كلية الحقوق
قسم الدراسات العليا

المسئولية المدنية
لشركات السمسرة فى الأوراق المالية

(دراسة مقارنة)
رسالة لنيل درجة الدكتوراه فى الحقوق
مقدمة من الباحث

هشام أحمد ماهر زغلول

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة:

الأستاذ الدكتور/ محمد المرسى زهـــــرة (رئيساً ومشرفاً)
أستاذ القانون المدنى بكلية الحقوق جامعـــة عين شمس
وعميد كلية الشريعة والقانون بدولة الإمارات - سابقـــاً

الأستاذ الدكتور/ خالد حمدى عبد الرحمن (عضـــــواً)
أستاذ القانون المدنى وعميد كلية الحقوق جامعة عين شمس سابقاً

الأستاذ الدكتور/ ناجى عبد المؤمن (مشرفاً وعضواً)
أستاذ القانون التجارى والبحرى - ومدير مركز التحكيم بكلية الحقوق جامعة عين شمس

الأستاذ الدكتور/ سامى عبد الباقى أبو صالح (عضـــــواً)

كلية الحقوق
الدراسات العليا

رسالة دكتوراه

اسم الباحث : **هشام أحمد ماهر زغلول**

عنوان الرسالة : المسئولية المدنية لشركات السمسرة فى الأوراق المالية (دراسة مقارنة)

الدرجة العلمية : دكتوراه

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة:

الأستاذ الدكتور/ محمد المرسى زهرة (**رئيسا ومشرفا**)

أستاذ القانون المدنى بكلية الحقوق جامعة عين شمس

وعميد كلية الشريعة والقانون بدولة الامارات سابقاً

الأستاذ الدكتور/ خالد حمدى عبد الرحمن (**عضوا**)

أستاذ القانون المدنى وعميد كلية الحقوق جامعة عين شمس سابقاً

الأستاذ الدكتور/ ناجى عبد المؤمن (مشرفاً وعضواً)

أستاذ القانون التجارى والبحرى - ومدير مركز التحكيم بكلية الحقوق جامعة عين شمس

الأستاذ الدكتور/ سامى عبد الباقى أبو صالح (عضواً)

أستاذ القانون التجارى والبحرى بكلية الحقوق جامعة القاهرة

تاريخ البحث : الدراسات العليا

ختم الإجازة : أجيزت الرسالة:

بتاريخ / /

موافقة مجلس الكلية موافقة مجلس الجامعة

كليه الحقوق
الدراسات العليا

صفحة العنوان

اسم الباحث :	هشام أحمد ماهر زغلول
الدرجة العلمية :	الدكتوراه
القسم التابع له :	القانون المدنى
الكلية :	كلية الحقوق
الجامعة :	جامعة عين شمس
سنة التخر ج :	٢٠١٣
سنة المنح :	٢٠١٣

أستاذ القانون التجارى والبحرى بكلية الحقـــوق جامعة القاهرة

٢٠٠٤ م

كلية الحقوق
قسم الدراسات العليا

المسئولية المدنية
لشركات السمسرة
فى الأوراق المالية

(دراسة مقارنة)
رسالة لنيل درجة
الدكتوراه فى الحقوق
مقدمة من الباحث
هشام أحمد ماهر زغلول

لجنة المناقشة
والحكم على الرسالة
الأستاذ الدكتور
محمد المرسى زهرة
(رئيساً ومشرفاً)

الأستاذ الدكتور
خالد حمدى عبد الرحمن
(عضـــواً)

الأستاذ الدكتور
ناجى عبد المؤمن
(مشرفاً وعضواً)

الأستاذ الدكتور
سامى عبد الباقى أبو صالح
(عضـــواً)

١٤٣٤ هـ ٢٠١٣ م

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿قالوا سبحانك لا علم لنا إلا ما علمتنا إنك

أنت العليم الحكيم﴾

صدق الله العظيم

سورة البقرة– آية رقم ٣٢

إهداء

إلى من إفتقدته.... ولا أزال..

إلى من تمنيت أن يكون حاضراً اليوم..

إلى والدى..

العالم الجليل الدكتور..

أحمد ماهر زغلول

رحمه الله..

اهدى إليه هذا الجهد المتواضع بكل فخر وإعتزاز..

شكر وتقدير

الحمد لله والشكر لله على نعمه التى لا تعد ولا تحصى ، ومن مقترنات شكره أن يشكر الطالب معلمه ، بعد أن مد له يد العون وأعطاه من علمه ووقته ما يذلل به الصعاب ويتجاوز به المشاق. ومن هذا المنطلق أتوجه بخالص الشكر والتقدير والعرفان بالجميل إلى من أعتبره فى منزلة والدى فضيلة الأستاذ الدكتور/ **محمد المرسى زهرة** أستاذ القانون المدنى بكلية الحقوق جامعة عين شمس، والذى تفضل بقبول الإشراف على هذه الرسالة رغم مشاغله الكثيرة ، وعاملنى طوال سنوات البحث والدراسة بحنان الأب وحكمة العالم ، والذى تعلمت منه أن للنجاح قيمة ، ومنه أمنت أن لا مستحيل فى سبيل الإبداع والرقى ، فكان بمثابة الأب الروحى الذى استلهمت منه العلم والمعرفة والأخلاق ، فكان فى سكوته ذكر ، وفى كلامه حكمة ، ويده لا تكف عن العطاء للجميع ، وكان لإشرافه المتميز ومتابعته المستمرة وتوجيهاته البناءة بالغ الأثر فى إتمام هذه الرسالة وخروجها إلى النور ، فجزاه الله عنى خير الجزاء.

كما أتوجه باسمى مشاعر الشكر والعرفان إلى فضيلة الأستاذ الدكتور/ **ناجى عبد المؤمن** أستاذ القانون التجارى والبحرى بكلية الحقوق جامعة عين شمس على تفضل سيادته بقبول الإشراف على هذه الرسالة ، فكان سيادته خلال فترة كتابتى لهذه الرسالة نعم العالم العامل بعلمه ، فقد قابلنى بفيض من الترحاب والتعليمٍ والتوجيه والإرشاد ما يعجز قلمى عن ذكره ، فلم يبخل على يوماً

بوقت طلبته منه ، ولا بتوضيح ما أشكل على ، ولا بتذليل ما واجهته من عقبات فى كتابة هذه الرسالة ، فكان كريماً معى فى غاية الكرم ، فجازاه الله خير ما يجازى به العلماء العاملين ، وبارك له فى علمه وذريته ، وأمده بطول العمر وحسن العمل لخدمة العلم وطلابه.

كما أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى الأستاذ الدكتور/**خالد حمدى عبد الرحمن** أستاذ القانون المدنى بكلية الحقوق جامعة عين شمس على قبول سيادته الإشتراك فى مناقشة هذه الرسالة وتحمله عناء قراءتها رغم مشاغله الكثيرة ، كما أبدى اعتزازى بأن يحمل غلاف هذه الرسالة اسم عالم جليل مثل سيادته، فجزاه الله عنى خير الجزاء.

كما أتوجه بالشكر العميق إلى الأستاذ الدكتور/**سامى عبد الباقى أبو صالح** أستاذ القانون التجارى والبحرى بكلية الحقوق جامعة القاهرة لتفضله بالمشاركة فى مناقشة هذه الرسالة والحكم عليها مما أضفى عليها تشرفياً كبيراً ، فجعله الله ذخراً للعلم ، ومنارة للهدى ، وجزاءه الله خير الجزاء.

الباحث

توطئة

أولا: التعريف بموضوع البحث : تعتبر البورصة Stock Exchange سوقًا، لكنها تختلف عن غيرها من الأسواق الأخرى، فهي لا تعرض في معظم الأحوال البضائع والسلع المختلفة، بل تتداول بها أوراق مالية Securities أو أصول مالية، وغالباً ما تكون هذه البضائع أسهمًا Shares وسندات Bonds[1]. والبورصة سوق لها قواعد قانونية وفنية تحكم أداءها، وتحكم كيفية اختيار ورقة مالية بعينها، وتوقيت التصرف فيها. وقد يتعرض المستثمر غير الرشيد أو غير المؤهل لخسارة كبرى إذا ما قام بشراء أو بيع الأوراق المالية في البورصة استناداً إلى بيانات خاطئة أو غير دقيقة، أو في حالة ما إذا أساء تقدير تلك البيانات.

وقد أصبحت البورصات، أو كما يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حدٍّ سواء، وذلك نظراً لما تضطلع به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي، وتزيد من معدلات الرفاهية لأفراده. فتعتبر سوق الأوراق المالية هي المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي، إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق أوراق مالية مزدهرة ومتطورة. فتؤدى أسواق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية والمالية دوراً مزدوجاً في تعبئة الموارد المالية (المدخرات) في المجتمع، وضخها في التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى، ويؤازر أسواق الأوراق المالية في أداء وظيفتي التعبئة والتمويل عددٌ من المؤسسات المالية، تُكوِّن في مجموعها التقسيمات الهيكلية لسوق المال[2].

---

(١) انظر: د. نادية أمين محمد على: تحليل أسواق الأوراق المالية، بدون ذكر دار نشر ولا سنة نشر، ص ١.

(٢) انظر: د. محمد بن على العقلا: الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بدون ذكر دار نشر ولا سنة نشر، ص ١.

وتؤدى البورصة عدداً آخر من الوظائف الاقتصادية الثانوية المنبثقة عن هاتين الوظيفتين، منها على سبيل المثال توفير السيولة السريعة للمستثمرين وقت حاجتهم إليها، وذلك عن طريق تسهيل بيع وتدوير مكونات محافظهم المالية، وضبط أسعار الأوراق المالية وفقاً لقانون العرض والطلب، ومنع أو على الأقل الحد من التعاملات الوهمية والصورية التي تستهدف التلاعب في الأسعار[1].

ولقد كفل المشرع المصري على مدار أكثر من قرن من الزمان تنظيماً قانونياً شاملاً لبورصات الأوراق المالية، وبالتحديد منذ ٨ نوفمبر عام ١٩٠٩، وهو تاريخ صدور الأمر العالي بالتصديق على لائحة البورصة، والذي تم بموجبه تنظيم العمل داخل البورصة المصرية تنظيماً رسمياً ولأول مرة في تاريخها، بعد أن كان العمل بها خاضعاً للأعراف والتقاليد التي ابتدعها السماسرة والتجار من خلال عملهم في السوق. وظلت تلك اللائحة معمولاً بها حتى ٣١ ديسمبر عام ١٩٣٣، وهو تاريخ صدور المرسوم الملكي بالموافقة على اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية. وعقب قيام ثورة يوليو عام ١٩٥٢، وما فرضته من تغيرات على الساحة السياسية في البلاد، أهمها الإطاحة بالنظام الملكي وإعلان الجمهورية، أصدر رئيس الجمهورية بتاريخ ١٣ يوليو عام ١٩٥٧ قراراً بالقانون رقم١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، والتي تم تعديلها لاحقا بموجب القانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١.

وبتاريخ ٢٢ يونيو عام ١٩٩٢، صدر قانون سوق رأس المال الحالي رقم ٩٥، متضمناً النص في المادة الرابعة من مواد إصداره على إلغاء العمل بالقانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، وإلغاء كل حكم آخر مخالف لأحكام ذلك القانون. وبتاريخ ٧ أبريل عام ١٩٩٣ أصدر وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية القرار رقم ١٣٥ بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق

---

(١) انظر: د. محمد صالح الحناوي: أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية بالإسكندرية، ١٩٩٧، ص ٤٤٨.

رأس المال، ولقد تم إجراء عدة تعديلات على قانون سوق رأس المال، آخرها ما تم بموجب القانون رقم ١٢٣ لسنة ٢٠٠٨.

وعلى الصعيد **الآخر**، لم تكن البورصات الأمريكية بدورها بعيدة عن التنظيم، بل أصدر المشرع الأمريكي عدة قوانين استهدفت تنظيم العمل داخل البورصات الأمريكية[١]، فعقب أحداث الكساد العظيم The Great Depression همت الحكومة الأمريكية في إصدار سلسلة من التشريعات تستهدف التغلب على مظاهر الانحراف في أسواق رأس المال التي كشفت عنها لجان الاستماع العامة Public Hearing في الكونجرس، كما تستهدف كذلك سد الثغرات في الأنظمة القائمة، وذلك لحماية أسواق المال من ويلات جديدة. وفى مقدمة تلك التشريعات قانون البنوك، وقانون الأوراق المالية، وقانون بورصات الأوراق المالية، وقانون مالونى للأسواق غير المنظمة، إضافة إلى عدة قوانين أخرى[٢].

ففي عام ١٩٣٣ صدر قانون الأوراق المالية Securities Act، ويطلق عليه أحياناً قانون الحقيقة في الأوراق المالية Truth in Securities Law، وهو يعنى أساساً بالإصدارات الأولية Primary Issues التي ترتبط بالسوق الأولى (سوق الإصدار)، أما الأوراق المالية المتداولة في البورصة (سوق التداول أو السوق الثانوي) فتخرج عن نطاق ولايته. هذا ويهدف قانون الأوراق المالية سالف الذكر إلى ضمان تزويد المستثمرين المحتملين بالمعلومات الصحيحة عن الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المقيدة بالبورصة، بما يمكنهم من اتخاذ القرار الملائم بشأن الاستثمار فيها من عدمه.

---

(١) انظر:

Chris Brummer-Stock Exchange and the New Markets for Securities Laws-The University of Chicago Law Review- Vol.75- No. 4- (Fall, 2008)- pp1435-1436.

www.jstor.org/stable/

(٢) انظر: د. منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، ٢٠٠٦، ص ١٨١.

وفى العام التالي مباشرة، صدر قانون بورصة الأوراق المالية Securities Exchange Act، لعلاج مسألتين هامتين أغفلهما قانون الأوراق المالية سالف الذكر، أولاهما: عدم تحديد جهة اختصاص معينة يلقى على عاتقها تنفيذ القانون، حيث عهد المشرع الأمريكي إلى لجنة تشكل من خمسة أعضاء، يصدر بتعيينهم قرار من رئيس الجمهورية، بناءً على اقتراح يقدم من الكونجرس وبعد موافقته، يطلق عليها لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC[١]، وقد منح قانون بورصة الأوراق المالية سلطات واسعة للجنة المذكورة في شأن أسواق الأوراق المالية، تصل إلى حد إصدار قواعد ولوائح من أجل ضبط التعامل داخل هذه الأسواق، وزرع الثقة في نفوس جمهور المستثمرين تجاه تلك الأسواق[٢]. وثانيتهما: قصر ولاية قانون الأوراق المالية على سوق الإصدار دون أن يمتد لسوق التداول، يضاف إلى ذلك مسألة ثالثة هي إحكام الرقابة على نشاط التعامل في الأوراق المالية للحد من الممارسات غير الأخلاقية. وإعمالا لما تقدم، مد قانون بورصة الأوراق المالية ولايته إلى السوق الثانوي أو سوق التداول، وأصبح لزاماً على كافة البورصات المالية المنظمة أن تتقدم بطلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC [٣]، ولم يعفِ القانون

---

(١) انظر القسم الرابع من قانون بورصة الأوراق المالية، والصادر تحت عنوان " لجنة الأوراق المالية والبورصة" Securities and Exchange Commission. وقد تناول المشرع الأمريكي في هذا القسم طريقة اختيار أعضاء لجنة الأوراق المالية، وتشكيل الأقسام التي تتألف منها هذه اللجنة.

(٢) انظر:

John G.Gillis-Securities Law Regulation: New Sec Rules on Investment Advisory and Brokerage Placement Practices Disclosure-Financial Analysts Journal-Vol.35, No.3 (May-Jun.,1979)-pp12-15.

(٣) انظر البند (a) من القسم السادس(Sec.6) من قانون بورصة الأوراق المالية، والصادر تحت عنوان " البورصات الوطنية للأوراق المالية" National Securities Exchanges:

a. Registration; application

An exchange may be registered as a national securities exchange under the terms and conditions hereinafter provided in this section and in accordance with the provisions of section 19 (a), by

من ذلك إلا الأسواق المحلية الصغيرة، وبالتحديد سوق هونولولو وسوق غرب فرجينيا.

والبورصة هي سوق تتداول فيه الأوراق المالية على اختلاف أنواعها ومسمياتها، إذ لا يمكن أن توجد بورصة للأوراق المالية بدون وجود أوراق مالية، فالسلعة المتداولة في هذا السوق . أي البورصة . هي الأوراق المالية. وهذه الأوراق المالية لا تخرج عن كونها صكوكاً تصدرها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم، عند تأسيسها أو عند زيادة رأس مالها، أو تصدرها هذه الشركات أثناء حياتها للاقتراض من الجمهور، ويطلق على النوع الأول "الأسهم" Shares، أما النوع الثاني فيقصد به " السندات" Bonds. وقد أجاز المشرع المصري في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ إنشاء ما يسمى بصناديق الاستثمار، وتهدف هذه الصناديق إلى استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وتقوم بإصدار نوع من الأوراق المالية يطلق عليه " وثائق الاستثمار". ويوجد إلى جانب هذه الأوراق المالية السابق الإشارة إليها أوراق مالية أخرى، تصلح لأن تكون محلاً لعمليات التداول في البورصة، وذلك كحصص التأسيس وحصص الأرباح وصكوك التمويل، فكل هذه الصكوك سالفة الذكر يطلق عليها تسمية الأوراق المالية، وهى التي ينصب عليها التعامل في بورصات الأوراق المالية المختلفة(١).

وإذا كانت البورصة سوقًا تتداول فيه الأوراق المالية كما سبق لنا الذكر، إلا أنه ليس مسموحاً لأي شخص إجراء عمليات التداول داخل البورصة، وإنما يقتصر

---

filing with the Commission an application for registration in such form as the Commission, by rule, may prescribe containing the rules of the exchange and such other information and documents as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(١) انظر: د. سيد طه بدوى محمد: عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، ٢٠٠١، ص ٨٤ وما بعدها.

التعامل فقط على شركات السمسرة، حيث أوجب المشرع المصري تدخُّل شركات السمسرة في بيع وشراء الأوراق المالية المقيدة بالبورصة، وذلك إنما يستفاد من استقراء الفقرة الثانية من المادة رقم (١٨) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والتي نصت على أن " يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك، وإلا وقع التعامل باطلاً، وتضمن الشركة سلامة العملية التي تتم بواسطتها،.....". ورغم أن المشرع المصري لم يفصح صراحة عن نوع الشركة المرخص لها بالتعامل في الأوراق المالية، إلا أنه مما لا شك فيه أن المشرع كان يقصد بهذه الشركات شركات السمسرة. ويظهر ذلك بوضوح من واقع مطالعة نصوص اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، لاسيما نصوص المواد أرقام (٩٠، ٩١، ٩٢، ٩٥، ٩٦). كما يؤكد ذلك، أنه بصدور قانون سوق رأس المال سالف البيان، حلّت شركات السمسرة محل السماسرة الأفراد، والذين كانوا يحتكرون إجراء عمليات الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية قبل صدور قانون سوق رأس المال. ومن ثم فمن الطبيعي أن تحتكر شركات السمسرة القيام بعمليات الوساطة في البورصة بعد إلغاء نظام السمسرة الفردية[١].

وقد سار المشرع الأمريكي على ذات النهج الذي سار عليه المشرع المصري، إذ حظر في قانون بورصة الأوراق المالية الصادر عام١٩٣٤ إبرام أي عمليات تداول أو عقد أي صفقات في البورصات الأمريكية إلا بواسطة أحد السماسرة أو التجار المقيدين لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC [٢]، هذا من ناحية. ومن

---

(١) نصت الفقرة الأولى من المادة رقم (١٢٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أنه " يجب أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في القانون شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم".

(٢) انظر البند(a) من القسم الخامس عشر(Sec.15) من قانون بورصة الأوراق المالية، والصادر تحت عنوان" قيد السماسرة والتجار" Registration and Regulation of Brokers and Dealers:

a-Registration of all persons utilizing exchange facilities to effect transactions; exemptions-It shall be unlawful for any broker or dealer which is either a person other than a natural person or a