدار تتلاشى إذا ما كان إقرار العلاوة فقط بمناسبة زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة تطرح مباشرة في اكتتاب عام، ذلك لأن كامل القيمة الاسمية للسهم الجديد في هذه الحالة تدخل في رأس مال الشركة، وكامل قيمة علاوة الإصدار تدخل في أرباح الشركة واحتياطياتها، مما يشكل دعامة قوية للشركة في المستقبل، بينما ينحصر هدف علاوة الإصدار في الحالة الدارجة: فقط بتعويض ملاك أسهم الشركة قبل الإدراج عن أسهمهم التي قرروا بيعها على المكتتبين الجدد في اكتتاب عام.

جدير بالذكر أيضاً أن السوق السعودية تفتقر إلى آلية وبمعايير محددة لتقدير واحتساب علاوات الإصدار بشفافية وعدالة وموضوعية، وقد جريت هيئة السوق المالية منذ تأسيسها الاعتماد على تقديرات ملاك الشركة ومستشارها المالي، وبنك الاكتتاب، ثم تحولت إلى آلية سجل الأوامر (والتي وإن كانت تعد من أشهر آليات تقييم الأسهم واحتساب علاوات الإصدار عالمياً) إلا أن كلتا التجربتين ظلت غير فعّالة في تحقيق الشفافية والعدالة والموضوعية، ويبقى الأمل معقوداً بجهود الهيئة أن تعيد النظر في معايير تقدير واحتساب علاوات الإصدار على أن تأخذ في اعتبارها ما يلي:

- 1- أن تخضع الشركة طالبة الإدراج لإعادة مراجعة قوائمها المالية لثلاث سنوات على الأقل سابقة على طلب الإدراج.
- 2- ألا تتم الموافقة على إدراج أي شركة إلا بعد توزيعها أرباحاً عن ثلاث سنوات على الأقل سابقة على طلب الإدراج.
- 3- ألا يتم الإدراج مطلقاً ببيع الأسهم على مكتتبين جدد، وإنما فقط بإصدار أسهم جديدة تطرح مباشرة في اكتتاب عام، وبشرط ألا تكون الشركة قد زادت رأس مالها خلال السنوات الثلاث السابقة على طلب الإدراج.

فلاج المنصور

محامي ومستشار قانوني