

أحكام العلاقة بين أطراف التداول النظام القانوني لتداول الأوراق المالية في البورصة

اعداد

فتحي عبد الرحمن الشويطر

أحكام العلاقة بين أطراف التداول

الملخص

سمسار الأوراق المالية هو وسيط من نوع خاص، يوجب القانون وجوده في عقد تداول الأوراق المالية، ويترتب البطلان على أي عملية تداول في البورصة دون وسيط.

تنظم الأحكام بين أطراف التداول بشكل يجعل دور الوسيط هو المحوري بينهم، لأن التزاماته وحقوقه ترتبط بالأطراف جميعاً، وعلاوة على ذلك فهي ليست محصورة نحو طرفي البيع بل عليه التزامات وله حقوق هامة تتعلق باحتكاره مهنته ويلتزم بها أمام الجهات الرقابية.

علاقات أطراف التداول ينبغي أن تكون قائمة على الإفصاح والشفافية، وقد سعت القوانين إلى تنظيم الإجراءات بحيث تضمن انسياب عملية التداول دون تلاعب أو غش، وهناك معايير محلية ودولية تم اتباعها في هذه الشأن.

المقدمة

يقوم الاستثمار في الأوراق المالية على بيعها وشرائها والاستفادة من فوارق الأثمان، ويتم ذلك عبر تداولها في البورصة غالباً، ويرتكز الأمر على قيام مالك الورقة المالية بعرضها للبيع ليقوم المشتري بشرائها، رغبة في بيعها بعد ذلك، وهذه باختصار هي عملية المضاربة في البورصة.

إلا أن طرفي البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية لا يرتبطان بتعامل مباشر فيما بينهما، فلا بد من وجود وسيط هو سمسار الأوراق المالية، الذي أوجب القانون وجوده في هذه العملية، ونص القانون على أنه إذا أبرمت عملية تداول دون وسيط فتعتبر باطلة، وبهذا فإن السمسار هو طرف أساسي في عملية التداول وهو محتكر لهذه المهنة، وفي العادة يكون هناك سمسار للبائع وسمسار للمشتري، والرابط بين هذين السمسارين في عقد عملية التداول هو نظام الكتروني يمر بمراحل معينة منذ إصدار أمر البورصة بالبيع أو الشراء إلى مرحلة التدقيق في الأمر وتوفير عرض مقابل، والتحقق من وجود الثمن وصحة ملكية الورقة المالية وإبرام العملية وتسويتها وقيدتها ونقل ملكية بإجراءات متعددة ومنظمة تنظيمياً دقيقاً.

ما يهمنا في هذا البحث هو تلك العلاقة بين أطراف التداول الذي ذكرنا أنهم ليسا البائع والمشتري فقط، بل هناك السمسار أيضاً، الذي يعتبر دوره محورياً عند البحث في علاقته بالأطراف، لأنه هو من يتعامل مع كل طرف سواء كان سمسار للبائع أم للمشتري، فتنشأ التزامات متقابلة بينه وبين طرف البيع البائع أو المشتري، بالإضافة إلى أن للوسيط أحكاماً خاصة بعمله لا تتعلق بالأطراف أو التزاماته نحوهم، بل تتعلق بالمهنة وتنظيمها، والعلاقة بالجهات المختصة التي تملك الرقابة عليه وتقوم بمحاسبتها، كما أن هناك أمراً مهماً آخر يتعلق بنظام العلاقة بين أطراف التداول هو الحوكمة والإفصاح الذي يتعلق بقواعد التداول.

لذلك نبحت هذا الموضوع ونقسمه إلى مبحثين يخصص الأول منهما لدراسة العلاقة بين العميل والسمسار، ويخصص الآخر لدراسة الحوكمة والإفصاح.

المبحث الأول

العلاقة بين العميل والسمسار

يختار العميل وسيطاً له وهو السمسار الذي سيفوضه بإجراء عملية ما سواءً بيعاً أم شراءً لأوراق مالية، في العادة يطمح المستثمر إلى تحقيق أعلى ربح من تلك العملية.

لا بد أن تكون هذه العملية سليمة، غير مخالفة للقانون، ولا وهمية، ولا تؤثر على الصالح العام، وكل ذلك من مسؤولية السمسار أن يضعه في الاعتبار، لأنه يضمن سلامة العملية.

يرتب ذلك على السمسار التزامات كثيرة، منها ما هو قائم نحو العميل ومنها ما هو ملتزم به كونه سمساراً يعمل في مجال الأوراق المالية، تراقبه الجهات المختصة عبر أنظمة خاصة.

يكون للسمسار مقابل ذلك حقوق بحكم احترافه هذه المهنة، ندرس التزاماته وحقوقه في مطلبين.

المطلب الأول

التزامات السمسار

لم يعرف المشرع المصري عقد الوساطة الذي يتم إبرامه بين الوسيط والعميل، ولكن تم تعريفه في الفقه بأنه "عقد بمقتضاه يلتزم سمسار البورصة أن يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية المقيدة في البورصة باسم ولحساب العميل مقابل عمولة محددة، ويكون ضامناً لتنفيذ العقد"^{٢٣٦٢}، وهذا العقد هو الذي بموجبه تترتب التزامات الوسيط نحو العميل، مع عدم إغفال أن هناك التزامات هامة يلتزم بها الوسيط نحو النظام العام، الذي تشترطه القوانين والإجراءات التفصيلية الصادرة عن هيئة الرقابة المالية وإدارة البورصة تحت طائلة العقوبة حال المخالفة، كما أن عليه الالتزام بكل ما يلزم التجار عموماً^{٢٣٦٣}، كون مهنته هي حرفة تجارية بامتياز.

مع أن حسن النية في المعاملات وخلوها من الغش والتدليس هو أمر افتراضي ومبدأ أخلاقي، يجب على الجميع الالتزام به دون حاجة إلى النص عليه، إلا أن المشرع المصري تدخل بالنص الصريح، ملزماً شركة السمسرة بذلك فحظر على الشركة عدة أمور تتعلق بأي شبهة من الممكن أن تجعلها تخالف هذا المبدأ^{٢٣٦٤}.

٢٣٦٢ د. طاهر شوقي محمد مؤمن، الإطار القانوني لبيع الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٧، ص ٣٨٧، والقصد

بضمان تنفيذ العقد أي تنفيذه سليماً، مع العلم أن هذا اتجاه في الفقه أي ضمان الوسيط لتنفيذ العقد وهو ما ذهب إليه القانون الفرنسي

٢٣٦٣ من أبرز هذه الالتزامات، التسجيل في السجل التجاري واتخاذ اسم تجاري، وإسكاف الدفاتر التجارية والامتناع عن المنافسة غير

المشروعة، وعلى السمسار الالتزام بما تعلنه البورصة من قواعد ونظم لتداول الأوراق المالية، ونظام العضوية الذي تضعه البورصة

بموجب نص المادة ٢٥٧ من قانون سوق رأس المال

٢٣٦٤ المادة ٢٤٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، حظرت الغش والتدليس أو ما ينطوي عليه، كإنشاء حسابات وهمية وإجراء

عمليات باسم العميل دون إذنه، والإنفاق من أمواله، والامتناع عن الإفصاح، والرهن بضمان أوراق العملاء

كما حظر على شركات الوساطة ممارسات تؤثر على التعامل في البورصة مثل التعامل المبني على معلومات داخلية توفرت للشركة ولم تتوفر لعموم العملاء، أو التلاعب في الأسعار أو التأثير غير المبرر عليها، أو إجراء عمليات وهمية كالبيع الصوري^{٢٣٦٥}.

يدل ذلك على أن المبادئ الأخلاقية العامة التي يجب الالتزام بها من الجميع، لا تكون كافية إلا إذا وضعت لها ضوابط خاصة وأحكام تفصيلية، تتعلق بكيفية تسيير السمسار لعمله ومسؤوليته في الحفاظ على مصلحة العميل، مع قدرته على تجاوزها، ومذهب المشرع المصري قد أصاب في ذلك.

نناقش هنا التزامات الوسيط نحو العميل والتي تتمثل في التزامه بتنفيذ أمر العميل، والالتزام بضمان سلامة تنفيذ الصفقة، والالتزام بالإفصاح، وكذلك التزامه بعدم عقد الصفقة مع نفسه، لكن قبل ذلك، سنسرد التزامات الوسيط بحكم مهنته وذلك كما يأتي :

الفرع الأول: التزامات السمسار بحكم المهنة

يلتزم السمسار بعدة مسؤوليات بمناسبة كونه سمساراً، وتقوم عليه مسؤولية مدنية أيضاً، نصلها في الآتي:

أولاً: السرية المهنية

أقر مرسوم ١٨٩٠ الفرنسي كقاعدة جازمة أن على "عملاء الصرف" أن يحفظوا السر الذي لا يفشى على الإطلاق، حول الأشخاص الذين يكلفونهم بالتفاوض، وهذه القاعدة باقية على تطبيقها برغم أن القوانين الحديثة كمرسوم ١٩٨٨ لم يتطرق إليها ولم يأت على ذكرها، ذلك لأن أساسها باق فعدم التكتّم قد يطلق تحركات مضاربة مضرّة بالمصالح الخاصة بالعملاء، كما أن النظام العام لمجلس بورصات القيم قد أشار إلى السرية بصورة غير مباشرة.

ترتكز السرية المهنية على المصلحة الخاصة للزبائن، ولكنها تحمل عدة استثناءات، منها ما قرره القضاء الفرنسي برضا الأطراف^{٢٣٦٦}، وبناء على طلب الورثة الذين يكملون الشخص المتوفى^{٢٣٦٧}، وترفع السرية أيضاً إذا كانت العملية التي تدخل فيها شركة البورصة كوسيط قد أنتجت على الأساس العقدي "مبدأ دعوى من متعاقد على آخر"، وهكذا إذا جرت المطالبة بأوراق مالية ضاعت أو سرقت.

تستطيع المحاكم أثناء النزاع إعفاء العملاء من واجب السرية، وكذلك في حال مراجعة ضد غصب، ولا تقوم السرية في وجه مجلس الأسواق المالية، ولا في وجه لجنة عمليات البورصة، إذ هما يملكان سلطة استقصائية، ولكن أعضاء المجلس ملزمون بالسرية^{٢٣٦٨}.

٢٣٦٥ قواعد العضوية الصادرة بقرار البورصة رقم ٤٢ لسنة ٢٠٠٦

٢٣٦٦ محكمة ليون ١٨٨٣/٧/٣١

٢٣٦٧ تمييز استدعاء ١٨٨٢/٨/٨، هذا الحكم وسابقه مذكوران في ريبير وروبلو المرجع السابق

٢٣٦٨ ريبير وروبلو، مرجع سابق، ص ١١٠-١١١

ثانياً: واجبات الحذر

يتعين على مقدمي خدمات التوظيف احترام أصول الإدارة المعتمدة من أجل ضمان سيولتها وملاءتها وتوازن بنيتها المالية، ويتعين عليهم بشكل خاص احترام نسبة تغطية وتوزيع المخاطر، وتسهر اللجنة المصرفية على احترام هذه القواعد^{٢٣٦٩}.

ثالثاً: الرقابة على الموظفين

يجب على مقدمي خدمات التوظيف من أجل نزاهة وشفافية السوق، قيامهم بالرقابة على نشاط العاملين لديهم من الموظفين، وذلك يشمل كافة الأشخاص الطبيعيين الذين يعملون تحت سلطة مقدم خدمات التوظيف أو من يعمل لحسابه، فيجب أن يكونوا حاملين لبطاقة مهنية عندما يقومون ببعض الوظائف.

وعليهم عدم تفضيل أي أوراق مالية أصدرها مشاركون لحسابهم الخاص بالنسبة إلى أوامر مجمل الزبائن، والمشاركون القائمون بوظائف حساسة قد يرون أنفسهم ممنوعين تماماً أو جزئياً من إصدار أوامر لحسابهم الخاص.

ويتم تعيين شخص مسؤول عن الوظيفة الأدبية يسمى بالمرشد يعمل بشكل خاص على إرساء إجراءات تعرف باسم "جدار الصين"، والهدف منها منع تداول معلومات سرية غير واجب تداولها^{٢٣٧٠}.

وتنهض مسؤولية الوسيط عن العاملين لديه من المسؤولية العامة الواردة في نص القانون المدني، بمسؤولية المتبوع عن أعمال تابعه، الواردة في المادة ١٧٤ من القانون المدني المصري^{٢٣٧١}.

رابعاً: ضمان الأوراق المالية والتحقق من ملاءتها

كان هناك نوع من الضمانة الجماعية في فرنسا عن طريق غرفة النقابة بتنفيذ التعهدات التي يعقدها عامل المصرف المتخلف تجاه زبائنه وتجاه زملائه، ثم تغيره هذا الحل بتأسيس وتشغيل صندوق يهدف إلى ضمان تعهدات شركات البورصة تجاه الزبائن، وأنشئت آلية لضمان الأوراق المالية تتضمن التعويض على الموظفين في حالة عدم ملاءة وسائلهم المادية وكذلك تعويضهم عن ودائعهم النقدية عندما يكونون مرتبطين بخدمة توظيف أو بمقاصة أو بحفظ وسائل مالية. إذا لم تتح هذه الآلية للزبائن قبض كامل ديونهم، فلهؤلاء الزبائن اللجوء إلى قواعد عامة، لكن حظوظهم في هذه الحالة ستكون محدودة عن الاستفادة الكاملة، وفي ذلك شواهد قضائية^{٢٣٧٢}.

٢٣٦٩ ريبير وروبلو ص ١١١

٢٣٧٠ الحديث في هذا الأمر عن فرنسا، ينظر المرجع نفسه

٢٣٧١ هناك شواهد قضائية عدة في ذلك، منها نقض ٦٥٨٧ استئناف لسنة ق جلسة ١/٢٦/١٩٨٨، والطعن ١٩١٩٦ لسنة جلسة

١٩٩٢/١٠/٢٢

٢٣٧٢ للمزيد ولمعرفة أرقام وتواريخ الأحكام والمحاكم الفرنسية التي أصدرت هذه الشواهد، ينظر ريبير وروبلو ص ١١٣ الفقرة ١٨٧١

خامساً: واجبات أخرى

يجب على مقدمي خدمات توظيف الأموال أن يحترموا قواعد السلوك الحسن المخصصة لضمان حماية الموظفين ونظامية العمليات، وهذه القواعد يقرها مجلس الأسواق المالية، ماعدا قواعد تتعلق بإدارة المحفظة فيحددها مجلس عمليات البورصة.
من تلك القواعد، التصرف بإخلاص والعمل بإنصاف ما أمكنهم من أجل مصالح زبائنهم ومن أجل نزاهة السوق، والاستعلام عن الوضع المالي لزبائنهم، وبذل الجهد من أجل تقادي تضارب المصالح^{٢٣٧٣}.

ولا يمكن بحال إغفال أن الوسيط السمسار هو تاجر أصلاً فيجب عليه جميع ما يجب على التاجر، من الالتزام بأحكام السوق واتخاذ اسم تجاري والتسجيل في السجل التجاري، وإسالك الدفاتر التجارية، والامتناع عن المنافسة غير المشروعة، وكما ذكرنا ونؤكد على ذلك ضمان سلامة العملية التي يقوم بها^{٢٣٧٤}.

المسؤولية المدنية للوسيط

تظهر المسؤولية المدنية للوسيط بمناسبة قيامه بتقديم خدمة خاطئة أو مضرة بالعميل، وقد برزت قضايا في فرنسا ظهرت فيها مسؤولية الوسيط^{٢٣٧٥}، وقد تم إلزام الوسيط بقواعد السلوك الحسن التي فرضها عليهم مجلس أسواق المال بأن مقدم خدمات توظيف الأموال يجب أن يعمم المعلومات المفيدة مع الأخذ في الحسبان الشخص المستفيد من الخدمة، وعلى الوسيط تقدير قدرة الزبون، والإعلام والتبصير عن الصفات المميزة للعمليات المرتقبة ومخاطرها، وقد صدرت في فرنسا، أحكام واجتهادات قضائية تفرض على المصارف وعلى شركات البورصة احترام واجب الإعلام وواجب النصيحة التي تلائم قدرة الزبون، وإن لم تفعل ثبتت مسؤوليتها^{٢٣٧٦}.

الفرع الثاني: التزامات السمسار نحو العميل

أهم ما يسعى إليه العميل في تعاقد مع السمسار هو تنفيذ عقد أمر البورصة، من خلاله يكون على عاتق السمسار التزامات هامة، أبرزها:

أولاً: التزام الوسيط بتنفيذ أوامر العميل

الغرض الجوهري الذي من أجله يتعاقد العميل مع الوسيط هو بيع أو شراء أوراق مالية، فمن الطبيعي أن يكون تنفيذ أمر العميل هو أول وأهم التزامات الوسيط، وهو الالتزام

٢٣٧٣ مادة ٥٨ فقرة ٤ من قانون ١٩٩٦/٧/٢، ريبير وروبلو ص ١١١

٢٣٧٤ أوجب القانون على السمسار ضمان سلامة العملية بنص المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال

٢٣٧٥ تمييز تجاري ١٩٩٧/١٠/٧، نشرة جولي بورصة ١٩٩٨، ٢١، مذكور في ريبير وروبلو ص ١١٤

٢٣٧٦ تمييز تجاري ١٩٩٣/٢/١٣، ٩١/١١/٥، نشرة جولي بورصة ١٩٩٣، ٢٩١، ١٠/٥/١٩٩٤، ١١/٢/١٩٩٤، ق ٣ مجلة اجتهاد وروبلو

الذي بموجبه يتمتع الوسيط بالحق الحصري في تنفيذه، كون القانون قد منع المتعاملين من القيام بالتعامل فيما بينهم مباشرة بدون الوسيط إذا كان ذلك في السوق المنظمة^{٢٣٧٧}.

لكن هناك خلافاً أثير في الفقه بشأن مدى حق الوسيط في رفض تنفيذ الأوامر الصادرة إليه من عميله، فظهرت ثلاثة اتجاهات متباينة في هذا الشأن، ذهب أولها إلى عدم جواز قيام الوسيط برفض تنفيذ الأوامر الصادرة إليه من عميله، بينما ذهب الثاني إلى حرية الوسيط في تنفيذ الأوامر أو رفضها، وكان الاتجاه الثالث متوازناً من حيث أوجب الإقرار بمبدأ إلزام الوسيط بتنفيذ الأوامر ولكن مع منحه حق رفض تنفيذها في أحوال معينة، نعرض هذه الاتجاهات، ثم نعلق عليها، فيما يأتي:

الاتجاه الأول: عدم حق الوسيط في رفض تنفيذ أوامر العميل

ذهب أصحاب هذا الاتجاه إلى أنه بالنظر إلى الاحتكار المقرر للوسطاء في ممارسة مهنة الوساطة في سوق الأوراق المالية، وعدم جواز التعامل مباشرة بين المتعاملين في السوق المذكور، لذا كان من المنطقي الإقرار بعدم جواز رفض الوسيط تنفيذ الأوامر الصادرة من عملائه^{٢٣٧٨}، لأنه في حال أتيح للوسطاء رفض تنفيذ أوامر العملاء، فيصبحون هم الأمرون الناهون دون رادع، ولن يجد العملاء من يتولى تنفيذ الصفقات التي يرغبون بإجرائها، وبالتالي فإن الأمر الصادر من العميل للوسيط، هو أمر إجباري ملزم ليس بإمكان الوسيط رفضه.

الاتجاه الثاني: حق الوسيط في رفض تنفيذ أوامر العميل

على عكس الاتجاه السابق، ذهب بعض الفقه إلى اعتبار أن الوسيط له الحرية المطلقة في تنفيذ أو رفض تنفيذ أوامر العميل، وذلك بغض النظر عن كونه عميلاً قديماً أو جديداً، وسواء كان معروفاً من قبل الوسيط أم لا، مالم يوجد اتفاق بينهما، أو إذا تعلق الأمر بتصنيفية مركز قائم للعميل، فعندئذ لا يستطيع الوسيط أن يرفض تنفيذ الأمر وإلا تعرض للمسئولية^{٢٣٧٩}.

الاتجاه الثالث: عدم حق الوسيط في رفض تنفيذ أوامر العميل إلا في أحوال معينة

يأتي هذا الاتجاه متوسطاً بين الاتجاهين السابقين، حيث ذهب أصحابه إلى أن الأصل هو عدم جواز رفض الوسيط تنفيذ الأوامر الصادرة إليه من عملائه، وذلك كقابل طبيعي لحق احتكار العمل في الوساطة المقرر له قانوناً، لكن الالتزام بتلقي أوامر العملاء لا يعني بشكل مطلق الالتزام حتماً بتنفيذها، فالوسيط له في أحوال وظروف معينة عدم تنفيذ الأوامر الصادرة من عملائه^{٢٣٨٠}، مثل أن يكون هناك تقصير من العميل نفسه في أداء ما يلتزم به، كعدم تسليم

^{٢٣٧٧} ألزمت المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال أن يكون التعامل عبر الوسيط وإلا كان باطلاً

^{٢٣٧٨} أشار إلى هذا الاتجاه د طاهر شوقي مؤمن، مرجع سابق، ص ٢٥٨

^{٢٣٧٩} د عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، ط١، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية،

٢٠٠٩، ص ٧٥٣

^{٢٣٨٠} نفس المصدر، ص ٧٥٤

الورقة المالية المطلوب بيعها، أو عدم تسليم ثمن ما يراد شراؤه، أو أن الوسيط رأى بناء على خبرته أن هناك مخاطرة كبيرة^{٢٣٨١} أو ضرراً جسيماً يمكن أن يقع عند تنفيذ الأمر، أو كان العميل يرغب في التعامل بورقة لا يجوز التعامل بها^{٢٣٨٢}، أو كان للوسيط ظرف خاص أو قاهر يمنعه من تنفيذ أمر العميل.

وبالنظر إلى هذه الاتجاهات، نلاحظ أن المشرع المصري لم ينص على الحكم في هذه المسألة، وهو ما ترك المجال للفقه، ونجد أن الاتجاهين الأول والثاني غير مناسبين، كون أحدهما يتولى الإلزام المطلق يعاكسه الاتجاه الثاني في الحرية المطلقة، وبالتالي فالاتجاه الثالث هو المتوازن، ولكن لا بد من التشديد على أن الأصل هو إلزام الوسيط بتنفيذ أمر العميل طالما لم يكن يحتوي الأمر على مخالفة حقيقية أو جوهرية للنظام.

من الواضح أن التزام الوسيط سينبع من خلال عقد مع العميل يكون هو محور التزامات الطرفين، ومن الجدير الإشارة إلى أن الوسيط سيكون له حرية التعاقد من عدمه، ولكن مع عدم إغفال أن إقدامه على عدم التعاقد بغير سبب مقبول سيعد نوعاً من التعسف، الذي قد يرتب المسؤولية التقصيرية، إن أضر بالعميل، كون الوسيط محتكر لهذه الحرفة.

باعتبار أن الوسيط هو تاجر محترف وخبير في مهنته، فعليه عند تنفيذ أمر العميل العمل بكل أمانة ونزاهة وعليه الالتزام بقواعد ومبادئ القانون التجاري، وأن يعمل دائماً من أجل مصلحة العملاء^{٢٣٨٣} ويتعامل كمؤتمن على أموالهم وليس كشريك، كما أن على الوسيط عدم تجاوز أمر العميل حيث يحظر عليه هذا التجاوز بالزيادة أو النقصان عن الأمر، وهذا هو الأصل العام، إلا أنه إذا وجدت ظروف تصبح فيها أوامر العميل تشكل خطراً محدقاً عليه فعلى الوسيط أن يبصره بخطورة الأمر الصادر منه وأن يتأكد أنه شخصياً من أصدر الأمر بالطريقة المناسبة، ويعد التبصير التزاماً بالقواعد العامة في عقود الوكالة وقوانين سوق رأس المال^{٢٣٨٤}.

كما أن على الوسيط تنفيذ العقد طبقاً لما اشتمل عليه وبطريقة تتفق مع ما توجهه الأمانة والثقة بين المتعاقدين إذا كان في العقد إجمال، ولا يقتصر العقد على إلزام طرفيه بما ورد صريحاً فيه فحسب، بل يتناول أيضاً ما هو من مستلزماته وفقاً للشرع والقانون والعرف والعدالة وطبيعة التصرف بحسب طبيعة الالتزام، وإذا كانت عبارات العقد واضحة فلا يجوز العدول عنها عن طريق تفسيرها بحجة التعرف على إرادة المتعاقدين، طبقاً للقواعد العامة في القانون المدني.

بالمثل فإن الوسيط الذي يستطيع أحياناً رفض تنفيذ أمر العميل، فهو لا يستطيع التدخل من تلقاء نفسه في بيع أو شراء أوراق مالية معينة دون أن يكون مفوضاً من العميل فلا يحق له

٢٣٨١ د عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مجلة البحوث القانونية الاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد الثالث،

إبريل ١٩٨٨، ص ١٦٢

٢٣٨٢ د فاروق إبراهيم جاسم، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، ط١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، ٢٠١٦، ص ١٤٧

٢٣٨٣ مقتضى المادة ٢٣١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

٢٣٨٤ د عصام البهجي، المرجع السابق، ص ٧٥٥

إجراء معاملات على حساب العميل أو باسمه دون إذن أو تفويض منه أو مع تجاوز لهذا التفويض^{٢٣٨٥}، حتى لو قصد منها تحقيق مصلحة للأخير، ويعد تدخله في هذه الحالة فضالة.

ثانياً: التزام الوسيط بضمان سلامة العملية التي يقوم بها

هذا الالتزام يعد من أهم الالتزامات التي تقع على عاتق الوسيط، والتي قررها القانون بمنتهى الصراحة^{٢٣٨٦}، ويأتي هذا الالتزام بغرض بث الثقة في نفوس العملاء وترتيب المسؤولية على الوسيط عند تنفيذ عمليات التداول.

على الرغم من صعوبة تحديد مضمون هذا الالتزام بشكل دقيق ومحدد، إلا أنه من الممكن القول بأن الالتزام المذكور له مدلولان، أولهما شخصي يتعلق بالعميل الذي يتعامل مع الوسيط، والأخر موضوعي يتعلق بالورقة المالية محل الصفقة، فينبغي على الوسيط التحقق من شروط صحة التعاقد وعدم وجود غش^{٢٣٨٧}، والتأكد من شخصية العميل وسند ملكيته للورقة المالية وصفته، وأن التعامل يتم على أوراق مالية يجوز تداولها قانوناً^{٢٣٨٨}، وأنها غير محجوزة أو مستهلكة^{٢٣٨٩}.

وقد قررت بعض القوانين^{٢٣٩٠} التشدد في مسؤولية الوسيط حيث قررت أن الوسيط لا يكون ملزماً فحسب بضمان سلامة العملية، وإنما أيضاً بضمان تنفيذها، فهو يُسأل قبل عملائه عن تسليم الأوراق المالية التي يشتريها لحساب العميل الأمر بالشراء، وكذلك يُسأل عن ثمن الأوراق التي يبيعهها لحساب العميل الأمر بالبيع، ومن ثم فهو يضمن بالنتيجة العملية التي تتم بواسطته^{٢٣٩١}.

ثالثاً: التزام الوسيط بالإفصاح

يعتمد المستثمر على ما يبلغه من معلومات تتعلق بأداء أسواق الأوراق المالية، كي يستطيع بناءً على هذه المعلومات أن يكون رؤيته ويتخذ قراره بالاستثمار في الأوراق المالية، فتأتي المعطيات لتجعله يقوم بالشراء أو البيع وبالكمية المناسبة حسب الأحوال، ويلعب الوسيط دوراً مهماً في تزويد المستثمر العميل بكافة البيانات والمعلومات المتوفرة لديه عن الأوراق المالية محل الاستثمار وحركتها والمتوقع بشأنها، حيث يكون للوسيط خبرة ودراية في هذا

٢٣٨٥ نص المادة ٢/٢٤٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

٢٣٨٦ نصت المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال على أنه "تضمن الشركة (شركة الوساطة) سلامة العملية التي تتم بواسطتها.."

٢٣٨٧ د عصام البهجي نفس المرجع، ص ٧٥٧

٢٣٨٨ مثل أن يكون هناك قيود قانونية أو اتفاقية على تداول الأوراق، فهناك ما لا يجوز تداوله في أوقات معينة كالسنة الأولى من التأسيس،

أنظر ذلك في محله تحت عنوان، قيود تداول الأوراق المالية، في هذا البحث

٢٣٨٩ د طاهر شوقي مؤمن، المرجع السابق، ص ٢٧٢

٢٣٩٠ كالقانون الفرنسي الخاص ببورصات الأوراق المالية الصادر في ١٩٨٨/١/٢٢ في مادته رقم ٣

٢٣٩١ د فاروق إبراهيم جاسم، المرجع السابق، ص ١٥٧

المجال وقدرة على التحليل، من هذا المنطلق فإن القانون يلقي على عاتق الوسيط التزاماً عاماً بوجود الإفصاح تجاه عملائه عن كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بالورقة المالية^{٢٣٩٢}.

هناك التزامات سلبية قررها القانون على الوسيط، فقد منعه القانون من اتباع أية أساليب تنطوي على الغش والتدليس، بصفة خاصة إخفاء أو تغيير أو الامتناع عن الإفصاح عن الحقائق الجوهرية المتعلقة بالأوراق المالية^{٢٣٩٣}، كما أن هناك التزاماً على الوسيط بأن يتسم كل إعلان صادر عنه بالأمانة والدقة وأن يتضمن جميع البيانات التي يلزم الإفصاح عنها والتي تعتبر ضرورية للجمهور، ويحظر على الوسيط حجب أي حقائق أو معلومات جوهرية على نحو قد يؤثر على سلامة اتخاذ عملائه أو الجمهور لقراراتهم، أو إحداث أي لبس أو تضليل، ولا يجوز أن يتضمن الإعلان أي تصريح مبالغ فيه أو أن يكون ذا تأثير مزلزل^{٢٣٩٤}.

ولا يجوز أيضاً للوسيط أن يقدم لعميله النصيحة عن بيع أو شراء أوراق مالية لم تكن لديه من المعلومات الكافية التي تبرر تقديم مثل هذه النصيحة والملاءمة في التوصية، وهناك تطبيق عملي لمثل هذا الأمر فقد صدر حكم محكمة القضاء الإداري بشأن شركة ما قامت بعرض أسهم بعض عملائها بكميات كبيرة مما أدى إلى انخفاض سعر السهم بالإضافة إلى أسهم العملاء الآخرين، حيث قررت المحكمة بأن ادعاء الشركة بأنها "لم تكن لديها أبحاث عن تلك الأوراق لتتمكن من تقديم النصيحة لعملائها، لا يعفي تلك الشركة من المسؤولية"^{٢٣٩٥}.

ينبغي أيضاً على الوسيط تحري الدقة والموضوعية عند تقديمه البيانات، وأن يبذل العناية الكافية لتكون المعلومات أو البيانات المقدمة هي المطابقة للحقيقة، وقد أكدت محكمة النقض الفرنسية ذلك إذ أشارت إلى ضرورة أن تكون المعلومات المقدمة صحيحة ومحددة وصادقة، وفقاً للمادة ٢ من نظام لجنة عمليات البورصة^{٢٣٩٦}.

رابعاً: التزام الوسيط بعدم تعارض المصالح

يجب على الوسيط أن يعمل على تجنب نشوء أي تعارض في المصالح^{٢٣٩٧} يضر بمصلحة العميل، هذا التعارض المنهي عنه قد يتمثل في عدة أشكال؛ منها تعارض مصالح العملاء بعضهم مع بعض، فعلى الوسيط أن يساوي بين من تتشابه طبيعته وأوضاع تعاملهم مع

٢٣٩٢ د ظاهر شوقي مؤمن، المرجع سابق، ص ١٢٨

٢٣٩٣ نص المادة ٤/٢٤٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

٢٣٩٤ المادة ٢٢١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

٢٣٩٥ كانت الهيئة العامة لسوق المال قد نسبت إلى الشركة عدم إسداء النصح للعميل، مخالفة للالتزام الوارد في المادة ٢٣١ من اللائحة

التنفيذية لقانون سوق رأس المال، ولم ترتض الشركة ذلك فطعن على قرار هيئة سوق المال بتطبيق الجزاء عليها أمام محكمة القضاء

الإداري دائرة الاستثمار بمجلس الدولة، التي صدر قرارها هذا، بالحكم الصادر في الدعوى ٧١٢ لسنة ٦١ الصادر بجلسة

٢٠٠٧/١١/٢٤، دائرة الاستثمار بمجلس الدولة

٢٣٩٦ Cass.Com ١٤ Nov ١٩٩٥، JCP، ١٩٩٥ ed E Pan ٢P١١٤٩ مرجع سابق ص

٢٣٩٧ المادة ٢٣٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

الشركة وتجنب كل ما من شأنه تقديم مزايا أو حوافز أو معلومات خاصة لبعضهم دون بعض^{٢٣٩٨}.

من أشكال التعارض أيضاً أن تتعارض مصالح الوسيط مع مصلحة العميل، وفي هذا أنواع من التعارض من بينها التعارض أثناء تنفيذ أمر العميل، كأن يتم التعامل معه بشكل مفرط، مثلاً لذلك أن يجري الوسيط أو يختلق عمليات تداول تهدف إلى زيادة عمولات السمسرة أو غير ذلك من الأتعاب والمصروفات^{٢٣٩٩}، ومن بين التعارض الذي قد ينشأ بين مصلحة العميل والوسيط أن يقوم الوسيط بالتوسط لنفسه في عملية التداول، وهذا أمر محظور عليه تماماً، فلا يجوز أصلاً أن يكون الوسيط هو الطرف الثاني في التعاقد إذا كانت مصلحته الشخصية هي محل الاعتبار في التعاقد يتساوى في ذلك مع الوكيل بالعمولة^{٢٤٠٠}، ويأتي هذا المنع للوكيل بالعمولة لأمر يتعلق بطبيعة النفس البشرية، فقد يلجأ الوكيل بالعمولة إلى إثارة مصلحته على مصلحة موكله فيلحق الضرر بهذا الأخير.

ولا صعوبة في شرح هذه العلة، إذ لا شك أنه لا بد من أخلاق ملائكية لتجنب التحيز عند تعارض مصلحة الوسيط الشخصية مع مصلحة الموكل، والوسطاء ليسوا ملائكة، بل هم تجار يسعون إلى تحقيق الربح، فأغلب الظن ألا يخلص الوسيط في تقديم مصلحة عميله على مصلحة نفسه^{٢٤٠١}.

فالمعروف أن أي عقد غالباً إنما يمثل إرادتين متعارضتين، فالبايع مثلاً يسعى إلى الحصول على أفضل الأثمان، بينما يسعى المشتري للحصول على السلعة بأدنى الأسعار، ونفس القول يصدق على العقود الأخرى، وإذا سمح للوسيط أن يشتري لنفسه فإنه هو الجهة الوحيدة التي تراعي موازنة مصلحة العميل البائع التي يمثلها هذا الوسيط، ومصلحة المشتري التي يسعها إليها الوسيط نفسه، فأغلب الظن أن يفضل مصلحته هو ويؤثرها على مصلحة موكله^{٢٤٠٢}.

٢٣٩٨ المادة ٢٣١ من ذات اللائحة

٢٣٩٩ ذات المادة السابقة

٢٤٠٠ المادة ١٥٦ من قانون التجارة مصري التي نصت على أنه "١- لا يجوز للوكيل أن يقيم نفسه طرفاً ثانياً في الصفقة المكلف بإبرامها إلا في الحالات الآتية: أ- إذا أذن له الموكل في ذلك-ب- إذا كانت تعليمات الموكل بشأن الصفقة صريحة ومحددة ونفذها الوكيل بدقة-ج- إذا كانت الصفقة تتعلق بسلعة لها سعر محدد في السوق واشتراها الوكيل أو باعها بهذا السعر-٢- لا يستحق الوكيل في الحالات المذكورة في الفقرة السابقة أجراً نظير الوكالة"

٢٤٠١ د علي البارودي، العقود وعمليات البنوك وفقاً لأحكام قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠١، ص ٧٣

٢٤٠٢ د محمد حسين إسماعيل، القانون التجاري، الأعمال التجارية، التاجر، المحل التجاري، العقود التجارية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠٠٣، ص ٣٤٥

لكن هذا الحظر مستثنى إذا أذن به العميل الذي يستطيع أن يقدر مصلحته، إذا علم أن الوسيط سيعقد الصفقة لنفسه بناء على إفصاح مسبق^{٢٤٠٣}، وهناك من يرى أن يستثنى هذا الحظر أيضاً إذا كانت تعليمات العميل بشأن الصفقة صريحة ومحددة، ونفذاها الوسيط بدقة، بحسب إذا كان مكلفاً بالبيع أو الشراء بنفس ذلك السعر^{٢٤٠٤}.

يلاحظ أن المشرع المصري لم يسمح للوسيط بتنفيذ أوامر العملاء لحسابه الخاص سواء أكان في مركز البائع أم في مركز المشتري، في حين أن المشرع الأردني قد ميز بين نوعين من الوسطاء فالوسيط المالي هو الذي يمارس شراء وبيع الأوراق المالية بالعمولة لحساب الغير، أما الوسيط لحسابه فهو الذي يمارس شراء وبيع الأوراق المالية لحسابه الخاص مباشرة من خلال السوق^{٢٤٠٥}.

كما نلاحظ أيضاً أن الحظر الذي فرضه التشريع المصري على قيام الوسيط بالبيع لنفسه، يمتد ليشمل ليس الوسيط فقط وهي شركة السمسرة التي تتمثل في أعضاء مجلس الإدارة والمديرين والعاملين فيها، فيبلغ الحظر إليهم وإلى أقاربهم حتى الدرجة الثانية، أو من تربطهم علاقة مشاركة تجارية أو من يقومون بإعالتهم^{٢٤٠٦}، لكن هذا الحظر لا يشمل الشركاء في الشركة أو المساهمين فيها.

خامساً: التزام الوسيط بالكتمان

يقصد بهذا الالتزام حفاظ الوسيط على سرية البيانات والمعلومات الخاصة بالعميل التي يطلع عليها بمناسبة أدائه لعمله، ويبدو هذا الالتزام في ظاهره معاكساً لمبدأ الإفصاح، لكنه لا يتعارض معه، فكما هناك بيانات يجب الإفصاح عنها، فهناك ما يجب كتمانها والاحتفاظ به كسر من أسرار المهنة، التي يكمنها الشخص في نفسه من معلومات أو بيانات تتعلق بمهنته أو شخصه^{٢٤٠٧}، ويطلع الوسيط على معلومات خاصة بالعملاء قد تكون حساسة وخطيرة، بحكم عمله الذي يحكمه مبادئ الثقة والأمانة، والتي تضع على عاتقه المسؤولية الأخلاقية والقانونية بحفظ الأسرار والبيانات، والقوانين عادة تؤكد الالتزام بحفظ هذه المعلومات وإحاطتها بالسرية لأهميتها في سوق الأوراق المالية وتعلق مصالح المستثمرين بها، وإن خرقها وعدم المحافظة عليها يترتب المسؤولية على الشخص الذي يفشي سر المهنة^{٢٤٠٨}.

٢٤٠٣ بمفهوم نص المادة ٢٣٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، وكذلك نص المادة ٢٤١ التي جاء فيها أن على الشركة أن تخطر عملاءها كتابة وأن تحصل على موافقتهم الكتابية المسبقة على في حال وجود مصلحة خاصة ومباشرة للشركة في تسويق الورقة المالية محل التداول

٢٤٠٤ إلياس حداد، القانون التجاري، مطابع مؤسسة الوحدة، دمشق، ١٩٨١/٨٠، ص ٢٤٣

٢٤٠٥ المادة ١٢ من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة ٢٠٠٥، الأردن

٢٤٠٦ المادة ٢٣٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، وقد أجازت ذلك في حال موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية

٢٤٠٧ د يعقوب يوسف صرخوه، سر المهنة في القانون الكويتي، ذات السلاسل للطباعة والنشر والتوزيع، الكويت، ١٩٨٩، ص ١٣

٢٤٠٨ د علي جمال الدين عوض، عمليات البنوك من وجهة القانونية، دار النهضة العربية، ١٩٨٨، ص ٧١٢

ألزم المشرع المصري شركات الوساطة بمبدأ كتمان سر المهنة وعدم إفشاء سر العميل، خاصة البيانات التي وصلت إلى هذه الشركات بمناسبة أداء وظيفتها والتي اتجهت إرادة العميل إلى كتمانها^{٢٤٠٩}، فإذا وافق العميل كتابياً على إفشاء هذه المعلومات جاز للوسيط ذلك، فهو حق معتبر لمصلحة العميل، يجوز له أن يتنازل عنه، لكن تلك المعلومات التي تفرسها القوانين على الوسيط أو على عملية التداول، فلا يجوز كتمانها.

قرر المشرع المصري أيضاً عقوبة على إفشاء سر المهنة بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد عن عشرين مليون جنيه، أو بإحدى العقوبتين على "كل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله، تطبيقاً لأحكام قانون سوق رأس المال، أو حقق نفعاً منه هو أو زوجه أو أولاده.." ^{٢٤١٠}، ويلاحظ هنا أن العقوبة المالية قاسية جداً وشاسعة البون بين حدّها الأدنى والأقصى، والذي يشكل عقبة أمام القاضي لتقدير العقوبة الواجب فرضها، والتي يستحسن أن يراعي المشرع وضع تفاصيل تكون أكثر انسجاماً بين المخالفة وجسامتها مع العقوبة المقررة لها.

كما يجوز فضلاً عن هذه العقوبات، الحكم بحرمان الوسيط من مزاولة المهنة أو بحظر مزاولة النشاط لمدة لا تزيد عن ثلاث سنوات من ذلك النشاط الذي وقعت الجريمة بمناسبةه، ويكون الحكم بذلك وجوبياً في حالة العود^{٢٤١١}.

سادساً: التزام الوسيط بتقديم حساب للعميل

يلتزم الوسيط بأن يقدم لعميله كشفاً بالحساب عن التصرفات التي أبرمها لصالح الأخير، وذلك حسب الطريقة أو المدة المتفق عليها بينهما عند فتح الحساب، سواءً أكان ذلك بصورة يومية أم أسبوعية أم شهرية أم غير ذلك، ويجب على الوسيط أن يقدم للعميل المعلومات الضرورية عن ما وصل إليه حول تنفيذه أوامر العميل، وعند انتهاء عقد الوساطة يجب على الوسيط أن يقدم كشفاً بالحساب وأن يدعم هذا الكشف بالمستندات المتضمنة جميع المبالغ التي تم خصمها أو إيداعها في الحساب لصالح العميل.

نص المشرع المصري على هذا الالتزام في المادة ٢٦٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال التي جاء فيها أن "على الشركة استكمال إجراءات عقد العميلة وإخطار البورصة وشركة المقاصة بتنفيذها خلال المواعيد القانونية المقررة، وعليها إخطار العميل في خلال ٢٤ ساعة من تنفيذ العملية التي تمت، على أن يتضمن الإخطار بياناً تفصيلياً عما تم التعامل عليه من أموال وأوراق مالية وما تم خصمه من عمولات، وذلك دون الإخلال بالالتزام الشركة بإرسال بيانات دورية إلى عملائها".

٢٤٠٩ نصت المادة ٢٣٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أن "تلتزم الشركة بالمحافظة على السرية التامة لبيانات عملائها وعدم إفشاء أية معلومات عنهم أو عن معاملاتهم إلى الغير بدون موافقتهم الكتابية المسبقة وفي حدود هذه الموافقة..."

٢٤١٠ المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال وفق تعديلات ٢٠٠٨

٢٤١١ المادة ٦٩ من قانون سوق رأس المال، علماً بأن العقوبات تشمل جميع الجرائم التي ترتكب بالمخالفة لأحكام هذا القانون

في فرنسا، عندما يرتبط الوسيط بالعميل، فإنهما يبرمان عقداً مكتوباً يسمى عقد فتح الحساب، يتضمن بيانات معينة تتضمن ما يعد شروطاً عامة متعلقة بالعمليات التي ينفذها الوسيط لحساب عميله ومنها ما يتعلق بشروط استعمال الحساب^{٢٤١٢}.

يقوم الوسيط بتنفيذ العملية لحساب العميل ويرسل إليه اخطاراً يذكر فيه أنه قام بالبيع أو الشراء، ويحدد طبيعة وكمية الأوراق المالية محل العملية والسعر الذي تعاقد به، ويجب أن يكون هذا الإخطار موقفاً من الوسيط، وقد تعددت النصوص الفرنسية التي تلقي بهذا الالتزام على عاتق الوسيط^{٢٤١٣}.

يجب على الوسيط أن يراعي الأمانة والمصلحة بالعميل، فإذا ما حصل نزاع بين الوسيط والعميل على صحة البيانات الواردة في كشف الحساب، فعلى الوسيط يقع عبء إثبات صحة المعلومات الواردة فيه، كما يحق للعميل طلب الكشف عن الدفاتر والسجلات الموجودة لدى الوسيط^{٢٤١٤}، وذلك للاطلاع على بياناته هو فقط، لأنه إن اطلع على بيانات عملاء آخرين، فذلك سيكون تفریطاً من الوسيط في بيانات عملائه الآخرين الذي يجب عليه الحفاظ عليها، فإن ثار الخلاف حول ذلك كان أمام الطرفين حله عبر التحكيم أو القضاء.

المطلب الثاني

حقوق السمسار

كما أن على الوسيط التزامات، فإن له حقوقاً، هذه الحقوق تظهر على شكل التزامات تقع على عاتق العميل، وهذا أمر طبيعي في العقود التي الملزمة للطرفين، تُحدد هذه الالتزامات في العقد ذاته، وفي القانون وفي الفواعد الخاصة أو العامة، تتمثل حقوق الوسيط في حقه في العمولة والمصاريف والنفقات التي بذلها، وله حق في الحصول على ضمانات التنفيذ، كما أن له حقوقاً أخرى من حيث حق الوسيط في احتكار عمل الوساطة في الأوراق المالية، نبحت هذه الحقوق في فرعين.

الفرع الأول: حقوق السمسار قبل العميل

في كل عقد له طرفان، تكون هناك التزامات متقابلة غالباً، نبحت هنا ما يحق للسمسار قبل العميل

أولاً: حق السمسار في العمولة

٢٤١٢ د سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠، ص ٢٣٨، وأشار إلى المادة ٢/٣/٢ بقضائها من اللائحة العامة لمجلس الأسواق المالية الفرنسي

٢٤١٣ د عبد الفضيل محمد أحمد، مرجع سابق ص ١٧٤، وأشار إلى القرار الصادر عن المجلس الملكي بتاريخ ١٧٨٥/٨/٧، والمادة ١٤ من مرسوم ١٩٦١، وقواعد السلوك الحميد الصادرة في عام ١٩٩٨، كما بين أن المشرع الفرنسي في القانون الصادر في ١٩٩٠/٨/١٢ فرض على الوسيط اتخاذ الحيطة والحرص بشأن غسل أموال المخدرات عند إعداد كشف حسابات لعملائه لأن التعامل في البورصة هو أكثر الطرق المستخدمة في عملية غسل هذه الأموال حسب تعبيره.

٢٤١٤ د عبد الباسط مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، ٢٠٠٨، ص ٢٧٨

التعريف بالعمولة

العمولة هي مبلغ من المال يتقاضاه الوسيط نظير أدائه التزامه في العقد، وتعتبر العمولة حقاً طبيعياً للوسيط، وهي أحد أهم أهداف الوسيط من ممارسته عمله واحترافه هذه المهنة، فهو يمارس عملاً تجارياً لا يكون إلا بمقابل، حسبما نصت على ذلك المادة ٥/د من قانون التجارة^{٢٤١٥}، حيث أن كل التزام تجاري يقصد به القيام بعمل أو بخدمة لا يعد معقوداً على وجه مجاني، وإذا لم يعين الفريقان أجره أو عمولة فيستحق الدائن الأجر المعروف في المهنة.

مقدار العمولة

يتم تحديد مقدار العمولة عن طريق الاتفاق بين الطرفين، فإذا حصل نزاع بشأنها، فيحله القضاء أو التحكيم بناء على قواعد العرف السائد في السوق، وعلى العادات التجارية السارية، فإن لم يوجد عرف أو عادات، روعيت أحكام القانون المدني في تقدير الأجر^{٢٤١٦}.

أسند القانون إلى الطرفين الحرية في الاتفاق على مقدار العمولة، إذ نصت المادة ٢٥٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، على أن تلتزم الشركة بإبرام عقد فتح حساب مع كل عميل من عملائها يضمن طبيعة التعامل بينهما وجميع التزامات وحقوق الطرفين، ومن بين ذلك تحديد عمولة الشركة عن الخدمات التي تؤديها.

وتجنباً للمغالاة في تحديد العمولة، وتقدير حجمها بالنسبة للكثير من الأعمال المتعلقة بالوكالة التجارية أو الوساطة أو الدلالة، سعت بعض التشريعات إلى النص على مقدارها وتحديد تلك الأجر^{٢٤١٧}، قد يبدو ذلك منطقياً إلى حد ما، بالنظر إلى أن حق الوساطة محتكر من قبل الوسطاء، إلا أن تحديده بالقانون أمر صعب، ويتنافى مع قواعد التغاين التي يستفيد منها التجار في السوق.

لجأت الهيئة المختصة في مصر، وهي الهيئة العامة للرقابة المالية، إلى إرشاد المستثمر إلى سبل التعامل الآمن في البورصة، وحثته من عدد من المخاطر، من بينها المخاطر التي يقع فيها المستثمرون عند توقيعهم عقد السمسرة مع الشركة التي يختارونها لتولي أعمال الوساطة لهم، وقد بينت الهيئة^{٢٤١٨} أن هذا العقد في العادة يكون موحداً بين كافة الشركات من حيث البنود الرئيسية وذلك لاستيفاء حقوق المستثمر من الشركة وأداء التزاماته تجاهها وهذا يوفر تعامل هادئاً ومستقراً مع الشركة، وقد يكون الخطأ الذي يقع فيه المستثمر هو أن يوقع على العقد دون أن يطلع على مبلغ العمولة أو نسبته، ويُنصح بتوخي قراءته والتأكد من وجوده في العقد بالأرقام والحروف، لأنه قد يتحمل نفقات أعلى مما يجب.

٢٤١٥ التي اعتبرت عمل السمسار عملاً تجارياً إذا كان يمارسه على وجه الاحتراف، أي كانت طبيعة العمليات التي يمارسها السمسار
٢٤١٦ ترتيب هذه الأولويات هو ما نصت عليه المادة ٢ من أحكام قانون التجارة المصري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩، في اعتبار سريان ما اتفق عليه الأطراف، فإن لم يوجد اتفاق سرت نصوص القانون التجاري، أو غيره من القوانين المتعلقة بالمواد التجارية، ثم قواعد العرف التجاري والعادات التجارية، فإذا لم يوجد عرف تجاري أو عادة تجارية، وجب تطبيق أحكام القانون المدني.

٢٤١٧ قانون الدلالة في العراق رقم ٥٨ لسنة ١٩٨٧ في المادة ٦ يحدد أجره الدلال، وتتحدد العمولة في العراق بنسبة ١% من الصفقة بحد أدنى هو ألف دينار عراقي، ويستوفي السوق خمس عمولة الوسيط، للمزيد يراجع فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص ١٦٠

ذلك يدل على أن المشرع لا يريد التدخل في تحديد مبلغ العمولة أو مقدارها أو نسبتها، وهذا يلقي بالمسئولية على القاضي أو المحكم، في تحديدها، وهو أمر مقبول طالما أن العرف موجود وسار في هذه السوق، إلا أن المشرع المصري لم يتدخل تماماً عن ذلك فقد ترك حدوداً لمقابل الخدمات جعله بيد الإدارة المختصة في الهيئة نصت المادة ٢٤ من قانون سوق رأس المال أن يصدر الوزير بناء على اقتراح مجلس إدارة الهيئة قراراً بنظام عمولات السمسرة والحدود القصوى لمقابل الخدمات عن العمليات التي تتم في البورصة.

تتنافس الشركات المتعاملة في تداول الأوراق المالية في تقديم أسعار تجذب المستثمرين في تحديد عمولاتها، وقد تختلف نسبة العمولة من عقد إلى آخر كإيداع الأوراق المالية لدى الحفظ المركزي، فقد تبلغ العمولة ٠.٠٥% نصف في الألف من قيمة الأوراق المالية بحد أدنى خمسة جنيهات للورقة الواحدة وحد أقصى ثلاثة آلاف جنيه، بينما تبلغ عمولة شراء وحفظ أدون الخزانة المصرية إلى ٠.١٢٥% ثمن في الألف بحد أدنى يبلغ خمسة وسبعون جنيهاً وحد أقصى يبلغ خمسمائة جنيه، وغير ذلك من التفاصيل^{٢٤١٩}، إلا أن المرجع يقع على اتفاق الطرفين.

بالنسبة لبورصة نيويورك، فالعمولة تحدد بناء على التفاوض، ابتداء من ١/٥/١٩٧٥، والذي تم اعتباره حافزاً للوسطاء لتخفيض عمولاتهم لجذب المستثمرين^{٢٤٢٠}.

في فرنسا، كان مقدار العمولة يحدد بقرار وزير الاقتصاد والمالية طبقاً لنص المادة ٣٨ من مرسوم ١٠/٧/١٨٩٠، لكن منذ المرسوم الصادر في ١٧/٣/١٩٨٨ تقرر إطلاق حرية تحديد عمولة الوساطة لشركات البورصة، وذلك ليتحقق التوازن بين حجم الصفقة ومقدار العمولة مع فرض رقابة على ذلك الإطلاق^{٢٤٢١}.

ميعاد استحقاق العمولة

الأصل أن الوسيط يستحق عمولته في مقابل قيامه بالخدمة التي سعى إليها العميل أي عند إنجازها، وبالتالي فإن لم ينجح الوسيط في عقد الصفقة التي يريدتها العميل فليست العمولة من حقه، ولأهمية هذا الأمر فمن الطبيعي والملائم أن يتفق عليها طرفا العقد تجنباً للنزاع فيما بينهما، فإذا اتفقا فيسري اتفاقهما.

لكن إن لم يتفقا أو اختلفا، فإننا لا نجد في القواعد الخاصة في التشريع المصري ما يحل ذلك، سوى أن المشرع ألزم الطرفين بالاتفاق على قدر العمولة والتوقيع على ذلك في عقد فتح الحساب^{٢٤٢٢}، لكننا نجد أن هناك مشرعين قد تدخلوا في تنظيم ذلك، من بينهم المشرع المغربي

٢٤١٩ ذلك بناء على الأسعار التي يتعامل بها البنك الأهلي المتحد في مصر وبنك مصر وغيرهما من البنوك، وبالتأكيد فإن أسعار العمولة تختلف باختلاف العقد، وهناك أنواع كثيرة من تعاملات التداول كإيداع الأوراق المالية لدى الحفظ المركزي، وهناك مصاريف حفظ الأوراق التي يتم أخذها سنوياً، ومصروفات إدارة كشف الحساب، وشراء وحفظ أدون الخزانة، وعمليات صرف الكوبونات، وتلقي الاكتتاب من خلال بيع وشراء أوراق مالية مودعة لدى الحفظ المركزي، ومصاريف حفظ الأوراق المالية المودعة لدى الشركة الوسيطة، وتحصيل كوبونات لأوراق مالية محفوظة لدى الوسيط غير مقيدة بالحفظ المركزي، وغيرها

٢٤٢٠ د منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ٢٠١٥، ص ٥٦٤

٢٤٢١ د عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥، ص ٦٥، وبين سيادته أن سعر العمولة كان يتراوح بين واحد إلى خمسة في الألف ويختلف ذلك بحجم الصفقات ونوع الأوراق المالية المتداولة

٢٤٢٢ المادة ٥/٢٥٦ من لائحة قانون سوق رأس المال، المشار إليها آنفاً

الذي نص في المادة ٢/٤٠١ من المدونة التجارية المغربية على أن "تؤدى العمولة على الأكثر في اليوم الأخير من الشهر الموالي للأشهر الثلاثة التي استحققت فيها" أي بعد مرور ثلاثة أشهر على استحقاقها^{٢٤٢٣}.

ربما لو تأخر دفع العمولة، فسيرتب ذلك فوائد وغرامات على المستثمر، خصوصاً أن الوسيط سيكون ملزماً بدفع قيمة الصفقة من ماله الخاص، بناء على التزامه بسلامة العملية حتى أمام الجهات الرسمية وليس أمام العميل فقط، لذلك يستحسن تحديد ميعادها باكراً، مع أنه من المستبعد أن يقوم الوسيط بعقد العملية دون قبض الثمن وعمولته في الوقت المناسب له.

في حال عدم قيام الوسيط بإبرام الصفقة بسبب يرجع إلى المستثمر نفسه، وليس بسبب تقصير من الوسيط، فالقانون يقرر للوسيط ضمانات خاصة، سنناقشها في محلها، لكن بالنسبة للعمولة فيكون الوسيط مستحقاً لها، كما يستحق التعويض العادل وفقاً للقواعد العامة، إذا لم تنعقد الصفقة لأسباب أخرى^{٢٤٢٤}.

كما يستحق الوسيط جميع المصروفات التي دفعها أو تحملها في سبيل إنجاز الصفقة^{٢٤٢٥}، كالرسوم النظامية التي تقررها السوق والتي يحددها القانون، تطبيقاً للأحكام العامة، وقياساً على الأحكام المتعلقة بالوكالة بالعمولة.

الفرع الثاني: حقوق السمسار بحكم المهنة

يكتسب السمسار حقوقاً ليست قبل العميل بالضرورة، بل لكونه سمساراً، تتعلق هذه الحقوق له أمام الكافة، وبالطبع منها ما يستطيع به مطالبة عميل بعينه أو تضمنه له القوانين، حسب الأحوال، هذه الحقوق هي:

أولاً: الاحتكار الشامل لمجمل خدمات التوظيف

نص القانون الفرنسي الصادر في ١٩٩٦/٧/٢ في مادته ٢١ على أنه "يحظر على كل شخص غير مقدمي خدمات التوظيف أن يقدم للغير خدمات توظيف على أساس المهنة المعتادة" وهذا الاحتكار يتجاوز الاحتكار القديم، حكر التداول والإيداع الذي كان لعملاء الصرف، وهو يشمل كل الوسائل المالية وكل خدمات التوظيف، والنص المصري يجعل التداول حكرًا على شركات الوساطة كما نص في المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال.

ثانياً: حق الوسيط في الحصول الضمانات

٢٤٢٣ مشار إليه في: أحمد أحمد يحيى الوشلي، الوكالة التجارية في القانونين المغربي واليمني - دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، جامعة محمد الخامس، المملكة المغربية، ٢٠٠٢/٢٠٠١، ص ٢٠٦.

٢٤٢٤ نصت المادة ٢/١٥٠ من قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ على أن يستحق الوكيل التجاري الأجر بمجرد إتمام الصفقة التي كلف بها، وكذلك يستحق الأجر إذا أثبت تعذر إبرام الصفقة بسبب يرجع إلى الموكل، ٣ في غير الحالتين السابقتين، لا يستحق الوكيل أجراً وإنما يستحق تعويضاً عن الجهد الذي بذله طبقاً لما يقضي به العرف التجاري، وبالإمكان قياس ذلك على وسيط الأوراق المالية

٢٤٢٥ د سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٧ ص ٨١

للموسيط حقوق فرعية تحمي حقه الأساسي المتمثل بحصوله على العمولة، هذه الحقوق الفرعية هي تلك التي تحميه إما من عدم الحصول على حقه أو تأخيرها، عن طريق ضمانات تشمل الوسائل التي منحه القانون إياها إما بقواعد عامة أو خاصة تجعله مطمئناً من وجود غطاء يقوم من خلاله بسداد قيمة الأوراق المالية التي تعامل عليها.

ثالثاً: حق الوسيط في طلب الغطاء

التعريف بالغطاء

يقصد بالغطاء تلك القيمة التي تكون ثمناً للأوراق المالية المطلوب التعامل بها، أي إذا طلب المستثمر من الوسيط شراء ورقة مالية، وتعامل الوسيط عليها، سيكون الملتزم بأداء الثمن هو الوسيط نفسه، وربما يقوم بذلك قبل أن يقوم العميل بتسليم الثمن له، وكذلك الحال بالنسبة للبيع، حيث يكون الوسيط ملزماً بنقل ملكية الورقة المالية، أي لا بد من وجودها وملكيتها العميل لها، من هنا يكون من حق الوسيط الحصول على غطاء يضمن له أن يتعامل دون تعريض نفسه لخطر عدم تسليم العميل للورقة أو ثمنها التعاقد.

قد تبدو العملية عادية عند النظر إلى العمليات الحاضرة، أما ما يتعلق بالعمليات الآجلة فإنه يتعذر على الوسيط المطالبة بالغطاء المطلوب، لأن العميل لا يملك في الحقيقة الأوراق المالية التي يأمر ببيعها، ولا ينبغي الحصول على الصكوك التي تمثل الأوراق المالية التي يأمر بشرائها، لأنه يضارب على فرق الأسعار دون استلام أو تسليم تلك الأوراق^{٢٤٢٦}.

موقف القانون من الغطاء

لم يرد في قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ما يدل على حق الوسيط في طلب الغطاء، بينما كانت المادة ٦٩ من لائحة البورصات الصادرة عام ١٩٥٧ قررت^{٢٤٢٧} الحق للوسيط في طلب الغطاء، ومع أن هذه اللائحة قد ألغيت بالقانون الأخير، إلا أن هناك رأياً^{٢٤٢٨} يذهب إلى أن هذا النص لازال واجب التطبيق، وعلل هذا الرأي بأن سلطات لجنة البورصة في تعاملها بهذا الخصوص -والمسائل الإدارية بصفة عامة- مازالت تعتبرها سارية في ظل قانون سوق رأس المال الجديد، ويستند إلى أن إدارة البورصة قررت أن لا يتم التعامل إلا إذا كانت الأوراق المالية ذاتها لدى طرف شركة الوساطة البائعة قبل إتمام التنفيذ، كما يجب على شركة الوساطة المشتريّة أن تتأكد من وجود قيمة الأوراق المالية المطلوب شراؤها قبل التقدم بطلب الشراء مهما كانت ملاءة العميل، أي بغض النظر عما إذا كان العميل فرداً أو بنكاً أو شركة^{٢٤٢٩}.

٢٤٢٦ عصام البيهي، مرجع سابق، ص ٧١١

٢٤٢٧ نص المادة "يجب على الوسيط التحقق من وجود الأوراق أو ثمنها لدى العميل صاحب الشأن قبل إجراء التعاقد، وله ان يطلب من العميل

أن يسلمه الأوراق أو الثمن قبل التعاقد، وللجنة البورصة عند الاقتضاء أن تقرر إلزام الوسيط ذلك بالنسبة لبعض الأوراق المالية أو كلها"

٢٤٢٨ د عاشور عبدالجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسة في الأوراق المالية، دراسة مقارنة في القانون المصري والفرنسي وبعض

التشريعات العربية، دار النهضة العربية، القاهرة، دون عام نشر، ص ٦٢

٢٤٢٩ نظام التداول الموحد الصادر في ١١/٣/١٩٩٣ عن الهيئة العامة لسوق المال المصري لتوحيد نظام التداول في بورصتي القاهرة

والاسكندرية، البند ٣

إن سريان تلك اللائحة لا يمكن اعتباره دليلاً على وجوب تطبيق أحكامها، وإن كان ذلك النص يدل على أهمية وجود الغطاء، لكنه ليس ملزماً للوسيط وإنما هو حق من حقوقه، يستطيع إدراجه في بنود الاتفاق مع العميل، والذي هو بالمناسبة عقد موحد ونموذجي صادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية، وهو معمول به في أماكن أخرى، ففي النص الفرنسي يجوز للوسيط، الطلب من العملاء تقديم ضمانات لتنفيذ الأوامر الصادرة من قبلهم إلى البورصة^{٢٤٣٠}، وذهبت محكمة استئناف باريس إلى الإقرار بمسئولية شركة الوساطة التي لم تطلب من العميل الغطاء الكافي لتنفيذ الصفقات الأجلة التي تتم لحسابه، لكون الغطاء لا يؤمن تحقيق الحماية للوسيط من عدم ملاءة عميله فحسب، بل يؤمن له الحماية من مخاطر العمليات التي تتم في البورصة، وإن كان هذا القرار قد نُقض من قبل محكمة النقض الفرنسية التي قررت أن العميل لا يستفيد من مخالفة القواعد المتعلقة بطلب الغطاء^{٢٤٣١}.

وقد قررت محكمة النقض المصرية الزام الوسيط كضامن في ماله الخاص بسداد ثمن الأوراق المالية، إن لم يكن العميل المشتري قد أودع قيمة العملية قبل التنفيذ^{٢٤٣٢}.

وظيفة الغطاء

الغطاء هو أحد الضمانات التي يحتاجها الوسيط كحماية له من عجز العميل أو امتناعه عن الوفاء^{٢٤٣٣}، وإلى جانب كونها ضماناً للوسيط، فلا يمكن إغفال أن لها دوراً في حماية السوق من وجود عمليات قد تضر بسوق التداول، ومن ضمنها العمليات غير المشروعة.

كما أنه عن طريق رفع نسبة هذا الغطاء فإن لجنة عمليات البورصة COB يمكنها أن تحد من الدخول إلى المضاربة لمصلحة الاقتصاد الوطني ومصحة العملاء مصدري الأوامر أنفسهم، حيث تقر اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية للوسيط بيع تلك الأوراق بوصفها غطاءً، دون إخطار لتسوية عمليات العميل في حال عجزه أو امتناعه عن الوفاء، وإن جميع الأوراق المالية المكونة للغطاء تكون مخصصة بقوة القانون لضمان العمليات ذات التسوية المباشرة أو الفورية^{٢٤٣٤}.

رابعا: حق الوسيط في التنفيذ

إذا عجز العميل أو امتنع عن الوفاء بالتزاماته تجاه الوسيط، فإن العرف التجاري في فرنسا يخوله شركة الوساطة حق تسوية الأمر دون اللجوء إلى القضاء، وذلك عن طريق أسلوب خاص يسمى التنفيذ في البورصة، فالوسيط الذي باع أوراقاً مالية بناءً على أمر من عميله، ولم يضع العميل الأوراق المباعة تحت تصرف الوسيط، فإن الأخير يقوم بشرائها من البورصة على نفقة العميل، أما الوسيط الذي لم يتسلم الأموال اللازمة للوفاء بالثمن، فإنه يعيد بيع الأوراق

٢٤٣٠ وفقاً للمرسوم الصادر في ١٩٦٨/١/٣

٢٤٣١ قرار صادر في ١٩٩٤/٥/١٠ مشار إليه لدى الدكتور عاشور عبد الجواد عبد الحميد، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة

العربية، القاهرة، ٢٠٠٣، ص ٢٢٦

٢٤٣٢ قرار محكمة النقض رقم ١١٢٧٤ لسنة ٨٢ القضائية جلسة ٢٣ يناير سنة ٢٠١٤

٢٤٣٣ د سيد طه بدوي، مرجع سابق، ص ٢٥٩

٢٤٣٤ د عبد الفضيل محمد أحمد، المرجع سابق، ص ١١٨

المالية المشتراه لحساب عميله، بحيث إذا كان ثمن البيع أقل، تحمل العميل خسارة الفرق، وكذلك بالعكس، إذا كان ثمن الشراء أعلى، كان من حق الوسيط أن يعود على العميل بالفرق والمصاريف^{٢٤٣٥}.

لم يرد في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ما ينص على هذا الحق، لكنه كان مقررًا في لائحة البورصة الصادرة عام ١٩٥٧^{٢٤٣٦}، ويرى البعض وجوب الأخذ بهذا الحكم في ظل القانون الحالي باعتباره عرفاً تجارياً من أعراف البورصة، كما أن صلاحيات لجنة البورصة لازالت محكومة باللائحة المذكورة^{٢٤٣٧}.

أضف إلى أنه ينبغي مراعاة أن عقد التعامل بين الوسيط والعميل، لا بد أن ينص على هذه المسألة بينهما، فالوسيط شخص حريص، ومن غير المتصور، أن يقدم على تقديم أمواله لصالح عميله دون ضمانات كافية عند إبرام العقد.

خامساً: ضمانات الوسيط في القواعد العامة

للوسيط في مجال تداول الأوراق المالية الحق في الضمانات المقررة للوكلاء بصفة عامة، وذلك بحقه في الحبس كما يفترض أن يكون له حق في الامتياز.

١- حق الحبس

للوسيط أن يتمتع عن رد ما في يده من أوراق ومستندات تتعلق بعقد الوساطة مما يخص له حبس هذه الأشياء والأموال حتى يستوفي حقوقه من الموكل من أجره ومصروفات وتعويض^{٢٤٣٨}، كما هو الحق للوكلاء بالعمولة، وسواء كانت الديون المستحقة للوسيط تمثل في ثمن الأوراق المالية التي اشتراها الوسيط أو باعها أو دفع ثمنها أو في عمولة أو غيرها.

وهذا حق مقرر في القواعد العامة في القانون المدني حيث نصت المادة ٢٤٦ من القانون المدني المصري على أنه "١- لكل من التزم بأداء شيء أن يتمتع عن الوفاء به، ما دام الدائن لم يعرض الوفاء بالتزام مترتب عليه بسبب التزام المدين ومرتب به، أو ما دام الدائن لم يتم بتقديم تأمين كاف للوفاء بالتزامه هذا".

٢- ويكون ذلك بوجه خاص لحائز الشيء أو محرزه، إذا هو انفق عليه مصروفات ضرورية أو نافعة، فإن له أن يتمتع عن رد هذا الشيء حتى يستوفي ما هو مستحق له، إلا أن يكون الالتزام بالرد ناشئاً عن عمل غير مشروع.

٢٤٣٥ د عبد الفضيل محمد ، نفس المصدر، ص ١٢١

٢٤٣٦ حيث نصت المادة ٣/٧٩ منها على أنه "إذا لم يؤد العميل الثمن أو يسلم الأوراق لسمساره في المواعيد المقررة، فلجنة البورصة بناء على طلب مكتوب من السمسار إعادة بيع الأوراق المالية أو شراؤها في اليوم الذي يأتي كتاب موسى عليه من السمسار لعميله وبغير حاجة إلى إجراء آخر"

٢٤٣٧ د سيد طه بدوي، مرجع سابق، ص ٢٦٣، ونستطيع القول أن الوسطاء حريصون على الأخذ به دون الحاجة إلى نص، فهم من سيكون محاسباً إن لم يكن الثمن قد أودع من المشتري، كما رأينا في ما ذهب إليه القضاء المصري

٢٤٣٨ قذافي عبد الفتاح الشهاوي، أحكام عقد الوكالة في التشريع المصري والمقارن، منشأة المعارف بالإسكندرية، ٢٠٠١، ص ٢١٨

كما جاء في قانون التجارة المصري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ النص في المادة ١/١٥٩ بأن "للوكيل فضلاً عن حقه في الحبس امتياز على البضائع وغيرها من الأشياء التي يرسلها إليه الموكل أو يودعها لديها وسلمها له"، وإن كان هذا النص منصرفاً إلى الوكيل فبالإمكان قياسه على الوسيط لقيامه على ذات العلة.

ومن المناسب التساؤل حول ماهية الأساس القانوني لممارسة حق الحبس، وما هي الأموال التي يضمنها حق الحبس وتلك الأموال التي يجوز للوكيل حبسها أي مدى حق الوكيل في الحبس، وشروط ممارسة حق الحبس، ومتى ينقضي حق الوكيل في الحبس، وهو ما سيتم بحثه فيما يأتي:

(أ) الأساس القانوني لحق الحبس

يعتبر حق الحبس مكفولاً لكل دائن^{٢٤٣٩}، باعتباره ضماناً متعلقاً بحق موضوعي هو الدين الأصلي، الذي يتم الحبس من أجل استيفائه، لكن لا يعتبر الحبس هنا تطبيقاً للقاعدة العامة الواردة في القانون المدني مصري ٢٤٦، المتعلقة بالحق في الحبس، فتلك الأحكام تعالج الحق من الناحية المدنية، أما نطاق الحبس في هذا الباب فهو أوسع، فلا يشترط لاستعمال هذا الحق ما يشترط في الجانب المدني بأن تكون الحقوق المطلوبة مرتبطة أو متعلقة بالشئ المحبوس، فالوكيل بالعمولة يجوز له حبس أموال جديدة، ضماناً لقيام العميل بدفع مبالغ متعلقة بصفقات أخرى كان مثلاً قد عقدها لصالح العميل، حسب نص المادة ٨٦ تجارة مصري^{٢٤٤٠}، ومثله الوسيط، إلا أنه يشترط أن تكون المبالغ المستحقة ناشئة عن تنفيذ عقد الوساطة.

فحق الحبس هو حق عام يقرره المشرع لجميع الوكلاء، سواء كانوا وكلاء تجاريين أو مدنيين^{٢٤٤١}، وهو ينصب على المنقولات والأموال المسلمة إلى الوكيل حتى يستوفي كل ما يحق له من مبالغ في ذمة العميل، والوسيط هنا يشبه الوكيل، والقصد منه إرغام العميل على تنفيذ التزاماته المقابلة، فيظل الوسيط حابساً للأموال والوثائق والصكوك المرسله إليه أو المودعة عنده أو المسلمة لحفظها، طالما امتنع العميل عن أداء المبالغ المستحقة له، وتقوم عملية الحبس على فكرة الرهن الضمني التي تقتض احتباس المال المرهون في يد المرتهن^{٢٤٤٢}.

والجدير بالملاحظة أن الحق في الحبس الوارد لا يتطلب لمباشرته أن تكون حقوق الطرفين متقابلة بحيث يكون التزام أحدهما مترتباً على التزام الآخر ومرتباً به فقط، بل يمتد إلى ضمان الحقوق الناتجة عن صفقات أخرى.

(ب) شروط ممارسة حق الحبس

٢٤٣٩ في حالة الالتزامات المتقابلة مستحقة الوفاء

٢٤٤٠ في هذا المعنى، علي جمال الدين عوض، ص ١٤٤

٢٤٤١ حيث جاء في القانون المدني المصري مادة ١٦١ أنه في عقود المعاوضة إذا كانت الالتزامات المتقابلة مستحقة الوفاء جاز لكل من المتعاقدين أن يمتنع عن تنفيذ التزامه حتى يوفيه المتعاقد الآخر بما التزم به، وهناك إضافة على هذا النص في المادة ٢٢٥ المقابلة لها في القانون المدني اليمني رقم ١٤ لسنة ٢٠٠٢ بأنه "ويكون له حبس العين في يده تبعاً لذلك"

٢٤٤٢ د حسني المصري، القانون التجاري، العقود التجارية، الطبعة الأولى، مطبعة حسان، القاهرة، ١٩٨٧، ص ١٥١

يشترط لممارسة هذا الحق في الضمان واللجوء إليه
 ١- أن يكون التزام الوسيط متمثلاً في أداء عمل معين، وأن يكون قد نفذه حسب الأمر الصادر إليه من العميل، بمعنى أن يكون حقه مستحقاً، فلا يجوز للوسيط الحبس قبل أن يكون قد أن أو أن حقه، مثل أن يكون معلقاً على التزامات أخرى تم التعاقد عليها، وكذلك أن لا يكون حق العميل محل نزاع، وإلا اعتبر متعسفاً في استعمال حقه بممارسة الحبس، كون الحبس ضمان لحقه الموضوعي الأصلي وليس حقاً مستقلاً بذاته.
 ٢- أن يكون العميل قد امتنع عن تنفيذ التزامه بدفع العمولة أو المصاريف، دون مسوغ قانوني.

٣- أن تكون الأوراق المالية أو ثمنها في حوزة الوسيط فعلياً أو حكماً.
 ٤- أن تكون هناك علاقة وارتباط بين حق الوسيط واجب الأداء مع الأوراق المالية أو الثمن المحبوس^{٢٤٤٣}.

ج) انقضاء حق الحبس

ينقضي حق الوسيط في الحبس بصفة أصلية أو تبعية في الحالات^{٢٤٤٤} الآتية:

أولاً: قيام العميل بالوفاء بحقوق الوسيط، إذ عند ذلك لا يبقى له ميرر لممارسة الحبس، حيث أن الحبس ضمان متعلق بحق وموضوع، فإذا انقضى ذلك الحق زال معه ضمانه المتمثل بالحبس، وغيره من الضمانات المتعلقة بأصل الحق.

ثانياً: حصول الوسيط على حقه من الثمن مباشرة بموجب قرار قضائي، عند صدور أمر أو إذن ببيع الأوراق المحبوسة حيث ينتقل امتياز الوسيط إلى الثمن، وعلى أن يتبع في التنفيذ على الصكوك الموجودة في حيازة الوسيط لاستيفاء حقه إجراءات التنفيذ على الشيء المرهون رهناً تجارياً، وكذلك يعتبر هذا ممارسة لنفس الحق المنصوص عليه في المادة ٨٩ تجارة مصري الخاصة بالوكيل بالعمولة^{٢٤٤٥}.

ثالثاً: إذا خرج المال المحبوس من حيازة الوسيط.

٢- حق الامتياز

حق الامتياز هو أولوية قانونية يقرها القانون لحق معين مراعاة منه لصفته^{٢٤٤٦}، وحقوق الامتياز هي من الحقوق العينية، التي يتم بموجبها تخصيص مال معين للوفاء بالتزام معين، ويظل هذا المال مثقلاً بالتأمين الضمان- حتى لو تصرف فيه المدين، وتمنح هذه التأمينات الدائن حق تتبع المال في أي يد

٢٤٤٣ د عبدالباسط مولود، مرجع سابق ص ٢٢٨، وأشار إلى الدكتور عبدالرزاق السنهوري وآخرين

٢٤٤٤ مروان أبو طير، مرجع سابق، ص ٦٩

٢٤٤٥ نصت على أنه "يجوز للوكيل بالعمولة أن يستحصل من القاضي على الإذن ببيع البضائع الموجودة تحت يده لحصوله على دينه إن لم يأذن له موكله بذلك"، والقياس على السمسار في البورصة سائغ في هذا

٢٤٤٦ الموسوعة العربية

والتنفيذ عليه، كما تمنحه حق التقدم في استيفاء دينه من المال المؤمن قبل غيره من الدائنين العاديين^{٢٤٤٧}.

تقدمت الإشارة إلى ما نصت عليه المادة ١/١٥٩ من قانون التجارة التي تحدثت عن الوكيل بالعمولة ونصت على أن له فضلاً عن حق الحبس الحق في الامتياز على البضائع وغيرها من الأشياء التي يرسلها إليه الموكل أو يودعها لديه أو يسلمها له، ومن الطبيعي أن يكون الحبس مقدمة لحق الامتياز، وإلا لم يكن له طائل، سوى الضغط على العميل الذي قد لا يصل إلى نتيجة.

لذلك كان لا بد أن يستحق الوسيط امتيازاً على الصكوك التي تكون في حوزته أو الأثمان التي تحت حيازته، مما يرتبط به حقه لدى العميل، فيستوفي بها حقوقه، والامتياز هو أولوية التقدم على باقي الدائنين، وقد نص المشرع الفرنسي على حق الامتياز في المرسوم الصادر في ١٩٤٩/٥/٢٧^{٢٤٤٨}، بينما لم يمنح المشرع المصري وسيط الأوراق المالية هذا الحق وإنما منحه فقط للوكيل بالعمولة.

ولمناقشة تفاصيل هذا الضمان، سيتم البحث في أساسه ومحلّه والحقوق المضمونة بالامتياز وشروط ممارسته ومرتبته وكيفية تنفيذه.

(أ) الأساس القانوني لحق الامتياز

هناك من رأى أن حق الامتياز للوسيط مبني على فكرة الرهن الضمني مستدلاً على ذلك بإحالة المادة ٨٥ تجاري مصري، على المادة ٧٧ التي تتحدث عن الرهن، ويرى أصحاب هذا الرأي أن القانون يفترض أن الطرفين قد اتفقا على إنشاء رهن لصالح الوسيط على البضائع التي في حيازته^{٢٤٤٩}.

ويضيف الدكتور علي البارودي في ذلك بالقول بأن "الأساس القانوني لهذا الامتياز هي فكرة الرهن الضمني، فهو يستند إلى الحق في الحبس ليس فقط في بقائه وفقده، وإنما أيضاً في مده، فالديون الممتازة هي الديون التي يحق من أجلها حبس البضاعة، أي أن نطاق الامتياز يتسع إلى القروض والمصرفيات والمبالغ التي يتسع لها الحق في الحبس"^{٢٤٥٠}.

التشابه في حق الامتياز والرهن أنهما حقوق عينية، حقوق تابعة، حقوق غير قابلة للتجزئة، لكنهما يختلفان في أن الامتياز منشؤه القانون، أما الرهن فمنشؤه الاتفاق^{٢٤٥١}.

(ب) محل الامتياز

٢٤٤٧ عبد المنعم البدر، النظرية العامة للالتزامات في القانون المدني المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٦، ص ٢٠١

٢٤٤٨ مشار إليه لدى د عبد الفضيل محمد أحمد، المرجع السابق ص ١١٥

٢٤٤٩ د محمد صالح بك، شرح قانون التجارة، ١٩٤٨، ص ٦٠٥، د مصطفى كمال طه ص ٢٨٣، د سميحة القليوبي شرح العقود التجارية

ص ١٠٠

٢٤٥٠ د علي البارودي، وبالمثل د سميحة القليوبي ص ١٠٠، د حسني المصري ص ١٤٥

٢٤٥١ للمزيد يراجع محمد كامل مرسي باشا، شرح القانون المدني، التأمينات الشخصية والعينية، منشأة المعارف بالإسكندرية، ٢٠٠٥، ص

يأتي حق الوسيط في ممارسة هذا النوع من الضمان على أموال معينة مملوكة للعميل ليحصل هو أي الوسيط على حقوقه، هذه الأموال تتمثل في الأموال والأثمان التي حصل عليها الوسيط بمناسبة عقد الوساطة، كأن تكون ثمناً لأوراق مالية، أو أوراقاً مالية كان المطلوب بيعها، أو الحقوق والضمانات التي تم التعاقد عليها، كأن تكون هناك شيكات أو ضمانات تجارية أو غيرها.

وفي هذا الصدد نرى أن حق الامتياز يتقرر للوسيط على كل ما يقع تحت يد الوسيط مما يحق للعميل بمناسبة عقد الوساطة، وإن نشأ عن صفقة أخرى، في ظل وجود رابط بين تلك الصفقات.

كما نعتبر أن الامتياز يثبت على الصكوك أو قيمتها بمجرد إرسالها إلى الوسيط، أي أنها إذا أرسلت إلى الوسيط ولم تكن قد وصلت إليه أو لم يكن قد استلمها استلاماً فعلياً، فإن حق ممارسة الامتياز عليها يكون ثابتاً للوسيط^{٢٤٥٢}.

وقد ثار السؤال في فرنسا، عما إذا كان يجوز قياس وضع ما يحوزه الوكيل بالعمولة لحساب الموكل من قيم منقولة - الأوراق المالية كالأسهم والسندات وحصص التأسيس - على حكم الأوراق التجارية من حيث ثبوت حق الوكيل بالعمولة في الامتياز على هذه القيم، وبينما أجاز البعض هذا القياس^{٢٤٥٣}، فإن البعض لم يجزه باعتبار أن الامتياز المقرر في القانون التجاري للوكيل بالعمولة استثناء لا يجوز القياس عليه أو التوسع في تفسيره ولأن النص المصري واضح الدلالة على أن الامتياز المقرر قاصر على الأوراق التجارية ولا يجوز القول بسحبه على الأوراق المالية^{٢٤٥٤}، إذ لا اجتهاد في مواجهة النص.

(ج) الحقوق المضمونة بموجب الامتياز

يضمن الامتياز جميع حقوق الوسيط الناشئة بموجب عقد الوساطة، وهي ذات الحقوق التي من أجلها يستطيع الوكيل ممارسة حقه في حبس البضائع^{٢٤٥٥}، كأجره أي عمولته، وكذلك جميع المبالغ المستحقة له بسبب عقد الوساطة وفوائدها، وسواء دفعت هذه المبالغ قبل تسليم الصكوك أو البضائع أو أثناء وجودها في حيازته.

ويشترط أن تكون حقوق الوسيط مستحقة، وبسبب عقد الوساطة، مثلما هو الحال في شروط القيام بممارسة الضمان الأول وهو ضمان الحبس.

(د) شروط ممارسة الامتياز

٢٤٥٢ في هذا المعنى، دعلي جمال الدين عوض، العقود التجارية، ص ١٤٥

٢٤٥٣ د علي حسن يونس، مرجع سابق، ص ٢١٦

٢٤٥٤ د حسني المصري، ص ١٥٥، كما نقلته الدكتورة سميحة القليوبي عن ربيير، المرجع السابق ص ١٠٢

٢٤٥٥ هاني دويدار، القانون التجاري، العقود التجارية، ص ٧٤، قياساً على حق الوكيل بالعمولة

يشترط الفقه الراجح المصري^{٢٤٥٦} احترام الوسيط لتمتعته بالامتياز وهذا أمر مفروغ منه، فالوسيط لا يستطيع ممارسة الوساطة ما لم يكن مرخصاً ومحترفاً هذه المهنة، على اعتبار أن هذا العمل هو ما يصيغه بالصيغة التجارية.

كما يشترط أن يكون المال المطلوب الامتياز عليه في حيازة الوسيط أو في حكم المحازة لديه كأن تكون مرسلة إليه، أو مودعة عنده أو ستسلم إليه، ويستوي في ذلك أن تكون الحيازة فعلية أو حكومية مثل وجود الصكوك في يد الوسيط^{٢٤٥٧}.

لكن لا يجوز للوسيط أن يلزم العميل بتسليم الصكوك المكلف ببيعها بغرض أن يمارس الامتياز عليها، إذ أنه قبل بيعها لا يكون قد أبرم الصفقة لصالح الموكل، وبالتالي فلا يستحق عمولته كاملة، وإن كان يستحق نفقات أو أجره في هذه الحالة أو جزءاً من العمولة، فإنه لا يستطيع ممارسة هذا الضمان على الصكوك وهي لا زالت في حيازة الموكل^{٢٤٥٨}.

ولا يشترط أن تكون الديون متعلقة بالصكوك التي تحت يد الوسيط إذ يكفي أن تكون حقوقه قد نشأت بسبب عملية أخرى سبق إرسالها إليه أو إيداعها أو تسليمها إليه لحفظها، فيجوز للوسيط أن يستعمل امتيازها على صكوك يحوزها بسبب ثمن أداها عن عملية خرجت من حيازته^{٢٤٥٩}، أو بسبب نفقات أو فوائد استحقها من صفقات أخرى، ما لم يتفق على غير ذلك.

هـ) مرتبة الامتياز

الامتياز له مراتب يتقدم فيها بعض الدائنين على بعض، فيتقدم امتياز المصرفيات القضائية وما يستحق للحكومة، حسب ما نصت عليه المادة ٨٨ تجارة مصري و ١١٣٨ و ١١٤٠ مدني مصري، على سائر الامتيازات الأخرى، لذلك تتأخر امتيازات الوسيط عنها، وتعظم أهمية هذا التقدم في الامتياز، والانتقال من البضاعة إلى الثمن في حالة إفلاس

٢٤٥٦ كما تقول الدكتورة سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية ص ١٠٠، د أكثم الخولي، المرجع السابق ص ٢١٠، دعلي البارودي، المرجع السابق ص ٧٣، وكان حديثهم حول الوكيل بالعمولة، بينما اعتبروا أنه لا يجوز قياس غير الوكيل بالعمولة من الوسطاء في الحصول على حق الامتياز باعتباره استثناء خاصاً، وهذا أمر صحيح، إلا أن ما ذهبنا إليه في هذا الرأي يعتمد على اعتبار مهنة الوساطة في الأوراق المالية أقرب ما تكون إلى الوكيل بالعمولة الضامن، وهو يستحق الامتياز بنص القانون، وتكييف مهنته قد سبق مناقشتها في أول هذا البحث ٢٤٥٧ كان يشترط في فرنسا وفقاً لما جرى عليه العرف، لتمتع الوكيل بامتيازها أن ترسل البضاعة إلى الوكيل من أي مكان آخر غير مكانه، وكان القضاء يخفف من هذا الشرط، ويعتبر مجرد إرسال البضاعة إلى الوكيل من أي مكان قريب كافيًا للحق في الامتياز، بحسب قرار محكمة النقض الفرنسية في جلسة ١٩٣٣/٣/٦، وبدون تحقق هذا الشرط كان على الوكيل اتباع قواعد الرهن المدنية للتمتع بامتيازها حيث لم يكن بالمجموعة التجارية تنظيم خاص للرهن التجاري، ومن ناحية أخرى كان امتياز الوكيل بالعمولة يشمل فقط المبالغ التي يدفعها كئمن للبضائع، للمزيد ينظر سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية، ص ١٠٠

٢٤٥٨ تجدر الإشارة إلى قرار محكمة النقض المصرية يتعلق بحكم مماثل في عقد الوكالة بالعمولة جاء فيه "إن عقد الوكالة بالعمولة وإن كان عقداً تبادلياً ملزماً لطرفيه معاً، فإنه بحسب الأصل لا يلزم الموكل إلا بأن يدفع للوكيل بالعمولة الأجرة المتفق عليها مع ما يكون الوكيل قد صرفه، فلا وجه للوكيل في مساءلة الموكل في غير حالة الشرط الصريح، إذا هو لم يضع تحت تصرف الوكيل البضائع التي تعاقده معه على تصرفها" نقض ١٩٤٧/١/٢ مجموعة ٢٥ جزء ص ١٢٣٥ رقم ١٠ مشار إليه في علي جمال الدين عوض، نفس المرجع ص ١٤٣ ٢٤٥٩ د عبد العال عبد الفتاح الغلمي، الوكالة في الفقه الإسلامي مع التطبيق على الوكالة بالعمولة، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ١٩٨٠ ص

العميل^{٢٤٦٠}.

(و) كيفية تنفيذ ضمان الامتياز

صدر قرار لمحكمة النقض المصرية بأنه "إذا كان الوكيل مفوضاً بالبيع وباع البضاعة، فإنه يخصم من الثمن ما هو مستحق له أي يتقاضى حقه بالمقاصة مع جزء من الثمن ولا محل لإتباع الإجراءات اللازمة لبيع الشيء المرهون"^{٢٤٦١}، وهذه هي الكيفية المناسبة لتطبيق الامتياز على الثمن، فينطبق ذلك على بيع الصكوك التي في حيازة الوسيط، فيجوز له التنفيذ عليها لاستيفاء حقه ببيعها دون الحاجة إلى إتباع الإجراءات المشار إليها المعتادة في بيع المرهون.

أما إذا كان الوسيط مكلفاً بشراء أوراق مالية، أو كان مكلفاً بالبيع ولم يتيسر له بيعها وفقاً لتعليمات العميل أو أوامره، أو كان مكلفاً بالبيع لكن عميله لم يأذن له بالبيع بعد، فإنه لا مناص من إتباع هذه الإجراءات ما لم يأذن له العميل ببيعها واستيفاء حقه من ثمنها^{٢٤٦٢}، ذلك أن الوسيط حتى في هذه الحالة يظل ملتزماً بكافة التزاماته والتي على رأسها إتباع تعليمات العميل.

وإذا لم تكف المبالغ الناتجة عن بيع الصكوك لديون الوسيط فإن له أن يرجع على العميل بصفته دائناً عادياً، وعندها قد يخضع لقسمة الغرماء إذا كان العميل مفلساً^{٢٤٦٣}.
ينقضي حق الامتياز بزوال الحق الأصلي للوسيط، فالامتياز حق تابع يوجد لضمان الدين، وينبني على ذلك أنه لا يوجد إلا إذا وجد التزام أصلي، فينقضي بانقضائه، وقد نصت محكمة النقض المصرية على ذلك بالقول "إن حق الامتياز على عقار لا يعدو أن يكون حقاً تبعياً -ضامناً- للوفاء بالحق الأصلي ولا ينزع صفة الكفيل عن صاحب الأرض ويجعله مدينياً أصلياً"^{٢٤٦٤}.

المبحث الثاني

الحوكمة والإفصاح

يُعد الإفصاح واحداً من أهم المبادئ التي تقوم عليها تجارة الأوراق المالية، يتمثل ذلك في الكشف عن سعر الورقة المالية الذي يتم التعامل به والذي تم التعاقد عليه وتم تنفيذه، ويكون ذلك علناً ظاهراً لكل راغب في التعامل، يتمكن من الاطلاع عليه من يريد الاستثمار في هذا النشاط، لكي يستطيع اتخاذ قرار بالشراء أو البيع وهو على بينة من الأمر.

الحوكمة هي طريقة انتهاج الإدارة الرشيدة في التعامل بالعمل على تعزيز الإيجابيات ودعم الشفافية ومكافحة الفساد ودرء تعارض المصالح الذي يضر باتخاذ القرار، تسعى إلى تطبيقه الحكومات

٢٤٦٠ إلياس ناصيف، الكامل في قانون التجارة، الطبعة الأولى، الجزء الأول، الطبعة الثانية، منشورات بحر المتوسط، بيروت، ١٩٨٥، ص

٣٢١

٢٤٦١ نقض ١٩٥٣/٦/٢٥ حمامة، ٣٥ صفحة ٦٩٧، ٥٣/٥/٢١، مجموعة ج ٢ ص ٢٣٨ رقم ٣٣ مذكور لدى علي جمال الدين عوض،

المرجع السابق، ص ١٤٦

٢٤٦٢ محمد صالح بك، المرجع السابق ص ٦٠٦، مصطفى كمال طه، شرح القانون التجاري، ص ٣٨٦

٢٤٦٣ عبد الفتاح الغلمي، المرجع السابق، ص ١١٩

٢٤٦٤ طعن رقم ٢٩٨ لسنة ٣٣ ق جلسة ٦٨/١/٩، س ١٩ ص ٢٠، مذكور في محمد كامل مرسي باشا، المرجع السابق، ص ٣٧١

المتقدمة، ناهيك عن الشركات التجارية التي تم وضع قواعد لحوكمتها في عدد من الدول من بينها مصر.

لا تزال قواعد الحوكمة بالنسبة للشركات قواعد إرشادية لم تصبح إلزامية بعد، تتعلق بكيفية تشكيل مجلس الإدارة وصلاحياته وكيفية الرقابة والضبط وعدد آخر من الأمور.

نتطرق في هذا المبحث إلى التعرف على الحوكمة والإفصاح والتركيز على ما يتعلق بالتعامل بالأوراق المالية وتداولها في البورصة، سيكون ذلك عن طريق دراستها في مطلبين يخصص الأول منهما للتعريف بالحوكمة والإفصاح، والآخر على محل الإفصاح وجزاء مخالفته.

المطلب الأول

التعريف بالحوكمة والإفصاح

نهدف في هذا المطلب إلى معرفة الحوكمة والإفصاح، والمعايير التي وضعتها الهيئات المختصة، لاسيما الدولية منها، والتي سعت إلى جعل هذه المبادئ حقيقة واقعة ممكنة التنفيذ، عبر فرعين، ونركز في البحث على ما انتهجته فرنسا وأمريكا في هذا المجال، وذلك في فرع أول.

وسنبحث في الفرع الآخر كيف يمكن مراقبة الإفصاح من قبل الجهات المختصة وما هو الجزاء الذي بالإمكان توقيعه على من يخالف الإفصاح، وماهي الصور التي يمكن من خلالها اعتبار حصول خلل في الإفصاح.

الفرع الأول: التعريف بالحوكمة

تعريف حوكمة الشركات

مصطلح الحوكمة هو ابتكار أجنبي Corporation Governance، لا يقتصر على الشركات فقط يترجم بأنه "أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة"^{٢٤٦٥}، لكن أغلب تطبيقه بدأ حول أسلوب إدارة الشركات التجارية، فعرفت حوكمة الشركات بأنها "مستند قواعد التنظيم الداخلية التي تحدد العلاقات الخاصة بشركة المساهمة، بما فيها علاقات المساهمين بمجلس إدارة الشركة وهيئاته المختلفة، وكذلك بين مجلس الإدارة والأطراف الأخرى ذوي العلاقة والمصلحة والاهتمام"^{٢٤٦٦}.

حوكمة الشركات في الولايات المتحدة

بدأت النقاشات حول حوكمة الشركات في الولايات المتحدة في وقت مبكر منذ عام ١٩٣٢ عقب الكساد العظيم بعد كتاب بيرلي ومينز Barle and Means "الشركات الحديثة والملكية الخاصة The Modern Corporation and Private Property"^{٢٤٦٧} وما تلاه من كتابات، لكن تلك

٢٤٦٥ محمد حسن يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها، مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر، يونيو ٢٠٠٧

٢٤٦٦ The CIS ٢٠١٠ Mode Law "One Joint-Stock Companies" for Central and Eastern European law, article ١٠

النقاشات صارت أكثر جدية في عام ١٩٨٢ عندما نشر معهد القانون الأمريكي أسس مبادئ حوكمة الشركات، وظلت الكتابات تتواتر حول هذا الموضوع، ففي عام ١٩٩٣ لوحده تم كتابة ما عدده ٧٣ مقالاً علمياً تم نشره على مجلة المراجعات الأمريكية القانونية *American Law Review* ^{٢٤٦٨}، وقد اعتبر عدد من المحللين هذه المبادئ "نظاماً قانونياً جديداً" وقد تسارعت الحاجة إلى هذه الحوكمة عقب انهيار شركات كبرى مثل *Enron, Worldcom, Global Crossing, Tycon and Adephiatec*.

الأهداف الأساسية للحوكمة

تطمح الحوكمة إلى إيجاد قواعد مبنية على القانون من شأنها إرشاد المديرين والمسؤولين التنفيذيين بواجباتهم، وتقديم معايير قضائية، يمكن من خلالها للمحاكم أن تقضي بناء عليها في الحالات التي تنطوي على وجود ادعاء بسلوك غير لائق تم اتخاذه من قبل أولئك المديرين.

وكان المأمول استخراج قواعد الحوكمة ومبادئها من القضايا التي تم عرضها على المحاكم، والمصادر القانونية الأخرى ^{٢٤٦٩}.

أهمية وأثر المشروع

كان من المفترض أن ينتهي مشروع الحوكمة خلال عامين أي عام ١٩٩٥، لكنه في نهاية المطاف أخذ ١٥ عاماً، وذلك بسبب الحساسيات في الموضوعات التي تمت مناقشتها والمصالح التجارية الضخمة التي يملكها مشاركون في تلك النقاشات، وقد علق على ذلك البعض بالقول "من الإنصاف أن نقول أن هذا المشروع قد تمت مراجعته بشكل أكثر تحميصاً من قبل أكبر عدد وأكثر تنوع من الأشخاص ولأطول مدة من الزمن أكثر من غيره من قوانين الشركات"، ومن المؤكد أن ذلك المشروع المقدم من *American Law Institute (ALI)* لحوكمة الشركات، قد شكل وجهة نظر معتبرة للحوكمة وأدى إلى تأسيس العديد من النقاشات والمشاريع والحوار في بقية دول العالم، ولا زالت العديد من القضايا المعقدة التي تمت مناقشتها حينها مثيرة للجدل حتى الآن ^{٢٤٧٠}.

موضوعات الحوكمة الرئيسية

ركز المشروع سالف الذكر على مواضيع أهمها: أغراض الشركة، هيكل الشركة، الالتزام بالرعاية، وجوب عدالة التعامل، تقديم العطاءات، الإصلاحات، المعالجات، وركز المشروع أيضاً على أن لمجلس الإدارة دوراً رقابياً على المديرين التنفيذيين عند الاقتضاء، والإشراف على سير العمل في الشركة وتقييم إذا ما كانت الأعمال تسير بشكل صحيح، وكذلك الموافقة على الخطط

^{٢٤٦٨} Jean J. du Plessis | Bernhard Großfeld Claus Luttermann | Ingo Saenger Otto Sandrock | Matthias

Casper: German Corporate Governance in International and European Context, Second Edition, Springer, Heidelberg Dordrecht London New York, ٢٠١٢

^{٢٤٦٩} Armour, John, and McCahery, Joseph, eds. After Enron : Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US. Oxford, GBR: Hart Publishing Ltd., ٢٠٠٦. ProQuest ebrary. Web. ٣١ October ٢٠١٥.

^{٢٤٧٠} Bernhard Großfeld, mentioned resoures

والإجراءات الرئيسية والتصديق على التغييرات الكبرى والتدقيق والمحاسبة، واتخاذ الممارسات المناسبة لاستخدامها في إعداد البيانات المالية للشركة، وبالتالي سيكون من الواضح أن على مجلس الإدارة التزامات الإرشاد والرقابة والمطالعة والإشراف والتوجيه، بينما تكون مهمة المدراء التنفيذيين وبقية العاملين هي تسيير الأعمال اليومية.

الفرع الثاني: التعريف بالإفصاح

من أهم العوامل التي تؤثر على أداء واستقرار أسواق رأس المال، هي قدرة المستثمر على الحصول على المعلومات الكافية والصادقة عن الأوراق المالية التي يعتزم الاستثمار فيها، فذلك هو الدافع الرئيس الذي من خلاله يقوم بإجراء تصورات عن وضع الاستثمار، فيقدم عليه أم لا.

دفع ذلك كثيراً من التشريعات الى تنظيم هذا الأمر بشكل يساعد بل ويضمن تنفيذه على الوجه الأمثل عبر تقرير الالتزام بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بالأوراق المالية التي يتم تداولها في أسواق رأس المال، وكثيراً ما يقترن مصطلح الإفصاح بالشفافية.

الغاية من فرض هذا الالتزام تكمن بصفة أساسية في تحقيق المساواة بين المتعاملين في تداول الأوراق المالية^{٢٤٧١}، وكذلك فإنه يحقق مبدأ حرية الإرادة ويزيل شوائب الغبن والتدليس، التي بالإمكان أن تؤثر على صحة العقود التجارية، كما توفر المعلومات الكافية والقدرة على تقييم الورقة المالية، إذ أنها ليست سلعة مادية قابلة للفحص المادي، بقدر ما هي انعكاس ودليل على المركز المالي للشركة مصدره هذه الورقة.

الشفافية في مجال الأسهم والأوراق المالية هي قيام الشركات المساهمة بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها، ووضع هذه المعلومات تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص، وإتاحة الفرصة لمن يريد الاطلاع عليها وعدم حجب المعلومات، ويقصد بالإفصاح التعهد بتقديم المعلومات الصحيحة وتوصيلها بطريقة دورية الى علم المساهمين والمستثمرين والجمهور، وأحياناً الى الجهات الرقابية في البورصة وسوق المال وهي الهيئة العامة للرقابة المالية^{٢٤٧٢}.

تتأثر الأسواق المالية بشدة عند الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية، لاسيما عند العمل ضد مقتضاه، كنشر الإشاعات وترويجها في البورصة أو المضاربة غير المشروعة التي يكون الهدف من ورائها التلاعب بأسعار الأوراق المالية في سوق الأوراق^{٢٤٧٣}.

إلا أنه يثور التساؤل هل هذا المبدأ مطلق أم مقيد؟ وهل على الشركة الإفصاح عن جميع بياناتها أم بعضها؟ والجواب ظاهر، فلا بد أن هنالك قيوداً تمكن الشركة من الاحتفاظ بأسرارها الخاصة وبالتعامل معها أيضاً، وتلك الأسرار لا تهم الغير المتعامل مع الشركة ولا تمس حقوقه ولا تؤثر

٢٤٧١ د بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ٥

٢٤٧٢ د محمد علي سويلم، تداول الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار المطبوعات الجامعية، ط ١، الإسكندرية، ٢٠١٣، ص ٣٢

٢٤٧٣ جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والبورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠،

عليها، إذ في حال كشفت هذه الأسرار، فقد يؤدي ذلك إلى الإضرار بأصحابها ويحقق مساساً بمبدأ المنافسة المشروعة ويرتب المسؤولية^{٢٤٧٤}.

أنواع الإفصاح

نظم المشرع المصري في مضمونه القواعد المتعلقة بالإفصاح إلى نوعين، أحدهما إفصاح دوري والآخر إفصاح طارئ، سنعرض إليهما بشيء من الإيجاز.

أولاً: قواعد الإفصاح الدوري

الإفصاح الدوري عبارة عن تقديم التقارير الفصلية كالنصف أو الربع سنوية، عن عدد من بيانات الشركة منها نتائج الأعمال والنشاط ومركزها المالي الحقيقي، وذلك واجب على كل شركة قامت بطرح أوراق مالية للجمهور في اكتتاب عام.

لذلك فإن على الشركة إجراء تقارير وقوائم مالية خالية من فروض النصب والاحتيال والكذب والاستغلال، إذ لا يجوز أن تحتوي هذه التقارير على بيانات مغلوطة أو مضللة أو أن تقوم الشركة أو أحد أفرادها بتسريب نتائج الأعمال، رغبة منهم في التأثير على أسعار الأوراق المالية في السوق^{٢٤٧٥}.

ينبغي أن يتم إعداد الميزانية والتقارير الدورية والقوائم المالية الخاصة بالشركة وفقاً للمعايير المحاسبية وقواعد المراجعة التي تحددها أو تحيل إليها اللائحة التنفيذية ويتم التصديق عليها من مراقب الحسابات^{٢٤٧٦}.

ثانياً: قواعد الإفصاح الطارئ

قرر المشرع المصري حال حدوث ظرف جوهري يؤثر على الشركة من حيث نشاطها أو مركزها المالي أن عليها من فورها القيام بالإفصاح من خلال نشر ملخص وافٍ في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار، إحداهما على الأقل باللغة العربية^{٢٤٧٧}.

الإفصاح يواجه التلاعب

القرار الاستثماري شديد الحساسية، فهو يمثل العائد المتوقع من الاستثمار عبر هذا القرار، وهو الشغل الشاغل لجمهور المتعاملين من المساهمين والمكتتبين^{٢٤٧٨}، ذلك ان القاعدة الأولى في

٢٤٧٤ د صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، ٢٠٠١، ص ١٨

٢٤٧٥ صادق محمد البسام، بعض جوانب التنظيم المحاسبي لسوق الأوراق المالية، مجلة الحقوق، الكويت، العدد السادس، ص ٢٨

٢٤٧٦ صدرت المعايير المحاسبية المصرية الجديدة بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ٢٤٣ لسنة ٢٠٠٠ تحتوي على ٣٥ معياراً، أما قواعد

المراجعة فقد صدر بشأنها القرار الوزاري رقم ١٦٦ لسنة ٢٠٠٨ وعدها ٣٨ معياراً، للفاصل أنظر www.efsa.gov.eg

٢٤٧٧ مادة ٦/٧ من قرار سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وللمزيد في هذا الموضوع، أنظر عبد الرحمن محمد طه، رقابة الدولة على

سوق الأوراق المالية ص ٤٤٦ وما بعدها

٢٤٧٨ د حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، ط ١، ١٩٩٦، ص ٤٧

الاستثمار هي مدى توفر المعلومات الموجودة بالسوق المقترح ضخ الأموال فيها^{٢٤٧٩}، ولكون الإفصاح يعتمد على أسلوب الرقابة السابقة واللاحقة فقد أدرج المشرع العديد من القواعد التي تضمن استمرار تدفق المعلومات للمستثمرين والجهات الرقابية رغبة منه في تحقيق أفضل كفاءة ممكنة للسوق المصرية.

معايير الأيوسكو في مجال الإفصاح

هناك منظمة دولية متخصصة في مجال الأسواق المالية تضع المبادئ والمعايير الدولية الخاصة بسوق الأوراق المالية تكون إطاراً منظماً يحافظ على الأسواق المالية من الانهيار، ويزيد من مساحة الشفافية بالنسبة للمستثمرين في جميع أنحاء العالم، هي المنظمة الدولية لهيئات سوق المال International Organization Of Securities Commissions ويطلق عليها اختصاراً اسم الأيوسكو IOSCO^{٢٤٨٠}.

المعايير التي وضعتها الأيوسكو هي :

- ١- يجب أن يتوفر إفصاح كامل وشامل ودقيق عن النتائج المالية والمخاطر والمعلومات الأخرى الجوهرية التي تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشكل صحيح دون الإضرار بمصالحهم^{٢٤٨١}.
- ٢- يجب أن يعامل مالكو الأسهم في الشركات بأسلوب ونظام يتسم بالعدالة والمساواة، ويقصد بهذا المبدأ مراعاة العدالة بين أقلية المساهمين والأكثرية^{٢٤٨٢}، ولكل منهما قواعده وأساليب الحماية الخاصة به التي يجب أن يكفلها المشرع، فلا يجوز للأكثرية أن تعصف بحقوق الأقلية، ولا يجوز للأقلية أن تمارس ضغطاً غير مشروع على الأكثرية^{٢٤٨٣}.
- ٣- يجب أن تكون معايير المحاسبة والمراجعة في أعلى المستويات المقبولة عالمياً^{٢٤٨٤}.
- ٤- فيما يتعلق بمراقبة الحسابات يجب أن يكون مراقبو الحسابات مستقلين تماماً عن الجهات المصدرة التي يقومون بمراجعة أعمالها وحساباتها^{٢٤٨٥}.

٢٤٧٩ Ronald Portrait, Practice , Finance de Marcke, dalloz, ٢٠١٢, p١٥ ٤٣٩ ص عبد الرحمن محمد طه
 ٢٤٨٠ يرجع أصل هذه المنظمة إلى الاتحاد الإقليمي للبلدان الأمريكية لأسواق المال المنشأ عام ١٩٧٤، وكانت تقتصر على دول الأمريكيتين، وفي عام ١٩٨٣ تم تحويلها إلى هيئة تعاونية دولية بعد انضمام عدة دول إليها، وفي عام ١٩٨٤ ولأول مرة انضمت إليها دول أوروبية كفرنسا وإنجلترا ودول آسيوية كإندونيسيا وكوريا وفي عام ١٩٨٦ تم عقد أول مؤتمر للمنظمة خارج الأمريكيتين في باريس وتضم حالياً أكثر من ٩٥% من أسواق الأوراق المالية كأعضاء فيها، لمزيد من التفاصيل www.iosco.org
 ٢٤٨١ International Organization Of Securities Commission Objective and Principles os Securities Regulation.
 June ٢٠١٠ p٣

٢٤٨٢ ذات المصدر

٢٤٨٣ عبد الرحمن محمد طه، رقابة الدولة على سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٣، ٥١

٢٤٨٤ International Organization Of Securities Commission Objective and Principles os Securities Regulation.
 June ٢٠١٠ p١٧

٥- يجب أن تتسق معايير الحوكمة والتنظيم وسهولة التطبيق لمن يرغب في التسويق أو الاستثمار الجماعي^{٢٤٨٦}.

٦- ينبغي أن يتضمن الإطار الرقابي النص على الإفصاح عن كافة النواحي الخاصة بصناديق استثمار أو نظام الاستثمار الجماعي، حيث يعد أمراً هاماً لتقييم مدى ملاءمة صندوق الاستثمار لمستثمر محدد أو نوعية المستثمر المستهدف، وكذا تحديد العوائد التي تحقق للمستثمر نتيجة استثماره في الصندوق أو أسهم الشركة^{٢٤٨٧}.

الإفصاح في فرنسا

نظم المشرع الفرنسي موضوع الشفافية والإفصاح عند إصداره لقانون الشركات عام ١٨٦٧، إذ وضع أطراً لحماية حق المساهمين في الحصول على المعلومات، ثم ازدادت شمولية الأحكام عند صدور القانون الجديد وهو قانون الشركات الصادر عام ١٩٦٦، والذي تلتزم به وبتطبيقه لجنة عمليات البورصة منذ عام ١٩٦٧^{٢٤٨٨}.

الإفصاح يقع على عاتق الشركات المقيدة بالسوق المالية أو تلك الراغبة في القيد، وهو التزام قانوني، وليس تعهداً من قبل الشركة، والإفصاح لا يقتصر فقط على المعلومات السابقة، بل أيضاً على المعلومات المستقبلية، وهي تلك التنبؤات والافتراضات الجوهرية التي تعرض وفق رؤية مجلس الإدارة للمركز المالي المتوقع للشركة^{٢٤٨٩}.

كما أن الإفصاح مطلوب قبل إدراج الأوراق المالية، ويتجلى ذلك عند الاكتتاب، وهو وسيلة الاتصال بين الشركة والمستثمرين والجمهور والعكس، لذلك حرص المشرع على وضع إطار قانوني للإفصاح والشفافية قبل دخول الشركة سوق المال، وقبيل إقدام المستثمر على اتخاذ قراره في أن يكون مساهماً في الشركة من عدمه، ومتى كانت القاعدة المتعلقة بالإفصاح والشفافية آخذة في الكمال والوضوح، كلما تحقق معنى السوق الكفاء، لذلك نص المشرع على أنه إذا رغب أي شخص اعتباري في أن يقوم بإصدار أوراق مالية، فإن عليه إخطار الهيئة بهذا الإصدار^{٢٤٩٠}.

الإفصاح في أمريكا

قام الكونجرس الأمريكي بإرساء قوانين للأوراق المالية منذ العام ١٩٣٣، وخلق من خلاله نظام الإفصاح المستمر الذي هدف إلى حماية المستثمرين وضمان الحفاظ على سوق عادل وبيانات صادقة عن الأوراق المالية، وذلك عن طريق لجنة خاصة هي لجنة تداول الأوراق المالية، تم إنشاؤها في العام التالي لصدور التشريع أي عام ١٩٣٤، وهي التي تتولى إدارة وتطبيق أحكام

٢٤٨٥ IOSCO: op, cit p ١٨

٢٤٨٦ IOSCO: op, cit p ٢٠

٢٤٨٧ IOSCO: op, cit p ٢١

٢٤٨٨ د صالح البربري، بورصة الأوراق المالية والممارسات التي تؤثر في كفاءة أداء وظائفها وقواعد الضبط، مرجع سابق ص ٣٣٢

٢٤٨٩ د أمين السيد لطي، علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية،

الإسكندرية، ٢٠٠٩، ص ١١٥

٢٤٩٠ المادة ٢ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

قانون سوق الأوراق المالية ويطلق عليها SEC اختصاراً لـ The Securities Exchange Commission، وكان الإفصاح هو أحد أهم أدواتها، وهي تختص "بحماية المستثمرين، وتحقيق العدالة، التنظيم، وتسهيل تعاملات الأوراق المالية"، وهي هيئة فيدرالية تتلقى ميزانيتها من الحكومة الفيدرالية.

وقد جاء مؤخراً قانون ساربنز أوكسلي Sarbanes-Oxely Act عام ٢٠٠٢، رداً على انهيار شركات كبرى كتلك التي ذكرناها آنفاً مثل إنرون وغيرها، وقد حمل في طياته ما يعتبر أنه "صك قانوني جاد يوجه عقوبات مدنية وجنائية كبيرة للمخالفات التي تصدر عن الشركة"^{٢٤٩١}، كتلك التي أدت ببعضها إلى الإفلاس، ومن الأمثلة على ذلك:

- اعتبر هذا القانون أنه لن يكون قانونياً لأي شخص غير مسجل كمحاسب قانوني عام، أن يقوم بالإعداد أو المشاركة أو إصدار أي تقرير مراجعة للحسابات في أي مصدر^{٢٤٩٢}.
 - إذا وجد مجلس الإدارة بناء على الوقائع والظروف والحقائق أن محاسباً قانونياً معتمداً، اشترك بأي شكل من الأشكال في انتهاك لهذا القانون أو أي قاعدة أخرى ذات صلة، فللمجلس فرض عقوبة عليه بتقدير مناسب وبما لا يخالف ما ورد في مادة لاحقة برقم ٥ وعدم الإخلال بحقوق المتابعة المدنية، ومن ضمن ذلك مبلغ لا يزيد عن ١٠٠.٠٠٠ ألف دولار أمريكي للشخص الطبيعي أو ٢٠٠.٠٠٠ مائتين ألف دولار لأي شخص آخر^{٢٤٩٣}.
 - من أهم ما نبه عليه قانون ساربنز أوكسلي هو "استقلال مدققي الحسابات" والتزامهم بعدم تقديم بيانات غير مراجعة أو نشاطات للمؤسسات التي يقومون بتدقيق حساباتها.
 - أيضاً ركز القانون على أن الخدمات القانونية وتقارير الخبراء لا علاقة لها بتدقيق الحسابات، وكذلك وظائف الإدارة والموارد البشرية ومسك الدفاتر والخدمات الأخرى ذات الصلة مما له علاقة بسجلات محاسبية أو بيانات اقتصادية، فلا يجوز تضليل مدقق الحسابات، أو أن تقدم له البيانات بشكل سيء، كون هذه الأمور هي مما أدى إلى حصول انهيارات سابقة.
 - أوجب القانون أن الإصلاح التنظيمي يحمي المستثمرين ويرشد الرقابة، ويجب أن يكون الإصلاح أكثر ذكاءً، وغير مفرط في تعقيد الإجراءات، ويجب أن يستوفي مدقق الحسابات الشروط اللازمة، ويجب عليهم الإفصاح عن أي تضارب في المصالح، ويجب أن يكون للشركات أغلبية من المديرين المستقلين.
- بذلك يكون هناك معلومات يجب الإفصاح قبل إدراج وقيد الأوراق المالية والتعامل عليها ومنها ما هو لاحق عليه، وهو ما سنبحثه في المطلب الثاني.

^{٢٤٩١} Saul Levmore, INEQUALITY IN THE TWENTY-FIRST CENTURY, Capital in the Twenty-First Century.

By Thomas Piketty. Translated by Arthur Goldhammer. Cambridge and London: The Belknap Press of Harvard University Press. ٢٠١٤. Pp. viii, ٥٧٧

^{٢٤٩٢} Section ١٠٢a, Sarbanes-Oxely Act

^{٢٤٩٣} Section ١٠٤(c) ٤ the same Act

المطلب الثاني

محل الإفصاح وجزاء مخالفته

يتعلق الإفصاح ببيانات خاصة، وهو مطلوب من أشخاص بعينهم يسكون مهمات بعينها، ويتم مراقبتها بشكل حثيث، لأنه في حالة المخالفة لا بد من جزاءات تتناسب معها. نسلط الضوء هنا على البيانات اللازم الإفصاح عنها، وأولئك الأشخاص المطلوب منهم الإفصاح، في فرع أول، وندرس في فرع ثان الرقابة على الإفصاح وجزاء الإخلال بتنفيذه.

الفرع الأول: بيانات وأشخاص الإفصاح

بغرض تحقيق الإفصاح على الوجه القانوني الأمثل، لا بد أن هناك أشخاص هم الملزمون قبل المستفيد بتقديم هذه البيانات أو المعلومات، ولا بد أيضاً أن تكون هذه المعلومات حقيقية واضحة، إضافة الى عدم إهدار حقوق الشركة في حفظ بياناتها وبيانات عملائها السرية التي لا يجوز الإفصاح عنها، لذلك فلا بد من التوازن في ضبط العلاقات القائمة بين المتعاملين ومعرفة الحدود الفاصلة بين ما يجب الإفصاح عنه وما لا يجب، بحيث يمكن ضمان تحقيق مصالح المستثمرين والشركة على حد السواء.

يقود ذلك الى ضرورة التعرف على ماهية المعلومات الواجب الإفصاح عنها، ومن هم الأشخاص الملزمون قانوناً بأداء هذا الالتزام، وسنعرف ذلك من خلال ما يأتي:

أولاً: البيانات الواجب الإفصاح عنها، والمعلومات السرية

وضعت لجنة عمليات البورصة في فرنسا COB Commission des Operations de Bourse في لائحته التي أصدرتها في هذا الشأن^{٢٤٩٤} من المعلومات التي يجب الإفصاح عنها للجمهور في أسرع وقت ممكن، أن على مصدري الصكوك الإفصاح عن أي حدث هام من شأنه لو عرف أن يكون له أثر ملموس على سعر الصك^{٢٤٩٥}، وإذا كان هناك معلومات يتم نشرها في الخارج فإن على مصدري الأوراق المالية الإفصاح عن نفس القدر من المعلومات في الداخل^{٢٤٩٦}، أما من يعد عملية مالية من شأنها أن تؤثر بطريقة ملموسة على أسعار صك ما، فإن عليه أن يفصح للجمهور في أسرع وقت عن خصائص تلك العملية^{٢٤٩٧}.

هناك تشريعات تقضي بالزام المستثمر الذي يمتلك حصة تعادل ٥% أو أكثر من رأس مال شركة ما أن يقدم تقريراً في كل مرة يطرأ على تلك الحصة، وذلك في التشريع الأمريكي^{٢٤٩٨}، ويأتي ذلك بغرض منع أي ممارسة يمكن اعتبارها مؤثرة على الأسعار، وللتشريع المصري توجه مشابه

٢٤٩٤ لائحة رقم ٢ لسنة ١٩٩٠ أصدرتها لجنة عمليات البورصة في فرنسا وتم تعديلها باللائحة رقم ٧ لسنة ١٩٩٨

٢٤٩٥ المادة ٤ من هذه اللائحة

٢٤٩٦ المادة ٧ من ذات اللائحة

٢٤٩٧ المادة ٦ من اللائحة

٢٤٩٨ د منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، ص ١٧٧، وأشار فيه إلى p٦٦ ١٩٨٩ Castineau and Frank وجارو

Jarrow ١٩٩٩ p٤٦

للمستثمر صاحب نسبة ١٠% في رأس مال الشركة، و ٥% إن كان عضو مجلس إدارة أو عاملاً في الشركة^{٢٤٩٩}.

وللتشريع المصري مبدأ عام يمنع فيه التلاعب بالأسعار، نص عليه في المادة ٣١٩ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، حيث عرف التلاعب في الأسعار بأنه "أي عمل أو امتناع عن عمل يقصد التأثير على تداول الأوراق المالية، يكون من شأنه الإضرار بكل أو بعض المتعاملين في سوق الأوراق المالية".

عرفت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية التلاعب بالأسعار Mainpulation بأنه "سلوك متعمد يهدف لخداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير في السوق على ورقة مالية، ويمكن أن يشمل التلاعب على: نشر معلومات كاذبة أو مضللة عن شركة ما، للحد بشكل غير صحيح من عدد الأسهم المتاحة للجمهور أو تزوير العروض أو الأسعار أو المتاجرات لخلق صورة زائفة أو مضللة من الطب على ورقة مالية، ويخضع المتورطون في التلاعب لعقوبات مدنية وجنائية^{٢٥٠٠}".

بالتالي فإن عرقلة وصول المعلومات الأصلية أو التلاعب بها أو حجبها بما يؤثر على عملية العرض والطلب والتي تتدخل في إرادة المستثمر بالتضليل عليه هي ممارسة منافية لمبدأ الإفصاح، وتعتبر عملاً غير مشروع، يتضح من خلال ذلك أنه لا بد من الوضوح والشفافية في بيان رأس المال المصدر وكمية العمليات التجارية القائمة على التداول الحقيقي للأسهم وأسعارها بشكل صحيح وهي عمليات البيع التي تمت بغرض النشاط الاقتصادي، أما الترويج لعمليات تداول مثل أن تكون عملية بيع أو شراء بكميات كبيرة من الأوراق المالية بهدف خفض أو رفع أسعار أسهم شركة معينة، وربما على المكشوف ودون أن يكون هناك سبب يتصل بالأداء الاقتصادي للشركة يبرر هذا الارتفاع أو الانخفاض، فهذه ما هي إلا مجرد حيلة تهدف إلى التأثير على الأسعار، تتنافى مع مبدأ الشفافية والإفصاح الواجب مراعاته عند تداول الأوراق المالية^{٢٥٠١}.

لقد نظر القضاء المصري عدداً من القضايا التي أحيلت للعدالة بناء على الادعاء بأن المتهمين أثبتوا عمداً بيانات غير صحيحة، وقاموا بتغيير في حسابات بعض العملاء بعد عرضها على الهيئة العامة لسوق المال واتبعوا سياسات وأجروا عمليات بالبورصة من شأنها الإضرار ببعض العملاء المتعاملين مع شركة المتهمين، مما أدى إلى الإخلال بحقوق العملاء والتلاعب بأموالهم، وأسند الاتهام إلى المتهمين أيضاً كونهم لم يلتزموا بمبادئ الأمانة والحرص على مصالح بعض العملاء في مزاوله النشاط واتبعوا أساليب في عملهم تنطوي على الغش والتدليس باستخدام أموال بعض عملائهم في الإنفاق على نشاط خاص بهم، وتلاعبوا في أسعار الأوراق المالية بأن اتفقوا مع بعض عملائهم على التعامل بحسابهم في شركة ما، بغرض تقديم طلب تجزئة للسهم لتحقيق أرباح هائلة، مما يؤدي إلى تضليل وخداع المستثمر والتحكم في أسعار بعض الأوراق المالية، إلا أن هذا الادعاء جوبه برد أفتع المحكمة بأن عدد المساهمين يمثلون ٥٠% من عدد المساهمين في الشركة، ويملكون

٢٤٩٩ المادة ٨ من قانون سوق رأس المال

٢٥٠٠ Sec.gov/manipulation

٢٥٠١ د صالح أحمد البربري، ص ٩٣٠

رأس مال لا يزيد عن ١٢% من إجمالي رأس مال الشركة، فلا يمكنهم السيطرة على باقي الـ ٨٨% من رأس مال الشركة، ثم حكمت المحكمة ببراءة المتهمين، وعند استئناف الحكم تم تأييده^{٢٥٠٢}.

الحاجة ملحة للمزيد من الإفصاح والشفافية في سوق أوراق المال، فقد ساد الاعتقاد أن نقص الشفافية هو من سمات الدول المتخلفة، وقد ظهر خلال الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨، أن ضعف مستوى الشفافية هو أخطر لدى اقتصاديات الدول المتقدمة، إذ أن الكارثة وقعت والسلطات الرقابية ليست كما يبدو على علم كامل بالتزامات ومدى التزامات المؤسسات المالية، هذا إلى جانب أن ميزانيات هذه المؤسسات لم تعكس كل التزاماتها، حيث أن تمويل حجم متزايد من أنشطتها من خارج الميزانية من شأنه عدم كشف الحجم الحقيقي للمشاكل التي تتعرض لها، الأمر الذي لا يسمح بالتحكم بها أو معالجتها^{٢٥٠٣}.

يشير مصطلح الشفافية إلى مبدأ خلق بيئة يتم من خلالها جعل المعلومات عن الظروف والتصرفات القائمة يمكن الوصول إليها بسهولة وتكون مرئية وقابلة للفهم، والإفصاح يشير إلى العملية المنهجية المرتبطة بتوفير المعلومات في التوقيت المناسب، وجعلها ظاهرة وواضحة وعلنية، وتتوفر فيها الخصائص النوعية للمعلومات التي تشمل الملاءمة والمصادقية وقابلية المقارنة والفهم^{٢٥٠٤}.

يلعب الإفصاح دوراً كبيراً في التصدي لوقوع الأزمات المالية، ومن دلائل ذلك أنه ورد في تقرير البورصة السنوي أن إدارة البورصة المصرية قد وجهت أكثر من مائة رسالة إفصاح للشركات المقيدة في عام ٢٠٠٨^{٢٥٠٥}، وقد جاء ذلك عقب تأثر البورصة المصرية بأزمة ٢٠٠٨ التي تأثر بها الاقتصاد المصري كالكثير ممن تأثروا بها حول العالم، ولا زالت البورصة المصرية تعمل على تنقيح نماذج الإفصاح وتلزم بها الشركات، كان آخر تحديث لها في فبراير ٢٠١٧.

المعلومات السابقة على التداول

هناك من يرى^{٢٥٠٦} أن الرقابة ليست كما ينبغي وليست بشكل مناسب على الاستخدام اللاحق للأموال، فيما يتعلق باستخدام الأموال المحصلة من الاكتتاب، ويعد ذلك سبباً من أسباب ضعف سوق المال في مصر، ما يسبب معه تآكل في مدخرات الأفراد، ويؤثر بالتبعية على الاقتصاد الوطني، لكن يبدو أن هذا الرأي قد نسي أن المشرع عندما ألزم المؤسسين ببيان توقعاتهم لنتائج

٢٥٠٢ الجنحة رقم استئنافي ٢٨٦ لسنة ٢٠١١ الدائرة الأولى جنح مستأنفة، الحكم الابتدائي بتاريخ ٢٠١١/٦/٨، جنحة رقم ٧ لسنة ٢٠٠٨، جنح اقتصادي، القاهرة، الدائرة الأولى، الحكم بتاريخ ٢٠١١/٣/٢٦، مشار إليهما لدى محمد محمود حمدي عبد اللطيف، المشكلات القانونية المرتبطة بتداول الأوراق المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٤، ص ٢٣١ وما بعدها، ويلاحظ أن الحكم لم يصدر بإدانة المتهمين للأسباب التي منعت الحكم عليهم، وهي أسباب مقنعة، لكن الشاهد في الموضوع هو أنه قد كانت تمت إحالتهم إلى القضاء تحت دعوى التعامل بما يخل الإفصاح والنزاهة والشفافية، ولو لم يكن لديهم عذر مقبول كالذي دفعوا به، لكان قد تمت إدانتهم بلا شك، وهذا يؤكد على أن هناك مسؤولية كبيرة تنبع من مخالفة هذه المبادئ.

٢٥٠٣ نادية سامي خضر، دور الحوكمة في تحقيق الإفصاح والشفافية في ظل الأزمة المالية العالمية، مجلة بحوث مستقبلية، العدد الرابع والعشرون ٢٠٠٨-١٤٢٩، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العراق، ص ١٦٩

٢٥٠٤ عوض خلف العيسوي وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في حوكمة الشركات، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد ٤ العدد ١١، جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق

٢٥٠٥ التقرير السنوي للبورصة المصرية ٢٠٠٨

٢٥٠٦ عبد الرحمن محمد طه، رقابة الدولة على سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٤٣٣

استخدام الأموال، كان ذلك في مرحلة الدعوة الموجهة للجمهور والمستثمرين إلى الاكتتاب، أما موضوع الرقابة اللاحقة على تنفيذ هذه التوقعات، فقد أصبح المعني بها هم المكتتبون أنفسهم، فهم أصحاب الحق في إدارة شركتهم كونهم صاروا جزءاً منها.

لأنه بحسب قانون سوق رأس المال، فإن على من يرغب في طرح الأسهم للاكتتاب، تقديم المعلومات الآتية:

- ١- غرض الشركة وجديتها
- ٢- رأس مال الشركة المصدر والمدفوع
- ٣- مواصفات الأسهم وشروط طرحها ومميزاتها
- ٤- أسماء المؤسسين ومقدار مساهمة كل منهم وبيان الحصص العينية
- ٥- خطة الشركة في استخدام الأموال المتحصل منها للاكتتاب في الأسهم المطروحة وتوقعاتها بالنسبة لنتائج استخدام الأموال
- ٦- أماكن الحصول على نشرة الاكتتاب المعتمدة من الهيئة
- ٧- أية بيانات تحدها اللائحة التنفيذية، وقد اشترطت اللائحة التنفيذية شروطاً في مادتها ٤٢ بأنه يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب في أسهم الشركة عند التأسيس ما ذكر من بيانات في قانون سوق المال ويجب أن تشمل على الآتي
- ١- تاريخ العقد الابتدائي
- ٢- القيمة الاسمية للأسهم وعددها وأنواعها وخصائصها وفق كل منها
- ٣- اسم الشركة وشكلها وغرضها
- ٤- المدة التي يتعين على المؤسسين التقدم فيها بطلب الترخيص للشركة
- ٥- بيان ما إذا كان هناك حصص تأسيس مما قدم للشركة في مقابلها وتعيينها من الأرباح
- ٦- إذا كان الاكتتاب العام عن جزء من رأس المال فعلياً أن يوضح طريقة الاكتتاب في باقي رأس المال
- ٧- بيان بدء الاكتتاب والجهة التي سيتم فيها والتاريخ المحدد لغلق الاكتتاب
- ٨- تاريخ ورقم اعتماد الهيئة للنشرة
- ٩- المبلغ المطلوب دفعه عند الاكتتاب بحيث لا يقل عن ربع القيمة الاسمية بالإضافة إلى مصاريف الإصدار
- ١٠- أسماء مراقبي الحسابات في الشركة وعناوينهم

- ١١- بيان تفصيلي عن مصاريف التأسيس كافة
- ١٢- بيان العقود ومضمونها التي يكون المؤسسون قد أبرموها خلال الخمس سنوات السابقة على الاكتتاب، وإذا كان موضوع العقد شراء منشأة قائمة نقداً فيجب هنا تضمين النشرة موجز التقرير صادر عن مراقب الحسابات عن هذه المنشأة
- ١٣- تاريخ بداية السنة المالية وانتهائها^{٢٥٠٧}
- ١٤- بيان طريقة توزيع الأرباح بالشركة
- ١٥- أسلوب تخصيص الأسهم إذا بلغت طلبات الاكتتاب أكثر من المطروح
- ١٦- المدة والحالات التي يجب فيها على الجهة التي تلقت الاكتتابات رد المبالغ إلى المكتتبين
- كما أكد المشرع مسؤولية الهيئة العامة للرقابة المالية إلزام الشركة بتقديم بيان عن عقود المعاوضات كلها التي وردت على عقار خلال الخمس سنوات السابقة على تقديمها^{٢٥٠٨}.
- ونظراً لأهمية قيد الأوراق المالية بالبورصة التي تأتي من كونها المكان الوحيد المخصص للتداول الواقع عليها^{٢٥٠٩}، ورغبة من المشرع في التطوير فقد أصدر قراراً بتحديد قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية عبر لجنة تشكل بقرار من رئيس البورصة^{٢٥١٠}، وقد اشترط القرار لقيد أوراق مالية في البورصة، شروطاً إضافية:

- ١- أن تكون الأوراق المالية موضوعة بنظام الإيداع والقيد المركزي
- ٢- ألا يتضمن النظام الأساسي للجهة المصدرة أو شروط الإصدار أي منع على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها
- ١- أن يتم قيد كامل الأسهم المصدرة
- ٢- أن تبرم الجهة طالبة القيد عقداً مع البورصة تنظم فيه الالتزامات والحقوق المالية كافة التي تقع بين الجهة المصدرة وإدارة البورصة
- كل هذه البيانات والشروط هي إلزامٌ بالإفصاح قبل عملية التداول، ذلك يزيد من مقدار الشفافية ويعزز الأمان في هذه السوق، بالإضافة إلى بيانات خاصة بالشركة ذاتها، هي ما سيأتي بيانه.

ثانياً: الأشخاص المطلوب منهم الإفصاح

يوجب القانون المصري الالتزام بالشفافية والإفصاح على طائفة من الأشخاص المتواجدين في مراكز قانونية معينة، والذين يتأثر الوضع القانوني والمالي للشركة بتصرفاتهم، وهم فئة من المساهمين إضافة إلى مراقب الحسابات، نبين تفاصيل أشخاصهم فيما يأتي:

٢٥٠٧ المادة ٧ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن أسواق رأس المال

٢٥٠٨ المادة ٤٥ بند ٢ من اللائحة التنفيذية، وقد أورد المشرع نصاً في المادة ٤٤ فقرة ٧ بند ٥ "أية مستندات أخرى تراها الهيئة ضرورية تتفق مع الطبيعة القانونية للمصدر"

٢٥٠٩ د سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة، مرجع سابق، ص ٤٩٦

٢٥١٠ قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢

أ) فئة المساهمين

يكون الالتزام بالإفصاح مطلوباً من المساهم إذا كانت مساهمته في رأس مال الشركة تبلغ نسبة معينة، الذي قام أو أراد القيام بعملية ستتأثر بموجبها العمليات التجارية التي تمارسها الشركة أو بالإمكان أن تؤثر على قرارات المساهمين الآخرين أو السوق، وهم على تفاصيل، كما يأتي:

١- كل من يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه ١٠% من عدد الأسهم الاسمية في رأس مال إحدى الشركات التي طرحت أسهماً لها في اكتتاب عام أو طرح للتداول ببورصات الأوراق المالية أو ٥% إن كان عضو مجلس إدارة أو عاملاً بالشركة^{٢٥١١}.

وقد فرض القانون في مثل هذه الحالة على هؤلاء الأشخاص قيامهم بالإفصاح قبل عقد العملية بأسبوعين على الأقل عن البيانات الخاصة بنسبة مساهمته في رأس مال الشركة وعن البيانات الخاصة بالعملية ذاتها، مثل عدد الأسهم محل العملية ومواصفاتها وعنوان شركة السمسرة التي تتم بواسطتها العملية.

وتوجه المعلومات المفصح عنها في مثل هذه الحالة إلى الشركة ذاتها، وذلك بكتاب موصى عليه مصحوب بعلم الوصول، وتقوم الشركة بدورها خلال أسبوع من تاريخ إخطارها بذلك بإبلاغ كل مساهم يملك ١% على الأقل من عدد أسهم الشركة على عنوانه الثابت لديها أو بالنشر عن ذلك في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار، وأن تبلغ به كذلك البورصة المقيدة بها.

٢- كل من يرغب في شراء نسبة ١٥% فأكثر من أسهم إحدى الشركات التي طرحت أسهماً لها في اكتتاب عام.

تتفق هذه الحالة مع سابقتها في البيانات التي يجب الإفصاح عنها، لكن يختلف الشخص، فهنا هو مشترٍ فقط، بينما في الحالة السابقة قد يكون بائعاً أو مشترياً، حيث تم تقييد الشخص السابق بالعملية، وهنا جاء النص بقصر الالتزام على المشتري، كما أن هناك اختلافاً في الإجراءات، فالإفصاح في هذه الحالة سيكون موجهاً إلى هيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية المقيدة بها الأسهم وإلى حملة أسهم الشركة.

ب) مؤسسو شركة المساهمة

هؤلاء من أهم الأشخاص الذين يتوجب عليهم الإفصاح، والشريك المؤسس هو من تكون له نية تحمل المسؤولية الناتجة عن تأسيس الشركة^{٢٥١٢}، في حين هناك من يرى المؤسس هو كل من وراء تأسيس الشركة وكان الدافع الرئيس لوجودها، ولو لم يكن من الموقعين على العقد الابتدائي لها^{٢٥١٣}، وإن كان الباحث يرى قصر المؤسس على المساهم الفعلي أو من له مصلحة مباشرة في تأسيسها، دون التوسع في نطاق المسؤولية المدنية إلى من عداهم، إلا في حالة المسؤولية التقصيرية.

٢٥١١ المادة ٨ من قانون سوق رأس المال

٢٥١٢ د علي حسن يونس، شركات الأموال والقطاع العام، القاهرة، ١٩٦٧، ص ٢٤٦

٢٥١٣ د أبو زيد رضوان، شركات المساهمة، دار الفكر العربي، ١٩٨٣، ص ٣٧

يتوجب على هؤلاء المؤسسين الإفصاح عن بيانات متعددة من بينها رأس مال الشركة المصدر والمدفوع ومواصفات الأسهم المطروحة وميزاتها وشروط طرحها وأسماء المؤسسين ومقدار مساهمة كل منهم وبيان الحصص العينية إن وجدت، وخطة الشركة في استخدام الأموال المتحصلة من الاكتتاب في الأسهم المطروحة وتوقعاتها بالنسبة لنتائج استخدام الأموال، وكذلك القيمة الاسمية للسهم وعدد الأسهم وأنواعها وخصائص كل منها والحقوق المتعلقة بها، سواء بالنسبة إلى توزيع الأرباح أو عند التصفية.

لا تخفى أهمية هذه البيانات لكل متعامل مع الشركة سواء ممن كان مساهماً فيها أو يرغب في المساهمة أو التعامل معها، ويترتب على بيانها موقف وقرارات وإرادة الأشخاص وحجم تعاملاتهم، لذلك كان لا بد أن يكون الإفصاح عن هذه البيانات إلزامياً وكافياً وشفافاً، دعماً للسوق الحر وهو ما يدعم النمو الاقتصادي.

ج) مراقب الحسابات

وهو من أهم الأشخاص الذين تعتمد عليهم الشركة لممارسة نشاطها، وتمثل شخصيته أهمية بالغة لدى المساهمين، فإن تعيينه وتحديد أتعابه هي من أهم الأمور التي سيتم عرضها في الاجتماعات العامة للمساهمين، ومن الطبيعي أن يكون شخصاً متخصصاً له تأهيل خاص ومناسب، وله دراية بكيفية مراقبة الحسابات، وقد يكون شخصاً واحداً أو أكثر، وربما قد يكون شخصاً معنوياً.

يحتاج مراقب الحسابات كي يؤدي عمله أن يتمتع بأقصى درجات الاستقلالية، بحيث يعمل دون أن يكون تحت أي ضغوط، كما يتطلب القانون فيه أن يتسم بالحيادة فلا يميل إلى مصلحة فئة على أخرى ممن يتعامل معهم، كما لا بد أن يتحلى بالأمانة، فهو سيستمتع بحق الاطلاع على الكثير من معلومات الشركة وأسرارها التي عليه الالتزام بالحفاظ عليها.

لذلك فعند الحديث عن الالتزام بالإفصاح فيما يخص مراقب الحسابات فإن مسؤوليته تستلزم مراعاة أنه ملتزم بالحفاظ على أسرار الشركة وعدم تعريضها للخطر بإذاعة تلك الأسرار، وفي نفس الوقت فإن عليه التزام مراعاة مصالح تلك الفئة التي استقطبته للعمل من أجلهم في مراقبة أعمال أعضاء مجلس الإدارة ثم إخطارهم بما هو ضروري لمصلحتهم^{٢٠١٤}.

منح القانون مراقب الحسابات عدداً من الصلاحيات للقيام بعمله على الوجه الأكمل، من هذه الصلاحيات، الحق في الاطلاع على جميع دفاتر الشركة وسجلاتها ومستنداتها وطلب البيانات والإيضاحات التي يرى ضرورة الحصول عليها، كما أن له أن يحقق موجودات الشركة والتزاماتها، وإن لم يتمكن من ذلك فله أن يثبت ذلك في تقرير يقدمه إلى مجلس الإدارة ويعرض على الجمعية العامة^{٢٠١٥}.

ويفرض القانون على مراقب الحسابات "ألا يذيع على المساهمين في مقر الجمعية العامة أو غيره، أو إلى غيرهم ما وقف عليه من أسرار الشركة بسبب قيامه بعمله، وإلا وجب عزله ومطالبتة

٢٠١٤ د بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٧٠

٢٠١٥ المادة ١٠٥ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١

بالتعويض^{٢٥١٦}، لكن بالمقابل فمراقب الحسابات ملزم بموافاة هيئة سوق المال بما تطلبه من بيانات ووثائق للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرات الاكتتاب والتقارير الدورية والبيانات والقوائم المالية للشركة^{٢٥١٧}.

وكما أن الالتزام بالإفصاح قائم على الأشخاص الطبيعية، فهو يقع على عاتق الأشخاص المعنوية أيضاً، فقد أوجب القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال في مادته رقم ٥٨ من لائحته التنفيذية على كل شركة طرحت أوراقاً مالية لها في اكتتاب عام أن تقدم على مسؤوليتها إلى هيئة سوق المال بياناً بالتعديلات التي تطرأ على نظامها الأساسي، ونسب المساهمات في رأس المال فور حدوثها وتقارير نصف سنوية عن النشاطات ونتائج الأعمال خلال الشهر التالي لانتهاء تلك المدة على أن تتضمن هذه التقارير قائمتي المركز المالي ونتيجة النشاط مصدقاً على ما ورد بهما من مراقب الحسابات.

وكذلك إذا تصرفت شركة ما أو اعتزمت التصرف بقيمة ما تملكه من أسهم في شركة أخرى، فإن عليها الواجبات الملقاة على عاتق الأشخاص الطبيعيين حسب ما ورد ذلك في محله.

ثالثاً: الهيكلة والأطراف

استحدثت أحكام متعلقة بهيكل الملكية وكذلك الأطراف المصدرة، كبيانات يجب الإفصاح عنها تتعلق بهيكل الملكية فإنه يجب إرفاق الشركة طالبة القيد بطلبها تقريراً يبين فيه هيكل الملكية، موضحة بالنسبة ملكية المساهمين الذين تبلغ مساهمتهم ٥% أو أكثر وذلك لكل من الشركة طالبة القيد والشركة القابضة لها أو الشركات الشقيقة والتابعة^{٢٥١٨}.

أما ما يتعلق بالإفصاح عن الأطراف ذات العلاقة بالشركة الذي يقصد به وفق تعريف مجلس إدارة الهيئة، كل من تربطه علاقة مباشرة أو غير مباشرة من خلال:

- ١- السيطرة على الشركة أو الدخول معها تحت سيطرة مشتركة
 - ٢- ملكية نسبة من الأسهم أو حقوق التصويت التي تمنحه القدرة على التأثير الفعال على قراراتها
 - ٣- الأطراف المرتبطين بعقود واتفاقيات ستعقد بين الشركة طالبة القيد أو شركة تابعة أو شقيقة وبين أي من المساهمين المالكين لنسبة ٥% أو أكثر أو أي من أعضاء مجلس الإدارة بما في ذلك عقود المعاوضة
- وتقوم لجنة القيد بالبت في طلبات القيد خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ استيفاء المستندات^{٢٥١٩}، وفي إطار ذلك أعطى المشرع للهيئة سلطة الاعتراض خلال أسبوعين من تقديم طلب القيد على عدم كفاية أو دقة البيانات الواردة بها، وهنا يقع على الهيئة عاتق طلب استيفاء تلك التقارير من الجهة المختصة.

^{٢٥١٦} المادة ١٠٨ من ذات القانون

^{٢٥١٧} المادة ٧ من قانون سوق رأس المال

^{٢٥١٨} المادة ٤ من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢ والمعدل بقرار الهيئة رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٨

^{٢٥١٩} بحسب قرار الهيئة السابق المادة ٦ منه

ويمكن لرئيس الهيئة العامة للرقابة المالية إيقاف الاكتتاب في حال وقوع أي أمر من شأنه التأثير على سلامة إتمام عملية الاكتتاب، أو ما قد يؤثر على صحة المعلومات التي ترد من قبل الجهة المصدرة على نشرة الاكتتاب، أو عند تغير في الظروف المادية أو المعنوية أو القانونية التي تم اتخاذ قرار الهيئة باعتماد النشرة بناء عليها^{٢٥٢}.

الفرع الثاني : الرقابة على الإفصاح والإخلال بتنفيذه

يؤكد القضاء المصري مبدأ الإفصاح، حيث ذهبت محكمة النقض الإداري إلى القول بأن "مزاولة الأنشطة الاقتصادية لآليات السوق يتعين أن تتم دون التأثير أو التقييد لتلك الآليات تأثيراً أو تقييداً مفرطاً يلحق آثاراً ضارة بالتجارة أو التنمية، وإن الحماية والتشجيع إنما هو للمنافسة وليس للمتنافسين، وإن المنع للممارسات الاحتكارية يعززه مواجهة ومكافحة الاتفاقيات أو العقود أو الترتيبات أو الممارسات التجارية التقييدية للمنافسة، وإن من شأن الأعمال الصحيحة لتمتع المستهلك بحق المعرفة أن يؤدي -فضلاً عن رقابة جميع ما تقدم- إلى تعزيز كفاءة الاقتصاد Economy Efficiency، وتوفير تنمية متناسقة ومستمرة ومتوازنة للأنشطة الاقتصادية والحج من الآثار الضارة التي تلحق بالنظام الاقتصادي والاجتماعي للدولة، وتحقيق توزيع أفضل للموارد الاقتصادية وأسعار دنيا ذات جودة نوعية عالية، وإيجاد بيئة تنافسية جذابة للاستثمارات الأجنبية المباشرة، وحيث أن الحق في المعرفة Right of Know المقرر للمستهلك ليس حقاً ترفيهاً مقصوداً منه منحه حق المعرفة دون تبني موقف إيجابي يعبر عن الغاية من تقرير الحق، وإنما يرتبط الحق في المعرفة ارتباطاً وثيقاً بحق آخر هو الحق في تدفق المعلومات وتداولها Right of information flow and circulation، وكلاهما يرتبط بحق أوسع وأشمل هو الحق في التنمية Right of development، الذي نصت عليه المادة الأولى من العهد الدولي للحقوق المدنية والسياسية، والمادة الأولى من إعلان الحق في التنمية الصادر بقرار الجمعية العامة للأمم المتحدة ١٢٨/٤١ في الرابع من ديسمبر ١٩٨٦، وهو بدوره وثيق الصلة بالحق في الحياة Right of life، وكذلك بالحق في بناء قاعدة اقتصادية تتوافر أسبابها، وفضلاً عن ذلك فإن تنظيم الحق في المعرفة في مجال حماية حقوق المستهلك لا يمكن أن ينفصل عن مبادئ حوكمة الشركات Corporate Governance Principals، ومنها الإفصاح والشفافية Disclosure and Transparency، ذلك أن حق المستهلك في الحصول على المعرفة لحماية مصالحه الحيوية المشروعة، لا يتسنى قيامه إلا في ضوء مفهوم الحوكمة بمعناه الشامل الذي لا يقتصر على الشركات الاقتصادية، وإنما يمتد ليشمل كل المؤسسات العاملة في المجتمع ذات الصلة بحاجات المستهلك التي يرتبط نشاطها بإنتاج سلعة للمستهلك أو تقديم خدمة له، والتي تؤثر على حالة السوق ومستوى الأسعار فالحوكمة Governance، في مفهومها الأشمل لا ترتبط فحسب بالجوانب المالية والقانونية والمحاسبية للشركات كعنصر من عناصر المعرفة، ولكنها تتصل اتصالاً وثيقاً لا انفكاك معه بجميع الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، ويندرج في عموم عناصر الحق في المعرفة تفعيل المسؤولية الاجتماعية للشركات Corporate Social Responsibility، بالإفصاح عن العناصر التي من شأنها إعمال رقابة المستهلك على مدى اقتصار تلك الشركات المنتجة للسلع والخدمات على تدعيم مكانتها وتعظيم ربحيتها أم امتداد دورها ليشمل الاهتمام بتطور التجارة والصناعة واستقرار الأسواق وتقدم الاقتصاد ونمو المجتمع، فالمسؤولية الاجتماعية لرأس المال إنما يوجب على الشركات الالتزام بالمساهمة في التنمية الاقتصادية المستدامة The Sustainable Economic

Development، من خلال تحمل كل قطاعات تقديم الخدمات والإنتاج لمسئوليتها الاجتماعية تجاه أصحاب المصالح، وهم ليسوا فقط حملة الأسهم، وإنما كذلك المستهلكون والعملاء والموردون، فلا يقتصر الأمر على تحقيق الأرباح للمساهمين، وإنما تمتد المسؤولية لتكون تجاه دعم الاقتصاد القومي وتنميته والإسهام في مكافحة الاحتكار وتحسين مستوى المعيشة، وفي الإطار ذاته تغدو المسؤولية المجتمعية Responsibility of Community، لرجال الأعمال والشركات منتجي السلع ومقدمي الخدمات للمستهلك تعميماً لمفهوم المسؤولية الاجتماعية، التي لم تعني مجرد عمل الخير وتقديم الإحسان بعد أن تطور مفهومها بحيث صار قائماً على الموازنة الحكيمة في مراعاة مصالح جميع الأطراف المتأثرة بأنشطة الشركات والمستفيدين منها، بتعظيم الجانب الإيجابي وتقليل التأثير السلبي لنشاط الشركات على مصالحهم، وبالتالي تحقيق احترام الحقوق والمصالح الأساسية، ليس فقط للمالكين والمستغلين وإنما كذلك للمستهلكين والموردين والمتعاقدين والمنافسين، وجميع هذه العناصر من شأن الإفصاح عنها ضمن تنظيم أحكام البند هـ من المادة ٢ من قانون حماية المستهلك، يصدره الوزير المختص أن يتيح للمستهلك حق المعرفة الذي يمكنه من حماية باقي حقوقه ومصالحه الحيوية المشروعة، كيما يكون مؤهلاً لاتخاذ قراره عن وعي وبصيرة، إسهاماً منه في تطوير وخدمة وتقديم مجتمعه"^{٢٥٢١}.

هذا النص القضائي، قد احتوى عدداً من المبادئ الهامة التي يتركز الإفصاح حولها، ويرتبط بها ويؤدي إليها، ونتفق مع ما جاء فيه ونؤكد على أنه تجب مراعاة الإفصاح، حيث أنه بنتائج لا يقتصر على أطرافه فقط، بل يشمل تأثيره الغير ويصل إلى التأثير على الاقتصاد الوطني بشكل عام.

مسئولية هيئة الرقابة

قرر المشرع في المادة ٧ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أن "على الشركة ومراقبي حساباتها أن يوافقوا الهيئة بما تحتاجه من بيانات ووثائق للتحقق من صحة البيانات الواردة والتقارير الدورية والقوائم المالية للشركة" و"عليه فإن هناك مسؤولية على هيئة الرقابة تتحمل في طلب البيانات أو عند ورودها إليها، ثم على الهيئة التدقيق فيها لأن عليها مسؤولية ذلك، ويرقى إلى أن الهيئة تكون مسؤولة بشكل تضامني مع الشركة عن البيانات والقوائم والتقارير الواردة إليها من تلك الشركة كافة، وعند تعذر الهيئة عن فحص البيانات فعليها تكليف غيرها من الجهات المختصة بإجراء هذا الفحص، وهو ما نصت عليه المادة ٦ من ذلك القانون.

من الأمور التي يجب على الشركة إخطار البورصة بها أثناء عملها، كافة الإجراءات التي قد تؤثر على أوضاع الشركة أو مركزها المالي، ومن بين ذلك:

- ١- تغيير مراقب الحسابات الخاص بالشركة.
- ٢- تعديل النظام الأساسي للشركة.
- ٣- أي تغيير في رئاسة مجلس الإدارة أو أعضائه أو مدة المجلس أو المديرين الرئيسيين.

٤- تغيير عنوان الشركة المسجل وأرقام الهويات.

٥- أية تعديلات تطال هيكل رأس المال، وتوضح نسبة المساهمات التي تزيد عن ٥% من رأس المال وينطبق ذلك على الشركات التابعة أو إذا كانت أسهم الشركة القابضة مقيدة بالبورصة، فالشركة تلتزم بإخطار البورصة بوجود أي من هذه التعديلات أو ما يؤثر على مركزها المالي أو أشخاصها.

كما أن المشرع حظر على الداخليين Insiders التعامل على أي أوراق مالية للشركة خلال الخمسة عشر يوماً السابقة على نشر أي بيانات أو معلومات جوهرية قد يكون لها تأثير مهم على السعر السوقي للورقة^{٢٥٢٢}، ونجد هذا دليلاً على الحرص على عدالة وصول المعلومة إلى الكافة، فقد يطلع بعض المتعاملين من المطلعين على أسرار الشركة على بياناتها فيستغلون ذلك بالشراء لحسابهم وفق تلك المعلومة أو يبيعون أو غير ذلك، ويستمر ذلك الحظر حتى بعد الإعلان والنشر عن أي بيانات لمدة ثلاثة أيام.

المشكلات التي تقع أثناء عملية التداول (تتعلق بالإفصاح)

لا يخلو التعامل في الأوراق المالية أثناء تداولها من مشكلات تقع بأنواع وأشكال مختلفة، هي عبارة عن مخالفات قانونية تجعل من التداول مشوباً بالمخالفة ومنها ما هو محظور ويكون التداول معه لاغياً، ويعاقب على هذه المخالفات بمجموعة من العقوبات التي خولها القانون للهيئة العامة للرقابة المالية ممثلة في رئيسها ومجلس إدارتها، وأجاز له توقيعها، منها العقوبات التي تتدرج من التنبيه بعدم تكرار المخالفة مروراً بوقف عروض وطلبات التداول، والتنفيذ العكسي، وإلغاء العمليات، وحتى إلغاء الترخيص بمزاولة النشاط^{٢٥٢٣}.

أبرز هذه المخالفات التي من الممكن أن تقع أثناء التداول يتجلى فيما يأتي:

١- تجاوز النسب القانونية المقررة للملكية: حيث أن على كل من يستحوذ على ٥% من حقوق التصويت أو الملكية أو مضاعفاتها وبما لا يجاوز الثلث من أسهم إحدى الشركات التي طرحت أسهمها لها في اكتتاب عام أو من خلال طرح عام أو الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية، من خلال عمليات السوق المفتوحة، سواء عن طريق عملية واحدة أو عدة عمليات، أن يفصح عن تلك العملية أو العمليات إلى البورصة والهيئة خلال يومين من تاريخ إتمام العملية^{٢٥٢٤}، وكذلك فإن على كل من يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه ١٠% من الأسهم الاسمية من رأس مال إحدى الشركات التي طرحت أسهمها لها في اكتتاب عام أن يخاطر الشركة قبل عقد العملية بأسبوعين على الأقل، وإلا ترتب على عدم الإخطار، إلغاء العملية، وتسري

٢٥٢٢ المادة ١/١٩ من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢ والمضافة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٠

٢٥٢٣ المادة ٣١٨ وما بعدها من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال

٢٥٢٤ المادة ٣٣٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

هذه الأحكام في حالة عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه أحد أعضاء مجلس إدارة الشركة أو أحد العاملين فيها من أسهم اسمية ٥% من رأس مال الشركة^{٢٥٢٥}.

٢- مخالفة الأحكام الواردة في قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي الصادر بالقانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ أو القواعد الواردة في الإشراف والرقابة على التأمين في مصر الصادر بالقانون رقم ١٠ لسنة ١٩٨١: حيث لم يجز القانون الأول لأي شخص طبيعي أو أي شخص اعتباري أن يملك ما يزيد عن ١٠% من رأس المال المصدر لأي بنك أو أية نسبة تؤدي إلى السيطرة الفعلية عليه إلا بعد الحصول على موافقة مجلس إدارة البنك المركزي، أما القانون الثاني فحظر على أي شخص طبيعي أو أي شخص اعتباري أن يملك ١٠% فأكثر من رأس المال المصدر لإحدى شركات التأمين أو إعادة التأمين إلا بعد موافقة مجلس الوزراء بعد أخذ رأي وزير الاقتصاد ويقع باطلاً أي تصرف يخالف ذلك^{٢٥٢٦}.

٣- مخالفة تعاملات الداخلين^{٢٥٢٧} Insiders: لا يجوز للمتعاملين من الداخل أو الداخلين، وهم أعضاء مجلس الإدارة والمديرين بالشركة وكل من له حق الاطلاع على المعلومات الداخلية للشركة، التعامل على أسهم الشركة خلال فترة الحظر التي تمتد إلى ١٥ يوماً قبل وثلاثة أيام بعد إصدار ونشر أية بيانات أو معلومات جوهرية قد يكون لها تأثير على سعر الورقة المالية للشركة، وفي غير حالات الحظر المذكورة، يجب على أعضاء مجلس الإدارة والمسؤولين والأشخاص الذين تتوفر لديهم المعلومات الداخلية في الشركة، الإفصاح وإبلاغ البورصة والهيئة العامة للرقابة المالية عن أية عمليات يقومون بها لشراء أو بيع أوراق مالية للشركة قبل ٢٤ ساعة على الأقل من تاريخ التنفيذ، فإذا تم التعامل دون إخطار، عد ذلك مخالفة لأحكام التداول تماماً، كما هو الحال بالنسبة لحظر تعامل أي من الداخلين على الورقة المالية التي يستحوذون على معلومات جوهرية متعلقة بها خلال فترة الحظر البالغة ١٥ يوماً قبل أو ٣ أيام بعد^{٢٥٢٨}.

الخاتمة

تناولت هذه الدراسة أحكام العلاقة بين أطراف تداول الأوراق المالية، وذلك بالبحث في العلاقة بين السمسار والعميل والتزامات كل منهما، وكذلك التزامات السمسار بحكم مهنته، ويظهر بجلاء من خلالها أن الوسيط ليس وسيطاً عادياً بسبب لزوم وجوده، بالاختلاف عن سائر الوسطاء الذين يحق للعميل قبول وجودهم أم لا، لذلك فهو وسيط من نوع خاص.

٢٥٢٥ المادة ٨ من قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢

٢٥٢٦ د سامي عبد الباقي، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري الواقع والحلول - دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، ٢٠١٦، ص ١٦٦

٢٥٢٧ المتعامل من الداخل هو كل من يطلع على معلومات بشأن الشركة أو ما تصدره من أوراق مالية من شأنها تحقيق مصلحة خاصة به أو لصالح شخص آخر، سواء تم الاطلاع بصورة شرعية أو غير شرعية، وسواء اطلع عليها بنفسه أو وصلت إلى علمه عن طريق شخص آخر بصورة مباشرة أو غير مباشرة

٢٥٢٨ المادة ١٩ من قواعد القيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية

مع ذلك فهو لا يتمتع بكافة الضمانات التي قررها القانون لغيره من الوسطاء كالوكيل بالعمولة الذي يتمتع بضمان الامتياز، أما وسيط الأوراق المالية فلم يحصل على هذا الضمان، ما يجعله ملزماً بعدم إبرام الصفقة إلا بعد التحقق من سداد ثمن الورقة المالية وصحتها وسلامة العملية عموماً، لأنه سيكون المسؤول في ماله الخاص عن أي خطأ.

بحثت الدراسة أيضاً موضوع الحوكمة والإفصاح، وبينت ما لهما من أهمية بالغة في تحقيق الشفافية ونجاح وعدالة سوق التداول وتعزيز الثقة فيها، وما زالت الأسواق بحاجة إلى تعزيز هذه القيمة ومدى المسؤولية عنها، وذلك بسبب التأثير الكبير الذي يحصل للاقتصاد بناء على هذه المبادئ.

مصادر ومراجع البحث

- (١) جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والبورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠
- (٢) جورج ريبير و رينيه روبلو، المطول في القانون التجاري، لويس فوجال و ميشال جرمان وفيليب ديليبك، ترجمة د علي مقلد، الطبعة الثانية، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، ٢٠١١
- (٣) د أبو زيد رضوان، شركات المساهمة، دار الفكر العربي، ١٩٨٣
- (٤) د إلياس حداد، القانون التجاري، مطابع مؤسسة الوحدة، دمشق، ١٩٨١/٨٠
- (٥) د إلياس ناصيف، الكامل في قانون التجارة، الطبعة الأولى، الجزء الأول، الطبعة الثانية، منشورات بحر المتوسط، بيروت، ١٩٨٥
- (٦) د أمين السيد لطفي، علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٩
- (٧) د بلال عبد المطلب بدوي، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٦
- (٨) د حسني المصري، القانون التجاري، العقود التجارية، الطبعة الأولى، مطبعة حسان، القاهرة، ١٩٨٧
- (٩) د حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، ط١، ١٩٩٦
- (١٠) د سامي عبد الباقي، تعارض المصالح في الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال المصري الواقع والحلول- دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، ٢٠١٦
- (١١) د سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٧
- (١٢) د سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠
- (١٣) د صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مركز المساندة القانونية، الطبعة الأولى، ٢٠١٠
- (١٤) د صالح البربري، بورصة الأوراق المالية والممارسات التي تؤثر في كفاءة أداء وظائفها وقواعد الضبط، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، ٢٠٠١
- (١٥) د طاهر شوقي محمد مؤمن، الإطار القانوني لبيع الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٧

- (١٦) د عاشور عبد الجواد عبدالحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥
- (١٧) د عاشور عبد الجواد عبدالحميد، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣
- (١٨) د عاشور عبدالجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، دراسة مقارنة في القانون المصري والفرنسي وبعض التشريعات العربية، دار النهضة العربية، القاهرة، دون عام نشر
- (١٩) د عبد الباسط مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، ٢٠٠٨
- (٢٠) د عبد العال عبد الفتاح الغلمي، الوكالة في الفقه الإسلامي مع التطبيق على الوكالة بالعمولة، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ١٩٨٠
- (٢١) د عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مجلة البحوث القانونية الاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، العدد الثالث، إبريل ١٩٨٨
- (٢٢) د عبد المنعم البدر اوي، النظرية العامة للالتزامات في القانون المدني المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٦
- (٢٣) د عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، ط١، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٩
- (٢٤) د علي البارودي، العقود وعمليات البنوك وفقاً لأحكام قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠١
- (٢٥) د علي جمال الدين عوض، عمليات البنوك من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، ١٩٨٨
- (٢٦) د علي حسن يونس، الوسيط في الشركات التجارية، دار الفكر العربي، القاهرة، ١٩٦٠
- (٢٧) د فاروق إبراهيم جاسم، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، ط١، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، ٢٠١٦
- (٢٨) د قدرى عبد الفتاح الشهاوي، أحكام عقد الوكالة في التشريع المصري والمقارن، منشأة المعارف بالإسكندرية، ٢٠٠١
- (٢٩) د محمد حسين إسماعيل، القانون التجاري، الأعمال التجارية، التاجر، المحل التجاري، العقود التجارية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠٠٣
- (٣٠) د محمد علي سويلم، تداول الأوراق المالية، دراسة مقارنة، دار المطبوعات الجامعية، ط١، الإسكندرية، ٢٠١٣
- (٣١) د محمد كامل مرسي باشا، شرح القانون المدني، التأمينات الشخصية والعينية، منشأة المعارف بالإسكندرية، ٢٠٠٥
- (٣٢) د منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ٢٠١٥
- (٣٣) د يعقوب يوسف صرخوه، سر المهنة في القانون الكويتي، ذات السلاسل للطباعة والنشر والتوزيع، الكويت، ١٩٨٩
- (٣٤) صادق محمد البسام، بعض جوانب التنظيم المحاسبي لسوق الأوراق المالية، مجلة الحقوق، الكويت، العدد السادس

- (٣٥) عبد الرحمن محمد طه، رقابة الدولة على سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٣
- (٣٦) عوض خلف العيساوي وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في حوكمة الشركات، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد ٤ العدد ١١، جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق
- (٣٧) نادية سامي خضر، دور الحوكمة في تحقيق الإفصاح والشفافية في ظل الأزمة المالية العالمية، مجلة بحوث مستقبلية، العدد الرابع والعشرون ١٤٢٩-٢٠٠٨، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العراق
- (٣٨) هاني دويدار، د هاني دويدار، النظام القانوني للتجارة، المؤسسة الجامعية للدراسات، بيروت، ١٩٩٧
- ٣٩) Armour, John, and McCahery, Joseph, eds. After Enron : Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US. Oxford, GBR: Hart Publishing Ltd., ٢٠٠٦. ProQuest ebrary. Web. ٣١ October ٢٠١٥.
- ٤٠) Bernhard Großfeld Claus Luttermann I Ingo Saenger Otto Sandrock I Matthias Casper: German Corporate Governance in International and European Context, Second Edition, Springer, Heidelberg Dordrecht London New York, ٢٠١٢
- ٤١) International Organization Of Securities Commission Objective and Principles os Securities Regulation. June ٢٠١٠
- ٤٢) Jean J. du Plessis I Bernhard Großfeld Claus Luttermann I Ingo Saenger Otto Sandrock I Matthias Casper: German Corporate Governance in International and European Context, Second Edition, Springer, Heidelberg Dordrecht London New York, ٢٠١٢
- ٤٣) Saul Levmore, INEQUALITY IN THE TWENTY-FIRST CENTURY, Capital in the Twenty-First Century. By Thomas Piketty. Translated by Arthur Goldhammer. Cambridge and London: The Belknap Press of Harvard University Press. ٢٠١٤
- ٤٤) The CIS ٢٠١٠ Mode Law "One Joint-Stock Companies" for Central and Eastern European law, article ١٠