جامعة القاهرة

كلية الحقوق

قسم القانون التجارى

المركز القانونى للسمسار
فى
سوق الأوراق المالية

رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه فى الحقوق

من الباحث

هانى حسن عطية يوسف

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة:

ـ الأستاذة الدكتورة/ سميحة مصطفى القليوبى — **رئيسًا**

أستاذ القانون التجارى والبحرى – ووكيل كلية الحقوق – جامعة القاهرة (سابقاً)

ـ الأستاذ الدكتور/ رضا محمد عبيد — **عضوًا**

أستاذ القانون التجارى والبحرى – وعميد كلية الحقوق ـ جامعة بنى سويف (سابقاً)

ـ الأستاذ الدكتور/ خليل فيكتور تادرس — **مشرفًا وعضوًا**

أستاذ القانون التجارى والبحرى – بكلية الحقوق – جامعة القاهرة

٢٠١٨م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

{ قُل إِنَّ الفَضْلَ بِيَدِ اللّهِ يُؤْتِيهِ مَنْ يِشَاءُ وَاللّهُ وَاْسِعٌ عَلِيمٌ }

صدق اللّه العظيم

[سورة آل عمران: الآية ٧٣]

الإهداء....

أهدى هذا العمل المتواضع إلى روح أبى الطاهرة
المرحوم الحاج / حسن عطية يوسف، والمرحومة أمى؛ داعيًا الله ـعز وجلـ
بأن يتغمدهما بواسع رحمته ومغفرته،

وإلى زوجتى الحبيبة، وأبنائى الأعزاء،
أدامهم الله لى، وبارك لى فيهم، وحفظهم لى من كل شر،

و إلى أشقائى وأبنائهم، أطال الله فى أعمارهم،
ورزقهم نور البصيرة وراحة البال،

كما أهديه إلى أساتذتى فى كل مراحل تعليمى
وحتى نهاية العمر، وأدعو الله ـعز وجلـ أن يجعل
كل حرفٍ علمانى إياه بمثابة طريق إلى الجنة.

شكر وتقدير

الحمد لله والشكر لله على نعمه التى لا تُعد ولا تحصى، ومن مقترنات شكره أن يشكر الطالب معلمه بعد أن مد له يد العون وأعطاه من علمه ووقته ، أما بعد :

أتوجه بخالص الشكر والتقدير والامتنان إلى أستاذي **الأستاذ الدكتور/ خليل فيكتور تادرس**، لقبوله الإشراف على هذه الأطروحة ، والذي وجدت فيه أستاذاً فاضلاً معطاءً سخياً في علمه وخلقه ، بذل الجهد وقدم التوجيه السليم والرأي السديد الذي ساعدني في تخطي الكثير من الصعاب ، فكان لواسع علمه وطيب خلقه ودقة ملاحظاته الفضل في إخراج هذا العمل إلى حيز الوجود ، أسأل الله تعالى أن يديمه لنا ولكل طلاب العلم ، فجزاه الله عني خير الجزاء وأمده بدوام الصحة والعافية .

وأتوجه بخالص الشكر والتقدير والاحترام إلى أستاذي **الأستاذ الدكتور/ رضا محمد عبيد** ، على تفضله قبول مناقشة وتحكيم هذه الرسالة ، وتكبد عناء قراءتها وتصحيح ما بها من أخطاء ، رغم مشاغل سيادته العلمية والعملية؛ لتخرج هذه الرسالة على أفضل وجه، جزاه الله عني وعن طلبة العلم خير الجزاء ، وأدامه الله منارة للعلم تنهل منها الأجيال.

وأتشرف بخالص الشكر والعرفـــان والتقـــدير إلـــى أســـتاذتنا **الأستاذة الدكتورة/ سميحة مصطفى القليوبى** ، علـــى تفـــضلها بقبـــول مناقشة وتحيكم هذه الرسالة، بترأس لجنة المناقشة والحكم ، وتحمل عناء قراءتها وتصحيح ما بها من أخطاء على الرغم من ضيق وقتها وكثرة مشاغلها ، مما يزيد في قيمة الرســـالة بملاحظـــات ســـيادتها القيمة، وإشتراك سيادتها وسام شرف على صدري ما حييت، جزاهـــا الله عني وعن طلبة العلم خير الجزاء وأمدها بوافر الصحة العافيـــة، وجعلها نبراسا للعلم والعلماء ، واسأل الله أن ينفعنـــي بعلمهـــا، وأن تكون ملاحظاتها سراجاً تنير طريقي، وتفتح أمامي آفـــاق المـــستقبل لمواكبة ركب العلم. فلسيادتها كل الاحترام والتقدير.

الباحث

مقدمة

أولاً: موضوع البحث

البورصة - سوق الأوراق المالية- هذه الكلمة الرنانة التى بمجرد الاستماع إليها تذهب عقولنا إلى عالم المال والاقتصاد، والبورصة هى العنوان الـذى يعبـر عن الظروف الاقتصادية لأى دولة؛ حيث توجد علاقة مباشرة وسريعة بين ظروف أى مجتمع ومستوى نشاط البورصة لهذا المجتمـع، فالكـل يعلـم أن الظـروف الاقتصادية لأى دولة تتأثر بشكل سريع بالظروف السياسية والاجتماعية والمستوى المادى، فكلما حدث الاستقرار السياسى والاجتماعى للدولة انعكس ذلك بدوره على الحياة الاقتصادية فيها، وأول ما يعبر عن هذا الانعكاس لتـأثير الحيـاة الـسياسية والاجتماعية على الحياة الاقتصادية هو أداء البورصة؛ حيث تزدهـر البورصـة ويرتفع معدل نشاطها كلما حدث الاستقرار السياسى والاقتصادى، والعكس فالتوتر السياسى يوثر بالسلب على الحياة الاقتصادية، وأول مرآة يمكن أن تعبر عن هـذه السلبية، هى البورصة ومعدلات التداول ومستويات الأسعار فيها، وليس أدل علـى ذلك مما مر به وطننا العزيز مصر أثناء قيام ثورة الخامس والعشرين مـن ينـاير ٢٠١١م؛ فالتوتر السياسى والاجتماعى الذى صاحب قيام الثورة كان له بالغ الأثـر على الحياة الاقتصادية فى مصر، وكانت البورصة المصرية هى أكثر المؤسـسات الاقتصادية تأثرًا وأسرعها تعبيرًا عن كافة الظروف التى كانت تمـر بهـا الـبلاد آنذاك؛ حيث أدت إلى خسائر فادحة منيت بها البورصة المصرية بلغـت حـوالى ثمانين مليار جنيه خلال الثلاثة شهور الأولى من قيـام الثـورة، ممـا أدى إلـى انخفاض المؤشر العام بنسبة ٤٧ %.

ومنذ هذا الوقت وأصبح جموع المصريين، بل وجميع الدول، تنظـر كـل صباح إلى مستوى أداء البورصة المصرية، وحجم عمليـات التـداول، ومـستوى الأسعار والخسائر والأرباح؛ وذلك بغرض التعرف على مدى تطور الحيـاة فـى مصر، وتقييم كافة الظروف السائدة فى البلاد، مما أكد للجميع أن البورصـة هـى

المرآة التى تعبر عن ظروف أى دولة، وهى التى يمكن من خلالها تقييم الوضـــع داخل الدولة.

وأيضًا بالنظر إلى البورصات الأوربية والأمريكية، نجد أنهـــا قـــد مـــرت بالعديد من لحظات الازدهار، وكذلك مرت بالعديد من لحظات الانهيار، الذى كـــاد أن يصل إلى درجة الانهيار التام؛ فانهيار البورصة سوف يؤدى فى نهاية المطاف إلى انهيار اقتصاد الدولة، وإلى خسارة ملايين المواطنين لاستثماراتهم ومدخراتهم وضياع فرص عملهم، فيتحولون إلى فقراء لا يمتلكون ما يسدون به رمق العيش.

لقد أصبح التعامل فى البورصة يشغل اهتمام الجميع سواء كانوا عـــاملين أم متعاملين أو باحثين فى كافة النواحى الاقتصادية والإدارية والقانونية والاجتماعية؛ فقد تزايد الاهتمام بالبورصة بعد أن أصبحت مركزًا حيويًّا فى الـــنظم الاقتـــصادية الحديثة التى تعتمد على نشاطات القطاعين العام والخاص، استنادًا إلى كونها إحدى المؤسسات الاقتصادية القائمة على جمع المدخرات لتمويـــل إســـتراتيجية التنميـــة الاقتصادية للبلاد.

وتلعب البورصة دورًا بارزًا فى اقتصاديات الشعوب؛ فهى تعتبر الركيـــزة الأساسية التى تعتمد عليها معظم الدول فى مجال التنمية، نظراً لما تقوم بـــه مـــن وظائف اقتصادية متعددة سواء للمستثمر الفرد أو للاستثمار الجماعى أو للاقتـــصاد القومى، ومن أهم هذه الوظائف الاقتصادية: الوظيفة التمويلية، والوظيفة الرقابيـــة التى تمارسها على الشركات، كما أنها من أهم مصادر الخصخصة- كأحد الـــنظم الاقتصادية- من خلال صفقات الاستحواذ والاندماج ، وتساعد على تسهيل عمليات تحويل وتداول الأوراق المالية، هذا إلى جانب أنها أداة تحذير وتوزيع للمخـــاطر، وغيرها من الوظائف المالية والاقتصادية.

ونظرًا لأهمية البورصة فقد اهتم الكثيرون بدراسة بورصة الأوراق الماليـــة من جميع النواحى؛ فمن الناحية الاجتماعية اهتم أصحاب علم الاجتماع بدراســـتها لمحاولة تقصى أثرها على المجتمع، ومن الناحية الاقتصادية فقـــد عكـــف رجـــال الاقتصاد على دراستها من كافة الجوانب الاقتصادية والمحاســـبية والماليـــة، أمـــا

رجال القانون فقد اهتموا بدراستها من خلال المنظور القانونى، وتحديد وظائفهـــا، وكيفية أداء هذه الوظائف، وضوابط ممارسة عملها وأدائها لدورها، وآثار كل ذلك على حقوق الأشخاص المتعاملين فيها والتزاماتهم، ويستحيل أن نتناول كل الجوانب القانونية للبورصة فى بحث واحد؛ ولذلك فسوف نتناول جانبًا من هـــذه الجوانـــب القانونية للبورصة، وهو الجانب الخاص بسمـــسار البورصـــة وتحديـــد مركـــزه القانونى.

فالبورصة هى عنوان الاقتصاد ، ومن وجه نظرنا فإن السمسار هو واجهة البورصة ؛ فمن خلال شخصية السمسار فى المقام الأول وما يتمتع به من صـــفات ومزايا تدخل الاستثمارات والمدخرات للاستثمار داخل البورصة، وكذلك العكـــس فإن ما يعانى منه السمسار من سلبيات وما يترتب عليها من انطباع داخل نفـــوس المستثمرين -يؤدى إلى هروب الأموال والاستثمارات من داخل البورصـــة إلـــى خارجها، بما ينعكس على أداء البورصة ونشاطها بشكل مباشر، ثم على الاقتـــصاد ككل.

ويساعد تحديد المركز القانونى للسمسار على تحديد حقوقه والتزاماته، وفى حالة التزام السمسار بأداء التزاماته تجاه العملاء والبورصة علـــى أكمـــل وجـــه، يضمن ذلك خلق مناخ من الثقة والأمان داخل نفـــوس المتعـــاملين داخـــل ســـوق الأوراق المالية، فيزداد حجم الأموال والاستثمارات داخل السوق، بما ينعكس بشكل إيجابى على حجم التداول ومستوى أداء البورصة، ويساهم فـــى نمـــو الاقتـــصاد وازدهاره، وكذلك العكس فإن تقاعس سمسار الأوراق المالية عن الوفاء بالتزاماته تجاه البورصة وتجاه عملائه سوف يؤثر بشكل سلبى وخطير على أداء البورصـــة والاقتصاد، مما يقتضى الحد من هذه السلبيات من خلال المسئولية التى تنشأ علـــى عاتق السمسار فى حالة إخلاله بالتزاماته وتوقيع الجزاء المناسب لهـــذا الإخـــلال؛ سواء أكان الجزاء مدنيًّا أم تأديبيًّا أم جنائيًّا، بما يضمن الردع ومنع أى مخالفات.

ويتحقق كل ذلك من خلال وضع التنظـــيم التـــشريعى الأمثـــل والمناســـب لسمسار الأوراق المالية، ودوره الخطير الذى يقوم به داخل البورصة؛ حيث تعتبر

التشريعاتُ العنصرَ الأساسى الذى يحكم التعامل فـــى البورصـــة، فكلمـــا كانـــت التشريعات محكمة وجيدة، ولا تعانى من مواطن القصور أو الغموض أو اللـــبس، كانت البورصة قادرة على تحقيق أدائها لدورها الاقتصادى على المستوى القومى .

ثانياً: أهمية البحث

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من خلال أهمية الأدوار المتعددة التـــى تلعبهـــا أسواق الأوراق المالية فى الاقتصاديات الحديثة، باعتبارها أحد أهـــم المؤســـسات الاقتصادية التى تهدف إلى جذب رؤوس الأموال والاستثمارات الوطنية والأجنبية، وتنمية المدخرات، وزيادة حجم عمليات تداول رؤوس الأموال؛ داخليًّا وخارجيًّا.

إلا أنه من الناحية العملية فقد ظهرت مثالب عديدة تجـــسد حـــصادها فـــى سلبيات أقل ما يمكن أن توصف به بأنها كبيرة وخطيرة على الاقتـــصاد القـــومى، والتى تعوق سوق الأوراق المالية عن أدائها لوظائفها المالية والاقتـــصادية، ممـــا يهدد نمو الاقتصاد القومى، بل قد يؤدى إلى تدميره وانهياره والتأثير السلبى علـــى الاقتصاد العالمى.

ومن هنا كان لا بد من البحث فى أغوار النصوص القانونيـــة التـــى تثيـــر إشكاليات قانونية جديرة بالبحث والتحليل بهدف البحث عن أسبابها والسعى لإيجـــاد حلول لها، وسد ما بها من نقص أو عجز، بهدف ضمان وضع التنظـــيم القـــانونى الأمثل لسوق الأوراق المالية بجميع عناصره وعلى رأسها سمسار الأوراق المالية؛ لضمان أداء سمسار الأوراق المالية لدوره الإيجابى والفعال فـــى تحقيـــق ســـوق الأوراق المالية لوظائفها الاقتصادية.

إن السمسرة فى الأوراق المالية تقوم بدور بالغ الأهميـــة بالنـــسبة لكفـــاءة السوق والنهوض بالاقتصاد فى الدول النامية والمتقدمة على حـــد ســـواء؛ حيـــث يفترض فى سماسرة الأوراق المالية أنهم أصحاب دراية ومعرفة بأحوال الشركات التى يطلع جمهور المستثمرين على اقتناء الفرص فى استثمار أموالهم فـــى تلـــك المشروعات، فيستطيع السمسار المتخصص تحديد فرص الاستثمار الجيدة ومعرفة

السعر المناسب من خلال ما يتوافر لديه من معلومات وتحاليل مالية وفنيـــة مـــن خلال منظومة متكاملة متمثلة فى شركة السمسرة ككيان كامل وشامل ومتخصص فى إعطاء النصائح والتوصيات بالقيام بعمليات التداول فى البورصة؛ سواء كـــان بالبيع أم بالشراء لصكوك الشركات المتداولة داخل البورصـــة، ومـــن هنـــا فـــإن السمسار يكون من أبرز الأشخاص داخل البورصة.

ونظرا لأهمية السمسار بالبورصة ودوره الفعال فـــى النهـــوض بالـــسوق والحفاظ على توازنه، اشترط المشرِّع المصرى وجود السمسار لنجـــاح عمليـــات التداول داخل البورصة، وفقًا لما تم النص عليه فى قانون التجارة رقم: ١٧ لـــسنة ١٩٩٩م، وأيضًا قانون سوق رأس المال رقم: ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

لقد كان الغرض من اشتراط المشرِّع المصرى لوجود السمسار فى عمليات التداول داخل البورصة، رعايةَ مصالح المستثمرين بالبورصة، فسمـــسار الأوراق المالية يقوم بعمله فى البورصة وفقًا لتنظيم قانونى يفرض عليـــه مجموعـــة مـــن الشروط والإجراءات التى تضمن توافر حسن السمعة والخبرة والكفاءة للسمـــسار؛ حتى يستطيع خدمة المستثمر بتوافر النصائح والتوصيات القائمة على علم ودراية، وليست مجرد تكهنات وخواطر فكرية، وذلك بغرض توفير أدوات فعالـــة لخدمـــة المستثمرين خاصة فيما يتعلق بالنصائح والإرشادات والتوصيات للاســـتثمار فـــى البورصة، ومن أجل حماية المستثمرين، خاصة صغار المستثمرين، من التعـــرض لمخاطر عمليات المضاربات والتلاعب والتدليس، والتى قد تحدث بالسوق، اشترط المشرِّع على المستثمرين ضرورة اللجوء إلى شركات السمسرة، والتـــى تتـــوافر لديها الخبرة والعلم والكفاءة، التى تضمن حماية المستثمرين من الوقـــوع فريـــسة لمثل هذه المخاطر التى يقوم بها بعض المضاربون.

كما أن الاستثمار فى البورصة يقتضى جمع المعلومات الخاصة بالـــشركات المتداولة داخل البورصة؛ للتعرف على مراكزهـــا الماليـــة الحقيقيـــة، وخططهـــا

وتوسعاتها المستقبلية، وغيرها من البيانات التى يكون من الضرورى العلم بها قبل اتخاذ القرار بالتعامل فى صكوك هذه الشركات، فيصعب على أغلب المستثمرين التوصل لهذه المعلومات، خاصة فيما يتعلق بالمعلومات التى تمثل أسرارًا مهنية لهذه الشركات، فلا يجوز للجمهور الاطلاع عليها، فقد حرص المشرّع على تحقيق هذا الغرض للمستثمرين خاصة صغار المستثمرين من خلال اللجوء لشركات السمسرة، والتى يحق لها الاطلاع على كافة البيانات الخاصة بالشركات المقيدة بالبورصة، حتى تستطيع عمل التحاليل المالية والفنية لهذه الشركات، وتقديم التوصيات والنصائح للاستثمار فيها، وهذا الحق فى الاطلاع على المعلومات والوثائق هو حق خاص لشركات السمسرة فقط دون غيرها، فلا يجوز للجمهور الاطلاع على هذه المعلومات من أجل الحفاظ على الأسرار المهنية للشركات، وعدم الإضرار بمصالحها التنافسية وخططها.

فمن كل ما سبق تبدو الأهمية الكبرى لسمسار الأوراق المالية فى النهوض بكفاءة سوق رأس المال، والحفاظ على أموال المستثمرين من الضياع فى تقلبات أسعار التداول داخل البورصة، وتوفير فرص الاستثمار الجيد لأموال المستثمرين من خلال الحرص والسعى للحفاظ على مصالحهم.

وهذا ما يدعونا إلى ضرورة دراسة هذا الكيان الذى يقوم عليه سوق الأوراق المالية، والذى يلعب الدور الأساسى فى الحفاظ على أمن هذه السوق واستقرارها، وتحقيق التنمية المالية والاقتصادية.

وكل ذلك بهدف وضع التنظيم القانونى الأمثل لسمسار الأوراق المالية.

ثالثا: إشكاليات البحث

تكمن إشكاليات هذه الدراسة فى قلة المراجع، خاصة المراجع الأجنبية، وكذلك الدراسات التى تتصف بالعمق والشمولية فى تناول موضوع هذه الدراسة، وأيضًا توقف سعى الباحثين عن محاولة إيجاد تحديد أمثل لطبيعة المركز القانونى لسمسار الأوراق المالية، واكتفاء الكثير من الباحثين بما استقر عليه الوضع لدى

المشرِّع المصرى من تقييم مركز سمسار الأوراق المالية على أساس كونه سمسارًا ذا طبيعة خاصة، ضامنًا لسلامة العمليات التى يتوسط فيها، فكـــان لزامًـــا علينـــا السعى والبحث عن تحديد المقصود بأنه ذو طبيعة خاصة، ووضع المسمى القانونى الأمثل لهذه الطبيعة الخاصة؛ وذلك من أجل تحديد الأحكام القانونية واجبة التطبيق لتنظيم أداء سمسار الأوراق المالية لدوره بما يضمن تحقيق الأهداف المنشودة منه فى السعى إلى الحفاظ على أمن سوق الأوراق المالية واستقرارها، والـــسعى إلـــى جذب الاستثمارات والمدخرات لاستثمارها داخل هذه السوق.

رابعًا: منهج الدراسة

اعتمدنا فى دراستنا هذه على عدة أساليب فى منهج الدراسة، تتمثل فى الآتى:-

١- **المنهج التحليلى**: من خلال تناولنا لتعريـــف السمـــسرة بـــشكل عـــام، والسمسرة فى الأوراق المالية، وبيان السمات المميزة لسمسار الأوراق المالية عن غيره فى كافة الجوانب التى يتميز بها، مع تحليـــل النـــصوص القانونيـــة والآراء الفقهية.

٢- **المنهج المقارن**: من خلال استعراض الآراء الفقهية المختلفة ومقارنتها وترجيح إحداها، وأيضًا بيان موقف المشرع المصرى ومقارنته بالمشرع الفرنسى.

خامسًا: خطة الدراسة

تضمنت هذه الدراسة فصلًا تمهيديًّا تناولنا فيه ماهيـــة السمـــسرة بمفهومهـــا العام، وأيضًا ماهية السمسرة فى الأوراق المالية، وذلك من خلال مبحثين.

ثم قسمنا الدراسة لموضوع بحثنا إلى بـــابين، **البـــاب الأول**: وهـــو البـــاب الخاص بأصل موضوع دراستنا، وهو التكييف القانونى لسمسار الأوراق الماليـــة، وقد تم تقسيمه إلى فصلين؛ **الأول**: تناولنا فيها الطبيعة القانونيـــة لـــسوق الأوراق المالية ، وتحديد أشخاص سماسرة الأوراق المالية، وشروط اكتساب صفة سمـــسار بسوق الأوراق المالية ، وكل ذلك من خلال **ثلاثة مباحث** بالفصل الأول.

أما **الفصل الثانى** فتناولنا فيه الآراء والمحاولات المختلفة فى تحديد الطبيعة القانونية لسمسار الأوراق المالية، وذلك من خلال خمسة مباحث .

أما **الباب الثانى** بدراستنا فقد تم تخصيصه لتناول أهم النتائج والآثار التـــى تترتب على تحديد طبيعة المركز القانونى لسمسار الأوراق المالية، وذلك من خلال فصلين؛ **الأول**: تناولنا فيه بيان التزامات سمسار الأوراق الماليـــة وحقوقـــه فـــى **مبحثين**، وفى **الفصل الثانى** تناولنا تحديد المسئولية التى تنشأ فـــى ذمـــة سمـــسار الأوراق المالية فى حالة إخلاله بأحد التزاماته القانونية المفروضة عليه، وذلك فى مبحثين: المسئولية المدنية فى **المبحث الأول**، والمسئولية التأديبيـــة فـــى **المبحـــث الثانى**.

الفصل التمهيدى

ماهية السمسرة العادية والسمسرة

فى سوق الأوراق المالية