



كلية الحقوق
قسم القانون التجاري

سُبُلُ تَطْوِيرِ الرِّقَابَةِ عَلَى الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ لِرَفْعِ كِفَاةِ سُوقِ الْمَالِ

رِسَالَةٌ لِنَيْلِ دَرَجَةِ الدُّكْتُورَاةِ فِي الْحُقُوقِ

مُقَدِّمَةٌ مِنَ الْبَاحِثِ

أَحْمَدُ مَصْرِي عَبْدُ السَّلَامِ



كلية الحقوق
قسم القانون التجاري

سُبُلُ تَطْوِيرِ الرِّقَابَةِ عَلَى الْأُورَاقِ الْمَالِيَّةِ لِرَفْعِ كِفَاةِ سُوقِ الْمَالِ

رِسَالَةٌ لِنَبِيلِ دَرَجَةِ الدُّكْتُورَاهِ فِي الْحُقُوقِ

مقدمة من الباحث
أحمد مصري عبد السلام

لجنة المناقشة والحكم عاى الرسالة

الأستاذة الدكتورة/ سميحة مصطفى القليوبي

رئيساً

أستاذ القانون التجاري والبحري

كلية الحقوق - جامعة القاهرة

الأستاذ الدكتور/ رضا محمد عبيد

عضواً

أستاذ القانون التجاري والبحري والعميد السابق

كلية الحقوق - جامعة بني سويف

الأستاذ الدكتور/ خليل فيكتور تادرس

مشرفاً وعضواً

أستاذ القانون التجاري والبحري

كلية الحقوق - جامعة القاهرة

٢٠١٨

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿وَلَوْ شَاءَ رَبُّكَ لَجَعَلَ النَّاسَ
أُمَّةً وَاحِدَةً وَلَا يَزَالُونَ
مُخْتَلِفِينَ﴾

صَدَقَ اللَّهُ الْعَظِيمُ

(سورة هود: الآية ١١٨)

الإهداء

إلى..

روح أبي رحمه الله

تقديراً.. وإعزازاً.. وإجلالاً

إلى.. أمي .. من علمتني فن معايشة الحياة

رحمها الله وأدخلها فسيح جناته

إلى..

زوجتي وأبني بارك الله فيهما

إلى ..

كل من مد يد العون لي، وتصدق بكلمة طيبة .. فعجز

لساني عن شكره حق الشكر

وما فتئ قلبي عن الدعوة له

...إليكم...

حباً وتواضعاً جهدي في هذه الرسالة

الباحث

شكر وتقدير

الحمد لله والصلاة والسلام على نبيه محمد (صلى الله عليه وسلم) وكافة الأنبياء والمرسلين وبعد ،،،

إنه من دواعي سرور الباحث وقد أشرف على الانتهاء من بحثه أن يتقدم بعظيم الشكر، ووافر الامتتان إلى علم أعلام القانون التجاري والبحري، **الأستاذة الدكتورة/ سميحة القليوبي**، والتي غمرتني بكرمها وبفضلها فقبلت رئاسة لجنة الحكم على الرسالة، وأنه لشرف عظيم يحلم به الباحثون في القانون التجاري. فلها مني كل الشكر والتقدير، داعيًا المولى عز وجل أن يبارك في عمرها، وأن يتمتعها بموفور الصحة والعافية.

كما يتوجه الباحث بالشكر والتقدير إلى **الأستاذ الدكتور/ رضا عبيد**، لتفضله علي بقبول الإشتراك في لجنة الحكم على الرسالة، وهذا وسام يضعه الباحث على صدره فخراً بوجود هذا العالم الجليل عضواً في اللجنة موجهاً له بسديد ملاحظاته وتوجيهاته فحق له الشكر والثناء على ذلك.

والشكر والتقدير والإعزاز موصول إلى أستاذي ومشرفي ومعلمي الأستاذ **الدكتور/ خليل فيكتور**، الذي تفضل علي بكرم أخلاقه قبل علمه فهو عالم خلوق والذي لم يألو جهداً في توجيهي ونصحي، وإن كان في هذا البحث أي نقاط للتميز، فهي بعد توفيق الله سبحانه وتعالى بفضل آرائه العلمية والتي أوصلتني بالبحث إلى ما هو عليه الآن فجزاه الله عني خير الجزاء.

الباحث

المقدمة

تُعد سوق الأوراق المالية العمود الفقري لسوق رأس المال في وقتنا الحاضر، وتأتي أهمية سوق الأوراق المالية؛ لما لها من آثار مختلفة على الأداء الاقتصادي والرفاهية الاقتصادية للمجتمع ككل، فعملية تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها لشراء الأوراق المالية بكافة أنواعها تُعد الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية، ولا يخفى ما لمثل هذه الوظيفة من آثار إيجابية على الاقتصاد القومي، فتوظيف المدخرات في شراء الأوراق المالية ما هو إلا نوع من الاستثمار؛ حيث تتحول هذه المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لشركات ومؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية متنوعة.

ويمكن وصف نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها من خلال المبادلات التجارية التي كانت موجودة في بداية المجتمعات البشرية، وقد عجزت كل جماعة عن تحقيق اكتفائها الذاتي، فأصبحت ملتزمة بالتنقل إلى جيرانها لسد حاجاتها؛ حيث كانت البوادر الأولى لتخصيص أماكن لالتقاء هذه الجماعات البشرية، ثم صار التقاؤها في أوقات محددة لتعرض كل جماعة فائضها وتبحث عن حاجتها، وقد سميت هذه الأماكن بالأسواق التي شهدت في بدايتها تعاملات بالمقايضة، وقد اختفت وظهر التعامل بالعملة ثم العملات، وبعد ذلك وسائل ائتمان ووسائل دفع غير نقدية، وبلغ التطور ذروته بظهور البورصات التي بدأت بالتعامل في البضائع، ثم المعادن، ثم العملات لتصل إلى بورصات الأوراق المالية.

وقد اتجه الاهتمام في مصر منذ فترة مبكرة إلى الاستثمار عن طريق الأوراق المالية؛ إذ أنشئت أول بورصة في الإسكندرية عام ١٨٨٣، ثم أنشئت بورصة القاهرة بعدها بسبع سنوات، أي في عام ١٨٩٠. وبعد أن كانت المبادلات تتم في الشوارع أو على المقاهي اتفق السماسرة على تنظيم أعمالها عام ١٩٠٣، وصدر الأمر العالي في ٨ نوفمبر عام ١٩٠٩ بإصدار أول لائحة للبورصة، وتم تعديلها في عامي ١٩١٠ و ١٩١٢، ثم عدلت بعد ذلك بموجب المرسوم الصادر بتاريخ ٣١ من ديسمبر عام ١٩٣٣ بإصدار لائحة جديدة لبورصات الأوراق المالية، والتي عدلت هي الأخرى في عام ١٩٤٠، ثم عدلت في عام ١٩٤٧، ومع منتصف السبعينيات ظهرت نظرة جديدة إلى سوق الأوراق المالية، وقامت الحكومة بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار الجمهوري رقم (٥٢٠) لسنة ١٩٧٩؛ بهدف تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها، وكذلك العمل على تنمية وتدعيم المناخ الملائم للادخار والاستثمار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في التنمية. ودأبت الحكومة على اتخاذ عدة إجراءات وإصدار عدة قوانين، وإدخال العديد من التعديلات على التشريعات المؤثرة في هذه السوق بهدف زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري وإعادة

تنشيط سوق الأوراق المالية، ولعل أهمها كان إصدار قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣؛ بغرض تنشيط سوق الأوراق المالية.

وقد شدد القانون على ضمان الشفافية والإفصاح لبث الثقة لدى المستثمرين، كما تضمن أيضاً تنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية والشركات العاملة في هذا المجال واستحداث بعض الأحكام الجديدة المتعلقة بتنظيم إنشاء الشركات المساهمة. لعل أبرز مستجدات هذا العصر التي ظهرت على الساحة الآن هي مجال التعامل بالأوراق المالية، وحيث إن البورصة هي مكان التعامل في هذه الأوراق والتي أصبح استثمار الأموال فيها من السمات البارزة في هذا العصر الذي نعيشه الآن بعد أن غدا كثير من أبناء الأمة يستثمرون أموالهم فيها؛ لأنها أصبحت أكثر أوجه الاستثمار تأثيراً في النظام الاقتصادي المعاصر، وحيث إن البورصة أضحت أرضاً خصبة ومجالاً لمثل هذا الاستثمار، ولا شك أن تطوير سوق الأوراق المالية كآلية لحشد الموارد المالية وتخصيصها نحو الاستثمارات له ما يبرره خلال فترات التحول لاقتصاد السوق؛ وذلك أن برامج التثبيت والتكيف التي تنتهجها الدول النامية في إطار برامج التحول والإصلاح الاقتصادي تهدف إلى خلق بيئة اقتصادية مستقرة تكون بمثابة أساس متين لتحقيق النمو المستمر؛ ومع تطوير هذه السوق كان لا بد من إيجاد سبل ووسائل لتطوير الرقابة عليها.

إن مدى قدرة الأسواق المالية على تحقيق أهدافها تحديداً والأهداف الاقتصادية بشكل عام، يعتمد على مدى الكفاءة الداخلية والخارجية (التشغيلية والتخصيصية والتسعيرية) التي تتصف بها؛ إذ إن نتائج العديد من الدراسات في هذا المجال قد أثبتت أن هذه الأسواق المختصة بالأوراق المالية ما زالت سوقاً لا تتسم بالكفاءة حتى على المستوى الضعيف، وإن هذا يعود كما أكدت العديد من الدراسات إلى أسباب متعددة تتعلق بضعف في الوعي العام المتعلق بثقافة الاستثمار في أسواق رأس المال لدى كل الأطراف المتعاملة بالسوق والمستثمرين الأفراد على وجه التحديد، وضعف في البيئة القانونية والتشريعية والمؤسسية القادرة على حماية مصالحهم، ومع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي تأكدت الضرورة إلى وجود أسواق مالية كبيرة، وباعتبار البورصة أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدر كافٍ من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من سنة إلى أخرى ومن فترة لفترة، وتتأثر في كثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والشركة المصدرة لتعكس مباشرة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية المتداولة التي تحدث حركة عشوائية في شكل تقلبات سعرية صعوداً مع الأنباء السارة وهبوطاً مع الأنباء غير السارة، ومع توسع حركة التحرر المالي في الاقتصادات

المتقدمة وزيادة تطور نشاط أسواقها المالية أدركت الدول العربية هذا التوجه الجديد وعملت على مواكبته، غير أنها لا تزال تواجه جملة من المعوقات تحول دون كفاءتها وتتعلق أساساً بالإطار التنظيمي والتشريعي، وضيق نطاق السوق والأدوات المتداولة فيه، بالإضافة إلى ضعف نظام المعلومات وغياب الشفافية والإفصاح المحاسبي، كل هذه المعوقات وغيرها تحول دون كفاءة وفاعلية وتطور أسواق الأوراق المالية العربية.

وحتى تؤدي هذه الرقابة الغرض المنشود والذي يؤدي بدوره إلى رفع كفاءة هذه السوق فلا بد أن تكون هناك رقابة حقيقية، غير أن هذه الرقابة لا يمكن أن تتحقق إلا أن تصدر السلطات المختصة القوانين اللازمة لتفعيل تلك الاختصاصات؛ حيث إننا الآن في ظل قانون جامد دون تفعيل، وذلك بعد خلو نظامه الأساسي من أي نصوص جديدة، وبالتالي ظل نشاط البورصة دون وجود أي رقابة حقيقية وفعالة عليه، وهنا نتطرق إلى سؤال مهم وهو: كيف غاب عن المسؤولين العمل على إصدار مثل هذه القوانين، وهل تم ذلك بشكل متعمد؟ ولصالح من تم؟ وما علاقة ذلك بالصعود والهبوط المتكرر في البورصة والذي أصبح غير مبرر في كثير من الأحيان؟ هناك مجموعة من الشروط يجب توافرها في أسواق الأوراق المالية وهي: أن تتمتع تلك الأسواق بدرجة كافية من السيولة "Liquidity" الكافية والمطلوبة والتي تسمح للمتعاملين في الأسواق المالية وفي أدوات مالية واستثمارية بعينها من إمكانية الاستثمار بها والخروج منها "شراءً وبيعاً" وبسرعة كبيرة، مع استمرارية الأسواق المالية بقدرتها على تحقيق مبدأ الشفافية والكفاءة في تلك الأسواق المالية من خلال حرصها على تحقيق مبدأ العدالة والإنصاف في توفير المعلومات عن الأدوات المالية والاستثمارية للشركات في التوقيت والطريقة والأساليب المتبعة عالمياً وبدون وجود أي عوائق لتوفير تلك المعلومات، وأن تتمتع الأسواق المالية من توفير العمق المطلوب حتى تتمتع السوق بسيولة كافية، وعليه يجب على تلك الأسواق أن تجذب أعداداً كبيرة ومختلفة من المستثمرين من حيث الأنواع والأحجام والجنسيات والأهداف، مما يحد ويقلل من أية تقلبات سعرية في الأدوات الاستثمارية والمدرجة في تلك الأسواق، ويجب أن تتوفر للأسواق المالية القدرة التنظيمية والمالية والعلمية في تحديد الأسعار العادلة للأوراق المالية المدرجة والمتداولة فيها، والتي هي تقوم بالأساس على معلومات تاريخية وآنية لأداء الشركات المصدرة لتلك الأوراق المالية، وأن تستمر بتوفير تلك المعلومات على أساس يومي - لا بل لحظي - لكي تتاح للمستثمرين القدرة والمعرفة لتحليل ودراسة تلك المعلومات واتخاذ القرارات المالية والاستثمارية تجاه تلك الأدوات والأوراق المالية والاستثمارية بطريقة عادلة ونزيهة لتحقيق تلك الأسواق ما يسمى بكفاءة المعلومات " Information Efficiency "، مع وجود بيئة سياسية مستقرة لتلك الأسواق مما يقلل من عوامل المخاطرة للمستثمرين وخصوصاً الأجانب

منهم، وعامة يتمتع المستثمرون على اختلاف أنواعهم وجنسياتهم وأحجامهم بحساسية شديدة تجاه المخاطر السياسية والاقتصادية والاجتماعية في أي دولة وإقليم، إضافة إلى وجود بيئة وتشريعات وتنظيمات اقتصادية مستقرة وجاذبة للاستثمار، وكذلك توفر الأطر القانونية والتنظيمية الملائمة لجذب الاستثمارات وخصوصاً في مسائل الضرائب وتحويل الأموال والأرباح وحرية التملك والاستثمار في جميع القطاعات والشركات.

أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى دراسة سبل تطوير الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة سوق المال، وكذلك يهدف إلى دراسة خصائص كفاءة سوق المال وأثر التشريعات على تحسين هذه الكفاءة، كما يهدف إلى وضع مجموعة من التوصيات لتحسين وتطوير سبل الرقابة على الأوراق المالية والوصول إلى أسواق مالية ذات كفاءة عالية، وتوضيح العلاقة بينها وبين الإفصاح والشفافية، وأثر ذلك على هذه السوق، وكذلك دراسة المعوقات التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءة هذه الأسواق.

منهجية البحث:

يتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي؛ حيث إنه المنهج الملائم لمثل هذه البحوث، والذي يُمكن الباحث من دراسة الظواهر القانونية والاقتصادية وهي سبل تطوير الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة سوق المال، مع دراسة خصائص الكفاءة وأثر التشريعات عليها وتوضيح العلاقة بينها وبين الشفافية والإفصاح، وكذلك دراسة المعوقات التي من شأنها أن تعرقل سير تداول الأوراق المالية في الدول العربية، فإن هذا المنهج يقوم بدراسة سبل تطوير الرقابة على الأوراق المالية حتى نصل إلى سوق مالية ذات كفاءة عالية وعلاقة هذه الكفاءة بالشفافية والإفصاح، ودراسة معوقات أسواق المال العربية والسبيل إلى رفع كفاءتها باعتبارها مشتركة بين الدول العربية التي يعد بعضها حديث المعرفة بسوق الأوراق المالية والبورصات، ومن أهم أسباب هذه المعوقات هي تلك الحادثة والتي تتمثل في المعوقات التنظيمية، الهيكلية، التشريعية.

أهمية موضوع البحث:

للبحث في هذا الموضوع أهمية علمية كبيرة من الناحيتين النظرية والعملية، وتكمن الأسباب التي دفعت الباحث إلى اختيار موضوع البحث فيما يلي:

١. المكانة الكبرى التي تتمتع بها سوق الأوراق المالية في مجال الاستثمار؛ حيث إنها من أهم القطاعات التي تغذي الاقتصاد الوطني للبلاد، كما أنها تخاطب جميع فئات المستثمرين من الشركات العملاقة إلى المستثمر الصغير، مما يعود بالنفع على كافة فئات المجتمع.

٢. إن الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية غير النقدية هو دور أساسي ومهم في المجتمع، مما يوجب على المشرع سن قواعد وقوانين تستهدف التشديد في الرقابة على أسواق الأوراق المالية؛ حتى تحقق حماية لجميع المتعاملين معها بما فيها الحماية المستقبلية لمن يفكر في الدخول إلى هذا النوع من الاستثمار، الأمر الذي يتطلب مراجعة الأحكام القانونية التي قررها المشرع المصري بشأن الرقابة على سوق الأوراق المالية وبيان ما إذا كانت هذه الأحكام كافية لتحقيق الحماية الكاملة للمستثمرين وللغير وللأسواق ذاتها من عدمه، خاصة أن بعض المستثمرين قد يحدون عن الطريق محاولين الهروب بطرق غير مشروعة، وذلك بالتواطؤ مع المتعاملين داخل السوق؛ مما ينشئ نوعاً من عدم العدالة والغبن الذي يقع على المستثمرين الجادين، وهذا ما يؤدي إلى تدمير هذا النوع من المعاملات الاستثمارية، وذلك بفرض قيمة وهمية للسهم نزولاً أو صعوداً فيؤدي بدوره إلى عدم الشفافية، وبالتالي يؤدي إلى هدم منظومة سوق الأوراق المالية والتي من المفروض أن تقوم أصلاً على الشفافية وعلى أساسها يتم تحديد كفاءة سوق المال بأن تكون جميع الأسعار لجميع الأسهم والسندات معبرة عن القيمة الحقيقية للسهم أو السند، وبالتالي يكون المستثمر في هذا النوع على بينة من حقيقة أمره فيقوم بالبيع أو الشراء دون غش أو تدليس، مما قد يؤدي بالتعامل في سوق الأوراق المالية.

٣. أهمية الدور الذي يقوم به العاملون داخل سوق الأوراق المالية والمتاح لهم معلومات بحكم أو بمناسبة وظائفهم داخل السوق بخط سير العمل؛ إذ أن عليهم أن يولوا اهتمامهم شطر مصلحة السوق ومدى كفاءتها وتحقيق الهدف المنشود لها من الشفافية وعدم الإفصاح عن البيانات والمعلومات المتاحة لهم دون غيرهم، فلا يجوز للموظف أو المطلع على شئون تلك السوق أن يقوم بالبوح لقريب له أو صديق مستثمر في سوق الأوراق المالية وإطلاعه على المعلومات التي من أجلها يقوم بالبيع أو الشراء في حين تكون هذه المعلومات غير متوفرة للمستثمرين الآخرين، فإن سوء سلوك بعض الموظفين يتعارض مع المصلحة العامة لحركة وسير سوق الأوراق المالية. ويمكن فهم الأهمية الكبرى التي تلعبها أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد من خلال ما ذكره Cooper عن وجود علاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات سوق الأسهم، وذلك من خلال المنهج الإحصائي النظري لتفسير توازن العلاقة بين المتغيرات على المدى الطويل، مما يوجد علاقة بين مؤشرات سوق الأسهم ومتغيرات الاقتصاد الكلي، وأن هذه العلاقة تكون واضحة في المدى الزمني القصير.

خطة البحث:

لعل من أهم ما يشغل الباحث بوجه عام للوصول بدراسته إلى الغايات المرجوة منها وتحقيقها للأمال المنشودة، وضعه لخطة بحث تشمل التساؤلات والنقاط التي سيتناولها في دراسته، بحيث تشكل هذه الخطة الإطار العام ومنهاجاً للدراسة دون أن تصبح عبئاً عليه، فتكون قابلة للتعديل والتغيير بالقدر المناسب، وفقاً لما يتطلبه سير البحث وما يسفر عنه من نقاط غامضة، دون الإخلال بجوهر البحث وإطاره.

وسيتناول الباحث في خطة بحثه من خلال فصل تمهيدي وبابين رئيسيين على النحو الآتي:

الفصل التمهيدي (سوق الأوراق المالية)

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الرقابة القانونية على مخالفة إصدار وبيع الأوراق المالية في القانون المصري والقوانين المقارنة.

المبحث الثالث: آليات الرقابة على البورصة.

المبحث الرابع: الرقابة الفنية (المحاسبة والمراجعة).

الباب الأول (كفاءة سوق الأوراق المالية)

الفصل الأول: مفهوم الكفاءة وتعريفها.

المبحث الأول: مفهوم وأنواع وخصائص كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأوراق المالية.

المطلب الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء.

المبحث الثاني: أثر الشفافية على كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: نماذج الإفصاح المحاسبي للقوائم المالية.

المطلب الثاني: قواعد الشفافية والنزاهة الدولية.

المطلب الثالث: المعايير الأساسية وراء ضرورة الالتزام بالشفافية في الإفصاح المحاسبي

الفصل الثاني: طبيعة سوق الأوراق المالية الكفاء.

المبحث الأول: الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: انتظام سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: المعلومات الحقيقية عن الأسعار الخاصة بالسوق.

المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.