

حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية

الدكتور / محمد إبراهيم موسى
أستاذ مساعد وقلم بعمل رئيس قسم القانون التجارى
كلية الحقوق - جامعة طنطا

مقدمة

تعد الشركات التجارية من أهم الموضوعات التى أولاها القانون التجارى اهتمامه. وتأتى هذه الأهمية من المكانة التى تحتلها تلك الشركات فى الحياة الاقتصادية. فحيوية المصالح التى تهدف إلى تحقيقها وما تلعبه من دور فى ازدهار النشاط الاقتصادى تدفع دوماً المشرع، فى معظم النظم القانونية، إلى انتقاء القواعد القانونية التى تكفل لها الازدهار والرواج. فالشركات باعتبارها تجميعاً لجهود الأفراد ومدخراتهم، تمثل السبيل الأمثل للنهوض بالاقتصاد القومى، إذ تحقق ما يعجز الأفراد عن فعله لو عمل كل منهم بمفرده مهما بلغت إمكانياته وقدراته^(١).

فالشركات التجارية، خاصة العملاقة منها، لن تحقق أهدافها فى نمو المجتمع والنهوض بالاقتصاد القومى إلا إذا تأكد المستثمرون أنهم يوجهون أموالهم إلى المكان المناسب والنشاط الأمثل. ولهذا السبب يأتى دور الفقهاء، فكلما زاد عدد الشركات الكبرى وكلما تراكمت رؤوس الأموال، كلما تعاظمت التزامات الفقهاء. فلاشك أن تطور العلاقات التجارية وتزايد دور الشركات يفرض على فقهاء القانون التزامات عديدة ومترامية، مصدرها إيجاد الوسيلة أو الأداة التى تضمن توفير المناخ الملائم لهذا التطور وذلك التزايد. فكل هذه أمور تحتاج إلى سياج قانونى يوفر لها أقصى درجات الأمان، لاسيما أن الشركات العملاقة يتداخل فيها الاقتصاد مع القانون، بحيث يعطى لها الأول مادة النشاط بينما يرسم لها الثانى الإطار القانونى. ففى مجال الشركات العملاقة لا يمكن الفصل بين الاقتصاد والقانون. ويتعاظم هذا التداخل عندما تقوم تلك الشركات

(١) د/ محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المشروع التجارى الجماعى بين وحدة الإطار القانونى وتعدد الأشكال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٩، فقرة ١، ص٤٧ د/ أحمد محمد محرز، الوسيط فى الشركات التجارية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط٢، ٢٠٠٤، فقرة ٢، ص٤١٠ د/ حسين فتحى، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٩، ص٣.

بقيد الأوراق التي تصدرها في بورصات الأوراق المالية، إذ يحتاج المساهمون فيها والمتعاملون معها إلى مزيد من الأمان لاسيما من حيث شرعية المعاملات والتعامل وسرعة التنفيذ وانضباط دور الوسطاء ودقة تحليل الظواهر التي تؤثر في فعالية الأداء.

وإذا كان اختيارنا قد وقع على حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية^(١)، فإن هذا يرجع إلى ما تلعبه بورصات الأوراق المالية من دور في تداول رؤوس أموال تلك الشركات، وتدعيم مركزها المالي. فاستقرار البورصة وحسن أدائها يساعد على تطور حجم المعاملات من ناحية، وزيادة عدد الشركات المقيدة بها من ناحية أخرى^(٢). ولا ينكر أحد أن هذا الاستقرار يلزمه مجموعة من الضوابط ويحتاج إلى الشفافية والإفصاح، سواء من جانب الشركات المقيدة لأوراقها المالية في تلك الأسواق، أو من جانب إدارة تلك الأسواق نفسها^(٣). فما لاشك فيه «أن من أهم مقومات نجاح أى بورصة هو نشر الوعي والإدراك بكيفية التعامل فيها، فضلا عن نشر المعلومات والإفصاح

(١) وذلك على الرغم من قول البعض بأن معظم الكتابات تركز على هذا الموضوع، متجاهلة تماما الشركات العائلية، والتي تحتل مكانة هامة وتسيطر على اقتصاديات معظم الدول النامية، بل إنها تحتل مكانة بارزة في الدول المتقدمة أيضا. هذا ما يذهب إليه ستيفين ديفيز بقوله «أقدر ركزنا جميعا وبصفة تكاد تكون شاملة على مسألة حوكمة الشركات في الشركات العامة أو المدرجة للتداول في سوق الأوراق المالية أو التي يتم تداولها في السوق. ونحن جميعا نعلم أن ٩٠% أو أكثر من الصفقات في مختلف أنحاء العالم تتم عن طريق شركات إما خاضعة لإدارة العائلة أو مملوكة عائلية (دليل تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة، المصادر عن CIPE مركز المشروعات الدولية الخاصة، ٢٠٠٥، ص ١٠)».

(٢) / حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٨١، يناير ٢٠٠٦، ص ٣٧١ وما بعدها.

(٣) راجع التقرير السنوي للبورصة المصرية، مؤسسة الأهرام، ٢٠٠٠، ص ٦١-٦٢، حيث ورد به أن أسواق المال الناشئة لم تعد تتأثر فقط بالأحداث الداخلية، وإنما أيضا بالتقلبات التي تشهدها الأسواق العالمية. وأن هذا التأثير، خاصة بالأسواق الأمريكية، يرجع إلى العديد من الأسباب، أجملتها الدراسة في أربعة. قارب من هذا المعنى أيضا، د/أحمد يوسف الشحات، الأزمت المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، ٢٠٠١، ص ٣٠ وما بعدها؛ د/ زينب توفيق السيد عليوة، المستثمرون الأجانب في البورصة المصرية خلال الفترة من ١٩٩٧ إلى ٢٠٠٥، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٨٢، أبريل ٢٠٠٦، ص ٤٧٥ ؛

KENADJIAN P.: L'expérience américaine, petites affiches, 16 October, n^o 124, 1998, p.3

الكامل فى السوق. وبنى عن الذكر أن السوق المصرى مازال يعانى من غياب المعلومة وعدم عرضها بأسلوب تحليلى مبسط يسهل على المستثمر فهمها واستيعابها ومن ثم اتخاذ قراراته الاستثمارية. وجدير بالذكر أن نشر المعلومة فى حد ذاته غير كافٍ لتحقيق هذا الهدف المرجو، إذ أن أسلوب عرض وصياغة هذه المعلومة بالإضافة إلى توقيت نشرها هو أمر فى غاية الأهمية لتحقيق الشفافية المنشودة، وهو الأمر الذى تسعى إدارة بورصتى القاهرة والإسكندرية إلى ترسيخه وتعميقه فى السوق المصرى لى تتمتع بقدر كافٍ من تلك الشفافية^(١)».

فلقد أصبحت الحوكمة من أهم الموضوعات التى توليها المؤسسات والمنظمات الدولية اهتمامها، بل أنها تُعد من الموضوعات الملحة على جداول أعمالها. هذا ما يبرزه دليل تأسيس حوكمة الشركات فى الأسواق الصاعدة، الصادر عن CIPE (مركز المشروعات الدولية الخاصة)، بتقريره أن تداعيات الأحداث التى وقعت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين جعلت من قضية حوكمة الشركات واحدة من القضايا الملحة على جدول أعمال المؤسسات والمنظمات الدولية. فبعد فضيحة بنك الائتمان والتجارة الدولى BCCI، وأزمة المدخرات والقروض فى الولايات المتحدة، وحالات الفشل المؤسسى فى روسيا وآسيا والولايات المتحدة، طفت حوكمة الشركات على السطح، ليس فقط فى المجتمع الدولى للأعمال أو فى نطاق المؤسسات الدولية، وإنما أيضاً فى الدول النامية والاقتصاديات المتحولة والأسواق الناشئة. فمن جماع هذه الأحداث اتضح للجميع أن انعدام الحوكمة يمكن مجلس الإدارة والموظفين فى الشركة من نهب أموالها وإهدار حقوق المساهمين والدائنين وأصحاب المصالح فيها^(٢). فما تتيحها مراكز هؤلاء الأشخاص من معرفة ودراية بأمر

(١) د/ سامح يوسف الترجمان، تقديم التقرير السنوى للبورصة المصرية، الكتاب الاقتصادى، مؤسسة الأهرام، ٢٠٠٠، ص ٣.

(٢) فإذا كانت الحوكمة تدفع إدارة الشركة إلى الاهتمام بأصحاب المصالح وتنظيم الأرباح، فإن هذا لا يعنى إهدار الهدف الأساسى للشركة وهو تحقيق الربح. فالاهتمام بهؤلاء الأشخاص يسير بالتوازى مع تحقيق هذا الهدف. هذا ما أشارت إليه Patricia A. Small بقولها أن الاهتمام بأصحاب المصلحة وتحقيق الربح يسيران جنباً إلى جنب مع النمو الانتاجى، أو بمعنى آخر مع الاستخدام الحكيم لرأس المال (Small Corporations) Must Act Ethically, CIPE, Economic Reform Today,

ومعلومات لا تتاح للآخرين تمكنهم من إمكانية استغلالها وتحقيق الأرباح من ورائها. «ففى اقتصاد العالم الحالى تصيح الشركات بل والدول التى تضعف فيها ممارسات حوكمة الشركات أكثر عرضة لنتائج وخيمة تفوق بكثير مجرد الفضائح والأزمات المالية(١)».

ففى عصر العولمة وفى ظل سياسات تحرير أسواق المال أصبحت الشركات الوطنية عرضة لمنافسة قوية وشرسة من الشركات الأجنبية، الأمر الذى يفرض عليها خلق مصادر جديدة للتمويل. فتحقيق التوسع وزيادة القدرة على المنافسة، سواء على المستوى الوطنى أو الدولى، يقتضى الحصول على أموال كثيرة تفوق المصادر التقليدية لتمويل الشركات والمؤسسات المالية. وعليه فإن الإخفاق فى الحصول على هذه الأموال وتوفير تلك المصادر غير التقليدية للتمويل سوف يضعف من قدرة تلك الشركات على المنافسة، بل إنه قد يقودها إلى الانهيار، وهو ما يؤثر بدوره على الاقتصاد الوطنى، لما يقود إليه وضع تلك الشركات من بطالة أو على الأقل من إهدار لبعض المكاسب الاجتماعية والاقتصادية.

فحوكمة الشركات تساعد على القضاء على مثل هذه المخاطر، لما توفره للشركة من مقدرة على التنافس والتواجد فى الأسواق الدولية، وبالتالي الاستفادة مما تفتحه العولمة من أسواق جديدة وجذب لرؤوس الأموال الكافية التى تجنب الشركة الأزمات والاقتصاد الوطنى الإخفاق(٢). فتلك الحوكمة تجنب الشركة الفساد وسوء الإدارة، وهما العاملان اللذان يقودان إلى فرار

www.cipe.org/ert/e31-1,p.3.

- (١) تأسيس حوكمة الشركات فى الأسواق الصاعدة، CIPE ، ٢٠٠٥، ص٣؛ البنك الأهلى المصرى، أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة فى الشركات (حوكمة الشركات)، النشرة الاقتصادية، العدد ٢، المجلد ٥٦، ٢٠٠٣، ص٣٩٤/د/ ماجدة شلبي، تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية فى ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٩٢، أكتوبر ٢٠٠٨، ص٣٩.
- (٢) د/سيد إبراهيم عبد الفضيل، أثر تنفقات رؤوس الأموال الأجنبية على سوق رأس المال المصرى فى ظل عولمة الأسواق الصاعدة، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٨٣، يوليو ٢٠٠٦، ص٣٦١/د/ عبد الستار عبد الحميد محمد سلمى، حوكمة الشركات والنمو الاقتصادى مع الإشارة للوضع فى مصر، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٩٢، أكتوبر ٢٠٠٨، ص٢٢٣ وما بعدها.

رؤوس الأموال وإضعاف قدرة الشركات المالية. فالمستثمر يرفض الاستثمار في الشركات الفاسدة التي تقودها إدارة سيئة، لأنه ينأى بنفسه عن سداد ديونها أو بمعنى أدق فاتورة فسادها^(١). فقبل أن يلتزم المستثمر «بأى مبلغ أصبح يطلب إثبات أن الشركة تدار وفق ممارسات الأعمال السليمة التي تقلل إلى أدنى حد احتمالات الفساد وسوء الإدارة. وعلاوة على ذلك فإن المستثمرين أو المؤسسات سواء في بوجوتا أو بوسطن أو بكين أو برلين يريدون أن يكونوا قادرين على تحليل ومقارنة فرص الاستثمار المحتملة بنفس معايير الشفافية والوضوح والدقة المتبعة أيضاً في الحسابات الختامية قبل الشروع في الاستثمار. والحقيقة أن تكوين مصداقية الشركة وجعلها قادرة على تحمل النقد من قبل المستثمرين الدوليين يفوق مجرد التسويق العالمي، لأن ذلك أصبح أساسياً لازدهار ونمو الشركات المحلية والاقتصاديات الوطنية ككل^(٢)».

لهذا جاء اهتمام الدولة وعلى جميع المستويات بحوكمة الشركات. فعلى الصعيد الرسمي أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال في جلسته رقم ٣ لسنة ٢٠٠٧ القرار رقم ١١ لسنة ٢٠٠٧ بشأن القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وغير المقيدة بالبورصة. وعلى الصعيد غير الرسمي عقدت مؤتمرات عديدة تهدف إلى التعريف بهذا المفهوم وإبراز مدى أهمية ضبط هذا المصطلح وما يمكن أن يترتب عليه من نتائج وما يبرزه من خصائص أهمها الانضباط والشفافية فضلاً عن العدالة والاستقلالية^(٣).

وفي سبيل تحقيق هذا الهدف وإبراز هذه الخصائص وقع اختيارنا على هذا الموضوع لكي نساهم بدور في هذا السعي، وهو الأمر الذي يقتضى منا

(١) FISHER J. & BEWSEY J. : The law of investor protection, Sweet & Maxwell Ltd, 1997, p.287 et s.

(٢) دليل تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة، المرجع السابق، ص ٥.
(٣) راجع في هذا الخصوص، مؤتمر مستقبل الاقتصاد المصرى فى ظل ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة (www.hawkama.net/Events.asp?id=1). راجع أيضاً ورش العمل التي عقدت في مصر في الفترة من يناير ٢٠٠٣، وحتى مارس ٢٠٠٣، كذلك المتعلقة بالحوكمة من المنظور المصرى (فبراير ٢٠٠٣، أو المتعلقة بالقواعد المنظمة لحوكمة الشركات في مصر من منظور الأجهزة الرقابية ومجتمع الأعمال الخاص (مارس ٢٠٠٣)، أو الخاصة بالإطار المحاسبى والإفصاح لهيكل حوكمة الشركات في مصر (يناير ٢٠٠٣).

بيان ماهية الحوكمة (فصل أول)، ثم بيان علاقة البورصة بالحوكمة (فصل ثانى).

الفصل الأول ماهية الحوكمة

لقد تزايد الاهتمام بهذا المفهوم على جميع الأصعدة وعلى مستوى كافة الدول، المتقدمة منها أو ما توصف بدول العالم الثالث، خاصة بعد تلك الأزمات والهزات التى تعرضت لها بعض دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا فى نهاية القرن الماضى، بل وبعد تلك التداعيات والانهيارات المالية والمحاسبية لعدد من الشركات الأمريكية فى بداية القرن الحالى.

فبعد تلك الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التى شهدتها الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على السواء، تطرق النظر إلى الدور الذى تلعبه الحوكمة فى تلافى حدوث مثل هذه الانهيارات أو التعرض لمثل هذه الأزمات، بل على العكس ما يمكن أن تلعبه من دور فى المحافظة على سلامة تلك الاقتصاديات وتحقيق التنمية الشاملة لكل دول المجتمع الدولى.

وهكذا يتعين علينا التعرض لمفهوم الحوكمة (مبحث أول)، قبل بيان معايير أو ضوابط الحوكمة (مبحث ثانى).

المبحث الأول مفهوم الحوكمة

فى الحقيقة لا يوجد على المستوى العالمى تعريف متفق عليه لحوكمة الشركات سواء بين رجال الاقتصاد أو القانون أو حتى على مستوى المحللين. ويرد البعض هذا الافتقار إلى تداخل هذا المفهوم فى العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية وتأثيره ليس فقط على المستوى الاقتصادى، وإنما على المجتمع ككل. وهو الأمر الذى يقتضى التعرض لهذا المفهوم بما يثيره من خلاف فقهي (مطلب أول)، وذلك قبل بيان مزاياه (مطلب ثانى).

المطلب الأول تعريف الحوكمة

في البداية يتعين القول بأنه لا يوجد مرادف محدد في اللغة العربية لمصطلح Corporate Governance. لهذا طرح العلماء ورجال الفقه والقانون العديد من المصطلحات، يعد أهمها مصطلح الحوكمة^(١). وبصرف النظر عن الاختلاف حول المرادف لهذا المصطلح، فلم تألوا المؤسسات الدولية جهداً في التعرض لهذا المفهوم بالدراسة والتحليل حتى يمكن للدول الاستفادة التامة من مزاياه وخصائصه لتطوير الأطر القانونية والمؤسسية في جميع الشركات، العامة منها والخاصة، المقيدة وغير المقيدة ببورصة الأوراق المالية. ويأتى على رأس هذه المؤسسات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD والتي أصدرت في عام ١٩٩٩ مبادئ حوكمة الشركات^(٢)، والتي تنور معظمها حول السبل الإرشادية لتدعيم إدارة الشركات وكفاءة أسواق المال، بل تلك التي تساعد على استقرار الاقتصاد ككل^(٣). وهى تلك الخطوط التي حرصت المنظمة العالمية لمشرفى الأوراق المالية IOSCO^(٤)، على التأكيد عليها من أجل الحفاظ على سلامة أسواق المال واستقرار الاقتصاديات.

(١) راجع فى الفقه العربى، د/عبد الستار عبد الحميد محمد سلمى، حوكمة الشركات والنمو الاقتصادى، المرجع السابق، ص ٢٢٢ وما بعدها؛ د/ زينب توفيق السيد عليوة، المستثمرون الأجانب فى البورصة المصرية، المرجع السابق، ص ٤٥٩؛ أ/ نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات .. سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، www.cipe-arabia.org، ص ١. وفى الفقه الفرنسى:

DION N.: Corporate governance et sociétés françaises, Juris – Classeur, droit des sociétés, juillet – août, 1995; TUNC A.: Le gouvernement des sociétés anonymes, le mouvement de réforme aux Etats-unis et au Royaume-Uni, RID Comp, 1994, p. 59 et s.

(٢) راجع كذلك الإرشادات التي وضعتها لجنة كادبوري Cadbury commission فى بريطانيا، ولجنة فينو Vienot فى فرنسا، ولجنة كينج فى جنوب إفريقيا، وتدور جميعها حول إدراك الدول المتقدمة وشركتها الصناعية أن جذب الاستثمارات وتقوية القدرة على التنافس على المستويين الوطنى والدولى يقتضيان القيام بإصلاحات داخلية والاعتماد على حوكمة الشركات.

(٣) OECD, Principles of corporate governance, 2004, p. 5 et s.

(٤) International organization for securities.

فى الواقع إن الحوكمة تعنى أسلوب الإدارة المثلئ سواء من حيث الاستقلال والتوجيه أو إحكام الرقابة^(١)، فالحوكمة تعنى إذن وضع النظام الأمثل الذى يتم من خلاله استغلال موارد الشركات وحسن توجيهها ومراقبتها من أجل تحقيق أهداف الشركة والوفاء بمعايير الإفصاح والشفافية. ومن هذا التعريف يتضح أن هذا المصطلح يعنى :

أولاً: وضع الإطار أو النظام الأمثل الذى يمكن عن طريقه الاستغلال والتوجيه. ثانياً: حسن مراقبة الشركة سواء تمثلت فى رقابة داخلية أو خارجية، وهو الأمر الذى يتعين التعرض إليه بشئ من التفصيل، وذلك على النحو التالى:

الفرع الأول : وضع الإطار أو نظام التوجيه.

الفرع الثانى : رقابة الشركة.

الفرع الأول

إطار التوجيه

تعد إدارة الشركة هى الجهة المنوط بها رسم سياستها وتوجيهها نحو تحقيق أهدافها من ناحية، والمعاملة العادلة لجميع أصحاب المصالح من ناحية أخرى. فرسم السياسات وتنفيذ التوجيهات بطريقة تحمى أموال المستثمرين والمقرضين يظهر بوضوح حسن إدارة الشركة وتبنيها لنظام شفاف يضمن للشركة النجاح ويحميها من الفساد، كما أنه يوفر معاملة نزيهة لجميع أصحاب المصالح فيها، هذا فضلاً عن أنه يؤدي إلى تطوير القيم الأساسية لاقتصاد السوق. فرسم إطار أو نظام التوجيه لا يعطى الفرصة لمن يملكون رأس المال فى توجيه أو إدارة الشركة، كما أنه يجنب هذه الأخيرة من تدخل كل المساهمين فيها فى إدارتها. فإذا كان الأصل العلم أن الجمعية العامة للمساهمين هى الجهة صاحبة السلطة العليا فى إدارة الشركة، فإن مجلس الإدارة يُعد الجهاز التنفيذي

(١) فحوكمة الشركات تعنى بوضوح كيفية إدارة الشركة وتحديد مصيرها. ولقد جاء هذا التعريف فى الدليل الذى أصدره مركز المشروعات الدولية الخاصة CIFE عن حوكمة الشركات فى الأسواق الصاعدة، إذ ورد فيه أنه قد اتضح تماماً أن كيفية إدارة الشركات (أى حوكمة الشركات) تحدد بدرجة كبيرة مصير الشركات ومصير الاقتصاديات كلها فى عصر العولمة، ص ٣.

الذي يتولى تسيير أعمال الشركة وإدارة شئونها^(١). فهو الجهة صاحبة السيادة الفعلية في الشركة، على الرغم من أن الجمعية العامة للمساهمين هي الجهة صاحبة السيادة القانونية فيها، إذ نادراً ما تباشر إشرافاً جاداً على أعمال المجلس^(٢). فوفقاً للنظام القانوني الذي رسمه المشرع لشركات المساهمة تملك الجمعيات العامة للمساهمين سلطات واسعة في اتخاذ القرارات وإدارة الشركة. ومن ثم يستطيع المساهمون الذين يملكون أغلبية رأس المال توجيه وإدارة الشركة بما يحمي مصالحهم الخاصة دون مراعاة لمصالح الأقلية^(٣). فلقد كشف الواقع العملي لتلك الشركات عن تحكم أصحاب الأموال في القرارات الصادرة لتحقيق سياسة معينة أو مصلحة ما.

ولكن مع الحوكمة والإدارة الرشيدة للشركة واتضاح السياسة أو الإطار العام لها لا يملك هؤلاء المساهمون الاتجاه بالإدارة إلى اتخاذ قرارات تحمي أموالهم أو تحقق مصالحهم فقط دون اكتراث لمصالح الآخرين من مقرضين ومستثمرين. فرسم السياسة أو إطار التوجيه يؤدي إلى خلق ضمانات فاعلة ضد الفساد وتوجه الإدارة. فرسم هذا الإطار ليس إذن وسيلة لحماية الشركة فقط من

(١) د/ محمد فريد العريني، الشركات التجارية، المرجع السابق، فقرة ٢٥٩، ص ٢٥٤؛ د/سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، ١٩٨٩، د/ أبو زيد رضوان، الشركات التجارية، شركات المساهمة (وفقاً لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١) والقطاع العام، دار الفكر العربي، ١٩٨٣، فقرة ١٧٣ وما بعدها، ص ٢٠٢ وما بعدها؛ د/ أحمد محمد محرز، الوسيط في الشركات التجارية، المرجع السابق، فقرة ٤٨٧ وما بعدها، ص ٥٢١ وما بعدها.

(٢) د/ حماد مصطفى عزب، حق المساهمين في الإعلام تجاه الشركة، بدون دار نشر، ٢٠١٠، ص ٣٨.

(٣) مع هذا فقد ثار الخلاف حول تحديد المقصود بالأقلية. فهل ينصرف هذا المصطلح إلى من يملكون الأقلية في رأس المال، أم أنه يقصد به الأقلية الممثلة في اجتماعات الجمعية العامة؟ في الحقيقة إن تحديد المقصود بالأقلية لا يكون «بالنظر إلى عدد الشركاء الاجمالي، فيقصد بها عندئذ الشركاء الأقل عدداً بالمقارنة بالأغلبية، كما لا يكون أيضاً بالتركيز على رأس مال الشركة الكلي بحيث تكون الأقلية هي مجموع المساهمين الذين يمتلكون أقل من نصف رأس مال الشركة، وإنما يكون بالنظر إلى عدد المساهمين الحاضرين في اجتماع الجمعية العامة للشركة، فيكون المقصود بالأقلية هو مجموعة المساهمين الذين تفرض عليهم قرارات الأغلبية الحاضرة أو الممثلة في اجتماع الجمعية العامة (د/ سامي عبد الباقي أبو صالح، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٦، فقرة ٤٢، ص ١١٩)»...

توجهات أصحاب الأموال، ولكنه أيضاً استراتيجية لبقاء الشركة وازدهارها في عالم الأعمال.

من الواضح أن رسم سياسة أو إطار التوجيه يحول بين أغلبية مالكي الأسهم وبين توجيه الشركة ونهب أموالها، إذ من خلاله تدار الشركة وفق ممارسات الأعمال السليمة، على نحو يقلل إلى حد ما من احتمالات الفساد أو سوء الإدارة. فهذا الإطار يبرز إذن إمام الشركة بقواعد اللعبة من ناحية واختيارها لإدارة ترضى طموح المساهمين وتحمي مصالحهم من ناحية أخرى. أو كما يقول البعض إذا كانت الحكومة الجيدة تحتاج إلى الشفافية لكي يتمكن الشعب من الحكم بدقة على مدى تحقيق مصلحته، فإن الإطار أو سياسة التوجيه يبين أسلوب إدارة الشركة، ومن ثم الحكم بشفافية على مدى اتخاذ قرارات مدروسة بشأن أموال المساهمين أو المستثمرين من عدمه^(١).

خلاصة القول أن إدارة الشركة يقع على عاتقها رسم إطار التوجيه وتنفيذه على نحو يبرز بوضوح اتجاهها إلى إدخال تعديلات جوهرية على طريقة عملها وسعيها إلى جذب ثقة المستثمرين، من خلال ضمان تحقيق أفضل عائد على استثماراتهم. وفي غياب ذلك وفي ظل سياسات العولمة وتحرير أسواق المال ستم الفوضى وتصبح الشركة عبارة عن «رأسمالية الملاهي، حيث تصبح الاستثمارات مجرد مراهنات، نراهن فيها على أن الناس سيوفون بعودهم وأن الشركات لا تقول إلا الحق، وأن العاملين فيها سيحصلون على أجورهم وأن الشركات ستقن بديونها»^(٢). فمع سياسة أو إطار التوجيه سيوجد اهتمام كبير وبالغ من إدارة الشركة بالديون وآليات الخروج من ناحية، فضلاً عن وضع وتطبيق معايير واضحة للإقراض تحول بين الشركة وبين الإقراض غير المدروس، والذي انتشر استخدامه في الكثير من بلدان العالم، لدرجة أنه يُعد مسنولاً عن الكثير من الأزمات المالية التي حدثت وتحدث في عالم اليوم من ناحية أخرى^(٣).

(١) منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، مبادئ حوكمة الشركات، www.oecd.org.
(٢) تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة، مركز المشروعات الدولية الخاصة، CIPE، ص ٨.
(٣) د/ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، المرجع السابق، ص ١٩ وما بعدها.

فإذا كانت الإدارة الرشيدة تعتمد على الفصل بين الملكية والإدارة من ناحية، ومنع الإساءة إلى الأقلية من حملة الأسهم وانعدام الاتجار الداخلي من ناحية أخرى، فإن رسم سياسة أو إطار التوجيه يعمق هذا الفصل ويحول بين الإدارة وبين التلاعب بالأموال والاستثمار في أنشطة غير مربحة وعدم التفرقة بين أنشطة تجيد إدارتها من عدمها^(١).

وهكذا يتضح أن رسم الإطار أو نظام التوجيه للشركة يساعد إلى حد كبير على تحقيق الأهداف المرجوة من الحوكمة. فمن طريقه يمكن ضمان أكبر قدر من الاستقرار للشركة والطمأنينة للشركاء وحملة الأسهم، إذ يساعد على تحقيق العائد المناسب لاستثماراتهم وضمن حقوقهم، خاصة طائفة الأقلية. لهذا ذهب البعض إلى القول وبحق بأن المستثمرين يبحثون في المقام الأول عن الشركات التي تتبع نظام الحوكمة، وذلك لأنها تكون على علم جيد ودقيق بأصول وقواعد اللعبة، التي يمكن من خلالها توجيه نشاط الشركة نحو تنفيذ الأطر التي رسمتها إدارتها، والتي تحقق في ذات الوقت مصالح الشركة وتحمي حقوق المساهمين الذين ربما يكونون بعيدين ومعزولين عن تلك الإدارة^(٢).

كذلك يساعد هذا الإطار على توفير أكبر قدر من مصادر التمويل، محلية أكانت أم عالمية، وسواء أتم ذلك عن طريق الاقتراض من البنوك أو طرح الأسهم في أسواق مالية لاسيما في ظل هذا التزايد المستمر لحركة انتقال وتدفق رأس المال^(٣).

(١) TIROLE J.: Corporate Governance, Econometrica, vol. 69, n° 1, January, 2005 ; International Finance Corporation (IFC), Promoting Corporate Governance For Sustainable Development, 2007, p.1.

(٢) مركز المشروعات الدولية الخاصة، تأسيس حوكمة الشركات، المرجع السابق، ص ٥٥ د/تركي الشمري، حوكمة الشركات بطريقة ... العصا والجزرة،

(www.alqabas.com.kw/Final/02/10/07, p.1 et s).

(٣) فالأبحاث الحديثة تشير إلى أن «الدول التي تطبق حوكمة الشركات لحماية الأقليات من حملة الأسهم تفتح أمامها أبواب عدد أكبر من أسواق رأس المال ذات السيولة الأكبر. وتبين الدراسة المقارنة بين الدول التي تضع قوانينها على أسس قانونية تقليدية مختلفة أن الدول ذات الأنظمة الضعيفة ينتهي بها الأمر إلى خضوع معظم شركاتها لسيطرة عدد قليل من المستثمرين، أي أن قاعدة ملكية الشركات تكون ضيقة. وبالتالي على

كما يساعد إطار أو نظام التوجيه على تجنب حدوث انهيار للشركة أو الشركات الأخذة بهذا النظام، أو بمعنى أدق تفادي تعرض الشركة لأزمة مالية أو المساهمة في حدوث انهيار بالأجهزة المصرفية وأسواق المال المحلية والعالمية^(١). ولقد أكد الأستاذ Winkler هذا المعنى بإشارته إلى مساعدة هذا النظام في «تحقيق التنمية الاقتصادية وتجنب الوقوع في مغبة الأزمات المالية، من خلال ترسيخ عدد من معايير الأداء، بما يعمل على تدعيم الأسس الاقتصادية بالأسواق وكشف حالات التلاعب والفساد وسوء الإدارة بما يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في هذه الأسواق، والعمل على استقرارها والحد من التقلبات الشديدة بها، بما يعمل على تحقيق التقدم الاقتصادي المنشود»^(٢).

مجمل القول إذن أن وضع إطار أو نظام التوجيه يساعد الشركات على جذب رؤوس الأموال، سواء تمثل ذلك في استثمارات أجنبية أم تهيئة المناخ لرؤوس الأموال المحلية للظهور والحد من هروبها إلى الخارج. ولا شك أن

الدول التي تسعى إلى جذب صغار المستثمرين، سواء من الداخل أو من الخارج، أن تطبيق حوكمة الشركات حتى تتمكن من جذب العملة الصعبة التي يندخرها صغار المستثمرين تحت الفراش أو تحت البلاط هؤلاء المستثمرون من الممكن أن يشكلوا معاً مصدراً لمبالغ كبيرة كاستثمارات طويلة المدى. والأكثر من ذلك أن تطبيق حوكمة الشركات يقوى ثقة الجمهور في صحة عملية الخصخصة ويساعد على ضمان تحقيق الدولة أفضل عائد على استثماراتها، وهذا بدوره سيؤدي إلى المزيد من فرص العمل والتنمية الاقتصادية (CIPE، تأسيس حوكمة الشركات، المرجع السابق، ص ٧).

(١) ولعل تلك الأزمات تحدث من خلال حصول الشركات على مبالغ كبيرة من الديون قصيرة الأجل وإخفاء الحصول عليها عن علم ومعرفة المساهمين من خلال اللجوء إلى طرق ونظم محاسبية مبتكرة. وقد يحدث ذلك نتيجة لتلاعب الشركة في قوائمها المالية، حتى في ظل الأنظمة ذات الأسواق المالية الكبيرة. ولعل هذا التلاعب هو ما يدفع إدارة البورصة إلى شطب الشركات المقيدة بها لمخالفتها للقواعد الخاصة بالإفصاح والشفافية أو تلك المنظمة للبورصة وفي مقدمتها الالتزام بتقديم الميزانية العامة للشركة والإفصاح عن الأنباء الجوهرية والمؤثرة على سعر السهم. ولقد دفع هذا الإخلال إدارة البورصة المصرية إلى شطب ٢٤ شركة مقيدة لديها في شهر مايو ٢٠٠٨، بالإضافة إلى شطب ٢٦ شركة أخرى في شهر أبريل ٢٠٠٨. وفي تعليقه على إجراء الشطب، قال الأستاذ ماجد شوقي (رئيس بورصتي القاهرة والإسكندرية) أن شطب الشركات المخالفة قد تم بناء على دراسة وافية لما ارتكبه تلك الشركات من مخالفات، فضلاً عن أن معظمها غير متداولة وليست بها نسب أفراد مرتفعة. غير أنه أضاف بأن البورصة سوف تسمح لتلك الشركات بأن تتداول بسوق خارج المقصورة (المصرى اليوم، العدد ١٤٢٨، الأحد ١١ مايو ٢٠٠٨، الصفحة الثانية).

(٢) <http://WWW.cipe-arabia.org/files>. p.3.

ذلك يتضح كثيراً لدى المستثمرين عندما يدركوا جيداً أن الهدف من الحوكمة هو محاربة الفساد من خلال الإفصاح عن المعلومات المالية، وضمنان عائد مناسب لاستثماراتهم والذي بدونه لن يتدفق التمويل إليها. بل إن البعض يرى أن هذا النظام لا يساعد فقط في الحصول على مصادر للتمويل، وإنما أيضاً على مصادر أرخص بما يشجع من إقدام الدول النامية على تبني هذا النظام وتعميمه بين كافة الشركات، لما يؤدي إليه من تعاون وخلق لسوق تنافسية سواء بين الشركات أو المؤسسات الوطنية أو على مستوى الشركات العالمية في أسواق المال العالمية^(١).

إن حوكمة الشركات تعنى بالمفهوم الأوسع اختيار الإدارة الرشيدة التي تهتم بوضع إطار يسمح بقدر كبير من الحرية في ظل سلطة القانون، إطار يتبنى المعايير الدولية للشفافية والوضوح والدقة في البيانات المالية التي تمكن الدائنون والمقرضون من اتخاذ قرار الاستثمار بسهولة. فالإدارة الرشيدة تقدر، بدون شك، على وضع هذا الإطار وترسيخ العديد من معايير الأداء التي تنهض بالشركة وتجنبها الوقوع في بعض الأزمات التي تتعرض لها الشركات الأخرى التي لا تطبق أسس ومعايير الحوكمة. فوضع الأطر أو السياسات وترسيخ معايير الأداء يشجع الأفراد على استثمار أموالهم بتلك الشركات، لاقتناعهم الكامل بأن أموالهم ستدار وفقاً لأساليب وقواعد مدروسة ومحددة وبناء على معايير محكمة.

الفرع الثاني

رقابة الشركة

إذا كانت الدولة تهتم حالياً بحوكمة الشركات وتعدّد العديد من المؤتمرات للتعريف بها والاستفادة الكاملة من أعمالها، فإن حجر الزاوية في هذه الاستفادة يتمثل في أعمال قواعد الرقابة الدقيقة، بدءاً من عملية اختيار أعضاء مجلس الإدارة وكيفية تعيينهم، مروراً بما يتم اتخاذه من قرارات لتوزيع الأرباح، وانتهاءً برقابة الأداء.

(١) CIPE، تأسيس حوكمة الشركات، المرجع السابق، ص ٨.

وهكذا تقتضى منا الرقابة التعرض للاستحقاق الوظيفى، وقرارات توزيع الأرباح، ورقابة الأداء.

١- الاستحقاق الوظيفى

لاخلاف أن أعمال هذا المبدأ تبدو ملامحه بوضوح فى الشركات العائلية، حيث تختلط فيها الإدارة بالملكية. وهو ما يتنافى مع قواعد الحوكمة، حيث تقتضى هذه الأخيرة الفصل التام بينهما. فتنطبق قواعد الحوكمة يمثل تحد كبير لهذه الشركات، حيث لا يخضع اختيار أعضاء مجلس الإدارة لتقييم حقيقى وإنما يقوم على درجة القرابة أو ما يمتلكه العضو من أسهم أو حصص فى رأس المال^(١).

على العكس تقتضى قواعد الحوكمة التدقيق فى اختيار أعضاء مجلس الإدارة ووضع الضوابط التى تكفل اختيار الأجدر والأنسب فى توجيه موارد الشركة. فالاستحقاق الوظيفى كأحد ضوابط الرقابة على الشركة يحتم خضوع الاختيار لتقييم حقيقى للأداء، دون التفات لأى معايير أخرى، وهو الأمر الذى يساعد إلى حد كبير على جذب نوى المهارات والقدرات العالية التى ترفع من مستوى أداء الشركة^(٢).

ولقد أصدرت الهيئة العامة لسوق المال القرار رقم ١١ لسنة ٢٠٠٧ بتاريخ ٢٠٠٧/٣/١١ بشأن القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية وغير المقيدة بالبورصة، تضمنت المادة الثانية منه القواعد التى يتعين إعمالها عند تشكيل مجلس إدارة الشركات الخاضعة لمبادئ الحوكمة، بما يعد تفعيلًا واضحًا لمبدأ الاستحقاق الوظيفى. فلقد اقتضت هذه المادة ضرورة تحديد النظام الأساسى للشركة عدد مناسب لأعضاء مجلس الإدارة يمكنه من الاضطلاع بوظائفه وواجباته بما فى ذلك تشكيل لجانه. كما استلزمت أيضاً أن تكون أغلبية أعضاء المجلس من الأعضاء غير التنفيذيين، نصفهم على الأقل من المستقلين وفقاً للتعريف الوارد بدليل الحوكمة الصادر عن الهيئة. وإمعاناً

(١) جون ل. وورد، حوكمة الشركات العائلية،

<http://usinfo.state.gov/journals/ites/0205/ijea/word.htm>, p.1 et s.

(٢) قارب من هذا المعنى، د/ حماد مصطفى عزب، حق المساهمين فى الإعلام، المرجع السابق، ص ٣٨.

فى التجديد وضخ دماء جديدة، اقتضت تلك المادة ألا تزيد مدة عضوية مجلس الإدارة للعضو غير التنفيذي عن دورتين متتاليتين، وبمدة أقصاها ست سنوات ما لم تكن هناك مبررات قوية تلتزم الشركة بالإفصاح عنها للهيئة. كذلك أوجبت تلك المادة عدم جواز جمع عضو مجلس الإدارة بين هذا المنصب والعضو المنتدب أو المدير التنفيذي، إلا إذا كانت هناك مبررات قوية تلتزم الشركة بالإفصاح عنها للهيئة. وأخيراً اشترطت تلك المادة عدم جواز شغل عضو مجلس الإدارة لعضوية أكثر من خمس شركات مساهمة لا يكون من بينها أكثر من شركة واحدة تباشر ذات النشاط فى نفس الوقت. ولا شك أن هذه الضوابط تمثل مجموعة من القيود التى تضمن تفرغ عضو مجلس الإدارة وعدم استغلاله للنفوذ، كتلك التى ينص عليها قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن شركات الأموال، ومن ثم لا داعى لتكرارها هنا، حيث تشغل حيزاً كبيراً من المؤلفات العامة الخاصة بقانون الشركات^(١).

٢- قرارات توزيع الأرباح

لقد أدى الاهتمام البالغ والحرص الدائم على تطبيق معايير الحوكمة إلى قيام العديد من المؤسسات الدولية بالتعرض لهذا المفهوم ووضع الأطر والضوابط التى تكفل تحقيق نتائجه الإيجابية من تدعيم لإدارة الشركات وكفاءة لأسواق المال واستقراراً للاقتصاد بصفة عامة. فعلى سبيل المثال قامت منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية OECD بوضع مجموعة من المعايير والمبادئ التى يمكن على أساسها قياس أو تقييم ممارسة الحوكمة، والتى يأتى من بينها

(١) د/محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المرجع السابق، فقرة ٢٧٢، ص ٢٦٦ وما بعدها؛ د/أحمد محمد محرز، الوسيط فى الشركات التجارية، ص ٥٤٣؛ د/محمد إبراهيم موسى، الوجيز فى الشركات التجارية، مطبعة جامعة طنطا، ص ٣٤ وما بعدها.

حقوق حملة الأسهم. ولا شك أن أهم هذه الحقوق يتمثل في العدالة في توزيع الأرباح التي قامت الشركة بتحقيقها^(١).

فعلى الرغم من تعدد حقوق المساهمين، إلا أنه يعد أهمها تلك المتعلقة بقرارات توزيع الأرباح. هذا ما أكد عليه الخبير الأمريكي راندولف واليرس بقوله أن العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء المالى وحقوق المساهمين علاقة وثيقة، وأن حسن أداء الشركة لمعايير الحوكمة يعتمد على أدائها المالى بما يتضمنه من توزيع للأرباح التي حققتها الشركة. ومن ثم يثور التساؤل عن السبيل الأمثل لتوزيع الأرباح على المساهمين.

في الحقيقة لقد بينت مبادئ الحوكمة الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في عام ١٩٩٩م أن توزيع الأرباح لا بد أن يقوم على معاملة عادلة لحملة الأسهم^(٢). فالمعاملة العادلة في التوزيع هي التي تحقق الاستقرار للشركة وتحافظ على روح الود فيها، وذلك على العكس عندما يشعر الأقلية أو بعض حملة الأسهم أن هناك إزكاء لبعض حملة الأسهم على حساب الآخرين^(٣). فهذه المعاملة العادلة تقضى على الممارسات السلبية التي من

(١) مع هذا فإن العبرة ليست بقيام المنظمات الدولية، أو التشريعات الوضعية، ببيان أو تنظيم هذه الحقوق أو تعادها، وإنما بممارسة المساهمين الفعلية لها وتمكينهم من حسن القيام بها.

(٢) راجع المواد من ٤٠-٤٤ من قانون شركات الأموال رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م.

(٣) فالقاعدة العامة هي تساوى الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة في الحقوق التي تمنحها لمالكها. فمن الضروري معاملة أصحاب الأسهم معاملة واحدة سواء أثناء حياة الشركة أو بعد انقضائها وتصفية أموالها. مع هذا فإن قاعدة التساوى في الحقوق ليست من النظام العام، بما يعطى الحق للشركة في تقرير بعض الامتيازات لأسهم معينة، يطلق عليها الأسهم الممتازة. وتتعدد الأسباب التي تدعو إلى إصدار مثل هذه الأسهم، كجذب الجمهور للاكتتاب في أسهم الشركة نظراً لحاجتها للأموال لزيادة رأسمالها، أو لمواجهة أزمة سيولة تعرضت لها، أو لترتيب بعض الأولوية لدائتي الشركة إما بهدف منحها ائتمانتهم أو لضمان استيفاء ديونهم عند تصفية أموالها بالأولوية على الدائتين الآخرين (د/محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المرجع السابق، فقرة ٢١٣-٣، ص ٢٠٨؛ د/حسين فتحى، شركة المساهمة، مطبعة جامعة طنطا، ٢٠٠٨، ص ٨٨؛ د/أحمد محمد محرز، الوسيط في الشركات التجارية، المرجع السابق، ص ٤٦٨). ويتعين أن يتم تقرير هذه الأسهم في النظام الأساسى للشركة وذلك لإعطاء مكانة الاختيار لجميع الأفراد سواء للاكتتاب فيها أو فى الأسهم العادية هذا من ناحية، ولتحقيق مبدأ المساواة بين المساهمين وعدم محاباة البعض منهم على الآخرين من ناحية أخرى. والأسهم الممتازة تعطى أصحابها نوعين من الحقوق، الأول مالى،

الممكن أن تضر بالشركة بصفة خاصة، وسوق المال بصفة عامة. فالتوزيع العادل يضمن بدون شك قدراً ملائماً من الطمأنينة لحملة الأسهم، بما يحققه من عائد مناسب لمساهماتهم ومن حفاظ على حقوقهم، خاصة عندما يكون هؤلاء من حائزى أقلية الأسهم.

في الواقع إن المعاملة العادلة لحملة الأسهم، خاصة المعاملة المالية، من شأنها تعظيم القيمة السوقية للشركة، وتدعيم لقدراتها التنافسية في أسواق المال المحلية والعالمية من خلال كسبها لثقة المتعاملين في الأسواق^(١)، هذا فضلاً

والثاني غير مالى. فالأسهم الممتازة قد تضمن لحاملها الحق في الحصول على نسبة محددة من الأرباح التي تحققها الشركة قبل القيام بتوزيعها أو في الحصول على قيمتها من ناتج التصفية بالتقدم على أصحاب الأسهم العادية (وتعرف الأسهم الممتازة في هذه الحالة بأسهم الأولوية، ENGEL Ph. & TOUSSIERE P. : Création de catégories d'actions et stipulation d'avantages particuliers, J.C.P, éd, E, 1996, I.585). (وقد تخول هذه الأسهم أصحابها أكثر من صوت في مداوات الجمعية العمومية. هذا ما تبرزه بوضوح المادة ٣٥ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م في فقرتها الثانية بإجازتها أن ينص نظام الشركة على بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم وذلك في التصويت أو الأرباح أو في ناتج التصفية، على أن تتساوى الأسهم من نفس النوع في الحقوق والمميزات أو القيود. ولا يجوز تعديل الحقوق أو المميزات أو القيود المتعلقة بنوع من الأسهم إلا بقرار من الجمعية العامة غير العادية وبموافقة ثلثي حاملي نوع الأسهم الذي يتعلق التعديل به. بيد أن إصدار الأسهم الممتازة «يعتبر وضعاً غريباً يتنافر مع خصيصة جوهرية من خصائص السهم ألا وهي المساواة في الحقوق والالتزامات، الأمر الذي استهجنته معظم التشريعات الحديثة (د/أحمد محمد محرز، الوسيط في الشركات التجارية، المرجع السابق، بند ٤٤٤، ص ٤٦٩). فهذه الأسهم تتيح الفرصة «لفرض رأى أقلية معينة من المساهمين على أغلبية المساهمين لتمسك بمقاليد الأمور داخل الشركة بطريقة فاشية على حد قول جاتب من الفقه الفرنسي (د/حسين فتحي، شركة المساهمة، المرجع السابق، ص ٨٩)».

(١) فمن العوامل التي تساعد على نجاح الشركة هو إقامة علاقات جيدة بين أصحاب المصالح، وذلك لأنه ليس هناك تعارض بين هدف تحقيق الربح وهدف العناية بأصحاب المصالح في الشركة. فنجاح الشركة وإتباعها لقواعد وضوابط الحكمة ليس الهدف منه هو تحسين وضع الشركة وجذبها لاستثمارات جديدة، بقدر ما يعتمد هذا النجاح على أصحاب المصلحة من عاملين وداننين وموردين وعملاء. فالشركة تعتمد على أصحاب المصلحة لتوفير ما تحتاج إليه بصورة منتظمة ومستمرة، وهو الأمر الذي يقود في النهاية إلى تحقيق الأرباح. ومن ثم يتضح أن تنظيم الأرباح لا يقتضى إهدار حقوق أصحاب المصالح، وإنما على العكس تماماً يعتمد تنظيم الأرباح وتعاطفها بصورة أساسية على الاهتمام بهذه الطائفة. وهذا ما أشارت إليه بصراحة الأستاذة Patricia A. Small بقولها أن «الاهتمام بأصحاب المصلحة وتحقيق الربح يسيران

عن تجنبها لوقوع الشركة في مغبة الأزمات المالية لما تكشفه من حالات للتلاعب والفساد وسوء الإدارة^(١). فالمعاملة العادلة لحملة الأسهم تساعد على نجاح وصلاح الشركة، لما تبرزه من حرص الإدارة على أصحاب المصالح فيها^(٢). مع هذا فإن المعاملة العادلة لن تأتي إلا من خلال المشاركة الفعلية في وضع الأسس التي يتم على هداها توزيع الأرباح. هذا ما انتهى إليه تقرير البنك الدولي في عام ٢٠٠١ حول تقييم حوكمة الشركات في مصر وذلك بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية وعدد من المراكز البحثية والمهنية من رجال الاقتصاد والقانون، فلقد أكد التقرير على أنه إذا كان عدد كبير من التطبيقات قد حاز على تقييم مرتفع أو متوسط فإن هذا يرجع إلى التطبيق السليم لبعض المفاهيم والأسس والتي كان من شأنها إتباع الشركات للعديد من الممارسات الإيجابية كمشاركة المساهمين في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وحماية أصحاب المصالح من حملة السندات والمقرضين والعمال. بيد أن التقرير قد أشار إلى أن بعض الأسس تحتاج إلى مزيد من الاهتمام والتطوير للتغلب على الممارسات السلبية، تلك التي تدور حول ما يسمى برقابة الأداء وما تقوم عليه من إفصاح وشفافية، وهو ما سنتولى بيانه في الجزئية التالية.

جنباً إلى جنب مع النمو الإنتاجي، أو بمعنى آخر، إن الاهتمام والريخ يسيران جنباً إلى جنب مع الاستخدام الحكيم لرأس المال (www.oecd.org). لهذا اعترفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بالدور الفعال الذي يمكن أن يمارسه أصحاب المصلحة في أعمال قواعد الحوكمة. فهذه الطائفة لديها من السبل والوسائل ما يمكنها من إجبار الشركة على انتهاج سياسة معينة قد تؤدي إما إلى انخفاض جودة المنتجات أو تعريض سمعة الشركة للخطر. لهذا قيل وبحق أن «الشركات التي تتعامل مع أصحاب المصلحة بنزاهة وتجعلهم جزءاً من استراتيجياتها طويلة المدى تكون أقل تعرضاً لقيام أصحاب المصلحة باستخدام قوتهم لإجبار الشركة على شراء الموارد الخاصة الضرورية للإنتاج بأسعار باهظة، أو إلغاء تعاقداتهم مع الشركة، لأن أصحاب المصلحة يدركون بسرعة أن مصائرهم مرتبطة جزئياً بأداء الشركة والعكس بالعكس (CIPE)، تأسيس حوكمة الشركات، المرجع السابق، ص ٤٠».

- (١) PAGE A.-C. & FERGUSON R.-B.: Investor protection, Weidenfeld & Nicolson, London, 1992, p.226 et s.
- (٢) MESTRE J. & PANCAZI M.-E.: Le droit commercial : droit interne et aspects de droit international, L.G.D.J., 26 éd, 2003, n° 561, p.390.

٣- رقابة الأداء

في الحقيقة إن كفاءة المناخ التنظيمي والرقابي تعد أحد الجوانب الرئيسية التي يتعين التركيز عليها عند إبراز مفهوم الحوكمة. فهي حجر الزاوية في ضبط هذا النظام وبيان سلامة ذلك الأسلوب، نظرا لأنها تساعد في الحكم على رشاد الإدارة وقياس قوة أداء الشركة من عدمه، وذلك ببيان ما إذا كانت تحسن القيام بمهامها وتنفيذ الأطر والسياسات المرسومة أم لا. ففي وجود مثل تلك الكفاءة يتعاطف دور أجهزة الإشراف والرقابة، والتي يمكنها القيام بدورها من خلال الارتكاز على دعمتين أساسيتين هما: الإفصاح والشفافية، والمعايير المحاسبية السليمة^(١). هذا ما أكدت عليه مؤسسة التمويل الدولية (IIF)^(٢). فبعد أن اقترحت في عام ٢٠٠٢ إصدار لائحة تشريعية لحوكمة الشركات يمكن تقنينها في قوانين الشركات وأسواق رأس المال، أبرزت أنه يفوق هذه اللائحة في الأهمية مدى كفاءة المناخ التنظيمي والرقابي، تلك التي تتضح بتطبيق معايير الإفصاح والشفافية، والاعتماد على معايير محاسبية سليمة^(٣). ولعل ما يؤكد ذلك أيضا التحليل العملي للعديد من الأزمات التي تعرضت لها بعض الشركات العالمية وصناديق التمويل. فهذه الأزمات تعد خير شاهد على أهمية الرقابة ودورها في حسن انضباط إدارات الشركات. فلقد أبرزت الأزمة المالية التي تعرضت لها شركة الطاقة الأمريكية (إنرون Enron)، أن ضعف الرقابة على الأنشطة المالية هو الذي قاد إلى هذه الأزمة. ويرجع السبب الرئيسي

(١) Policies of Corporate Governance and Transparency in Emerging Markets, February 2002, (IIF) Equity Advisory Group,

ولذلك فقد ألزمت القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات مجلس إدارة الشركة بأن يقوم بتعيين مسؤل عن الحوكمة وعلاقات المستثمرين توكل إليه مهمة متابعة وتطبيق مبادئ الحوكمة والرد على استفسارات المساهمين، وتحدد مهامه ومسئوليته ضمن الهيكل التنظيمي للشركة (لمزيد من التفصيل، راجع العدد ٥١٤ الصادر في ١٩ مارس ٢٠٠٧، البورصة المصرية، أخبار وتقارير، قواعد الحوكمة شرط لاستمرار الشركات في البورصة، ص٨).

(٢) Institute of international Finance.

(٣) د/سيد إبراهيم عبد الفضيل، أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، المرجع السابق، ص٣٧٦.

لأزمة هذه الشركة، والتي كانت إحدى المؤسسات الرئيسية التي تمد سوق مشتقات الطاقة بالسيولة من خلال التداول خارج المقصورة، إلى أنها لم تكن مطالبة من الناحية التشريعية بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بحدود المخاطر المصاحبة لعمليات التداول على المشتقات، كما أن سوق المشتقات لم يكن مبنيًا على أسس ومبادئ تيسر الكشف عن تلك المخاطر (١).

ولعل نفس السبب هو الذي أدى إلى أزمة صندوق التمويل LTCM، إذ أظهرت الدراسة التي أجريت لمعرفة أسباب الأزمة التي تعرض لها الصندوق إلى عدم خضوعه للوائح تنظيمية تجبر القائمين على الإدارة على الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالمعلومات المتعلقة بمخاطر التداول في الأسواق المالية. في الواقع إن رقابة الأداء تقتضى التركيز على معايير الإفصاح والشفافية أيا كانت نوعية المساهمين في رأس مال الشركات العاملة (٢). فإدارة الشركة لا بد أن تفصح عن المعلومات التي تمكن المساهمين من أداء الدور الرقابي والحكم على نشاطها وسلامة أداؤها، لا سيما بعد أن تأكد لدى المؤسسات والهيئات الدولية المهتمة بمبادئ الحوكمة أن السبب الحقيقي في حدوث تلك الأزمات يرجع إلى افتراض المشرعين والجهات الرقابية أن المساهمين في هذه الشركات والممارسين لهذه الأنشطة المعقدة على قدر كافٍ من المعرفة وعلى دراية تامة بآليات التعامل بما يسمح لهم بأداء جيد واستغلال وتوجيه أمثل لرأس المال (٣). فالتجربة العملية تؤكد أن الالتزام بالإفصاح

(١) لمزيد من التفصيل حول أنواع المشتقات وأهمها، راجع /حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية، المرجع السابق، ص ٤٠١ وما بعدها.

(٢) فالإفصاح والشفافية، لا سيما بالنسبة للقوائم المالية للشركة، يساعد على تسجيل أسهم الشركة لمعدل دوران مرتفع. هذا ما يؤكد تقرير البورصة المصرية السنوى لعام ٢٠٠٠، بإثباته أن العامل الأساسي في انخفاض قيمة سهم موبينيل هو عدم وجود الشفافية في القوائم المالية للشركة، بالإضافة إلى تراجع نتائجها خلال الربع الأول من عام ٢٠٠٠ مقارنة بالربع الأخير من عام ١٩٩٩ (التقرير السنوى للبورصة، المرجع السابق، ص ٨٦).

(٣) صحيح أن المعلومات المتوافرة لدى هؤلاء المساهمون تعد على قدر كبير من الأهمية لأنها تساعد على اتخاذ القرار المناسب، إلا أنه يتعين عدم إقتصر تلك المعلومات على سيولة الشركات، وإنما لا بد أن تشمل أيضا تلك المتعلقة بإدارة هذه الشركات لما لها من دور بالغ في التأثير على مخاطر الاستثمارات والعائد منها (د/ كريمة محمد الحسيني،

ضروري، أيا كانت الظروف والأحداث، وذلك لأنه يفرض على الإدارة الالتزام بواجباتها، خاصة بعد أن تأكد أنها لا تلتزم إلا إذا أيقنت أن هناك من يراقب أعمالها ويحكم على تصرفاتها ويقيس قوة أداؤها.

بيد أن معايير الإفصاح والشفافية لا تساهم وحدها في حسن الرقابة، وإنما تتوقف هذه الأخيرة أيضا على استخدام الشركة لأساليب محاسبية سليمة. فالاعتماد على أساليب محاسبية معقدة، يؤدي إلى حجب المعلومات، وصعوبة إدراك أو اكتشاف المساهمين والمحللين الماليين للسبل التي تعتمد عليها الشركة في تمويل أنشطتها، هذا فضلا عما قد يخفيه من عدم إبراز لضعف إيرادات الشركة، أو التعرف على عدم قيام الإدارة بتوزيع عناصر المخاطرة^(١). هذا ما أبرزته كذلك الدراسات التي أجريت للتعرف على أسباب الأزمات المالية التي تعرضت لها الشركات الأمريكية، وبصفة خاصة شركة إنرون. فلقد أوضحت هذه الدراسات أن من أسباب أزمة الشركة استخدامها لأساليب محاسبية معقدة «الغرض منها حجب وعدم توضيح الإفراط في الاعتماد على الاقتراض لتمويل نشاطها وإخفاء ضعف الإيرادات. وأدى الإفراط في تنفيذ عمليات بالغة التعقيد خارج الميزانية إلى صعوبة إدراكها أو اكتشافها بواسطة المحللين الماليين والمساهمين، وذلك يرجع إلى وجود بعض الثغرات في معايير المحاسبة الأمريكية GAAP في معالجة ومحاسبة الأنشطة التي تنفذ خارج الميزانية. والعكس صحيح تماما بالنسبة لغالبية الدول الأوروبية التي تتبنى المعايير المحاسبية الدولية IAS^(٢)». كذلك تساهم شركات المراجعة بدور

دور الدولة في الأسواق المالية، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٨١، يناير ٢٠٠٦، ص ٢٥١.

(١) لمزيد من التفصيل حول هذه الجزئية راجع، (CIPE, www.cipe.org) حيث أبرزت الدراسة التي أجراها المركز أن اعتماد الشركات على معايير محاسبية سليمة والاستعانة بمراجعين مستقلين يمكن أصحاب الأسهم والمستثمرين من التعرف على الحقائق والإحاطة بالتفاصيل المالية والعلم بالأرباح وتوزيعها وما يحصل عليه أعضاء مجلس الإدارة من مكافآت. فهذه الاستعانة تعد وبحق تلسكوب المساهمون في ملاحظة إدارة الشركة ومتابعة نشاطها.

(٢) أمجاد شوقي، حوكمة الشركات: سهلة المنال بالنسبة للأسواق المتقدمة ... صعبة المنال بالنسبة للأسواق الناشئة؟ www.cip.arabia.org/files/html/art0702 ; KENADJIAN P.: L'expérience américaine, art.préc, p.31 et s. أنرمين أبو العطا، حوكمة الشركات .. سبيل التقدم، المقالة السابقة، ص ٣.

فعال في صعوبة إدراك هذه الحقائق، بل وفي حدوث تلك الأزمات، لاسيما عندما تقوم بتقديم الخدمات والاستشارات إلى من تتولى مراجعة حساباتهم من عملاء. هذا ما أبرزته بوضوح أزمة الشركة الأمريكية إنرون، إذ ألفت الضوء على حقيقة العلاقة بين شركات المراجعة وبين ما تعرضت له من أزمة^(١)، خاصة بعد أن اتضح أن علاقتها بشركات المراجعة استمرت لمدة طويلة (بلغت ستة عشر عاماً) قامت فيها بتقديم الاستشارات والخدمات الأخرى أثناء مراجعتها لدفاتر الشركة^(٢).

وهكذا يتضح أن التقدير الجيد والدقيق لأداء الشركة لا يتوقف فقط على إتباعها لقواعد الإفصاح والشفافية، وإنما يتطلب تبني الشركة لمعايير محاسبية سليمة، يستطيع المتعاملون مع الشركة من خلالها تحليل الأداء وتقدير انضباط الإدارة وقياس قوة وسلامة أداء المؤسسة.

المطلب الثاني مزايا الحوكمة

تحقق الحوكمة العديد من المزايا التي تبرز أهمية اللجوء إليها وتطبيقها على الشركات التجارية. مع هذا فإنه يبرز من بينها أنها تساعد على جذب الاستثمارات سواء الأجنبية أو المحلية، وهو ما يعبر عنه بتوفير مصادر محلية ودولية للتمويل. كما أنها تضمن قدرًا ملائمًا من الأمان للمستثمرين وحملة الأسهم بما يمكن أن تحققه من ربحية معقولة لهم، في الوقت الذي تحافظ فيه على حقوق الأقلية. هذا فضلاً عن أنها تساعد الشركة على المنافسة المحلية

(١) أمجد شوقي، حوكمة الشركات، المرجع السابق، ص ٢٠١.
(٢) فهذه الأزمة هي التي دعت إلى القول بضرورة استقلال المراجعين في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث نهيت الأذهان إلى حتمية هذا الاستقلال، والذي تجلى بصورة واضحة في القواعد التي اعتمدت مؤخراً والتي تمنع هؤلاء المراجعين من الاستثمار في الشركات التي يتولون مراجعة حساباتها. فلقد أدركت الدول الصناعية الكبرى وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، أن تقوية المقدررة على التنافس على الصعيدين الدولي والمحلي تعتمد بصورة أساسية على ضبط وإحكام قواعد الحوكمة، وهو الأمر الذي يتأتى من خلال هذه الاستقلالية. ولهذا أصدرت لجان عديدة إرشادات خاصة بهذه

والدولية من خلال تعظيمها للقيمة السوقية للشركة، ومنعها للأزمات المالية نظراً لقوة وسلامة أداء المؤسسة أو الشركة المطبقة لضوابطها.

وهكذا يتضح أن أبرز مزايا الحوكمة هي:

- ١- توفير مصادر للتمويل.
- ٢- تدعيم تنافسية الشركة.
- ٣- ضمان قدر ملائم من الأمان للمستثمرين وحملة الأسهم، وهو ما سنتولى بيانه كل في فرع مستقل.

الفرع الأول

توفير مصادر للتمويل

مما لا شك فيه أن حوكمة الشركات تساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية على السواء. فالحوكمة بما تطبقه من معايير للأداء، تعمل على تحقيق النمو الاقتصادي وترسيخ للأسس الاقتصادية بما يقود إليه ذلك من كسب لثقة المتعاملين في الأسواق وإقدامهم على الاستثمار في الأنشطة التي تقوم بها الشركة المطبقة لهذا النظام. فاعتماد الشركة لضوابط وأسس الحوكمة يمكن المستثمرين من الحصول على ما يضمن لهم عائداً على استثماراتهم، الأمر الذي يوجه ائتمويل إليها بما يوفر للمؤسسة الإمكانات الكاملة لنموها. فأحدى الفوائد الكبرى للحوكمة ليس فقط إتاحة الفرصة الكاملة أمام الشركة للتمويل، وإنما أيضاً إمكانية الحصول عليه من مصادر أرخص.

في الحقيقية إن مصادر التمويل التي توفرها الحوكمة للمؤسسة أو الشركة لا يتوقف على الأموال المحلية والأجنبية التي تجذبها المؤسسة في شكل استثمارات جديدة، وإنما يمكن تحقيقها من خلال العمل على تخفيض تكلفة رأس مال المنشأة^(١)، أو عن طريق الحد من هروب رؤوس الأموال إلى الخارج، أو من خلال مكافحة الفساد بما يلعبه من دور رئيسي في إعاقة نمو

الجزئية لكي تستفيد منها الشركات والمؤسسات المالية. فيدون هذه الضوابط وإحكام تطبيق هذه القواعد تصبح الشركات عبارة عن رأسمالية الملامى.

(١) وهو الأمر الذي يتحقق من خلال الاستخدام الأمثل لرأس المال (د/ كريمة محمد الحسيني، دور الدولة في الأسواق المالية، المرجع السابق، ص ٢٧٧).

الشركة وقدرتها على مواجهة تحديات المنافسة الداخلية والخارجية على السواء.

من الواضح أن توفير مصادر عالية للتمويل يعتمد بصورة كبيرة على السياسات التي ينتهجها مجلس إدارة الشركة^(١). فهذا الأخير يعتبر المحرك الرئيسي في نجاح سياسة الحوكمة وتحقيق أهدافها، والتي يُعد من أهمها توفير مصادر متنوعة للتمويل. فمجلس الإدارة هو الجهة التي تهتم برسم السياسات العليا للشركة، كذلك المتعلقة بالأنشطة التي توجه إليها رؤوس الأموال، أو بالمصادر التي تستقطب منها. هذا ما تؤكدته الدراسات المتخصصة، بتقريرها بأن فشل الكثير من الدول في إقامة نظام فعال لحوكمة الشركات يرجع إلى عدم مقدرة مجالس إدارة الشركات الداخلة في هذا النظام في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية كمصادر جديدة لتمويل المشروعات أو الأنشطة التي تقوم عليها تلك الشركات. فمن المعروف أن المستثمرين المحليين والأجانب يقومون بصفة مستمرة بتقييم أداء الشركات التي يرغبون في استثمار أموالهم فيها، ومن ثم فإنهم يحجمون عن الشركات التي يتصف أداؤها بعدم الوضوح وعدم الدراية بالمخاطر السوقية وبطبيعة الأنشطة التي توجه إليها الاستثمارات من قبل مجلس الإدارة.

في الواقع إن العامل الأساسي في نجاح نظام الحوكمة أو خلق نظام فعال لها يتمثل في «خلق بيئة آمنة لنظام مالي فعال يستطيع المستثمرون من خلاله الاطمئنان إلى قنوات توظيف أموالهم، وعليه يمكن تدوير الأموال من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز في إطار نظام مالي فعال يستطيع معالجة توفير الكثير من المعلومات التي يحتاجها المستثمرون وبالتالي انخفاض تكلفة الاستثمار ومن ثم رواج الازدهار الاقتصادي. فعدم وجود نظام مالي فعال يؤدي إلى معاناة الشركات من قلة الفرص الاستثمارية أو عدم المقدرة على تطوير أنظمتها بما يساعد على تقديم خدمات أكثر تطوراً. وغالباً ما يؤدي هذا إلى زيادة احتمال توظيف الموارد في مشاريع أقل إنتاجية وبالتالي التهجيم من

(١) LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHEIFER A. & VISHNY R.: Legal determinants of external finance, the Journal of finance, July 1997, p.1131 et s.

القدرة التنافسية لهذه الشركات أمام المنافسة الأجنبية القادمة من خلال تطبيق اتفاقية تحرير الخدمات المالية^(١)».

صحيح أن توفير مصادر جديدة ومتنوعة للتمويل لا يعتمد فقط على السياسات التي يتخذها مجلس إدارة الشركة، وإنما يستلزم أيضاً وجود إطار قانوني متكامل سواء من حيث هيكل الملكية أو سياسات توزيع الأرباح أو توجيه الاستثمار أو اختيار أعضاء مجلس الإدارة. مع هذا فإن مجلس إدارة الشركة يلعب دوراً أساسياً ومحورياً في تفعيل نظام الحوكمة وتوفير أكبر عدد من مصادر التمويل، خاصة عندما تتسم السياسة التي ينتهجها بالشفافية والمصادقية وقيامها على حماية حقوق المساهمين. فمجلس الإدارة باعتباره صاحب السلطة الفعلية في الشركة، يستطيع النهوض بالشركة وتوجيه الاستثمارات إليها، أو على العكس الاتجاه بالشركة نحو التدهور والركود، لاسيما عندما تقل درجة الشفافية في المعلومات الصادرة عن الشركة أو عندما ينخفض مستوى الإفصاح عن المعلومات التي تهم المستثمرين والمساهمين والدائنين على حد سواء، أو عندما لا تكون هناك شفافية في القرارات التي تهم هذه الطوائف.

ولقد أكدت الدراسات التي أجريت لإبراز العوامل المؤثرة أو التي دفعت إلى الأزمة المالية للشركات الآسيوية، أن هذه الأزمة لم تكن سوى أزمة ثقة في المؤسسات التي تعرضت لها^(٢). فأتجاه مجالس إدارة هذه المؤسسات إلى إخفاء المعلومات عن المساهمين، خاصة تلك المتعلقة بالمبالغ التي حصلت عليها تلك الشركات من السوق قصيرة الأجل، ومحاولة إخفاء ذلك من خلال طرق ونظم محاسبية مبتكرة، هو الذي قاد إلى هذه الأزمة وكشف عن تلك الأهمية التي يمثلها مجلس الإدارة^(٣).

(١) د/ تركي الشمري، حوكمة الشركات في دول الخليج العربي، القبس، العدد ١٢٣٣٦، الأربعاء، ٣ أكتوبر ٢٠٠٧، ص ٢؛ قارب أيضاً د/ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، المرجع السابق، ص ٢٢.

(٢) د/ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، المرجع السابق، ص ٤٦ وما بعدها.

(٣) راجع تقرير البورصة المصرية، الشركات العائلية تدخل دائرة الحوكمة، العدد ٤٩٥، ٦ نوفمبر ٢٠٠٦، ص ١٣؛ راجع أيضاً:

كذلك يوضح الواقع العملي أهمية الدور الذي يلعبه مجلس الإدارة سواء في مساعدة الشركة على توفير مصادر للتمويل أو في تفعيل وإنجاح نظام الحوكمة. فلقد كشف هذا الواقع عن انخفاض كفاءة وأداء المؤسسات التي تمتلكها الحكومات في معظم الدول. فضعف مجلس إدارة تلك المؤسسات وعدم قدرته على استيعاب السياسات الجديدة في الإدارة والتوجيه يقود دائماً إلى خلق مشاكل عملية كثيرة لهذه المؤسسات تفوق بكثير قدرتها الإنتاجية.

خلاصة القول إذن أن هناك علاقة طردية واضحة بين توفير مصادر تمويل للشركة أو المؤسسة وبين الدور الذي يلعبه مجلس الإدارة في ذلك. فهذا التوفير يعتمد بصفة أساسية على السياسات التي يتخذها مجلس الإدارة وعلى درجة الشفافية والإنصاح، لاسيما في المعلومات والقرارات التي تهم جميع من لهم علاقة بالشركة من مساهمين ودائنين ومستثمرين.

الفرع الثاني

تدعيم تنافسية الشركة

في الواقع إن تطبيق قواعد الحوكمة، أو بمعنى أدق اتجاه الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية إلى أعمال هذا النظام يهدف إلى تدعيم القوة التنافسية لها^(١). صحيح أن هذا الأعمال أو اتجاه تلك الشركات إلى تطبيق هذا النظام يواجه العديد من الصعوبات، أهمها ما تعتبره هذه الشركات من أن هذا التطبيق يعد تدخلاً في سياساتها الإدارية وعلى قدرتها في استقطاب الاستثمارات الأجنبية. مع هذا فإنه على الرغم من تلك الصعوبات، فإن الحوكمة تلعب دوراً كبيراً في اجتذاب تلك الاستثمارات، بما يؤثر بدوره على قدرتها التنافسية في الأسواق المحلية والدولية على السواء. هذا ما تؤكدته

ANDREW J.: Oil giant bogged down in Siberian intrigue: BP Amoco's stake in sidanco has become a litmus test for foreign investment in Russia, The Financial Times, 20 October 1999 (CIPE, p.20).

(١) راجع التعليق الخاص، بمركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE على قضية إفلاس شركة إنرون الأمريكية، لدليل تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة، المرجع السابق، ص ٩.

التقارير الصادرة عن مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD، إذ تبرز بوضوح أن المعيار الأساسي في جذب الاستثمارات الأجنبية ودعم الشركات الوطنية على المنافسة والاستثمار يكمن في وجود التنظيمات الإدارية اللازمة كحوكمة الشركات. فالمستثمر الأجنبي قبل أن يقرر أو يقدم على استثمار أمواله في بلد ما أو في شركة ما، فإنه يتأكد من وجود مثل هذه التنظيمات الإدارية من عدمه.

تطبيق الشركات لنظام الحوكمة يساهم بدون شك في زيادة ثقة المستثمر فيها، لما يلعبه هذا التطبيق من إسهام في المشاركة في اقتصاديات السوق الحرة. ولا جدال أن زيادة هذه الثقة تساعد على تدفق الأموال في الشركة بما يترتب على ذلك من حفز لها على التنافس وسعيها وراء الحصول على حصة أكبر في الأسواق.

كما يدعم نظام الحوكمة الشركة على المنافسة من خلال تأهيلها على إدارة المخاطر^(١). فإذا كانت كافة المنشآت والمؤسسات تتعرض في ظل نظام العولمة لمخاطر عديدة، فإن انتهاجها لنظام الحوكمة يساعدها على مواجهة تلك المخاطر والتغلب عليها. فالحوكمة تزود الشركة بأفراد مؤهلون لاتخاذ القرارات الرشيدة ومواجهة التحديات العديدة التي تتعرض لها الشركة. ولا شك أن توافر هذه الخبرات يزيد من فرص نجاح الشركة وتطورها وزيادة قدرتها وإقدام المتعاملين عليها.

الفرع الثالث

ضمان قدر ملائم من الأمان للمستثمرين وحملة الأسهم

لا جدال حول وجود علاقة وثيقة بين حوكمة الشركات وأداؤها المالي. فالسياسة التي تتبعها الشركة تؤثر بالضرورة على أدائها المالي وعلى حقوق المساهمين فيها. هذا ما يؤكد الخبراء الاقتصاديون ورجال المال والأعمال. ففي تصريح للخبير الأمريكي راندولف واليرس أكد على هذه العلاقة الوثيقة

(١) د/ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية، المرجع السابق، ص ٢٥ وما بعدها، د/ سيد إبراهيم عبد الفضيل، أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، المرجع السابق، ص ٣٧ وما بعدها.

بين حوكمة الشركة وطريقة أدائها المالي وحقوق المساهمين فيها^(١). فالحوكمة تساعد الشركة على تحقيق الأرباح وعلى دعم سعر سهم الشركة في السوق المالي وعلى زيادة العائد على رأس المال، فضلاً عن زيادة حصة الشركة السوقية.

من الواضح أن الحوكمة تضمن للمساهمين والمستثمرين حد أدنى من الأمان، نظراً لأنها تعطيهم الحق في امتلاك الأسهم وبيعها وشراؤها، هذا فضلاً عن سهولة الحصول على المعلومات المتعلقة بأنشطة الشركة وحسن مراقبة إدارتها وإمكانية التدخل في الوقت المناسب لتغيير السياسات التي ينتهجها مجلس الإدارة، سواء تمثل ذلك في توجيه نظر الإدارة إلى مخاطر تلك السياسة أو إذا اقتضى الأمر إقالة أعضاء هذا المجلس. فعادة ما تهتم إدارة الشركة بتحقيق مصالحها الذاتية على حساب مصالح حملة الأسهم والسندات^(٢). لهذا ينظر إلى الحوكمة باعتبارها الوسيلة أو الأداة التي يمكن من خلالها كبح جماح الإدارة والإقلال من مخالفتها المحتملة وتحقيق نوع من التناغم والانسجام بين مصالح الإدارة ومصالح حملة الأسهم والسندات. فمع إعمال أسس وقواعد الحوكمة تزداد قوة واستقلالية الجمعية العامة، ويتعدى دورها من مجرد المراقبة إلى توجيه الإدارة إلى تحقيق مصالح المساهمين وحملة السندات. ومن ثم لا يكون أمام إدارة الشركة من سبيل سوى العمل على إيجاد أو خلق الاستراتيجيات الجديدة التي تحسن من أداء الشركة وترفع من قيمة أسهمها وتزيد من حصتها السوقية ومدى ربحيتها^(٣).

(١) راندولف واليرس، جريدة المستور، العدد ١٥٦٠١، ٢/١٠/٢٠٠٧.

(www.aldustour.com/news/viewoldnews.asp).

(٢) RIVES-LANGE J.-L.: L'abus de majorité, Revue de jurisprudence commercial, n° spécial, 1991, p. 66 et s;
TRICOT D.: Abus de droit dans les sociétés, abus de majorité et abus de minorité, RTD,com, 1994, p. 618 et s.

(٣) فلقد أكد الخبراء أن الحاجة الأساسية للاتجاه نحو الحوكمة تنبع من ضرورة الفصل بين الملكية والإدارة. فجميع المستثمرون يسمعون إلى الاستثمار في شركات أو مؤسسات مدرة للربح لكي يستفيدوا ويتمتعوا بهذا الربح فيما بعد. مع هذا فإن الكثيرين منهم «لا يجدون الوقت ولا يمتلكون الخبرة اللازمة لتشغيل شركة وضمان الحصول منها على عائد الاستثمار. ونتيجة لذلك يوظف المستثمرون موظفين من ذوي الخبرة في الإدارة لتسيير أعمال الشركة اليومية مع الأخذ في الاعتبار زيادة ربحيتها وتحسين أدائها على

ولقد أبرزت القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات التي وضعتها الهيئة العامة لسوق المال أهمية هذه العلاقة بين الحوكمة وبين الأداء المالي وحقوق المساهمين، وذلك ببيانها أن على الشركة إقرار سياسة واضحة بشأن توزيع أرباح الأسهم بما يحقق مصلحة الشركة والمساهمين. وعلى الشركة إطلاع المساهمين على سياستها في توزيع الأرباح وما يجنب منها في صورة احتياطات^(١). وعلى الشركة ضرورة القيام بتوزيع أرباح نقدية سنوية على المساهمين، وذلك دون الإخلال بمشروعات التوسع وبما لا يضر بمراكز السيولة الخاصة بالشركة.

المبحث الثاني أسس الحوكمة

على الرغم من أن قضية حوكمة الشركات تشغل حيزاً كبيراً من كتابات رجال السياسة والاقتصاد ومن تفكير رجال القانون والأعمال، فإن الأسس التي تقوم عليها والتي تسمح بالقول بنجاح تلك التجربة في دولة ما تزال مثار خلاف بينهم. فالبعض ينظر إليها باعتبارها تجسيدا لحقيقة العلاقة بين الشركة وأصحابها، وبالتالي يتعين التركيز على مجموعة الأسس التي تساعد على تعظيم الربحية وقيمة الشركة في الأجل الطويل. بينما يراها آخرون تعبير عن

المدى الطويل. غير أن العائق الرئيسي في هذا الموضوع أن المديرين و/أو الإداريين ليسوا هم مالكي الشركة في الغالب وبالتالي لن يتحملوا وطأة ضياع الاستثمارات وفقدان الأرباح في حالة فشل الشركة. ويترتب على ذلك احتمال قيام المديرين و/أو الإداريين بأعمال تخفض من قيمة استثمارات المساهمين، فقد يكونون أقل اهتماماً مما ينبغي في مراقبة عمليات الشركة الداخلية، وقد يغامرون أكثر من اللازم عندما تتعرض مراكزهم للخطر، وقد لا يميلون إلى المغامرة إذا كانت مراكزهم مضمونة. وقد يحاولون دون اندماج الشركة رغم أنه سيعود بالفائدة على المدى الطويل، (...)، وقد يقومون بأعمال تجارية لحسابهم، وهذه التصرفات تؤثر بالسلب على الأداء المالي للشركة وتبرز الحاجة إلى تطبيق حوكمة الشركات

(TIROLE J.: Corporate governance, Econometrica, vol 6, n° 1, January, CIPE, p.12).

(١) هذا ما قرره أيضا المشرع في قانون شركات الأموال في المادتين ٤٠، ٤٢ منه (لمزيد من التفصيل راجع، د/ حسيب فتحي، التنظيم القانوني لشركات المساهمة، بدون دار نشر، ٢٠١٠، ص٢٧٠ وما بعدها).

العلاقات بين مختلف الأطراف. وذلك على عكس اتجاه ثالث ينظر إليها باعتبارها مكون هام من مقومات هيكله البناني المالي العالمي.

وأياً كانت درجة الاختلاف بين هذه الاتجاهات وبصرف النظر عن الوجهة التي ينظر إليها منها، فإن أسس الحوكمة تعد الموضوع الأهم والمحور الأساسي من محاور الحوكمة، وذلك لكونها الأساس الذي يمكن الاستناد إليه لمنع الأزمات المالية. ومن ثم فإنه يتعين النظر إليها باعتبارها أساس نجاح هذا النظام ووسيلة تخطى مرحلة الركود ومكافحة الفساد بما يمثله كل ذلك من إعاقة للنمو.

في الحقيقة إن الأسس والضوابط التي يمكن على هداها قياس ممارسة حوكمة الشركات، أيا كان النظام الذي تنتمي إليه أو السوق الذي تقاس من خلاله، تدور حول ثلاثة معايير هي:

١- حقوق المساهمين.

٢- الإفصاح والشفافية.

٣- مسئوليات مجلس الإدارة.

الأساس الأول

حقوق المساهمين

يرى البعض من الفقهاء أن دول النظام اللاتيني هي أقل الدول التي تعطى قوانينها أو أنظمتها الوطنية قدراً من الحماية لحقوق المساهمين والمقرضين مقارنة بالأنظمة القانونية الأخرى، كالنظام الأنجلوأمريكي. فأساس قوانين الشركات في هذا النظام هو القانون الفرنسي المعروف عنه دولياً بأنه يقدم أقل درجة من الحماية للمساهمين مقارنة بنظام القانون الإنجليزي أو الأمريكي أو الألماني. ومن ثم «فإن قانون الشركات المصري (والموضوع وفقاً لهذا النظام) يحظى بترتيب منخفض من ناحية تقديم حماية تتسم بالكفاءة لحقوق المساهمين أو المقرضين^(١)». وفي سبيل زيادة فعالية تلك الحماية،

(١) د/ سميحة فوزي، حوكمة الشركات في مصر مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، ص ٣٦٨.

حاول المشرع المصرى الخروج عن أدبيات هذا النظام، بإعداد مشروع لقانون موحد للشركات لى محل قانون شركات الأموال الحالى رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م بشأن شركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسئولية المحدودة، هذا فضلا عن التعديلات المستمرة لقانون سوق رأس المال والتي تهدف إلى وضع الأطر القانونية التى تكفل حماية حقوق أقلية المساهمين، وإصدار قانون الإيداع والقيود المركزى للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠.

ولقد فعلت الهيئة العامة لسوق المال، بقرار مجلس إدارتها رقم ١١ لسنة ٢٠٠٧، هذا الاتجاه المتنامى من المشرع نحو تحقيق حماية لحقوق المساهمين تتسم بالكفاءة والفعالية، وذلك بتقنينها لهذا الأساس أو الضابط فى القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المرفقة بهذا القرار كالتزام مفروض على عاتق الجمعية العامة. هذا ما تبرزه بوضوح المادة ٣-١-٢ من تلك القواعد التنفيذية بنصها على أن «تتيح الشركة كافة المعلومات التى تمكن المساهمين من مباشرة حقوقهم كاملة. ويجب أن تكون هذه المعلومات وافية ودقيقة، وتتاح هذه المعلومات للمساهمين بطريقة منتظمة وفى المواعيد المحددة. ولا يجوز التمييز بين المساهمين من حيث المعلومات المتاحة لهم»^(١).

ومن هذا النص يتضح أن أهم ضوابط حوكمة الشركات هو العمل على حماية حقوق المساهمين، وبصفة خاصة حقوق الأقلية^(٢)، والتي عادة ما تهدر من خلال سيطرة بعض المساهمين على مجالس إدارات الشركات^(٣)، ومن ثم

(١) ولا شك أن حقوق المساهمين يمكن إجمالها فى «أمن ملكية الأسهم، والحق فى الإفصاح التام عن المعلومات، وحقوق التصويت، والمشاركة فى قرارات بيع أو تعديل أصول الشركة بما فى ذلك الدمج، والمسائل المتعلقة بالأسهم الجديدة، وحماية أصولها (www.oecd.org)»؛ د/ماجدة شلبى، تطور أداء سوق الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٤٥.

(٢) راجع مبادئ منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية حول حوكمة الشركات، اذ تبرز أن من أهم احتياجات سوق الأوراق المالية الجيدة قوانين لحماية حقوق الأقلية من المساهمين (oecd، المرجع السابق، صه وما بعدها).

(٣) مع هذا يتعين القول بأن الأقلية قد تتصرف أيضاً ضد مصلحة الشركة. فليست الأغلبية وحدها هى التى تسعى إلى تحقيق مصالحها الشخصية دون مراعاة لمصلحة الشركة وبقي الشركاء، ولكن قد تميل الأقلية أيضاً إلى تحقيق مصالحها الخاصة على حساب الشركاء الآخرين. هذا ما يبرزه بوضوح حكم محكمة النقض الفرنسية الصادر فى ٩ مارس ١٩٩٣م فى دعوى Flandin، حيث قررت المحكمة أن ما بدر من أقلية الشركاء يبرهن على تصرفهم ضد المصلحة العامة للشركة، وذلك من خلال منعهم

السيطرة على الشركة بما يستتبعه ذلك من إغفال لحقوق تلك الطائفة^(١). فإذا

لتنفيذ عملية جوهرية بهدف تحقيق مصلحتهم الخاصة والإضرار بمجموع الشركاء الآخرين، ولقد جاء حكم المحكمة على هذا النحو:

Il y a abus de minorité lorsque l'attitude d'un associé est contraire à l'intérêt général de la société en ce qu'il interdit la réalisation d'une opération essentielle pour celle-ci et dans l'unique dessein de favoriser ses propres intérêts au détriment de l'ensemble des autres associés (Revue des sociétés, 1993, note philippe MERLE, p.; MARIN J.C.: La mission du juge dans la prévention des abus, Revue de jurisprudence commercial, 1991, p. 112 et s.

مع هذا فإنه يصعب على أقلية الشركة عرقلة نشاط الشركة أو التصرف ضد مصلحتها العامة، وذلك على عكس الأغلبية التي تملك سلطة اتخاذ القرارات المتعلقة بالشركة، ومن ثم التصرف في الاتجاه الذي يحقق مصلحتها الخاصة، دون التفات إلى المصلحة العامة للشركة أو الشركاء. فالسلطة التي تتمتع بها الأغلبية من شأنها توجيه قرارات لتحقيق بعض المميزات لهم والإضرار بحقوق باقي المساهمين أو الإضرار بمصلحة الشركة. هذا ما يبرزه حكم محكمة استئناف باريس الصادر في ١٣ نوفمبر ١٩٨٠، حيث أبطلت المحكمة القرار الذي اتخذته الجمعية العامة للمساهمين لصنوده لتحقيق مصلحة الأغلبية على حساب المصلحة العامة للشركة (RTD.com، ١٩٨٢، ص ٢٥٧ وما بعدها). وهو الأمر الذي أكدت عليه محكمة النقض الفرنسية في حكمها الصادر في ٦ يونيو ١٩٩٠م، حيث أبرزت أن القرار الصادر من أغلبية المساهمين لم يكن المقصود منه تحقيق مصلحة الشركة، بقدر ما أريد به المصلحة الخاصة، والدليل على ذلك أنه قد تم تزييف الأصوات لإظهار صحة مداوات الجمعية العامة (مجلة الشركات، ١٩٩٠، ص ٦٠٧ تعليق Y.CHARTIER)

(١) هذا ما أكدته مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، بتقريره في دليل تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة أن حوكمة الشركات تقتضى في تلك الأسواق ما هو أبعد من حل المشاكل الناجمة عن الفصل بين الملكية والإدارة. فتلك الأسواق تتعرض بصفة مستمرة لمسائل مثل الإساءة إلى الأقلية من حملة الأسهم، والإخلال بالتعاقدات، وانخفاض الأصول، والتعامل الذاتي. وكلها تصرفات تمضى دون أدنى عقاب، وذلك لافتقار هذه الأسواق للمؤسسات السياسية والاقتصادية اللازمة لتحقيق الديمقراطية ووظائف السوق رغم أهميتها الشديدة والملحة، والتي لا يمكن أن تأتي الحوكمة بشمارها في ظل غيابها وصياغتها لإرشادات واضحة وديققة لإدارة الشركات من الداخل (المرجع السابق، ص ١٣). فمن متطلبات الحوكمة الاهتمام بحماية حقوق الأقلية من حملة الأسهم. لهذا جاء مبدأ المساواة في التعامل بين جميع المساهمين من تلك المبادئ التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لصياغة نظام حوكمة الشركات. وفي الحقيقة إن هذا المبدأ يقوم على وضع إطار يمكن من خلاله منع المطلعين والمديرين والتنفيذيين من استغلال وظيفتهم. فالإتجار على حساب مصالح الأقلية مرفوض نهائياً، وعلى المديرين الإفصاح الكامل عن المصالح المالية المتعلقة بالصفقات التي تبرمها الشركة أو في سبيل الإقدام عليها. (حول حماية حقوق أقلية

كان تطبيق مفاهيم الحوكمة منوط بضرورة إحداث تفعيل كامل وشامل في مفاهيم الإدارة، فإن نجاح إدارة الشركات في حماية حقوق المساهمين يقتضى تفهم القائمين على الإدارة بأنهم يقومون بتلك المهمة بتفويض من المساهمين، الأمر الذى يستلزم عدم تجاوز السلطات الممنوحة لهم والتزوى في القرارات المتخذة، وعدم الخلط بين مهام ومسئوليات أعضاء مجلس الإدارة. ولا شك أن حسن هذا الأداء يساعد إلى حد كبير على تحقيق الأهداف المرجوة ورعاية حقوق المساهمين. فهذا الأداء الجيد والتعاون المثمر يعد من الدعائم الأساسية فى أسلوب تقييم أداء الإدارة العليا ومدى اتجاهها إلى ضمان حقوق المساهمين. فحسن أداء المهام المكلف بها كل فريق وتفهم كل فرد لمهامه، بل ومعرفته لمهام الآخر يساعد على وضع السياسات والإجراءات اللازمة لضمان حقوق المساهمين.

الأساس الثانى الإفصاح والشفافية

بادئ ذى بدء يمكن القول بأن الإفصاح Déclaration و الشفافية Transparence يعدا من أهم المبادئ، أو بمعنى أدق من أهم الأسس، التى يقوم عليها نظام الحوكمة. فهذا الأساس يعد حجر الزاوية فى مقومات نجاح هذا النظام، لما يؤديه الالتزام بهذا المبدأ من دور فى توفير المعلومات التى يحتاجها المساهمون والمستثمرون والهيئات الخارجية والتى على أساسها يتخذ هؤلاء قراراتهم^(١). فما يوفره هذا المبدأ من معلومات لكل الجهات يشكل جزءا كبيرا

المساهمين فى القانون الفرنسى وقانون الشركات المصرى، راجع د/أحمد بركات مصطفى، حماية أقلية المساهمين فى شركات المساهمة، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٨، ص ٢٩ وما بعدها.

(١) لهذا يشترط أن تكون المعلومة التى تعطى للجمهور صحيحة ومحددة وغير خادعة. أما إذا فقدت المعلومة إحدى هذه الصفات الثلاثة، كان ذلك دليلا واضحا على تضليل جمهور المتعاملين من ناحية، وانتهاكاً صريحا للنصوص القانونية من ناحية أخرى (MAQUIL M.: La bourse, garante de la transparence des marchés financiers, www.google.com, p.1 et s ; ARCHAMBAULT F. : L'information n'est pas un jeu, c'est une responsabilité, GAZ.Pal,

فى اتخاذ القرارات المتعلقة بالانضمام إلى الشركة أو شراء أسهمها أم لا. لهذا زاد الاهتمام بهذا المبدأ، سواء على المستوى الوطنى أو الدولى، لما يلعبه من دور فعال فى نجاح أسواق المال وفى نهضة الشركات، أو على العكس انهيار الأولى وإفلاس الثانية.

بيد أن هذا الدور المؤثر لهذا الأساس لا يعنى إعطاء الحق للمساهمين والمستثمرين والمتعاملين بالسوق فى الإطلاع على كافة المعلومات الخاصة بالشركة^(١). فالالتزام بالشركات بالإفصاح والشفافية وما يترتب عليهما من توفير للمعلومات المتعلقة باستثمارات الشركة ونشاطها ليس التزاماً مطلقاً، وإنما التزام مقيد بالأ يكون من شأن هذه المعلومات الإضرار بمصالح الشركة أو المصلحة العامة، أو الإخلال بمصلحة المستثمرين.

فالالتزام بالإفصاح والشفافية هو التزام عام على كافة الشركات المصدرة للأوراق المالية، كما أنه حق لجميع المساهمين والمستثمرين والجهات الرقابية كالبورصة والهيئة العامة للرقابة المالية. لهذا ألزم المشرع الشركات بضرورة تقديم المعلومات بصورة دورية إلى تلك الجهات وإلى المساهمين وإلى الجمهور حتى يمكنه الاستفادة منها. وعليه يثير هذا الالتزام التساؤل حول مضمون هذا الأساس وكيفية متابعة التزام الشركات بقواعد الإفصاح والشفافية.

١- مضمون الإفصاح والشفافية

فى الحقيقة إن التزام الشركات المصدرة للأوراق المالية بالإفصاح والشفافية يمثل العمود الفقرى لسوق تلك الأوراق، حيث تقاس كفاءة سوق الأوراق المالية بما يتم إصداره من نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية

8 mai 1993, p.566, où il décide que " l'informateur financier oeuvre estentiellement au profit des actionnaires et des investisseurs, afin de donner une information nette, claire et conforme à la loi".

(١) هذا ما قرره Michel MAQUIL عند تعريفه للشفافية بأنها

La capacité de pouvoir accéder à toutes les informations essentielles, propres à une activité determine (la bourse, garante de la transparence, art.préc, p.1).

تتضمن معلومات عن حجم التداول ومؤشرات الأسعار والتعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها^(١).

ويقصد بهذا المبدأ توفير الشركة للمعلومات والتقارير التي تمكن الأشخاص والهيئات من معرفة المركز المالي الحقيقي للشركة والذي على أساسه يمكنهم تحديد موقفهم من الشركة حالياً ومستقبلاً، مع احتفاظ الشركة بحقها في حجب ما تراه ضرورياً منها لعدم الإضرار بالشركة أو بمركزها المالي أو بمصلحة الشركاء أو المساهمين فيها^(٢). هذا ما أبرزته بوضوح المادة ٣٠١ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م بتقريرها مثل هذه الإجازة وذلك الحجب. فلقد أجازت هذه المادة للمساهمين والشركاء الإطلاع على سجلات الشركة فيما عدا الدفتر الذي تدون فيه محاضر مجلس الإدارة والدفاتر المحاسبية للشركة، هذا فضلاً عن الإطلاع على ميزانيات الشركة وحسابات أرباحها وخسائرها وتقارير مراقبي الحسابات عن الثلاث سنوات المالية السابقة على السنة التي يتم فيها الإطلاع^(٣). كل هذا مشروط بالألا يؤدي الإطلاع على ما ورد بالأوراق والمستندات من بيانات الإضرار بمركز

(١) / حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية، المرجع السابق، ص٣٦٦؛ قارب أيضاً د/ عصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية، المرجع السابق، ص٣٠٠.

(٢) راجع د/ صالح البريري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المسادة القانونية، القاهرة، ٢٠٠١، ص١٨،

Voir aussi, GERMAIN M.: Transparence et information, petites affiches, 19 nov, n° 139, 1997 ; DANG-TRAN M.-Ch. : le contrôle de l'information financière en France, petites affiches, 16 octobre, n°124, 1998, p.17, où elle decide que le document d'information doit comprendre toutes les informations necessaries aux investisseurs pour fonder leur jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur.

(٣) د/ حماد مصطفى عزب، حق المساهمين في الإعلام، المرجع السابق، ص٩ وما بعدها.

الشركة أو بالغير. ويتم الإطلاع من خلال المساهمين والشركاء أو عن طريق اصطحابهم لخبراء من المحامين أو المحاسبين^(١).

ولقد أكدت المادة السادسة من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بشأن سوق رأس المال على هذا الالتزام بنصها على ضرورة قيام كل شركة تطرح أوراقاً مالية للاكتتاب العام بتقديم تقارير نصف سنوية إلى الهيئة عن نشاطها ونتائج أعمالها، على أن تتضمن تلك التقارير البيانات التي تصح عن المركز المالي الصحيح لها. ولا شك أن هذا الإفصاح يساعد إلى حد كبير في استقرار سوق رأس المال، لما يؤدي إليه ذلك من تأكيد الجهات الرقابية من أن التقارير والبيانات المقدمة مطابقة للحقيقة وتعتبر عن المركز الواقعي للشركة^(١). فمن أهم أهداف هذا التقديم والإفصاح هو تأكيد الجهات الرقابية من قيام الشركات بعمليات إفصاح كاملة وحقيقية لجميع البيانات والمعلومات التي تعبر بصدق

(١) د/ سميحة القليوبي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، ١٩٨٩م، بند ٤٤٣، ص ٦٧٧. ويسمى هذا بحق الإطلاع وهو من الحقوق التي حرصت قواعد السلوك وآداب المهنة على إقرارها. فنظراً لأهمية المعلومات ودقتها حرصت الهيئات الدولية المهتمة بأسواق رأس المال على وضع تشريع دولي لسلوك وآداب المهنة يتضمن كافة التوجيهات والقرارات الخاصة بسوق رأس المال وإدارتها والرقابة عليها. ولقد نشأ عن هذا التشريع ما يسمى بنظام المساهم، وهو نظام يتضمن كل ما يتعلق به من حقوق، وما يرتبط به من مزايا والتزامات، كحقه في المشاركة في مداوات ومناقشات الجمعية العامة، وحقه في الإطلاع، والذي يتطور «يوماً بعد يوم مع ظهور الأسواق الجديدة واختلاف النظم المحاسبية الكلاسيكية. فالحق في الحصول على المعلومات أصبح من الأهمية بحيث يتحكم في حياة المشروع، خصوصاً وأن النظم المحاسبية والهيئات المالية الحديثة أصبحت تمثل إشكالية أكثر تعقيداً عن ذي قبل مما يقتضى إعلام المساهمين بصفة مطردة ومتنامية (د/صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٢٢)». كما أعطى المشرع المصري الحق في الإطلاع على الوثائق والسجلات والحصول على البيانات لكل ذي مصلحة. هذا ما تقرره صراحة المادة ٧٠ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بنصها على أنه «لكل ذي مصلحة طلب الإطلاع لدى الهيئة على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالشركة والحصول على البيانات أو صورة منها مصدق عليها، وذلك مقابل خمسين جنيهاً عن كل وثيقة أو بيان في حالة الإطلاع ومائة جنيه عن كل صورة». هذا ويقدم طلب الإطلاع أو الحصول على صور من الوثائق أو البيانات إلى الهيئة مرفقاً به ما يفيد دفع المبلغ المقرر على أن يبين في الطلب صفة مقدمه والوثيقة أو البيان الذي يطلب الإطلاع عليه أو الحصول على صورة منه والغرض المراد استخدامه فيه (م/٧١ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م).

عن نتائج الأعمال وحقيقة مركزها المالي، خاصة مع إعطاء القانون الحق لكل ذى مصلحة من المساهمين والشركاء والغير فى الإطلاع لدى الهيئة العامة لسوق رأس المال أو لدى الإدارة العامة للشركات على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالشركة، هذا فضلا عن الحصول على صور منها^(٢). هذا ما تبرزه بوضوح المادة ٣٠٢ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م بنصها على أن «يكون لكل ذى مصلحة من المساهمين أو الشركاء أو غيرهم الإطلاع لدى كل من الهيئة العامة لسوق المال أو الإدارة العامة للشركات على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالشركة وذلك مقابل رسم عن كل وثيقة يتم الإطلاع عليها، ويجوز الحصول على صورة من الوثائق وغيرها مما سبق نظير رسم عن كل وثيقة». فى الواقع إن الإفصاح والشفافية بما يوفرانه من معلومات وبيانات يُعدان من الدعائم الأساسية التى تقوم عليها حوكمة الشركات. فهذا المبدأ لا يعد من وسائل الترفيه أو الدعاية التى تعتمد عليها الشركة فى تدعيم مركزها المالي وجذب المستثمرين إلى مجال الأنشطة التى تقوم بها، وإنما يمثل وبحق ضرورة من ضرورات الأنشطة الاقتصادية والتجارية، خاصة تلك التى يتم منها داخل أسواق الأوراق المالية^(٣). فالدور الذى يؤديه هذا المبدأ، وتمثيله لهذه الضرورة، يرجع إلى أهمية المعلومات والبيانات التى يوفرها فى تهيئة المناخ المناسب داخل الأسواق بما تخلقه من مكاشفة حقيقية لحجم الأنشطة التى تقوم بها الشركة ورؤيتها المتوقعة للمستقبل، اعتمادا على أسس سليمة وتقييم حقيقى لأصول الشركة^(٤). فالسعى الدائم من قبل المستثمرين والمتعاملين فى

(١) DANG-TRAN M.-Ch.: le contrôle de l'information financière, art.préc, p.19.

(٢) هذا وقد حلت محلها الهيئة العامة للرقابة المالية بمقتضى القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩ (م ٣).

(٣) RONALD. F.: Ethics and corporate governance, an Australian Handbook, University of New South Wales, Press, LTD, 2000, p. 17 et s ; ARCHAMBAULT F. L'information n'est pas un jeu, art.préc, p. 554 et s.

(٤) VIANDIER A.: Sécurité et transparence du marché financier, commentaire des titres 1 et 2 de la loi du 2 août 1989, JCP, éd G,

مجال المال والأعمال وراء المعلومات الصحيحة عن الشركة يلزم هذه الأخيرة ويفرض على الجهات الرقابية الاهتمام الدائم بأن تعبر التقارير والقوائم الصادرة بصدق عن المركز الحقيقي للشركة، على نحو يمكن هؤلاء المتعاملين من تقدير المخاطر والمزايا التي يمكن أن تحقّق باستثماراتهم^(١).

لهذا ذهب البعض وبحق إلى القول بأنه يتعين على الشركات الداخلة في نظام الحوكمة، وتلك التي تريد أن تحصل على رأس المال أو أن تزيد من رؤوس الأموال اللازمة لإدارة أنشطتها أو التوسع فيها، الاهتمام بالمعلومات الصحيحة التي تشغل بال وفكر المستثمرين والمساهمين والراغبين في التعامل في سوق الأوراق المالية لما تمثله هذه المعلومات من أهمية وتلعبه من دور في توفير المناخ الملائم داخل سوق الأوراق المالية أو في نطاق الحياة الاقتصادية والتجارية بصفة عامة^(٢).

٢- متابعة التزام الشركات بالإفصاح والشفافية

في الواقع يقع الالتزام بمتابعة الشركات بالقيام بعمليات الإفصاح والشفافية على عاتق الهيئة العامة للرقابة المالية. فهي التي تقوم بمراقبة وتقدير المعلومات والبيانات التي تقدمها الشركات التجارية سواء عن نتائج أعمالها أو عن حقيقة مركزها المالي، كما تتابع الإجراءات التي تتخذها تلك الشركات أو تقدم عليها، إما بهدف الإضرار بالسوق أو بغرض السيطرة والاستحواذ. هذا ما تبرزه بوضوح المادتين ٦ ، ٨ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، حيث تبين المادة السادسة الكيفية التي يمكن من خلالها لهذه الهيئة متابعة الالتزام بالإفصاح والشفافية، في حين توضح المادة الثامنة كيفية متابعة السبل التي تتخذها الشركات بغرض السيطرة والاستحواذ.

n° 49, 1989, 3420 ; MOURRE A.: La sécurité et la transparence du marché financier, Gaz pal, n° 133, mai 1990, p.2 et s.

(١) PAGE A.-C. & FERGUSON R.-B.: Investor protection, op. cit, p.45 et s.

(٢) د/ عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، المرجع السابق، ص.٥٠ وما بعدها؛

ARCHAMBAULT F.: L'information n'est pas un jeu, art.préc, p.566.

فلقد ألزمت المادة السادسة كل شركة تطرح أوراقاً مالية فى اكتتاب عام بأن تقدم إلى الهيئة تقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها، على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التى تفصح عن المركز المالى الصحيح لها. هذا وتُعد الميزانية وغيرها من القوائم المالية للشركة طبقاً للمعايير المحاسبية ولقواعد المراجعة التى تحددها أو تحيل إليها اللانحة التنفيذية. وتخطر الهيئة بالميزانية والقوائم المالية وتقريري مجلس الإدارة ومراقب الحسابات عنها قبل شهر من التاريخ المحدد لانعقاد الجمعية العامة.

ومن هذا النص يتضح أن وسائل الرقابة التى قررها المشرع للهيئة تتمثل فى الميزانية والقوائم المالية وتقريري مجلس الإدارة ومراقب الحسابات. فهذه السبل هى التى تزود الهيئة بالمعلومات الصحيحة عن حقيقة المركز المالى للشركة وعن حجم الأنشطة التى تقوم بها ونتائجها عن فترة زمنية محددة.

وللهيئة العامة للرقابة المالية فحص هذه التقارير وتلك القوائم للتأكد من صحة البيانات والمعلومات الواردة بها، ولها أن تقوم بعملية الفحص بنفسها أو أن تكلف جهة متخصصة بها، على أن تقوم الهيئة فى جميع الأحوال بإبلاغ الشركة بنتيجة الفحص، لإعادة النظر فى هذه التقارير لتتوافق مع هذه النتيجة. فإذا لم تستجيب الشركة وتعديل ما ورد فيها من بيانات، التزمت بنفقات نشر الهيئة لهذه التعديلات. ويتم النشر فى صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتى الانتشار، إحداها على الأقل باللغة العربية^(١). كذلك أوجب المادة السادسة على كل شركة تواجه ظروفاً جوهرية تؤثر على نشاطها أو مركزها المالى أن تفصح عن ذلك فوراً وأن تنشر عنه ملخصاً وافياً فى صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتى الانتشار، إحداها على الأقل باللغة العربية.

كما أنطت المادة السابعة من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بمراقبى الحسابات موافاة الهيئة بما تتطلبه من بيانات ووثائق للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرات الاككتتاب والتقارير الدورية والبيانات والقوائم المالية للشركة. ولقد عاقبت المادة ٦٥ من قانون سوق رأس المال من يخالف الالتزامات التى تقرها هاتان المادتان بالحبس وبالغرامة أو بإحدى هاتين العقوبتين وذلك

(١) مادة ٦ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

بنصها على أنه «مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها في أى قانون آخر يعاقب بالحبس وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على خمسين ألف جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من خالف أحكام المواد رقم ٦ ، ٧ ، ١٧ ، ٣٣ ، ٣٩ ، والفقرة الثانية من المادة ٤٩ من هذا القانون».

كذلك عاقبت المادة ٦٣ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على مائة ألف جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من أثبت عمداً في نشرات الاكتتاب أو أوراق التأسيس أو الترخيص أو غير ذلك من التقارير أو الوثائق أو الإعلانات المتعلقة بالشركة بيانات غير صحيحة ومخالفة لأحكام هذا القانون أو غير في هذه البيانات بعد اعتمادها من الهيئة أو عرضها عليها.

وأخيراً تقدم المادة الثامنة من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م إحدى السبل التي تمكن الهيئة من التأكد من قيام الشركة بواجب الإفصاح والشفافية من عدمه، وذلك بإلزامها لكل من يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه ١٠% من الأسهم الاسمية في رأس مال إحدى الشركات التي طرحت أسهما لها في اكتتاب عام أن يخطر الشركة قبل عقد العملية بأسبوعين على الأقل. وعلى الشركة خلال أسبوع من تاريخ إخطارها بذلك أن تبلغ به كل مساهم يملك ١% على الأقل من رأس مال الشركة. ويترتب على مخالفة هذه الأحكام إلغاء العملية دون إخلال بمعاملة المتسبب عن هذه المخالفة. وتسرى الأحكام السابقة في حالة عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه أحد أعضاء مجلس إدارة الشركة أو أحد العاملين بها من أسهم اسمية ٥% من رأس مال الشركة^(١).

(١) في الحقيقة إن ما تقدمه هذه المادة من أداة بيد الهيئة العمة للرقابة المالية للرقابة على التزام الشركة بواجب الإفصاح والشفافية يعبر بوضوح عن أهمية هذا الالتزام في حسن تنظيم سوق رأس المال. مع هذا فإن تلك المادة تمد نطاق الالتزام بالشفافية والإفصاح إلى طائفة معينة من المساهمين بحسب ما يملكونه من أسهم في رأس مال الشركة. فالالتزام المساهمين بالإفصاح والشفافية يتوقف على نسبة الأسهم التي يحوزونها من أسهم الشركة. هذا ما تبرزه هذه المادة من قانون سوق رأس المال، بالإضافة إلى نص المادة ٦١ مكرر (٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال،

مع هذا فإن ما قرره المشرع من نصوص تلزم الشركات بنشر البيانات والمعلومات التي تمكن المستثمرين والمساهمين من الاتجاه نحو الاستثمار في مجال الأوراق المالية، لم ترقى بعد إلى الحد الذي يساهم بشكل فعال في تطوير الأداء أو في زيادة النشاط. ولعل السبب الرئيسي في ذلك يرجع إلى عدم إجبار تلك الشركات بضرورة التخلي عن مبدأ السرية في نشر البيانات التفصيلية المتعلقة بالأحداث الكبرى ذات المردود السلبي أو الإيجابي على مركز الشركة المالي أو حجم الأنشطة التي تقوم بها. يضاف إلى ذلك أنه لم يتم الارتقاء بعد «بمستويات الإفصاح المطلوبة من الشركات المسجلة بالسوق، بحيث لا تتف عند حدود تقديم بيانات محاسبية صماء بلا أى دلالة، بل تتعدى ذلك إلى تحليل مؤشرات أداء الشركات وحصتها في السوق وإمكانات التوسع والنمو والمخاطر التي تتعرض لها، وغيرها من البيانات اللازمة لحماية المستثمرين»^(١).

والتي تلزم المساهم الذي يمتلك نسبة ١٥% فلكثر من أسهم الشركة بالإفصاح على النحو التالي:

يقوم من يرغب في شراء نسبة ١٥% فلكثر من أسهم إحدى الشركات التي تساهم فيها الدولة أو شركات قطاع الأعمال العام أو شركات القطاع العام بإخطار الهيئة والبورصة برغبته في الشراء وبالثمن الذي يرغب الشراء به ومدة سريان العرض، وأن يضمن عرضه شراء نسبة لا تقل عن ٢٥% من الأسهم التي يتناولها العرض من أشخاص القطاع الخاص. فإذا لم يبلغ ما يقبلون بيعه تلك النسبة، كان له استكمال الشراء من غيرهم. أما إذا تجاوز ما يقبلون بيعه عدد الأسهم المطلوبة منهم، تعين الشراء من كل منهم بنسبة ما قبل بيعه إلى مجموع عدد الأسهم المعروض شراؤها من القطاع الخاص. وعلى الرغم من أن الالتزام بالإفصاح والشفافية قد ورد بشأن عروض الشراء وليس عروض البيع، مع هذا فإن الهدف من ورائه يقتضى امتداده أيضاً إلى عروض البيع. فإذا كانت الهيئة العامة لسوق المال أكدت على أن الهدف من الإفصاح عند تملك تلك النسبة من رأس المال هو التأكيد على وجود معلومات محددة عن كيفية توزيع رأس المال الخاص بالشركات المقيدة وأن نشر هذه المعلومات يساعد في تدعيم مبدأ شفافية الأسواق المالية، فإن الأمر يقتضى الالتزام بهذه القواعد طالما وصلت النسبة التي يمتلكها المساهم الحد المطلوب دون النظر إلى طريقة الحصول عليها بيعاً أم شراءً (د/ صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص١٠٢).

(١) / سعيد رمضان عرفه، الرقابة على سوق رأس المال وأثرها على استقرار ونمو السوق (دراسة حالة لمصر)، رسالة ماجستير، كلية الحقوق - جامعة الزقازيق، ٢٠٠٧، ص١٢٣.

في الحقيقية إن التزام الشركات بالإفصاح والشفافية يتوقف على الدور المنوط بالجهات الرقابية القائمة على إدارة أسواق الأوراق المالية. فإذا كان المشرع قد أوجب على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الإعلان عن البيانات والمعلومات والإجراءات التي تتخذها في الوقت المحدد ولجميع المتعاملين، فإن أداء هذا الالتزام، دون زيادة أو نقصان، يتوقف على قيام الجهات الرقابية بمهامها وحسن أدائها لدورها الذي رسمه المشرع^(١). ولا خلاف أن القيام بهذه المهام وأداء هذا الدور يمكن تحقيقه من خلال القيام بإجراءات:

الأول : التأكد من أن القوائم المالية والتقارير التي تقدمها الشركات قد تمت طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية ولقواعد المراجعة المتعارف عليها^(٢). فإعمال هذه المعايير يدعم من كفاءة الإدارة المالية، كما أنه يساعد على توفير

(١) بل إن البعض يرى أن تدعيم الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية يمكن أن يتم من خلال استمرار تحديث وتطوير موقع البورصة المصرية على شبكة الإنترنت بالإمكانيات اللازمة لإمداد المشاركين بكافة المعلومات الفورية، وبالعامل على ربط البورصة المصرية بالقرن الصناعي المصري لسرعة نشر المعلومات عن السوق وتوظيفه في العمل على توسيع دائرة المتعاملين بالبورصة، والتوسع في إنشاء شركات نشر المعلومات التي تساهم فيها البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية العاملة بالسوق مع تقديم جميع التيسيرات لها من جانب هيئة سوق المال والوزارات في الجهات المعنية، وأخيراً يتمتع القائمين على سوق الأوراق بمرونة عالية من أجل الاستجابة للتطورات والتغيرات الجديدة داخل السوق وخارجه بهدف تحقيق التوازن عبر القنوات الإخبارية المختلفة من جهة وحمايته من أية هزات أو ضربات يمكن أن تنتقل إليه من الخارج من جهة أخرى (أ/حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٧٧/٤٧٨، يناير - أبريل ٢٠٠٥، ص ٥٦٠).

(٢) قارب من هذا، د/صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٨٢، حيث يشير إلى أهمية الالتزام بالنظام المحاسبي الذي تسير عليه الشركة عند إعداد كل ميزانية، لما يلعبه هذا الالتزام من دور في سهولة المقارنة بين الميزانيات ومنها التعرف على تطور الأداء. فمن المؤكد أن التعرف على أداء الشركة وتطوره من عدمه «يقضى ثبات النظام المحاسبي الذي تقوم عليه المقارنة وإذا حدث أي تعديل في النظام المحاسبي يجب أن ينص عليه مع توضيح مبررات ذلك. بل يجب أن تعطى النتائج وفقاً للمعايير المحاسبية القديمة وليست المعللة. وكذلك يجب تطبيق المعايير المحاسبية المعترف بها والمتفق عليها». راجع كذلك تقرير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، حيث جاء به أن من أهم مقومات

«بيانات ومعلومات واقعية وحيوية للمساهمين والمستثمرين الراغبين في امتلاك الأوراق المالية بما يهيئ لهم القيام باستثمارات مستنيرة قائمة على رؤية واضحة وقرار صائب»^(١).

الثاني : الإعلان بشفافية عن كل البيانات والإجراءات التي تتم داخل سوق الأوراق المالية، حتى يمكن للمتعاملين والمستثمرين والمساهمين حماية مصالحهم أو اتخاذ الإجراءات التي تحمي حقوقهم. فالشفافية في الإعلان عن هذه البيانات وتلك الإجراءات تساعد إلى حد كبير على استقرار سوق الأوراق المالية وتساهم بشكل فعال في التغلب على الصعوبات والقضاء على المعوقات التي تواجه هذه السوق. فهذه الشفافية في التعامل لا تترك أي فرصة للشائعات أو الممارسات الضارة التي قد تؤثر على حركة التعامل أو على مركز بعض الشركات^(٢).

وعلى الرغم من أهمية هذا الأساس وضرورته، إلا أنه تكتنفه بعض الصعوبات العملية التي تجعل من تحقيقه على الوجه الأكمل أمراً صعب المنال. فإذا كان المشرع قد حدد على نحو واضح ودقيق الوسائل التي يمكن من خلالها تحقيقه باعتباره ضرورة من متطلبات سوق الأوراق المالية، فإن أعمال هذه السبل على أرض الواقع تصادفه العديد من المشاكل، أهمها صعوبة فهم وتحليل البيانات والمعلومات المعلن عنها. فعلى الرغم من تولى شركات الإيداع والتقيد المركزي نشر المعلومات التي يجب الإفصاح عنها نيابة عن الشركات المصدرة للأوراق المالية، إلا أنه في حالات كثيرة لا يمكن للمستثمرين، خاصة غير المتخصصين منهم، فهم هذه المعلومات وبالتالي اتخاذ القرار المناسب بشأنها^(٣).

الإفصاح والشفافية القيام بالمراجعة السنوية بمعرفة مراجعين مستقلين وفقاً لمعايير قياسية عالية الجودة.

(١) د/ عصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، المرجع السابق، ص ١١ ؛ د/ محمد سويلم، إدارة البنوك ويورصات الأوراق المالية، بدون دار نشر، بدون سنة نشر، ص ٢٩٣.

(٢) د/ عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٥١.

(٣) هذا ما أبرزته الدراسات المتخصصة التي تناولت الأزمة التي تعرضت لها الدول الآسيوية، وذلك بتقريرها أن «ما بدا في آسيا كآزمة مالية ما هو إلا أزمة في شفافية

كذلك يعوق تحقيق هذا المبدأ على الوجه الأكمل ما تقوم الشركة بحجبه من معلومات، حفاظاً منها على مصالحها وعدم تعريضها لخطر المنافسة غير المشروعة، خاصة في ظل تلك الممارسات التي تقوم بها الشركات المنافسة من أجل السيطرة والاستحواذ، أو على الأقل الإضرار بالمنافسين وإفساد خططهم المستقبلية. فقد ترى الشركة إعمالاً لمبدأ سرية المعلومات، ضرورة الاحتفاظ ببعض المعلومات والبيانات تحقيقاً لأهدافها وتقويت الفرصة على المنافسين للإضرار بها. فإقامة نوع من التوازن بين ما يتعين على الشركة الإفصاح عنه من معلومات وبيانات، وبين استخدامها لمبدأ السرية هو أمر يصعب الوصول إليه، وذلك على الرغم من تلك المتطلبات التشريعية التي حددها المشرع في ظل القوانين المنظمة للشركات أو تلك التي تحدد العمل داخل سوق رأس المال^(١).

وهكذا يتضح أن الالتزام بالشفافية والإفصاح كمطلب من متطلبات الحوكمة وأحد المبادئ اللازمة لتحقيقها هو أمر قد يصعب تحقيقه على الوجه

الشركات تشمل العلاقة بين الحكومة والشركات، وبين المقرضين وأصحاب حقوق الملكية، وبين العلاج القانوني للإفلاس والصدقات الحسنة (CIPE)، المرجع السابق، ص ٢٠»». يضاف إلى هذه الأسباب سلب الأصول والتلاعب في تسجيل الأسهم والاحتيايل، والتي أبرزتها الاضطرابات المستمرة للمؤسسات المالية بروسيا. ولا شك أن هناك اختلاف واضح بين القوانين التي عالجت هذا الموضوع، فالبعض منها يوسع «من دائرة السرية والبعض الآخر يرى غير ذلك. لهذا تدعو الحاجة إلى إيجاد تشريعات دولية تنظم هذه المسائل للتوفيق بين القوانين المختلفة، حتى لا تخلق لدى المستثمرين نوعاً جديداً من forum shopping وذلك باختيارهم للقوانين الأكثر حماية لمصالحهم في المناطق الاقتصادية لدى دولة ما دون أخرى، مما يساعد على انتشار التحايل الدولي. ومن المعروف أن المجتمعات الأوروبية ذات النظام الديمقراطي مولعة بالمعرفة والمساواة والشفافية، وأن مسألة السرية المتعلقة بالأعمال بمفهومها القديم قد مضى زمنها أو على الأقل لم تعد مقبولة بالصورة التي كانت عليها. فمسألة السرية أصبح يضحى بها أمام مبدأ الشفافية والحصول على المعلومات خصوصاً مع زيادة الاستثمار في الثروات المنقولة والأوراق المالية المرتبطة بالنشاط التجاري وتكوين الشركات التجارية المساهمة. وتحاول تلك الشركات من جانبها التوفيق بين حقوقها المشروعة في حماية أسرارها الخاصة، خصوصاً تجاه الشركات الأخرى المنافسة التي تستطيع أن تؤثر على مركزها المالي والاقتصادي، وبين الالتزام بمبدأ الشفافية والإفصاح الذي يفرض عليها إعطاء المعلومات الصحيحة والدقيقة لمساهميها، وكذلك لكافة الجمهور حتى لا تتعرض لأنواع عديدة من العقوبات بموجب القوانين المتعلقة بالشركات وأسواق رأس المال (د/صالح البريري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٤٠)»».

الأكمل، لما تلعب البيانات والمعلومات الواردة بالتقارير التي تلتزم الشركة بتقديمها من دور أساسي في تحقيق أهداف الشركة ورسم سياستها المستقبلية، الأمر الذي يضع شركة وإدارتها بين شقي الرحى، الالتزام بالقوانين واللوائح وما تفرضه من وجب الشفافية والإفصاح، وبين منطقية المحافظة على قدر من المعلومات والبيانات الضرورية لإنماء الشركة وتوسيع أنشطتها وعدم تعريض أعمالها للخطر^(١).

الأساس الثالث

مسئوليات مجلس الإدارة

لقد بينت القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات اختصاصات مجلس إدارة الشركة والتزامات أعضائه بإحالتها إلى النظام الأساسي للشركة والذي يتعين أن يحددها بشكل واضح وتفصيلي. هذا ما تبرزه بوضوح المادة (٢-٢-١) بنصها على أنه «يجب أن يحدد النظام الأساسي للشركة اختصاصات المجلس والتزامات أعضائه بشكل واضح وتفصيلي». وفي جميع الأحوال لا يجوز للمجلس تجاوز حدود الاختصاصات المنصوص عليها في النظام الأساسي أو القيام بأية تصرفات تخرج عن نطاق الغرض الذي أنشئت من أجله الشركة^(٢).

(١) راجع الاقتراحات التي تقدمت بها مؤسسة التمويل الدولية (IIF)، والتي تدور حول ضرورة التنسيق بين ما يتم الإفصاح عنه وما يمكن الاحتفاظ به.

Policies of Corporate Governance and Transparency in Emerging Markets (February 2002), IIF Equity Advisory Group.

راجع كذلك، د/ حماد مصطفى عزب، حق المساهمين في الإعلام، المرجع السابق، ص٥.

(٢) في الواقع يعتمد هذا الالتزام بصورة أساسية على نظام الملكية في الشركة، وكون هذه الأخيرة تخضع لنظام الملكية المركزة أم الملكية المشتتة، حيث تتركز الملكية والسيطرة في النوع الأول في عدد صغير من الأشخاص والشركات القابضة والبنوك (يطلق عليهم اسم الداخلين)، وذلك على عكس النوع الثاني حيث يوجد عدد كبير من المالكين، يمتلك كل منهم عدد صغير من أسهم الشركة (يطلق عليهم اسم الخارجين). وفي النظام الأول من السهل إرغام مجلس الإدارة على الالتزام بعدم تجاوز الاختصاصات المخولة له، حيث يكون لدى الداخلين القدرة والحافز على مراقبة المجلس عن كثب، ومن ثم تضييق الفرصة على إدارة الشركة للاتجاه نحو اتخاذ قرارات تضر بمصالحهم أو تقلل من فرص تحقيق الأرباح أو تؤثر على أداء الشركة على المدى الطويل. على العكس في النظام الثاني يؤدي امتلاك عدد كبير من

كذلك أقامت تلك القواعد مسئولية المجلس عن صحة ودقة كافة البنود الواردة بالتقرير السنوي. وهكذا يتضح أن مسئولية مجلس الإدارة، إما أن تكون مسئولية عامة، مردها الاختصاصات العامة التي يحددها النظام الأساسي للشركة على نحو واضح ودقيق، وإما أن تكون مسئولية خاصة بنوع معين من الاختصاصات، كذلك الناشئة عن التزامات المجلس المرتبطة بالإفصاح والشفافية. ومن ثم يتعين علينا التعرض للمسئولية الناشئة عن الاختصاصات العامة (١)، قبل بيان المسئولية المرتبطة بالإفصاح والشفافية (٢).

١- المسئولية الناشئة عن الاختصاصات العامة

كما سبق أن بينا أحالت القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات إلى النظام الأساسي للشركة في تحديد اختصاصات المجلس والتزامات أعضائه. فالنظام الأساسي لكل شركة هو الذي يبين على نحو واضح وتفصيلي اختصاصات مجلس الإدارة والتزامات أعضائه. مع هذا فقد قيدت القواعد التنفيذية الحرية التي يتمتع بها الأعضاء في تحديد تلك الاختصاصات بقيدتين: الأولى هو عدم تجاوز المجلس بأى حال من الأحوال حدود هذه الاختصاصات. فعلى مجلس الإدارة الالتزام بهذه الاختصاصات، وإلا كان مسئولاً عن أى مخالفة ترتكب بشأنها. ويسأل المجلس بالتضامن بين أعضائه عن الأخطاء التي ترتكب في

الأشخاص لأسهم الشركة إلى عدم تحفز صغار المساهمين إلى مراقبة أنشطة الشركة عن قرب، بل إن البعض منهم قد يميل إلى عدم الاشتراك في القرارات أو السياسات التي تنتهجها الشركة. لهذا يعتمد الخارجين على «أعضاء مجلس إدارة مستقلين في مراقبة ومراجعة سلوك الإدارة، ويميل الأعضاء المستقلون إلى الإفصاح عن المعلومات صراحة وبطريقة منصفة، وتقييم أداء الإدارة بموضوعية وحماية حقوق المساهمين بكل قوة. ونتيجة لذلك تعتبر أنظمة الخارجين أكثر قبالية للمساءلة والمحاسبة وأقل عرضة للفساد، كما تميل إلى تشجيع أسواق رأس المال ذات السيولة (CIPE، المرجع السابق، ص ١٨)». يضاف إلى ذلك أن نظام الداخلين قد يؤدي في بعض الحالات إلى إهدار حقوق الأقلية، لاسيما عندما يتواطأ هؤلاء المسيطرون على رأس المال، بل على الأصوات، مع إدارة الشركة بهدف الاستئثار بأصولها على حساب صغار المساهمين. كذلك قد يستخدم هؤلاء المسيطرون ما لديهم من قوة للتأثير على القرارات التي يتخذها مجلس الإدارة نحو تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة الشركة.

وأياً كان النظام الذي تخضع له ملكية الشركة، فإنه يتعين التأكيد على ضرورة التزام أعضاء مجلس الإدارة بحدود اختصاصاتهم وعدم تجاوزها، وذلك حتى يطمئن

إدارة الشركة. فقد سأل الأعضاء جنائياً عندما يشكل الفعل إحدى الجرائم التي يعاقب عليها قانون العقوبات أو قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م، كذلك التي تنص عليها المادة ٥/١٦٢ والمتمثلة في توزيعهم أرباح أو فوائد على خلاف أحكام قانون الشركات أو نظام الشركة^(١). كذلك يسأل أعضاء مجلس الإدارة جنائياً عندما يشكل الفعل المسند إليهم جريمة يعاقب عليها قانون العقوبات، كجريمة النصب أو خيانة الأمانة أو التزوير أو استعمال المحررات المزورة. كما يعاقب أعضاء مجلس الإدارة عند إفلاس الشركة، إذا ارتكب

المساهمون على أن أموالهم تدار بطريقة سليمة وأن ما تحققه من عوائد ستعود عليهم، وأن مديري الشركة لن يسرقوا هذه الأموال أو يستثمرونها في مشاريع فاشلة. (١) راجع كذلك المادة ٧/١٦٢ من قانون شركات الأموال ١٥٩ لسنة ١٩٨١م، حيث تعاقب كل من يتصل بحكم عمله بالشركة وأفشى أسرارها بالحسب مدة لا تقل عن سنتين ويفرامة لا تقل عن ألفي جنيه ولا تزيد على عشرة آلاف جنيه يتحملها المخالف شخصياً أو بإحدى هاتين العقوبتين. مع هذا فإنه لا يشترط لقيام هذه الجريمة وقوع ضرر للشركة من جراء هذا الإفشاء، وإنما يكفي مخالفة المتصل للالتزام المفروض عليه أو استفادته من هذا الإفشاء. هذا ما أكد عليه القضاء الإنجليزي، بقضائه في قضية شركة MAI أن عدم وقوع ضرر للشركة من جراء ما اقترفه المدعى عليهم لا ينفى مسئوليتهم لانتهاكهم الواجب الائتماني المفروض عليهم، مما يعطى الشركة الحق في استعادة ما جنوه من أرباح ومنعهم من الاستفادة منها. ولقد جاء حكم المحكمة على النحو التالي:

«it is true that the complaint before us does not contain any allegation of damage to the corporation but this has never been considered to be an essential requirement for a cause of action founded on breach of fiduciary duty. This is because the function of such an action, unlike an ordinary tort or contract case is not merely to compensate the plaintiff for wrongs committed by the defendant but to prevent them, by removing from agents and trustees all inducement to attempt dealing for their own benefit in matters which they have undertaken for others or which their agency for trust relates,

مشار إليه لدى د/حسين فتحى، تعاملات المطلعين، المرجع السابق، ص ٣٩ وما بعدها؛ راجع كذلك:

FISHER J. & BEWSEY J. : The law of investor protection, op.cit, p.355 et ; MARTIN J.-C.: Le délit d'initié en droit français, petites affiches, n° 71, 1994, p.

البعض منهم أى فعل يدخل فى تكوين الركن المادى لجريمة التفالس بالتفليس أو التقصير.

وقد تتوقف هذه المسئولية عند المسئولية المدنية، عقديّة أكانت أم تقصيرية، عندما يثبت الخطأ فى جانبهم. فالقاعدة العامة هى عدم مسئولية مجلس إدارة الشركة عن الأضرار التى تصيب الشركة أو المساهمين أو الغير، مادام أنها لم تنشأ عن خطأ ارتكبهه أثناء قيامهم بإدارة الشركة. أما إذا ثبت الخطأ فى جانبهم، فإنهم يسألون عنه وعن أعمال العش أو إساءة استعمال السلطة أو ما يرتكبونه من مخالفات لأحكام القانون أو نظام الشركة. ولا تحول إجازة الجمعية العامة للتصرفات الخاطئة الصادرة عن مجلس الإدارة دون إقامة دعوى المسئولية عن مثل هذه التصرفات. هذا وإن كانت مثل هذه الإجازة تساهم بدور ما فى تخفيف مسئوليتهم عن الأضرار الناجمة عنها. هذا ما تقرره المادة ١/١٠٢ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م بنصها على أنه «لا يترتب على أى قرار يصدر من الجمعية العامة سقوط دعوى المسئولية المدنية ضد أعضاء مجلس الإدارة بسبب الأخطاء التى تقع منهم فى تنفيذ مهمتهم». وهكذا يتعين لقيام مسئولية أعضاء مجلس الإدارة المدنية أن تقع منهم هذه الأخطاء أثناء عضويتهم، أما «إذا وقع الضرر بعد تركهم العضوية لسبب أو لآخر، فلا مسئولية عليهم، اللهم إلا إذا كان هذا الضرر راجعاً إلى أفعالهم أثناء مدة ولايتهم بالمجلس^(١)». كذلك تسقط دعوى المسئولية المدنية، عندما يتم عرض الفعل الموجب لها على الجمعية العامة بتقرير من مجلس الإدارة أو مراقب الحسابات، بمضى سنة من تاريخ صدور قرار الجمعية العامة بالمصادقة على تقرير مجلس الإدارة^(٢). أما إذا شكّل الفعل المنسوب إلى

(١) د/ محمد فريد المريني، الشركات التجارية، المرجع السابق، فقرة ٢٧٩، ص ٢٨٠؛ د/ حسين فتحى، معاملات المطلعين على أسرار الشركة، المرجع السابق، ص ١٦ وما بعدها.

(٢) فإذا كان للشركة الحق، عندما يلحقها ضرر نتيجة أخطاء مجلس الإدارة، فى مباشرة دعوى المسئولية تجاه أعضائه، فإن هذا الحق يتلشى بمضى سنة من تاريخ صدور قرار مصادقة الجمعية العامة على تقرير المجلس. وكذلك يسقط حق المساهمين فى مباشرة دعوى الشركة بمرور سنة من تاريخ مصادقة الجمعية العامة على تقرير مجلس الإدارة، وذلك لأن حق المساهم فى مباشرة دعوى الشركة يرتبط بحق الجمعية العامة فى رفعها. ومن ثم يتعين أن يظل حق هذه الأخيرة فى رفعها قائماً لم يسقط حتى يكون للمساهم الحق فى إقامتها. صحيح أن حق المساهم فى إقامة دعوى الشركة

مجلس الإدارة ناية أو جنحة، فلا تسقط الدعوى إلا بسقوط الدعوى العمومية^(١).

هذا والأصل أن مسئولية أعضاء مجلس الإدارة المدنية هي مسئولية تضامنية، ما لم يثبت البعض منهم اعتراضه على القرار الذى رتب تلك المسئولية وقام بتسجيله فى محضر الجلسة التى صدرت فيها هذه الأعمال، أو عندما تلاحق تلك المسئولية أحد الأعضاء فقط دون باقى المجلس. ولا يعد التغيب مانعاً من قيام المسئولية ما لم يكن بعذر مقبول، حتى لا يؤدي هذا إلى انتشار الروح السلبية لدى أعضاء المجلس، ومن ثم تقضيل البعض منهم الغياب عن حضور الجلسات تفادياً للمسئولية الناشئة عن المشاركة فيها. أما القيد الثانى فيتمثل فى عدم قيام مجلس الإدارة بأى أعمال خارجة عن حدود الغرض الذى أنشئت الشركة من أجل تحقيقه. هذا ما تبرزه بوضوح

يُعد من الحقوق الأساسية التى لا يجوز المساس بها أو تعليقها على شرط أو إذن من الجمعية العامة أو على أى إجراء آخر (م ١٠٢ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م). مع هذا فإن الحق فى رفع دعوى الشركة من المساهم مقيد بقيد زمنى هو عم التقادم الحولى، ثم ضرورة الاحتفاظ بصفته كمساهم طوال مدة السير فى الدعوى. وعليه لا يجوز لمن فقد هذه الصفة أو مر عام على تصديق الجمعية العامة على تقرير المجلس أن يقوم بمباشرة الدعوى. بيد أن سقوط هذا الحق لا يحول بين المساهم وبين رفع دعوى فردية على أعضاء مجلس الإدارة مباشرة أو على الشركة بوصفها مسئولة عن أعمالهم مسئولية المتبوع عن أعمال تابعيه، وذلك عندما يقتصر الضرر عليه أو على فئة معينة من المساهمين دون أن يمتد إلى الشركة كشخص معنوى، كان يقوم أعضاء مجلس الإدارة بتبييد الأرباح الخاصة بأحد المساهمين، أو عندما لا يمكن المجلس المساهم من الإطلاع على دفاتر الشركة وحساباتها. فالدعوى التى يرفعها المساهم هى إذن دعوى فردية، موضوعها تعويض الأضرار الخاصة التى لحقت به وليست دعوى جماعية كدعوى الشركة. كما أن هذه الدعوى هى دعوى تقصيرية، لأنها لا تستند إلى أساس عقدى يربط المساهم بمجلس الإدارة. ومن ثم يتعين على المساهم إقامة الدليل على خطأ مجلس الإدارة وعلى الضرر الشخصى الذى أصابه وما بين الاثنين من علاقة سببية. وأخيراً لا يؤثر تصديق الجمعية العامة على تقرير مجلس الإدارة وما ينقضى عليه من مدة على حق المساهم فى رفع تلك الدعوى. فسقوط دعوى الشركة بالتقادم الحولى لا يؤثر إذن على حقه فى رفعها. خلاصة القول إذن أن هذه الدعوى من «حق المساهم وحده، فلا تتوقف مباشرتها على إذن من الجمعية العامة. وله أن يرفعها ولو تنازل عن أسهمه للغير وقت رفع الدعوى، إذ يكفي أن يكون الفعل الخاطئ قد وقع فى وقت كان لا يزال فيه مساهماً فى الشركة (د/محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المرجع السابق، بند ٢٨٣-٣، ص ٢٨٤)».

(١) راجع الفقرة الثانية من المادة ١٠٢ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م.

المادة ٥٤ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م بتقريرها بأنه لمجلس الإدارة كل السلطات المتعلقة بإدارة الشركة والقيام بكافة الأعمال اللازمة لتحقيق غرضها، وذلك فيما عدا ما استثنى بنص خاص في القانون أو نظام الشركة من أعمال أو تصرفات تدخل في اختصاص الجمعية العامة. فالتقاعدة العامة، وفقاً لهذا النص، أن لمجلس الإدارة كافة السلطات وله الحق في مباشرة كل الأعمال التي تلزم لتحقيق غرض الشركة، ولا يحد من هذه السلطات أو ينقص منها إلا ما استثنى بنص خاص في قانون الشركات أو في نظام الشركة. فإذا كان المشرع قد وسع من سلطات مجلس الإدارة واختصاصاته بإعطائه سلطة القيام بكافة الأعمال، أي كان نوعها، مادام أنها ترمي إلى تحقيق غرض الشركة^(١)، فلا يحد منها سوى هذا الغرض وما يتضمنه النظام الأساسي لها من قيود، طالما أنها لا تصل إلى درجة سلب سلطة الإدارة من هذا المجلس، أو ما يدخل في اختصاص الجمعية العامة من أعمال^(٢)، أو ما تقرره النصوص القانونية الأمرة من استثناءات.

٢- المسؤولية المرتبطة بواجب الإفصاح والشفافية

لا خلاف أن الالتزام بالإفصاح والشفافية يقع على عاتق مجلس إدارة جميع الشركات، سواء المصدرة للأوراق المالية، أو تلك العاملة في مجال هذه الأوراق، كشركات السمسرة وشركات ترويج وتلقى الاكتتاب في الأوراق

(١) مع هذا فإن قيام مجلس الإدارة بمباشرة هذه الاختصاصات يقيم مسؤوليته في مواجهة المساهمين وأصحاب المصالح الأخرى. ففي ظل الحوكمة تزداد شفافية الشركة من ناحية وتتعاظم مسؤولية الإدارة من ناحية أخرى. فإذا كتلت الحوكمة تعمل على تقوية إجراءات الحكم الداخلي في الشركة، فإنها كذلك تضمن جعل الإدارة مسؤولة أمام مالكي الأسهم وأصحاب المصالح الأخرى، كالبانوك وحملة السندات والعمال.

(٢) ومن قبيل هذه الأعمال، الاختصاص باتخاذ قرار زيادة رأس المال المرخص به (وذلك على عكس رأس المال المصدر) إذ يملك مجلس الإدارة سلطة اتخاذ القرار بزيادته طالما أن ذلك في حدود رأس المال المرخص به (م ١/٣٣ من القانون)، أو بتغيير غرض الشركة أو باندماجها أو بتصفيتها. هذا فضلاً عن أعمال التبرع، إذ لا يحق للمجلس أن يتبرع في سنة مالية بما يجاوز ٧% من متوسط صافي أرباح الشركة خلال السنوات الخمس السابقة على هذه السنة، ما لم يكن التبرع للأغراض الاجتماعية الخاصة بالعلمين أو لجهة حكومية أو لإحدى الهيئات العاملة (م ١٠١ من القانون). وإن كان يلزم في جميع الأحوال الحصول على ترخيص خاص من الجمعية العامة متى تجاوزت قيمة التبرع ألف جنيه. أما أعمال التبرع للأحزاب السياسية، فإنها لا تجوز بصفة مطلقة. ومن ثم فإنه لا يجوز للمجلس القيام بها وإلا كان التبرع باطلاً.

المالية أو شركات دارة وتكوين محافظ الأوراق المالية. وهذا الالتزام قصد به إبراز حرص المسارع على زيادة العمل على جدية المعاملات وتفعيل الحماية القانونية للمستثمرين والمساهمين على السواء. لهذا ألزم المشرع مجالس إدارات الشركات بأن تكون المعلومات والبيانات الواردة بالتقارير والقوائم المالية التي تعلنها صحيحة وحقيقية ومعبرة عن المركز المالي لها وعن واقع الأنشطة التي تقوم بها^(١). بل إن المشرع إمعاناً في جدية تلك التقارير والقوائم، وما يرد بها من بيانات، أعطى لشركات الإيداع والقيود المركزي الحق في نشر هذه التقارير وتلك القوائم عندما تتقاسم الجهات المصدرة عن إجراء النشر في الأوقات المحددة. هذا ما تبرزه بوضوح المادة الثالثة من قانون الإيداع والقيود المركزي رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، بنصها في فقرتها الثالثة على أنه يقصد بنشاط القيد المركزي نشر التقارير والمعلومات التي تفصح عنها الجهات التي تصدر الأوراق المالية أو المتعلقة بتلك الأوراق. ولقد أكدت المادة ٣/٣٠ من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي على هذا الحق بنصها على أن «تتولى الشركة نيابة عن الجهة المصدرة وعلى نفقتها نشر هذه المعلومات بالوسائل التي تحقق العلانية والشفافية، وذلك ما لم تقم الجهة المصدرة بإجراء النشر بمعرفتها في الوقت المحدد وفقاً لأحدث هيكل لملاكيات المساهمين».

وأياً كانت الأهداف التي ابتغى المشرع تحقيقها من وراء نشر التقارير والقوائم المالية الواجب على الشركة الإعلان عنها، فإن ما يهمنا أن هذا الالتزام يقع بصفة أساسية على مجلس إدارة الشركة. وإذا تقاسم هذا الأخير، فإنه يتعين على شركة الإيداع والقيود المركزي القيام بهذا الإعلان نيابة عنه، مع تحمل هذا المجلس المسؤولية كاملة سواء عن التخصيص في الإعلان أو عما يتضمنه هذا الإعلان من بيانات ومعلومات غير حقيقية^(٢). ومن ثم يتعين على

(١) د/ صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٨٢، حيث يقرر أنه يجب على مديري الشركات المقيد أسهمها بالبورصة القيام بتقديم الحسابات السنوية والتقارير الخاصة بالنشاط الجاري للشركة والقوائم المالية، وذلك بكل «كفاءة ودقة وحزم، سواء من حيث مصداقية المعلومات أو ما يتعلق بوسائل النشر، واحترام المواعيد المحددة لذلك، وأن عدم احترام هذه الشروط يُعد مخالفة من جانب الشركة ومديرها».

(٢) فالمسؤولية هنا لا تتوقف عند الشخص المعنوي، وإنما تتعداه إلى الأشخاص الطبيعيين الذين يديرونه. فإمعاناً من المشرع في توخي المسؤولين عن الشركة الحرص عند نشر

مجلس إدارة الشركة أن يضع الآليات والنظم التي تضمن احترام الشركة للقوانين واللوائح أو تلك التي تكفل الإفصاح الحقيقي عن المعلومات الجوهرية للمساهمين والمستثمرين والدائنين وأصحاب المصالح الأخرى.

من الواضح أن مسؤولية مجلس الإدارة لا تقوم فقط عند الإهمال أو التقصير في الإعلان عن التقارير والقوائم المالية، وإنما كذلك عندما لا تعبر تلك التقارير عن حقيقة المركز المالي للشركة أو عن حجم الأنشطة التي تقوم بها^(١). فقد ألزم المشرع إدارة الشركة بضرورة إتباع سياسة واضحة تقوم

البيانات الخاصة بالشركة، أوجبت المادة ٦٨ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ عقب المسئول عن الإدارة الفعلية بالشركة بالعقوبات المقررة عن الأفعال التي ترتكب بالمخالفة لأحكام هذا القانون، هذا وتكون أموال الشركة ضامنة في جميع الأحوال للوفاء بما يحكم به من غرامات. ولا شك أن عدم اكتفاء المشرع بعقاب الشخص المعنوي أريد به تفعيل القواعد التي قررها المشرع لضبط سوق المال من ناحية، وتوضيح الصورة الحقيقية أمام المتعاملين من ناحية أخرى. فالإكتفاء بمعقبة الشخص المعنوي بدعوى أن المعلومات التي يتم الإفصاح عنها تصدر عن الشركة وتتعلق بها ولا تخص الشخص الطبيعي الذي لا يعد سوى ممثل لها، من شأنه تقويد فعالية العقاب، هذا فضلاً عن إهداره لحقوق المساهمين. فهذا الإكتفاء «بمعاقبة الشركات كشخص معنوي وترك المديرين المسئولين سينتج عنه عدم فعالية، وعدم عدالة يؤديان إلى فوضى بالسوق. عدم فعالية في العقاب، فالغرامة تكون أشد تأثيراً وأكثر ردعاً إذا ما وقعت على الفاعل الحقيقي الذي قام بنشر البيانات الكاذبة، من أن تقع على ذمة مالية جماعية وهي الشركة. وعدم عدالة بالنسبة للمساهمين الذين يقعون ضحية مرتين: أولاً ضحية المعلومات الخاطئة من جانب، وثانياً ضحية نتائج الغرامة المالية كجزاء على هذه الجريمة من جانب آخر، والتي سيتحملها المساهمون في النهاية، حيث أنها ستدفع من ميزانية الشركة (د/صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص ٢٦٢)».

(١) د/ صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص ٢٦٨، حيث يقرر أن لجنة إدارة البورصة الفرنسية تعطينا المثال الواضح على القيام بهذا الدور وإحكام الرقابة على المعلومات التي تدلى بها الشركات المتداول أوراقها المالية بالبورصة. فإذا كان المشرع الفرنسي قد أعطى تلك الشركات الحرية الكاملة في إعداد تقاريرها المالية وبنود الميزانية الختامية التي تنشر على الجمهور، فإنه قد أعطى أيضاً لجنة البورصة مراجعة وفحص البيانات الواردة بها والتأكد من واقعتها وصحتها، وعليه فإن إدراج أي نتائج غير واقعية وغير مؤكدة يرتب مسؤولية الشركة. هذا ما تبرزه بوضوح العقوبة التي وقعت لجنة عمليات البورصة على المفوض العام لشركة فينكس العقارية، وذلك لنشره في ميزانية الشركة عن عام ١٩٩٣م بياناً يتعلق بأرباح حققتها الشركة من عمليات محتملة بهدف تضخيم أرباح الشركة، وهو الأمر الذي اعتبرته لجنة عمليات البورصة نشر لمعلومات خاطئة وخداعة مما يدخل في نطاق العقوبة التي تقررها المادة الرابعة من اللائحة رقم ٢ - ٩٠، لاسيما بعد أن تكفلت اللجنة إخفاق العمليات

على عنصر المصداقية وإبراز الحقيقة لكل الأطراف المهتمة بنشاط الشركة ومركزها المالي، وذلك من مستثمرين ومساهمين وجهات قائمة على إدارة سوق الأوراق المالية^(١).

لهذا ذهب البعض إلى القول بأنه على مجلس إدارة الشركة، للقيام بواجب الإفصاح والشفافية بما يتفق مع حقيقة الواقع، أن يقوم بإعداد التقارير المالية وفقاً لمعايير وأساليب موحدة يسهل من خلالها التعرف على حقيقة المعلومات الواردة بها، ويمكن الجهات الرقابية من القيام بعملها، سواء من حيث الفحص أو المراجعة^(٢).

المحتملة التي استند إليها المفوض في بيانه للميزانية، وعدم قيامه بنشر التصحيح لما سبق نشره، حتى يكون جمهور المتعاملين على علم وبينة بفشل هذه العمليات. وعليه عاقبت اللجنة هذا المفوض بغرامة نصف مليون فرنك، نشرتها اللجنة بالنشرة الشهرية وبالجريدة الرسمية. ولقد أيدت محكمة استئناف باريس هذا القرار مؤكدة على أهمية صدق البيانات التي تعلنها الشركات عن نتائج أعمالها، وأن إدراج أي معلومات تضيف إلى أعمال الشركة أرباح غير محققة هي معلومات كاذبة. فالالتزام بنشر بيانات مالية صحيحة عن أعمال الشركة هو التزام دائم ومستمر، يقيم على عاتق مديري الشركة المسؤولية الكاملة عن أي إفصاح من شأنه التأثير على الموقف الحقيقي للشركة، أو يؤدي إلى خداع المتعاملين، أو إخلال بمبدأ المساواة في المعاملة بينهم، دون أي اعتبار لأثر تلك البيانات الكاذبة على سعر الأسهم في سوق المال. فالإخلال بمبدأ الإفصاح الحقيقي والمحدد عن نشاط الشركة يقيم المسؤولية الكاملة لإدارتها حتى ولو لم يؤثر هذا على تغيير في سعر الأسهم المتداولة. وهو ما أشارت إليه صراحة محكمة استئناف باريس بقضائها «أنه وإن لم يحدث تغيير مؤثر في سعر الأسهم المتداولة لشركة فينكس العقارية بناء على الإعلان المنشور بتاريخ ٢١ أكتوبر ١٩٩٣، فإن هذا ليس من شأنه إعفاء المفوض من المسؤولية، بصرف النظر عن تحقيقه لمنفعة شخصية من الأخطاء التي ارتكبها. فالمعول الرئيسي في تحقق المخالفة هي بمدى خطورتها وما يترتب عليها من نتائج، كما أن الإخلال بالواجب يقدر وفقاً لما يمكن أن ينتج من آثار نتيجة للمعلومات المعلن عنها للمستثمرين. ونظراً لأن المفوض المذكور لم يعلم الجمهور بفشل العملية الواردة بالإعلان، فإنه يكون بذلك قد أهدر مبدأ المساواة في التعامل بين المستثمرين وأساء إلى مصالحهم، مما يؤكد أن لجنة عمليات البورصة قد أصابت في تغريمه المبلغ المذكور وفقاً لنص المادة ٩-٢-١ من مرسوم ١٩٦٧.

(١) د/ عصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، المرجع السابق، ص ٣٥.
(٢) د/ عبد الهادي محمد مقبل، بورصة الأوراق المالية وقانون سوق رأس المال، دار النهضة العربية، ٢٠٠٧، ص ٦٤ وما بعدها؛ د/ محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، ١٩٩٢، ص ٢٩٩؛ أ/ نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات، سبيل التقدم، المرجع السابق، ص ٥ وما بعدها؛ أ/ سعيد رمضان عرفه، الرقابة على سوق رأس المال، المرجع السابق، ص ١١٧ وما بعدها؛

ولقد يسر المشرع على مجلس الإدارة تنفيذ هذا الالتزام وذلك من خلال اشتراط ضرورة اتباع معايير المحاسبة الدولية عند إعداد القوائم المالية والتقارير المطلوبة، تلك التي تقتضى الإعلان عن الأحداث الجوهرية الطارئة ذات التأثير الملموس على مركز الشركة وما تقوم به من أنشطة.

ولقد أبرزت المادة ٢٤ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم ٣٠ الصادر بتاريخ ٢٠٠٢/٦/١٨ هذه الأحداث بتقريرها بأنها تلك التي تكون لها تأثير ملموس على نشاط الشركة أو على مركزها المالي، وبالتالي على تداول أسهم الشركة بالبورصة وبصفة خاصة تلك المتعلقة :

١- بأى تغيير مقترح فى هيكل الملكية يترتب عليه زيادة أو تخفيض حصة أحد أعضاء مجلس الإدارة بما يزيد عن ٥% من رأس المال.

٢- أى إصدار جديد مقترح للسندات وأى ضمانات أو رهونات تتعلق بها.

٣- أى تغيير فى هيكل التمويل والأوضاع المالية للشركة يترتب عليه زيادة حجم التزامات الشركة عن حقوق ملكيتها، وكذلك أى قيود تقرض على حجم الاقتراض المتاح للشركة.

٤- أى تغيير جوهري فى سياسات الاستثمار، سواء تعلق ذلك بممارسة أنشطة جديدة أو افتتاح لفروع أخرى، أم بتصفية فروع أو أنشطة قائمة، أو اقتصر الأمر على الالتجاء إلى سياسة التأجير لبعض أدوات أو عوامل الإنتاج بدلا من الملك أو العكس.

٥- أى قرار يترتب عليه استدعاء أو إلغاء أوراق مالية مسجلة سبق إصدارها.

٦- أى اتفاق على شراء أو بيع استثمارات أو حصة فى الشركة من أو إلى أحد أعضاء مجلس الإدارة أو مراقب الحسابات أو أحد المديرين بالشركة. أو إلى أحد أقاربهم حتى الدرجة الثانية.

٧- أى دخول لمستثمرين استراتيجيين لشراء حصة من أسهم الشركة.

٨- أى دعوى قضائية ترفع ضد الشركة تتعلق بنشاطها أو بأحد أعضاء مجلس الإدارة أو بأحد المديرين بها، أو أى أحكام تصدر بشأنها.

٩- أى قرارات إدارية حكومية تؤثر على أنشطة الشركة، أو أى تعديل أو سحب أو إلغاء لهذه القرارات.

١٠- هذا فضلا عن ضرورة إخطار البورصة بالإجراءات الداخلية التي تتبعها الشركة بما يكفل عدم السماح لأعضاء مجلس الإدارة أو المديرين أو العاملين بها بالتداول أو بالتعامل على أسهم الشركة خلال خمسة عشر يوماً قبل وثلاثة أيام بعد إصدار أى بيانات أو معلومات جوهرية قد يكون لها تأثير هام على سعر الورقة المالية للشركة.

وأخيراً ألزمت الفقرة الثانية من المادة ٢٤ من قرار مجلس إدارة هيئة سوق المال الشركة ببذل العناية اللازمة للتأكد من أن الوقائع والمعلومات التي تقوم بإيلاجها معلومات صحيحة وغير مضللة، كما أنها لم تستبعد أو تحذف أو تخفى أى شئ يكون من شأنه التأثير على مضمون هذه الوقائع أو المعلومات.

فى الواقع إن هذا الإيضاح الذى أتت به المادة ٢٤ من قرار مجلس إدارة هيئة سوق المال قصد به تنبيه مجلس إدارة الشركة إلى أهمية الإفصاح عن الظروف الجوهرية التى من شأنها التأثير على نشاط الشركة أو على مركزها المالى، والتأكيد على أهمية التعامل بشفافية، هذا فضلا عن سد أى باب لإخفاء المعلومات عن أصحاب المصالح فى الشركة، أو بعبارة أخرى غل يد مجلس إدارة الشركة عن تقدير أهمية الإفصاح عن تلك الظروف أو الأحداث وبالتالي إمكانية التردد بين إخفائها أو نشرها على الوجه الذى رسمه المشرع فى المادة ٦/٦ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م^(١). فنظراً لأهمية المعلومة وخطورتها، فلقد حرصت تلك المادة على أن تكون واضحة ومحددة ومتاحة للجميع وبنفس السرعة والدرجة، وذلك على الرغم من أن العديد من مديرى الشركات يرون فى ذلك النشر خطورة كبيرة، إذ تعد الشفافية التامة أداة للكشف عن خصوصيتها للجمهور. هذا ما عبر عنه مدير الكاتيل فى فرنسا بقوله أننا على استعداد تام لكى ننزع ملابسنا ولكن يجب فى جميع الأحوال الاحتفاظ بالمايوه^(٢)، مما يعنى ضرورة احتفاظ الشركة ببعض المعلومات

(١) فهذه الفقرة تقرر بأنه «يجب على كل شركة تواجه ظروفاً جوهرية تؤثر فى نشاطها أو فى مركزها المالى أن تفسح عن ذلك فوراً وأن تنشر عنه ملخصاً وافياً فى صحيفتين يوميتين صباحيتين وأسعى الانتشار إحداهما على الأقل باللغة العربية».

(٢) ولقد جاء هذا القول على النحو التالى:

On veut bien enlever l'haut, mais il faut garder le maillot.

مع هذا يرى البعض من الفقهاء الفرنسيين أنه مع سياسة اقتصاد السوق، يوجد التزام عام على كافة الشركات المقيدة بالبورصة باحترام مبدأ الإفصاح والشفافية مع إعطائها

والبيانات حتى لا يعلم الغير من منافسين ومضاربين بجميع خصوصياتها وأسرارها^(١).

ولقد أكدت القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات على مسؤولية مجلس إدارة الشركة عن المعلومات والبيانات الواردة بالتقارير والقوائم المالية التي تقدمها، وذلك بنصها على أن «يكون مجلس إدارة الشركة مسؤولاً عن صحة ودقة كافة البنود الواردة بتقرير مجلس الإدارة السنوي. ويجب إرفاق التقرير السنوي بالقوائم المالية وبالقوائم المالية وبالقوائم المالية وبالقوائم المالية وبالقوائم المالية».

وهكذا يتضح أن مسؤولية مجلس الإدارة لا تتوقف فقط عن حد إرسال التقارير والقوائم المالية في المواعيد المحددة، وإنما تتعداها إلى المسؤولية عن صحة ودقة المعلومات والبيانات الواردة بتقرير المجلس أو ما يتعلق منها بالقوائم المالية الواجبة التقديم^(٢).

الحق في ترتيب أوضاعها المالية والمحاسبية، والكشف عن ذلك باستمرار وبدقة. فلقد حان الوقت لهذه الشركات أن تنزع ملابسها علناً (د/ صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص ٣٩).

(١) راجع في هذا الصدد،

DANG-TRAN M.-Ch. : le contrôle de l'information, art.préc, p.21
حيث تحدثت عن الاستثناءات التي قررتها القاعدة 02-90 على مبدأ الإفصاح عن المعلومات بصورة دائمة ومستمرة، وذلك بقولها:

La règlement n⁰⁹⁰⁻⁰² a néanmoins prévu certains exceptions (...).
la personne tenue à l'obligation d'information peut en effet différer la publication d'une telle information lorsque deux conditions sont réunies. L'information doit tout d'abord être de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes (...). Cette faculté est également subordonnée à la condition que l'émetteur soit en mesure de conserver la confidentialité de l'information. Voir aussi, KENADJIAN P. : L'expérience américaine, art.préc, p.35.

(٢) وتظهر هذه المسؤولية بوضوح أثناء فحص التقارير المقدمة والتأكد من صحة الأعمال الواردة بها. فكشفت هذه المسؤولية يقع إذن على عاتق إدارة البورصة والهيئة العامة للرقابة المالية. فهذه الجهات هي التي تراجع تلك التقارير وتفحص حجم الأعمال التي حققها الشركة، وبالتالي إذا تكلت أن هذه التقارير تحوي على بيانات وحسابات غير صحيحة ومعلومات غير دقيقة تضخم وتضاعف فقط رقم الأعمال، كان لها الحق في مساءلة مجلس إدارة الشركة. وهذا بالفعل ما قامت به لجنة صليب البورصة الفرنسية

الفصل الثاني علاقة البورصة بالحكومة

تُعد بورصات الأوراق المالية أشخاصاً اعتبارية عامة تتولى إدارة أموالها ولها أهلية التقاضي^(١). فنظراً لأهمية الدور الذي تلعبه هذه الأشخاص في الحياة الاقتصادية باعتبارها أسواق تتداول فيها الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو الدولة، كان لزاماً على المشرع أن يمنحها هذه الشخصية

بالنسبة لمجالس إدارات بعض الشركات، عندما تؤكد لديها أن جانباً كبيراً من حجم أعمال الشركة وهمى أو مبالغ فيه، قصد به تضخيم حجم الأعمال، وذلك لإعطاء صورة وردية للشركة تؤمن لها الاستمرار والمنافسة من ناحية، والحصول على المزايا الحكومية والتسهيلات البنكية والإقبال الجماهيري من ناحية أخرى. ولعل الحكم الصادر من محكمة كريتيل في العاشر من فبراير ١٩٩٧م في قضية شركة G بعد مثالا واضحاً على أحقية لجنة عمليات البورصة في مسائلة مجلس إدارة الشركات المخالفة. ففى هذا الحكم قررت المحكمة أن الميزانية التي نشرتها الشركة عن عام ١٩٨٩ تحتوي على بيانات وحسابات غير صحيحة لا تعبر عن حقيقة وضع الشركة في هذه الفترة، مما يقيم مسؤولية رئيس الشركة ليس فقط عن تقديم ونشر حسابات مالية غير صادقة عن أداء عام ١٩٨٩، وإنما أيضاً لنشر بيانات توهم بزيادة حجم الأعمال وزيادة الأرباح بينما فى الحقيقة لحقت بالشركة الخسائر وكانت حقيقة نتائج أعمالها سلبية وليست إيجابية (Rev. crim, juillet, Sept. 1997).

وعلى الرغم من محاولة مجلس إدارة الشركة تبرير ذلك بالتعامل مع العديد من الجهات الإدارية وما يستغرقه إنهاء الملفات والحسابات من فترة زمنية طويلة، مع هذا فإن المحكمة لم تأخذ بهذا التبرير استناداً إلى نص المادة ١٥ من قانون التجارة الفرنسى والتي تشترط أن تكون الأرباح المنكورة بالميزانية هي الأرباح المتحققة من الأعمال التي نفذتها الشركة بصورة كلية أو جزئية، أما الأعمال التي لم تشرع الشركة فى تنفيذها، فيتبين ألا تدرج بالميزانية أو التقارير التي تقدمها الشركة، والتي أوضح التحقيق أن ما ذكرته الشركة من أعمال وممارسات من شأنها تضليل مراقبي حسابات الشركة عن طريق تصوير مستندات مزورة لطلبات مصطنعة وأعمال وهمية، وهو الأمر الذى يشكل عقيدة المحكمة بقيام جريمة تقديم ونشر حسابات مالية كاذبة فى حق رئيس الشركة (د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص ٢٧٣

DANG-TRAN M.-Ch. : Le contrôle de l'information financière, art.préc. p.29 ; KENADJIAN P. : L'expérience américaine, art.préc. p.36).

(١) مادة ٢ من مبادئ إصدار القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧م بشأن اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية.

المعنوية المستقلة حتى يمكنها القيام بهذا الدور الرئيسي في التداول وتنقسم
البورصات بحسب الدور الذي تقوم به إلى:

١- بورصات للعقود أو بورصات للبضائع، وهى تلك التى يجرى فيها التعامل
على جميع أنواع الحاصلات.

٢- بورصات القيم المنقولة أو بورصات الأوراق المالية، وهى تلك التى يجرى
فيها التعامل على الأسهم والسندات.

وهذه البورصات الأخيرة تهدف من خلال الدور الذى تقوم به، إلى
تحقيق مجموعة من الأهداف إلى جمهور المتعاملين، يبرز من بينها:

١- تحقيق الأمان، بمعنى الحد من انخفاض عائد الأوراق المالية أو جعل مثل
هذا الانخفاض أمراً قانونياً.

٢- الاطمئنان إلى ثبات قيمة الورقة وإلى إمكانية استرداد قيمتها فى أى
وقت^(١).

ولا خلاف أن هذا أمر يتوافر دائماً بالنسبة للسندات بحكم كونها تعطى
صاحبها الحق فى الحصول على فائدة ثابتة دون أن يتأثر ذلك بنجاح المشروع
أو فشله كما هو الأمر بالنسبة لحملة الأسهم. فصاحب السند «دانن لا شأن له
بأرباح الشركة قلت أم كثرت، حيث هو يحصل على فائدة ثابتة فى ميعاد ثابت،
وبصرف النظر عن مركز الشركة المالى. أما صاحب السهم، فهو لا يحصل
على ربح إلا متى حققت الشركة أرباحاً. وليس معنى ذلك أن صاحب السند فى
مأمن من كل خطر؛ ذلك أنه وإن كان يملك، إذا لم تحقق الشركة أرباحاً، أن ينفذ
على أموالها، ويستوفى حقه، إذا لم تقم بالوفاء له اختياراً، إلا أنه - لأسباب
كثيرة - قد لا تقى موجودات الشركة بحقوق أصحاب السندات، إذا ما كانت
الشركة قد حققت خسائر لسنوات متتالية ولاحقها الفشل والإخفاق^(٢)».

٣- تحقيق القابلية للتداول، ويعد هذا الهدف هو أهم الأهداف التى يتعين
أن تعمل البورصة على تحقيقه، لما يودى إليه من إعطاء المدخرين الحرية

(١) د/ عصام أحمد البهيجى، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية، المرجع السابق،
ص ٣٩؛ د/ زينب توفيق السيد علوية، المستثمرون الأجانب فى البورصة المصرية،
المرجع السابق، ص ٤٧٠.

(٢) د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة
بالمنصورة، بندا ٩، ص ٩.

الكاملة فى استبدال النقود بالصكوك التى يملكونها. فالحاجة الدائمة إلى النقود قد تدفع صاحب الصك إلى التصرف فيه والحصول على قيمته، وهو الأمر الذى يتعين أن توفره البورصة من خلال تحقيق مبدأ السيولة. بيد أن تحقيق هذا الهدف يتوقف على رغبة الأفراد فى الحصول على مثل هذه الصكوك والدخول إلى هذا المجال والاستمرار فيه. فصاحب الصك لن يستطيع التصرف فيه واسترداد قيمته، إلا إذا وجد من يرغب فى الحصول عليه وتوظيف مدخراته فى مجال الأوراق المالية^(١).

فالبورصة باعتبارها الوسيلة التى يمكن من خلالها التنازل عن الصكوك والتصرف فيها، يتعين أن تكفل للمتعاملين الحق فى نقل ملكية الأوراق المالية نظير الحصول على مقابل عادل، هذا فضلا عن مساهمتها فى توفير ما تحتاج إليه المشروعات الكبرى من تمويل. فالبورصة «هى المكان الذى يلتقى فيه أصحاب المشروعات التى هى فى حاجة إلى التمويل، والمدخرون الذين يملكون المال الذى يمكن توظيفه. والبورصة هى أيضاً المكان الذى يلتقى فيه المدخرون الذين سبق لهم توظيف أموالهم فى صكوك أصدرتها الشركات، والمدخرون الذين يرغبون فى الحلول محلهم فيها. فليس من الضرورى أن توجد استثمارات جديدة كل يوم فى البورصة. فالسيولة التى تحققها البورصة تسمح بدوران المال عن طريق تغيير مالكي الصكوك المقيدة فيها. وقد يتصرف البعض فى صكوكهم بقصد شراء صكوك جديدة أو بقصد استخدام ثمنها فى الاستهلاك أو الإنفاق. ومن هنا، فإن قيام البورصة بإحلال مدخرين جديداً محل حملة الصكوك الذين يرغبون فى التصرف فيها من مساهمين وحملة سندات، يحقق معجزة سيولة هذه الصكوك، مع بقاء هذه الصكوك فى نفس توظيفها الأصلي رغم تغيير المالك^(٢)».

(١) د/ عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانونى لأسواق رأس المال، المرجع السابق، ص ٦٤؛ د/ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية، المرجع السابق، ص ٤٤٧؛ د/ صالح راشد الحمراي، دور شركات المسيرة فى بورصات الأوراق المالية، ط ٢٠٠٤، ص ٣٠؛ د/ منير إبراهيم هندی، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٣، ص ٢٩ وما بعدها؛ د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٦٨ وما بعدها.

(٢) د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، بند ٩، ص ١١.

فيورصات الأوراق المالية منوط بها أن تؤدي دورها المنشود على أكمل وجه حتى يشجع هذا الأداء المتعاملين، أو بمعنى أدق المدخرين، على استثمار أو توظيف أموالهم ومدخراتهم في مجال الأوراق المالية^(١). مع هذا فإن أداء البورصة لهذا الدور منوط بما تقدمه شركات السمسرة من مساهمة وانضباط. فيورصات الأوراق المالية تتميز بالدور الذي يلعبه سمسرة الأوراق المالية، حيث لا تجرى التعاملات فيها بدون تدخل من هؤلاء السمسرة. فبدونهم لا يتم تنفيذ أوامر البيع والشراء.

ومن ثم يتضح أن نجاح الحوكمة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية يرتبط بتنظيم البورصة (المبحث الأول)، وبحسن أداء السمسرة لدورهم، سواء تعلق الأمر بدورهم التقليدي، أو بتحليل المعلومات وإيضاحها للمستثمرين (المبحث الثاني).

المبحث الأول

دور البورصة في ضبط قواعد الحوكمة

إن دور البورصة في ضبط قواعد الحوكمة للشركات المسجلة بسوق رأس المال يبرزه ما تقوم به من رقابة في متابعة تلك الشركات (المطلب الأول)، وما تمارسه من سبل لتفعيل سوق رأس المال (المطلب الثاني).

المطلب الأول

الدور الرقابي

(١) ولذلك فإن علاقة البورصة بحوكمة الشركات المقيدة بها هي علاقة وثيقة، حيث أن نجاح هذه الأخيرة يعتمد بصورة كبيرة على حسن انتظام هذه السوق وقيام إدارتها بالالتزامات المفروضة عليها على أكمل وجه. فحسن انتظام سوق رأس المال يساعد على زيادة عدد الشركات المقيدة بها من ناحية، وعلى كسب ثقة المستثمرين المحليين والأجانب من ناحية أخرى.

لقد أناط المشرع بإدارة البورصة متابعة التزام الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية بقواعد الإفصاح والشفافية (الفرع الأول)، هذا فضلاً عن دورها في متابعة أنشطة الوسطاء (الفرع الثاني).

الفرع الأول

متابعة الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية

لقد سبق التتويه إلى أن متابعة التزام الشركات بقواعد الإفصاح والشفافية غير قاصر على إدارة البورصة، وإنما واجب أيضاً على الهيئة العامة للرقابة المالية^(١). فهذه الأخيرة يقع على عاتقها الالتزام بمراقبة الشركات بواجب الإفصاح والشفافية عن جميع البيانات والمعلومات المتعلقة بنتائج أعمالها وحقيقة مركزها المالي^(٢). مع هذا فإن ما يهمننا في هذا المقام هو الدور الذي تقوم به إدارة البورصة في متابعة قيام الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية بقواعد الإفصاح والشفافية. فإدارة البورصة هي المسئولة عن صحة المعلومات التي تعلنها تلك الشركات للجمهور، طالما أنه يقع على عاتقها الإشراف على المعلومات التي تقدم إليهم، وذلك من خلال تنفيذ الشركات لالتزامها بتقديم قوائمها المالية إليها كل ثلاثة أشهر.

(١) وهذا الدور الرقابي يقترب كثيراً من الدور الذي تلعبه سلطة الأسواق المالية (AMF) بعد حلولها محل هيئة الأسواق المالية (CMF)، ولجنة عمليات البورصة (COB) في النظام المالي الفرنسي، إذ أناط المشرع الفرنسي بالأولى سلطة التأديب والإشراف، وبالغاية الإشراف على تنفيذ قواعد الإفصاح والشفافية بالنسبة للمستثمرين، هذا فضلاً عن تنظيم عمل وأداء البورصة والإشراف على الانخار الجماعي. لمزيد من التفصيل حول هذا الموضوع، راجع:

GUYON Y. : Droit des affaires, droit commercial en général et sociétés, Economica, T.I, 12 éd, 2003, n°597, p.649 et s ;
AUCKENTHLER F.: Bourse de valeur, législation, nouvelles procédures de sanctions de la COB, JCP, 35, août 2000, p. 1304 et s.

(٢) لمزيد من التفصيل حول تعزيز الدور الرقابي في أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، راجع أ/ حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٣٦ وما بعدها.

في الحقيقة إن قيام إدارة البورصة بهذا الدور ذو أثر بالغ في نجاح نظام الحوكمة، حيث أن المعلومات المفصح عنها تمثل أهمية كبيرة في زيادة أو العكس في انخفاض حركة التداول، لما لهذه المعلومات من تأثير واضح على القرارات التي يتخذها المتعاملون في الشراء أو البيع أو على العكس في الإحجام عن التعامل^(١). لهذا ركزت القواعد الدولية على أهمية هذا الدور حتى تكفل الضمان اللازم لصحة الوصول السريع للمعلومات، بما يمكن في النهاية المستثمرين من اتخاذ قراراتهم ويقتل من خطر التلاعب أو القيام ببعض الممارسات غير السليمة في سوق رأس المال^(٢). ولا جدال أن هذا الدور يفرض على إدارة البورصة بعض الالتزامات أهمها:

(١) / حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الاندثار، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٧٧/٤٧٨، ص ٥٥١.

(٢) وبعد من قبيل هذه الممارسات ما قرره المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بنصها على أنه مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها في أى قانون آخر يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على خمسين ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من أفشى سرا اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون، أو حقق نفعاً منه هو أو زوجه أو أولاده أو أثبت في تقاريره وقائع غير صحيحة، أو أغفل في هذه التقارير وقائع تؤثر في نتائجها. فمن هذا النص يتضح أن الممارسات غير المشروعة قد تنشأ نتيجة استغلال مديري الشركة أو موظفيها للأسرار والمعلومات التي يطلعون عليها بحكم طبيعة عملهم لتحقيق منافع شخصية لهم أو لزوجاتهم أو أولادهم، أو من خلال إفشائها للغير. مع هذا فإن العبرة هي بحقيقة المعلومة التي يطلع عليها هؤلاء الأشخاص. فليست كل المعلومات على درجة واحدة من الأهمية، ومن ثم يجب أن تكون المعلومة محددة ومن شأنها التأثير على سعر السهم المتداول في بورصة الأوراق المالية. فالمعلومة المحددة وذات التأثير هي التي يتعين الاحتفاظ بها وعدم إفشائها للغير، وهي تكون كذلك عندما لا يعلم بها إلا عدد محدود من الأشخاص مقارنة بالمتعاملين في سوق رأس المال. فالمعلومة بهذا الوصف أو التحديد هي المعلومة السرية ذات التأثير المباشر والفعال في سعر الورقة المالية المتعلقة بها، نظراً لأنها تسمح لمن يعلمها أو لمن تصل إليه بالحصول على ميزة غير مبررة على حساب باقي المتعاملين. كذلك لا يشترط لقيام الجريمة المعاقب عليها بالمادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال أن يحصل المطلع على المعلومة المميزة على منفعة شخصية، وإنما يكفي أن يؤدي الإفشاء إلى إهدار مبدأ تكافؤ الفرص في الحصول على المعلومة. فالإخلال يتحقق عندما يستفيد منها قبل وصولها إلى علم الكافة. فتحقيق العدالة والمساواة بين الجمهور يحتم على العاملين ببطان الأمور الامتناع عن القيام بأي عمل أو تصرف يكون من شأنه إفشاء معلومات مميزة إلى الغير للاستفادة منها في عمليات شخصية. فإعمال هذا المبدأ يفرض على هؤلاء الأشخاص الاحتفاظ بتلك المعلومات لحين الإفصاح عنها وإعلام الجمهور بها في وقت

١ - عدم الانتقاص من واجب الالتزام بالشفافية، إلا في حدود ضيقة وبشروط محددة. فاللتزام بإدارة البورصة بمراقبة أو الإشراف على المعلومات المفصح عنها يحتم عليها الإحاطة بهذه المعلومات واتخاذ كافة السبل ووضع ما تراه مناسباً للوصول إليها وتقييمها، لتري ما يمكن أن ينتقص منها عندما تقتضى الظروف ذلك.

٢ - معاملة كافة المشاركين في السوق على قدم المساواة. فالدور الرقابى الذى تقوم به إدارة البورصة يحتم عليها عدم التمييز بين المتعاملين فى سوق رأس المال، وعدم التمييز لا يقتصر على الشركات الملتزمة بتقديم أو بالإفصاح عن المعلومات، وإنما يشمل كذلك أصحاب المصالح فى الاستفادة من هذه المعلومات. فهذه المعاملة العادلة لأصحاب المراكز القانونية المتساوية تساعد إلى حد كبير على منع التلاعب بمصالح المستثمرين أو المتعاملين فى هذه السوق، إذ يمكن عن طريقها الوقوف على كافة التصرفات والممارسات

واحد. كما تقوم تلك الجريمة عندما يكون الإقضاء عن السر بهدف تحقيق مصلحة معينة من وراء المعلومات المفصح عنها، أى أن يتم الإقضاء عن قصد، هو استغلالها فى إجراء أعمال غير شرعية يساعده فى القيام بها المعلومة التى اطلع عليها قبل الآخرين. مع هذا فإنه يمكن القول بأنه من الصعوبة بمكان معرفة من أفشى تلك المعلومات المميزة للغير وأعطاه الفرصة للإثراء من ورائها. فإذا كانت تلك المعلومات محدودة فى عدد معين من المطلعين عليها، مع هذا فإنه من الصعب الوصول إلى من أفشاهها، ومن ثم توجيه الاتهام إليه. صحيح أن هناك بعض الظواهر التى تساعد فى الكشف على من استفاد منها وكذلك ملاحقة من كشف عن المعلومات المميزة، منها المبالغ الكبيرة التى تم الحصول عليها، أو الإثراء الفاحش الذى تم تحقيقه. مع هذا فإن هذه الظواهر لا تكفى فى الوصول إلى الفاعل الحقيقى لتلك المخالفات أو المستفيدين منها. يبقى فى النهاية القول بأن نص المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال لا يعاقب سوى المطلعين ببواطن الأمور عن جريمة الإقضاء أما المستفيدين من الأسعار أو المعلومات المميزة لم يتلوهلهم النص بأى جزاء. هذا وإن كان القضاء الفرنسى قد عاقب المستفيد، على الرغم من عدم وجود نص فى القانون الفرنسى يعاقبه عن جريمة الإقضاء، على جريمة أخرى هى جريمة الإخفاء(د/صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص ٢١٤؛ راجع أيضا

DUCOULOX F.: Le délit d'initié dix ans de jurisprudence et d'activité de la COB, Gaz. Pal, 1984, II, p. 41, et s; ROGER A.: La notion d'avantage injustifié, JCP, 1998, n° 3, p. 85 et s ; MARTY D.: Les initiés, D, 1976, p. 94 et s ; DUCOULOX – FAVARD C.: Comment sanctionner l'initié?, petites affiches, juin 1995, n° 77.

التي من شأنها الإضرار ببعض المستثمرين أو التستر على بعض التصرفات المضللة أو تلك التي تتطوى على غش قد يؤدي إلى تشويه للأسعار أو وقف للتداول^(١). ويعد نص المادة ٢١ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م واضح الدلالة في التأكيد على قيام البورصة بهذا الواجب والتزامها بمثل هذه المعاملة العادلة. فلقد سمحت هذه المادة لرئيس البورصة باتخاذ القرار بوقف عروض وطلبات التداول التي يكون الغرض منها التلاعب في الأسعار. ولاشك أن اتخاذ مثل هذا القرار لا يمكن الوصول إليه إلا من خلال التطبيق السليم لقواعد الإفصاح والشفافية والالتزام الحرفي بقواعد المعاملة العادلة لكافة المتعاملين وعدم محاباة البعض منهم، لما لمثل هذا التصرف من تأثير بالغ على حركة التداول وزعزعة للثقة اللازمة في إدارة تلك السوق الهامة والمؤثرة.

في الواقع إن متابعة هذا الالتزام لا تكون فقط من خلال الإشراف والرقابة على ما تقدمه الشركات من بيانات ومعلومات وقوائم، وإنما باتخاذ الإجراءات اللازمة والجزاءات المناسبة لمنع مسئولى الشركات من أى محاولة للغش أو التضليل أو التلاعب بالسوق والمتعاملين. فالإشراف والرقابة بدون جزاءات أو اتخاذ الإجراءات المناسبة يصبحان عديمى الجدوى أمام تلك الممارسات التي قد تنتهجها بعض الشركات والتي تعد في ذاتها غير مشروعة أو منافية لأخلاقيات المهنة وقواعد التداول فى الأسواق. ومن أجل تفعيل هذه الرقابة وهذا الإشراف سمح المشرع المصرى لرئيس البورصة بوقف عروض وطلبات التداول التي تهدف إلى التلاعب فى الأسعار، كما أجاز له المشرع إلغاء كافة العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو التي تتم بسعر لا مبرر له. هذا فضلاً عن حقه فى وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيها^(٢).

وإمعاناً فى تفعيل الإجراءات التي يمكن أن يتخذها رئيس البورصة لمنع التلاعب بالسوق أو المتعاملين، بل ولحث الشركات على الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية صدر قرار رئيس الجمهورية رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧م بشأن

(١) د/ حسين فتحى، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، المرجع السابق، ص ١١ وما بعدها.

(٢) راجع ما بعده، ص.

الأحكام المنظمة لإدارة بورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية وشنونها المالية، والذي تبرز بوضوح المادتان الثانية والثامنة منه هذا التفعيل. فالمادة الثانية تقتضى ضرورة مباشرة البورصة لاختصاصاتها المقررة فى قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية على نحو يكفل سلامة تداول الأوراق المالية وأداء المتعاملين وحسن سير العمل واستقرار المعاملات فيها، فضلا عن عدم مخالفة القوانين واللوائح والقرارات المتعلقة بأعمالها.

أما المادة الثامنة من القرار فتبين بوضوح ما يقع على رئيس البورصة من واجبات حيال تلك المخالفات التى ترتكبها الشركات الملتزمة بالإفصاح والشفافية، وذلك بتقريرها أنه «على رئيس البورصة إبلاغ رئيس الهيئة العامة لسوق المال بما يقع من تلك الشركات من مخالفات لأحكام القوانين واللوائح والقرارات والقواعد المنظمة للعمل بالبورصة، بما فى ذلك تقديم بيانات غير حقيقية للبورصة خاصة بالشركة أو بنشاطها، وتطبيق على المخالفة الجزاءات المنصوص عليها فى المادتين (٣٠ ، ٣١) من قانون سوق رأس المال، وعلى رئيس الهيئة اتخاذ الإجراءات القانونية حيال المخالفة طبقاً لأحكام المادتين المشار إليهما، وتسرى على التظلم من القرارات التى تصدر فى هذا الشأن أحكام المادة (٣٢) من ذلك القانون».

من الواضح أن المادة الثامنة من القرار السابق لم ولن تحقق الغرض من صياغتها، وذلك لقصرها دور رئيس البورصة على مجرد إبلاغ الهيئة العامة لسوق المال بالمخالفات التى ترتكبها إدارات الشركات الملتزمة بالإفصاح والشفافية، وكان الأجدر من ذلك إعطاء سلطة التحقيق وتوقيع الجزاءات لإدارة البورصة. فإذا كانت هذه الأخيرة قد نيط بها إحكام الرقابة على المعاملات التى تجرى وتتم فى مجال الأوراق المالية، فإنه كان من الضرورى منحها سلطة تطبيق الجزاءات التى كفلها قانون سوق رأس المال، وليس إعطاء هذا الحق لهيئة سوق المال. فقصر دور البورصة على مجرد الإبلاغ يقود حتماً إلى ضعف الدور الرقابى الذى تباشره على عمليات التداول التى تجرى بها، على

الرغم من أنها الأجدر على تطبيق تلك الجزاءات واتخاذ ما يكفله القانون من إجراءات لحسن سير العمل واستقرار المعاملات^(١).

الفرع الثاني متابعة أنشطة الوسطاء

في البداية يتعين الإشارة إلى أن اختيارنا للفظ الوسطاء إنما يشمل السماسرة وما يستعينون به من مندوبين أو تابعين. فلقد سمح المشرع لسماسرة الأوراق المالية بحق الاستعانة بمندوبين أو تابعين يساعدهم في تنفيذ أوامر البيع والشراء في البورصة، وذلك لقصير المشرع التعامل في الأوراق المالية على هؤلاء السماسرة. فلا يجوز أن يتم التعامل على هذه الأوراق إلا من خلال أحد السماسرة أو الشركات المرخص لها بذلك. هذا ما تبرزه بوضوح كل من المادتين ١٨ من قانون رأس المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، و٤٥ من قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩م. فالمادة ١٨ من قانون سوق رأس المال تقرر بأن التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة يكون بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً، وتضمن الشركة سلامة العملية التي تتم بواسطتها، وتبين اللائحة التنفيذية الأعمال التي يحظر على الشركة القيام بها. أما المادة ٤٥ من قانون التجارة الجديد فتقرر ذلك بوضوح بنصها على أنه «لا يجوز التعامل في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الصكوك المدرجة بجداول أسعارها إلا بواسطة سمسار مقبول للعمل بها وإلا كان التصرف باطلاً. ولا يجوز للسمسار إجراء عمليات في السوق لحساب عملائه إلا إذا كان مفوضاً في إجرائها من العميل بموجب تفويض خاص مكتوب، فإذا أجرى السمسار العملية دون هذا التفويض جاز للعميل قبولها أو رفضها».

فمن هذين النصين يتضح أهمية الدور الذي يلعبه سمسارة الأوراق المالية ومندوبيهم، إذ من خلالهم يتم التعامل في الأوراق المالية. لهذا يتعين

(١) قارب من هذا المعنى، د/ عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبي، ٢٠٠٢، ص ٤٤٤١/د محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية، آلية عملها - الربط بين البورصات، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٤، ص ١٣٩.

میں نے اس وقت تک نہیں دیکھا تھا کہ
کونسا شخص اس قدر بے پرواہ ہو کر
اپنی زندگی کو ہتھیار بنا لے۔

میں نے اس وقت تک نہیں دیکھا تھا کہ
کونسا شخص اس قدر بے پرواہ ہو کر
اپنی زندگی کو ہتھیار بنا لے۔

میں نے اس وقت تک نہیں دیکھا تھا کہ
کونسا شخص اس قدر بے پرواہ ہو کر
اپنی زندگی کو ہتھیار بنا لے۔

میں نے اس وقت تک نہیں دیکھا تھا کہ
کونسا شخص اس قدر بے پرواہ ہو کر
اپنی زندگی کو ہتھیار بنا لے۔

میں نے اس وقت تک نہیں دیکھا تھا کہ
کونسا شخص اس قدر بے پرواہ ہو کر
اپنی زندگی کو ہتھیار بنا لے۔

میں نے اس وقت تک نہیں دیکھا تھا کہ
کونسا شخص اس قدر بے پرواہ ہو کر
اپنی زندگی کو ہتھیار بنا لے۔

میں نے اس وقت تک نہیں دیکھا تھا کہ
کونسا شخص اس قدر بے پرواہ ہو کر
اپنی زندگی کو ہتھیار بنا لے۔

میں نے اس وقت تک نہیں دیکھا تھا کہ
کونسا شخص اس قدر بے پرواہ ہو کر
اپنی زندگی کو ہتھیار بنا لے۔

میں نے اس وقت تک نہیں دیکھا تھا کہ
کونسا شخص اس قدر بے پرواہ ہو کر
اپنی زندگی کو ہتھیار بنا لے۔

میں نے اس وقت تک نہیں دیکھا تھا کہ
کونسا شخص اس قدر بے پرواہ ہو کر
اپنی زندگی کو ہتھیار بنا لے۔

بظروف الصفقة، وذلك لأن عدم الأمانة يعد غشاً وفقاً للالتزام العام الذى يفرضه القانون على السمسار وهو الالتزام بالتبصير.

وفقاً لهذا النص يتعين على السمسار عدم إخفاء شئ عن أطراف الصفقة، ومن ثم إذا أخفى السمسار أيًا من المعلومات المتوفرة لديه، فإنه يلتزم بتعويض ما ينشأ عن ذلك من أضرار فى حالة الغش أو الخطأ الجسيم. فلا تقوم مسئولية السمسار إلا فى هذه الأحوال، وعليه لا يلتزم السمسار بتعويض أى من الطرفين عما يلحقه من أضرار ناشئة عما صدر منه من خطأ يسيّر^(١).

كما يلتزم السمسار بالأ يقيم نفسه طرفاً فى العقد الذى توسط فى إبرامه إلا بإجازة المتعاقد ذلك (م ٢٠١ تجارى). وهو نفس الحكم الذى تقرره المادة ٤٨٠ من القانون المدنى بشأن عقد البيع، وذلك بنصها على أنه «لا يجوز للسمسار ولا الخبراء أن يشتروا الأموال المعهود إليهم فى بيعها أو فى تقدير ثمنها...». مع هذا فقد أورد المشرع استثناءً على هذه القاعدة بإجازته هذا الإبرام إذا وافق الوسط على ذلك. فلقد أتاح المشرع للوسط مكنه الخيار بين إبرام الصفقة مع السمسار وبين الامتناع عن التعاقد. بيد أن اختيار الوسط إتمام العقد يؤدي إلى عدم استحقاق السمسار لأى أجر أو عمولة، وذلك لأنه من غير المعقول استحقاق السمسار لأجر عن الجهد الذى بذله فى العثور على نفسه بوصفه متعاقدًا آخر.

مع هذا فقد حظرت المادة ٩٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على شركات السمسرة عقد أية عمليات لحسابها

(١) راجع ما دار فى مناقشات مجلس الشعب بجلسة ٣١ يناير ١٩٩٩م، حيث تساءل الدكتور إيوارد غالى الذهبى عن سبب إغفال النص الحديث عن الخطأ العادى للسمسار وهل يعد هذا الإغفال من قبيل الإغفاء من المسئولية فى هذه الحالة. ولكن أجابت الحكومة بأن السمسار مسئول حسب النص، إذ عليه واجب الأمانة فى مواجهة الطرف الذى كلفه وهذا التزام تعاقدى، وفى مواجهة الطرف الآخر الذى لم يكلفه وهو التزام تترتب عليه مسئولية تقصيرية. وفى الحالتين مسئولية السمسار قبل الطرفين، مسئولية عن التعويض فى حالة الخطأ الجسيم والغش لأن عدم الأمانة يعتبر غشاً. ومصدر هذا النص أحكام القضاء فى مصر وفى فرنسا، لأن السمسار مسئول عن تبصير الطرفين بالظروف التى تحيط بالصفقة وفى جميع أحكام القضاء وكتابات الفقهاء يوجد التزام على عتق السمسار يسمى الالتزام بالتبصير.

الخاص^(١). فحرصاً من المشرع على مصالح المتعاملين في مجال الأوراق المالية، باتعين أكتوا أم مشترين، حظر على شركات السمسرة إتباع أى سياسة أو إجراء أى عملية يكون من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم، أو عقد أى عملية لحسابها الخاص. فوفقاً لهذا النص يحظر على شركات السمسرة فى الأوراق المالية أن تبرم أى عملية لحسابها الخاص، سواء بإجازة أو بدون إجازة، وأى تصرف بالمخالفة لهذا الحظر يقع باطلاً ولا يعتد به، كما أنه يعرض الشركة للمسائلة ووقفها عن العمل بالبورصة^(٢).

من الواضح أن المشرع بهذا الحظر خرج على القواعد العامة فى مجال السمسرة، وذلك بعدم إجازته لشركات السمسرة فى الأوراق المالية أن تقوم بعقد أى صفقات لحسابها الخاص، سواء أجاز العملاء ذلك أم لم يجيزوه^(٣). فنظراً لخطورة هذه المعاملات وأهمية البيانات فى إجرائها، لم يسمح المشرع

(١) مع هذا فقد تم تقييد هذا الحظر بمقتضى القرار الوزارى رقم ٢٩٣ لسنة ٢٠٠٧، والذي أجاز لشركات السمسرة أن تقوم بدور صانع السوق (راجع ما بعده، ص ١٠٨ وما بعدها).

(٢) مع هذا يقرر البعض أن سمسار الأوراق المالية إذا خالف هذه القاعدة وأقام من نفسه طرفاً فى العملية التى يجريها لحساب عميله، فإن الجزء المترتب لا يكون البطلان، وإنما تعريض السمسار نفسه لعقوبتى العزل والغرامة، بالإضافة إلى قيام مسئوليته المدنية عن الأضرار التى لحقت بعميله (د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ١٨٤).

(٣) على العكس أحدث المشرع الفرنسى تغييراً جذرياً فى هذه المسألة. فيعد أن حظر المشرع الفرنسى على سمسرة الأوراق المالية أن يقيموا من أنفسهم أطرافاً فى تنفيذ أوامر البورصة، اتجه منذ قانون ١١ يوليو ١٩٧٢م إلى إعطاء هؤلاء السمسرة دوراً أكبر فى تنشيط سوق المال، وذلك بإجازته أن يقيم سمسار الأوراق المالية من نفسه طرفاً فى التعاقد. فمنذ هذا التاريخ أضاف المشرع الفرنسى فقرة ثالثة لنص المادة ٨٥ من القانون التجارى أجازت للسمسرة أن يكونوا أطرافاً فى العمليات التى يجرونها، ولقد أكد المشرع الفرنسى هذه الإجازة بقانون ٢٢ يناير سنة ١٩٨٨م. فلم يعد دور السمسار قاصراً على نقل أوامر البورصة وتنفيذها، وإنما امتد لأن يكون طرفاً فى أى تعاقد يجريه. صحيح أن المشرع قد أراد من هذا الحظر تفادى تضارب المصالح بين السمسار وعميله، والذي قد يتحقق عندما يكون السمسار طرفاً فى العملية التى يجريها. فبمنزلة تعدد مصلحة فيما يجريه من أعمال، فإنه يبحث عن تحقيق مصلحة عملائه على أكمل وجه، دون أننى تفكير فى تغليب المصلحة على الواجب. أما بعد هذا التعديل، فقد تغيرت النظرة إلى السمسرة وهجرت قاعدة التضارب بصورة كلية وأصبح من حق السمسار أن يقوم من نفسه طرفاً فى التعاقد مع العميل دون تفكير فى

لمثل هذه الشركات بعقد أية عمليات لحسابها الخاص. فلقد قدر المشرع أن مثل هذا السماح قد يدفع هذه الشركات إلى تعمد إعطاء العميل بيانات غير صحيحة عن عملية له مصلحة فيها، من أجل استثثارها بالصفقة. ولهذا جاء نص المادة ٩٢ من اللائحة ليبيّن الطريقة التي يجب أن يتم من خلالها تنفيذ أوامر البيع والشراء بما في ذلك العمليات التي تقوم بها شركات السمسرة بتقريره بأنه على الشركة أن تقوم بتنفيذ هذه الأوامر في المكان والمواعيد التي تحددها إدارة البورصة، ويجب أن تعرض هذه الأوامر بطريقة تكفل العلانية وبالبيانات اللازمة للتعريف بالعملية وفقاً للقواعد التي تقرها إدارة البورصة وتعتمدها الهيئة.

فإذا كان المشرع قد قصر التعامل في الأوراق المالية داخل البورصة وخارجها على شركات السمسرة بهدف توفير أكبر قدر من الحماية والضمان للمتعاملين في هذه الأوراق، فإنه كان لزاماً عليه أن يقصر نشاط هذه الشركات على التعامل لحساب الغير ببيعاً وشراءً، بما يساعد على تحقيق هذا الهدف من ناحية، وعلى استقرار سوق تلك الأوراق وتطورها إلى الأفضل من ناحية أخرى^(١).

إيثار مصلحة على أخرى (د/عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ١٨٥).

(١) مع هذا يذهب البعض إلى القول بأن الحظر الذي قرره المادة ٩٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ليس مطلقاً، إذ يجوز لشركات السمسرة أن توسط شركة أخرى في إبرام الصفقات الخاصة بالأوراق المالية التي تملكها. فطالما أن المشرع رخص لهذه الشركات بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية (م ٢٧ من القانون)، فإنه قد سمح لها بإعادة بيع الأوراق التي اكتسبت فيها. فوفقاً لهذا النص يتضح أن المشرع حظر على شركات السمسرة التوسط في تداول الأوراق المالية التي تملكها، بل يتعين عليها أن تكلف شركة أخرى بهذا التوسط (د/عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني، المرجع السابق، ص ٧٣). بل إن البعض ينتقد المسلك الذي انتهجه المشرع المصري لعدم السماح لشركات السمسرة بالعمل لحسابها الخاص من خلال شركات أخرى. فيقرر أنه كان الأجدر بالمشرع المصري أن يجيز لهذه الشركات أن تتعامل لحسابها الخاص وفقاً لنظم وإجراءات تحددها اللائحة التنفيذية وتراقب تنفيذها الهيئة العامة لسوق المال، لاسيما وأن المشرع الفرنسي سمح لشركات البورصة بالتداول في الأوراق المالية التي تملكها أو أن تكون طرفاً في الصفقات المكلفة بالتوسط في إبرامها. فإذا كلفت بالشراء، كان لها الحق في أن تكون البائع. وإذا كانت مكلفة بالبيع، يجوز لها أن تكون المشتري، وهو ما يعرف بعمليات الطرف

٢- الالتزامات الخاصة

ويقصد بها الالتزامات المفروضة على شركات السمسرة في مجال الأوراق المالية. فإذا كان المشرع لم يتح التعامل في الأوراق المالية داخل البورصة للكافة، وإنما قصره على شركات السمسرة المرخص لها بذلك، فإنه قد ألزمها في ذات الوقت بضمان سلامة العمليات التي تتم بواسطتها. ومن ثم فإن الالتزام الرئيسي الذي فرضه المشرع على تلك الشركات هو ضمان سلامة التعاملات التي تتم من خلالها^(١). ويتقضى هذا الضمان اتخاذها لبعض الاحتياطات وتنفيذها لبعض الاشتراطات، التي تكفلت اللائحة التنفيذية من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ببياناتها وهي:

١- تسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها. هذا ما تبرزه بوضوح المادة ٥٩١ من اللائحة التنفيذية بتقريرها أن وجوب التسجيل يتضمن مضمون الأمر واسم مصدره وصفته وساعته وكيفية وروده إلى الشركة، والثمن الذي يرغب العميل التعامل به^(٢). هذا فضلاً عن ضرورة تجهيز الشركة لمقارها بالوسائل اللازمة لمباشرة النشاط من أجهزة اتصال وشاشات عرض وأجهزة كمبيوتر وغيرها من أدوات لازمة لممارسة مهنة السمسرة.

٢- ضرورة عرض الأوامر خلال المدة والشروط المحددة بتلك الأوامر. هذا ما تقرره المادة ٩٥ من اللائحة التنفيذية بنصها على أنه «يجب على شركة السمسرة عرض أوامر العملاء خلال المدة والشروط المحددة بأوامرهم، وإذا لم يحدد العميل أجلاً لتنفيذ الأمر وجب على الشركة عرضه في أول جلسة تالية لوروده. ويتم تنفيذ الأوامر بحسب تاريخ وساعة ورودها لشركة السمسرة، كما يكون تنفيذ الأوامر التي تعطى لممثل الشركة أثناء التداول وفقاً لأولوية ورود تلك الأوامر».

المقبل (د/صالح راشد الصمراني، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٤٩٥).

(١) لمزيد من التفصيل، راجع د/عصم أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، المرجع السابق، ص ٧١٥ وما بعدها.

(٢) JOHNSON T.-E.: Investment principles, op.cit, p.130 et s ;
FRANCIS J.-C. : Management of investments, op.cit, p.80;
PAGE A.-C. & FERGUSON R.-B. : Investor protection,
op.cit, p.276 et s.

٣- ضرورة استكمال العملية التي بدأت إجراءاتها دون أى تقصير. فلقد أوجب المشرع على شركة السمسرة استكمال إجراءات عقد العملية التي بدأتها دون أى تقصير، مع إخطار البورصة والعميل معاً بتنفيذ العملية خلال يوم العمل التالي للانتهاء منها. هذا ما أبرزته الفقرة الأخيرة من المادة ٩٥ من اللائحة بتقريرها بأنه يجب على الشركة «استكمال إجراءات عقد العملية وإخطار البورصة والعميل بتنفيذها خلال يوم العمل التالي من عقد العملية». هذا وقد وضعت المادة ٩٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال جزاءً على إخلال شركة السمسرة بتنفيذ أوامر العملاء يضاف إلى الجزاءات التي قررتها المادتان ٣٠، ٣١ من القانون ذاته. فلقد تكفلت تلك المادة ببيان الجزاء المترتب على تنفيذ شركة السمسرة لعملية على خلاف أوامر العميل، وهو إما التسليم البديل أو التعويض، دون إخلال بحق الشركة في مثل هذه الأحوال في الرجوع على المتسبب بالتعويض، وذلك بتقريرها بأن «تلتزم شركة السمسرة التي نفذت عملية على خلاف أوامر العميل أو على ورقة مالية غير جائزة تداولها قانوناً أو محجوز عليها بتسليم ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة، وإلا يجب عليها تعويض العميل، وذلك دون إخلال بحقها في الرجوع على المتسبب بالتعويض^(١)».

(١) كذلك يجوز وقف نشاط الشركة عند مخالفة قانون سوق رأس المال أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذاً له، أو إذا فقدت أى شرط من شروط الترخيص دون أن تحاول إزالة المخالفة أو استكمال الشروط رغم إنذارها بذلك من قبل الهيئة العامة لسوق المال. مع هذا فقد قيدت المادة ٣٠ من قانون سوق رأس المال هذا الوقف بقيد زمني مدته لا تتجاوز ثلاثين يوماً، مع تحديد القرار لما يجب اتخاذه من إجراءات خلال هذه المدة، ومن ضرورة تسليم القرار للشركة أو إخطارها به بكتاب موصى عليه مصحوب بعلم الوصول، فضلاً عن إعلان ذلك في صحيفتين صباحيتين يوميتين واسعتي الانتشار على نفقة الشركة. فإذا انتهت هذه المدة دون إزالة أسباب المخالفة، تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء ترخيص الشركة. أما إذا ترتب على المخالفة تهديد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين بالشركة أو المتعاملين معها، كان لمجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال اتخاذ أحد التدابير التي حددتها المادة ٣١ من القانون، تلك التي تنور حول: ١- توجيه تنبيه إلى الشركة. ٢- منع الشركة من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاوتها. ٣- مطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس إلى الانعقاد للنظر في أمر المخالفات المنسوبة إلى الشركة واتخاذ اللازم نحو إزالتها، ويحضر اجتماع مجلس الإدارة ممثل أو أكثر عن الهيئة. ٤- تعيين عضو مراقب بمجلس إدارة الشركة وذلك

مع هذا فإن حسن قيام شركات السمسرة بنشاطها وتنفيذها لأوامر العملاء يقتضى من هؤلاء إصدار الأوامر بصورة واضحة ومحددة تحديداً كافياً حتى يمكن لهذه الشركات تنفيذها دون خطأ أو تقصير. فمن الضروري أن يتضمن الأمر نوع العملية التي يريد العميل إجراؤها، بيعاً أم شراءً، والزمناً الذي يجب تنفيذها خلاله، ونوع الصكوك المراد التعامل بشأنها (أسهم أم سندات أم حصص تأسيس أم صكوك تمويل)، وكمية الصكوك المراد شراؤها أو بيعها والسعر المحدد للعملية.

هذا وللعميل حق إلغاء الأمر أو تعديله، مادام أن ذلك قد تم قبل تنفيذه. فلقد أعطى المشرع الحرية الكاملة للعميل فى تعديل أو تغيير رغبته، طالما أن التعديل أو التغيير قد تم قبل افتتاح جلسة البورصة المحددة لتنفيذ هذا الأمر. وهكذا يتعين إبلاغ هذه الرغبة فى التعديل أو التغيير للسمسار فى الوقت المناسب. وعليه لا يجوز للسمسار من تلقاء نفسه تعديل أو تغيير الأوامر الصادرة إليه من العملاء، وإنما لابد أن يبلغ بهذا من قبلهم وفى الوقت الذى يسمح له بتنفيذ هذا التغيير أو التعديل، وإلا قامت مسؤوليته قبلهم عندما يخالف رغباتهم أو يتجاوز حدود العمل المكلف به. فلاشك من قيام مسؤولية السمسرة عندما يحجموا عن تنفيذ ما وجه إليهم من تعليمات خاصة بأوامر الشراء أو البيع الصادرة إليهم، طالما أن هذه التعليمات قد تم إبلاغها قبل تنفيذ هذه الأوامر بوقت كافى، ومتى ترتب عليها ضرر بالعملاء. أما إذا لم يترتب على التنفيذ ضرر، أو إذا لم تصل هذه التعليمات فى الوقت المناسب، فلا مسؤولية تترتب على هذه المخالفة.

وفى النهاية يبقى القول بأن المشرع قد أناط بإدارة البورصة وضع القواعد والنظم التى تكفل ضمان سلامة عمليات التداول، سواء من حيث تقدير الأوراق المالية محل التعامل، أو من حيث الحفاظ على مصالح المتعاملين ومنع

المدة التى يحددها مجلس إدارة الهيئة ويكون لهذا العضو المشاركة فى مناقشات المجلس وتسجيل رأيه فيما يتخذ من القرارات. ٥ - حل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتاً لحين تعيين مجلس إدارة جديد بالأداة القانونية المقررة. ٦ - إلزام الشركة المخالفة بزيادة التأمين المودع منها. هذا ولا يجوز الطعن ببقاء تلك القرارات إلا بعد التظلم منها أمام اللجنة المحددة فى الباب الخامس من قانون سوق رأس المال خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إبلاغ صاحب الشأن بها أو من تاريخ العلم بها (م ٣٢ من القانون).

التلاعب. هذا ما تبرزه بوضوح المادتين ٢٠ من قانون سوق رأس المال، و ٩٤ من لائحته التنفيذية. فلقد أحالت المادة ٢٠ من القانون إلى اللائحة التنفيذية لبيان الأحكام المنظمة لعقد عمليات التداول والمقاصة والتسوية في عمليات الأوراق المالية ونشر المعلومات عن التداول. وبدورها ألزمت المادة ٩٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال البورصة بوضع القواعد ونظم العمل التي من شأنها ضمان سلامة عمليات التداول وحسن أداء البورصة لوظائفها. بل على إدارة البورصة أن تشكل لجنة لمراقبة عمليات التداول اليومي والتحقق من تطبيق القوانين والقرارات وحل الخلافات التي قد تنشأ عن هذه العمليات. كما أنطأ المشرع بالهيئة العامة لسوق رأس المال مراقبة سوق التداول والتأكد من جريان التعامل على أوراق مالية سليمة، وأن عقد العمليات بالبورصة غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية^(١).

المطلب الثاني

الدور التفعيلي لسوق رأس المال

لا يقتصر دور البورصة على رقابة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وإنما يتعداه إلى العمل على نمو سوق رأس المال. وهو الأمر الذي يتحقق بإدراكها لحقيقة التصرفات التي تشكل تلاعباً في أسواق المال الداخلية منها والخارجية من ناحية، ووضعها لمعيار محدد للتحكم في أسعار الأوراق المالية المتداولة من ناحية أخرى.

الفرع الأول

إدراك حقيقة التصرفات التي تشكل تلاعباً في أسواق المال في البداية يمكننا القول بأن التصرفات التي قد تشكل تلاعباً في أسواق رأس المال، وتضر بالتالي بمستقبل الشركات المقيدة بها، تأتي دائماً من عمليات التداول التي تتم خارج بورصة الأوراق المالية. صحيح أن الأصل هو تداول الأوراق المالية داخل البورصة، باعتبارها السوق الطبيعي لتداول مثل

(١) راجع المادة ٩٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

هذه الأوراق. مع هذا لم يمنع القانون تداول الأوراق المالية خارج البورصة، طالما تم مثل هذا التداول وفقاً للإجراءات القانونية المحددة وبالشكل الذى نظمه القانون^(١). غير أن هذا التداول لا يحول دون قيام إدارة البورصة بتطبيق الجزاءات التى نص عليها المشرع فى قانون الإيداع والقيود المركزى رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠، وذلك عندما يتم التعامل على الأوراق المالية بغير الطريق الذى رسمته المادة ١٢ منه. فوفقاً لهذه المادة لا يجوز التعامل على الأوراق المالية المودعة أو اقتضاء الحقوق المترتبة عليها إلا عن طريق القيد الدفترى لدى الشركة. كذلك فإنه لا يجوز سحب الأوراق المالية بعد إيداعها إلا فى الحالات التى يصدر بها قرار من رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية^(٢). ومن ثم فإنه يتعين على إدارة البورصة، حماية للشركات التى يجرى التعامل على أوراقها، تطبيق الجزاء الذى رسمه القانون عند مخالفة هذا الحظر، وهو بطلان التداول وعدم الاعتداد به فى مواجهة الجهة مصدرة الورقة المالية^(٣).

وهكذا يتضح أن إدارة البورصة تلعب دوراً مؤثراً فى حماية الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية من التصرفات التى قد تشكل تلاعباً بأوراقها المالية المتداولة، ومن الأعمال التى قد تؤثر على مركزها المالى وحجم نشاطها^(٤)، لاسيما وأن قانون سوق رأس المال يفرض عليها التزاماً بالإعلان

(١) فالورقة المالية الاسمية يستلزم تداولها ونقل ملكيتها تحرير العقود الخاصة بذلك والموجودة لدى السمسار، والذى يضمن سلامة العملية وإبلاغ إدارة البورصة بذلك حتى تتمكن من إبلاغ الجهة مصدرة الورقة لتقوم بتغيير بيلقاتها والتأشير لديها فى السجل الخاص بذلك، وذلك على عكس الأوراق المالية لحاملها، إذ لا يستلزم نقل ملكيتها مثل هذه الإجراءات المطولة (د/ عبد الهادى محمد مقبل، بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٧٨).

(٢) راجع كذلك المادة الخامسة من هذا القانون، حيث تبين حقوق مالك الورقة وكيفية التفريق بين المالك المسجل والمالك المستفيد.

(٣) د/ سميرة القليوبى، أحكام تداول الأسهم، مجموعة محاضرات الدورة القانونية التى نظمها مركز الدراسات القانونية لخدمة المجتمع بكلية الحقوق - جامعة أسيوط ١١/٩/٢٠٠٦، ص ٢٤ وما بعدها؛ د/ أبو زيد رضوان، شركات المساهمة، المرجع السابق، فقرة ١٠٨ وما بعدها؛ د/ محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المرجع السابق، فقرة ٢١٦ وما بعدها، ص ٢١٦ وما بعدها.

(٤) TEWELES R.-J, BRADLEY E. & TEWELES T.-M. : The stock market, sixth ed, John Wiley, 1992, p.338.

عن عمليات التداول التي ترد على الأوراق المالية غير المقيدة بها، حتى يعلم بها كل من يتعامل بالبورصة^(١).

كذلك يعظم هذا الدور الذي تقوم به إدارة البورصة في حماية الشركات المقيدة بها وتفعيل سبيل الحوكمة الذي تتبعه، ذلك الحظر الذي فرضته المادة ١٧ في فقرتها الأولى، والذي قصد به إطلاع إدارة البورصة على جميع التصرفات التي تتم داخل البورصة وخارجها، خاصة في عصر عولمة الأسواق المالية وما يلازمها من عمليات تلاعب، قد يساعد على تمامها ما يصاحب هذه الظاهرة من تغيرات تكنولوجية وتكتلات واضحة في مجال الخدمات المالية. فلقد أراد المشرع المصري التيسير على إدارة البورصة في ملاحقة التطورات التي تحدث في مجال الأوراق المالية وما يصاحبها من تطور في وسائل الغش والتلاعب في أسواقها^(٢).

صحيح أنه يصعب في بعض الأحوال الحصول على دليل مباشر على حدوث التلاعب في سوق الأوراق المالية، إلا أن هذا ليس بالأمر المستحيل، حيث توجد العديد من المؤشرات التي تبرز حدوث مثل هذا التلاعب، كظهور زيادة مفاجئة في سعر أو حجم الأوراق المالية التي يتم تداولها، أو في كلاهما معاً^(٣). كذلك قد تستطيع الإدارة الحصول على شهادة ممن اشتركوا في إحداث

(١) راجع الفقرة الثانية من المادة ١٧ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. مع هذا فإنه يتعين التنويه هنا إلى أن قيام إدارة البورصة بتنفيذ هذا الالتزام يتوقف على توافر المعلومات لدى إدارتها عن العمليات التي تتم خارجها وعلى تعاون الشركات الأخرى مع الإدارة، حيث لا ترد تلك المعلومات إلا من الجهات المصدرة للأوراق محل التعامل، أو من خلال شركات السمسرة التي تتولى أو يتم عن طريقها هذا التداول.

(٢) د/ عبد الهادي محمد مقبل، بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، صـ ٢٣١ وما بعدها.

(٣) هذا ما تبرهن عليه بورصة باريس وبالتحديد ما حدث في المدة من ٦ إلى ١١ مارس ١٩٨٨م، حيث سجلت أسهم شركة *saulnes chatitton* ارتفاع غير عادي سواء في حجم التعامل أو سعر السهم. وبعد إجراء التحقيقات اتضح أن السبب في هذا الارتفاع يرجع إلى مضاربات وهمية قامت بها شركات السمسرة لحساب عملاء تم فتح حسابات لهم بها بأسماء وعناوين وهمية، مستخدمين تقنية الغلاية، وهي طريقة تستعمل لرفع تداول الأسهم محدودة التداول. بيد أن نجاح هذه الطريقة يعتمد على حجم السوق من ناحية، وعلى اختيار الورقة محل التداول من ناحية أخرى. فكلما كان السوق ضيقاً، كلما كان هناك نمو في حجم التعامل وارتفاع لسعر السهم. إضافة إلى حسن اختيار ورقة مالية يكون حجم التعامل عليها ضئيلاً، بحيث يؤدي التعامل المكثف عليها إلى

هذا التلاعب، وحجم المبالغ التي حققها من وراءه، والخطوات التي اتخذوها لإحداث التلاعب في سعر الأوراق المالية سواء بالارتفاع أو الانخفاض^(١).
ولقد وضعت المنظمة الدولية لأسواق رأس المال بعض القواعد التي تساعد على كشف التصرفات التي تشكل تلاعباً في الأسواق، والبعض منها يتعلق بتحليل حركة الأسعار وأنماط التداول، والبعض الآخر يتعلق بفحص

ارتفاع سعرها. وهو الأمر الذي تحقق بالنسبة لأسهم شركة *saulnes chatitton*، فبينما كان حجم التعامل اليومي على أسهمها لا يجاوز ثلاثة ألف سهم، فقد أدى التعامل المكثف إلى ارتفاع سعر السهم من ١٧١ فرنكاً في أول الأسبوع إلى ١٩٧ فرنك في نهاية الأسبوع.

مع هذا فإن هذا التلاعب قلما يحقق أهدافه، نظراً لسرعة «الإجراءات ويقظة الهيئات الرقابية على البورصة، وكذلك بفضل تعاون شركات البورصة سواء القائمة بالسمعة أو بالحفظ والتداول عندما لاحظت عدم وجود غطاء نقدي وكذلك غياب الأسهم المتعامل عليها، مما يمثل قيام جريمة التلاعب في الأسعار. وقد ذكرت محكمة باريس في حيثيات إدانتها لهؤلاء المتهمين إنهم وهم على علم تام بالبيانات البورصة، قد اتفقوا على تزييف الأداء الطبيعي لسوق الأوراق الخاصة بسهم تلك الشركة عن طريق الغش، هذا مع إرادة إيقاع الغير في الخطأ ونية الاستفادة المباشرة من الأرباح المتحققة عن العمليات التي أجروها على المكشوف، مما تسبب في خسارة مقدارها ٢ مليون فرنك للشركات العاملة في البورصة (د/صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٢٩٢)». كذلك يسوق الدكتور صالح البربري واقعة أخرى من السوق المصري خاصة بالتلاعب الذي حدث بالنسبة لأسهم البنك المصري البريطني، والذي أدى إلى ارتفاع قيمة السهم بنسبة ٥% يومياً، قادت إلى ارتفاع قيمته من ٨٠ جنيه إلى ٢١٠ جنيه على إثر التلاعب الذي قام به اثنان من المضاربين اللذان تبادلوا الأوراق يومياً من بائع إلى مشتري على مائة سهم يومياً يحققها بها سعر إقفال يومي بزيادة ٥%. ولما كان هذا الارتفاع لا يرجع إلى آليات العرض والطلب، فقد أجريت بشأنه تحقيقات تولتها إدارة البورصة والهيئة العامة لسوق المال، بل إن الأمر قد وصل إلى مجلس الشعب في صورة طلب إحاطة قدمه الدكتور/ مصطفى السعيد إلى وزير الاقتصاد، والذي برر ما حدث بوجود ثغرات في قانون سوق المال هي التي أدت إلى حدوث مثل هذا التلاعب.

(١) لمزيد من التفصيل حول هذه الجزئية، راجع أ/ سعيد رمضان عرفة، الرقابة على سوق رأس المال، المرجع السابق، ص ٢٢ وما بعدها، حيث يشير إلى القواعد التي وضعتها المنظمة الدولية لأسواق رأس المال، والتي تساعد الجهات الرقابية في إثبات التلاعب في أسواق رأس المال، وكذلك في الكشف عن الممارسات غير المشروعة التي تقدم عليها بعض الشركات أو بعض الوسطاء.

البيانات والمعلومات الخاصة بالأوراق المتداولة^(١). فمن خلال تحليل حركة الأسعار للأوراق المالية المشكوك في حدوث تلاعب بها، يمكن التحقق من حدوث هذا التلاعب أم لا. فإجراء مقارنة بسيطة بين سعر الورقة في الماضي وبين ما حدث من ارتفاع أو انخفاض في سعرها، مع الأخذ في الاعتبار الظروف المحيطة بالشركة مصدرة الورقة، يساعد بدون شك في الكشف عن التصرفات التي أدت إلى حدوث التلاعب، أو على العكس إبراز أن تلك الزيادة أو الانخفاض تُعد أمراً طبيعياً أو نتيجة منطقية لأداء السوق ككل، أو لحجم العرض والطلب الحقيقيين للأوراق المتداولة. ولإثبات «التلاعب قد يكون من المفيد إعداد رسم بياني لتوضيح تاريخ السعر والحجم للفترة المحددة بخصوص الأوراق المالية المتلاعب فيها. هذا فضلاً عن التحليلات الإحصائية التي يمكن استخدامها لإثبات وجود النية في التلاعب ولتحض الإدعاء بأن تداول الأوراق المالية كان نشاطاً تجارياً منطقياً^(٢)».

كذلك يمكن من خلال فحص البيانات المتوفرة والمعلومات المنشورة للعامّة عن الأوراق المالية محل التداول معرفة أسباب الارتفاع أو الانخفاض، وما إذا كان هذا الارتفاع أو الانخفاض يستند إلى أسس منطقية أم لا. فتوافر هذه المعلومات لدى العامّة يساهم بدور ما في حدوث الارتفاع أو الانخفاض، كنشر أخبار إيجابية عن الشركة أو عن سوق الأوراق. فمثل هذا النشر لتلك الأخبار يؤدي إلى ارتفاع في سعر بعض الأوراق المالية، أما إذا تم الارتفاع في غياب تلك الأخبار، فإن هذا يعبر بوضوح عن حدوث تلاعب في السوق أدى إلى حدوث مثل هذا الارتفاع.

وقد يكون الارتفاع أو الانخفاض أثراً مباشراً لمعلومات خاطئة تم ترويجها عن أعمال الشركة المصدرة للأوراق المالية أو أوضاعها المالية. فتحليل الإدارة للبيانات المالية والمعلومات المنشورة ومعرفة مدى مصداقيتها

(١) Technical comminute of the international organization of securities commissions, "investigating and prosecuting market manipulation", www.iosco.org, may 2000, p.12 et s.

(٢) / سعيد رمضان عرفة، الرقابة على سوق رأس المال وأثرها على استقرار ونمو السوق، المرجع السابق، ص ٢٢٥.

يساعد إلى حد كبير في الكشف عن التصرفات الخاطئة ومدى مساهمتها في حدوث تلاعب في سوق الأوراق المالية من عمه^(١).

وأخيراً تساعد وثائق الملكية على التعرف على أشخاص المستفيدين من المعلومات الخاطئة التي تم نشرها بقصد إحداث التلاعب. فمن خلال هذه الوثائق يسهل تحديد أصحاب المصلحة في إحداث هذا التلاعب أو في الاستفادة منه. فالتعرف على هؤلاء المالكين يبرز مدى مقدرتهم على القيام بالتصرفات المؤثرة في سعر الأوراق أو في حجم التداول من عمه. وقد تنجم هذه المقطرة إما عن طريق امتلاك نسبة كبيرة من الأوراق المتداولة، أو من خلال قدرة المالكين على التأثير على جمهور المتعاملين في سوق الأوراق المالية. فقد تكون نسبة الامتلاك غير كبيرة، ومع ذلك يستطيع مالكوها التأثير على المعروض من الأوراق المالية، خاصة عندما تكون تلك الأوراق أقل سيولة، حيث يسهل السيطرة على المعروض منها دون حاجة إلى امتلاك نسبة كبيرة منها^(٢).

(١) بيد أن هذا يتطلب حسن القيام بالواجبات التي يفرضها القانون على جهات الرقابة. أما إذا تخالفت تلك الجهات، فإن الأمر يؤثر على حسن أداء سوق رأس المال. هذا ما تبرزه بوضوح قضية شركة أرابيا، حيث أكد المتهمون فيها أنه على الرغم من الأساليب التي قلموا بها والتي أثرت في سعر الأسهم، فإن اللوم يجب أن يوجه كذلك إلى إدارة البورصة، وذلك لقيامها بنشر الإعلانات المضللة بجميع الصحف التي تتولى نشر جدول الأسعار وحركة الأسهم في الفترة من ١٩٩٩/٦/٨ إلى ١٩٩٩/٦/٣٠م. هذا فضلاً عن أن إهمالها قد وصل إلى قيامها بتقسيم قيمة السهم ولم تقم بتقسيم قيمة الكوبون، وهو الأمر الذي يبرز أهمية الدور الذي تقوم به جهات الرقابة، وما يمكن أن يقود إليه الإهمال في القيام بالواجبات من أضرار بالغة بأسواق المال والمستثمرين فيها، لاسيما وأن هذا النشر أضر ضرراً بالغا بالمستثمرين لإقدامهم على شراء أسهم شركة أرابيا متأثرين بهذا النشر من ناحية، والطلبات التي تقدم بها المتهمون لشراء أسهم بسعر يزيد عن سعر الإقبال بمقدار ٥% سواء في بداية تعاملات الفترة أو في نهايتها من ناحية أخرى. فإذا كانت إدارة البورصة يتعين عليها من خلال تحليل البيانات وإدارتها للعمليات، التأكد من أن البيع تم بأسعار حقيقية ومبررة، فإن هذه الواقعة أبرزت بما لا يدع مجالاً للشك أنه من السهل التلاعب بالأسواق والتأثير على أسعار الأسهم وتضليل المتعاملين (مشار إليه في د/ صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص ٢٩٢ وما بعدها).

(٢) / سعيد رمضان عرفة، الرقابة على سوق رأس المال، المرجع السابق، ص ٢٢٧.

الفرع الثاني

وضع معيار محدد للتحكم في أسعار الأوراق المالية

بداية يمكن القول بأن الارتفاع أو الانخفاض الحاد في أسعار الأوراق المالية يؤدي أو يقود إلى تخوف المستثمرين من الإقدام على سوق الأوراق المالية أو الاستثمار فيه. فهذا الارتفاع وذاك الانخفاض يُعد، في معظم الأحوال، مردوداً طبيعياً لنتائج الأعمال وحقيقة الأوضاع الاقتصادية السائدة في الدولة. وعليه عندما يحدث مثل هذا التغيير في الأسعار بصورة عشوائية، دون أي انعكاس حقيقي لنتائج أعمال الشركات المصدرة، فإن هذا يبرز بوضوح أن تحديد الأسعار أو التحكم فيها لا يستند إلى معيار محدد أو يعتمد على أسس حقيقية، الأمر الذي يؤدي إلى فقدان المتعاملين والمستثمرين للثقة في سوق الأوراق المالية، بل قد يصل الأمر إلى اعتبار البعض منهم أنها ليست سوى مكاناً للمراهنة أو بيتاً للمقامرة^(١).

(١) فعادة ما يلجأ المتعاملين إلى استخدام حيل معينة وأساليب متعددة لتحقيق بغيتهم والوصول إلى مآربهم. وهذه الحيل وتلك الأساليب تهدف إلى التأثير على أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، كما أنها تتنوع إلى أساليب لخفض الأسعار وأخرى إلى رفعها. فالعمليات التي «تهدف إلى خفض كبير في أسعار أسهم شركة معينة تتم عن طريق بيع كميات كبيرة منها وربما على المكشوف، دون أن يكون هناك سبب يتصل بالأداء الاقتصادي للشركة يبرر هذا الانخفاض. ثم يتبع ذلك عمليات شراء لكميات كبيرة من هذه الصكوك بأسعار منخفضة جداً، مما ينتج عنه تحقيق أرباح كبيرة عندما تعود الأسعار إلى السعر الطبيعي للسوق بعد ذلك. ومثالها العمليات التي تهدف إلى رفع السعر عن طريق الشراء بنفس الطريقة بأسعار مرتفعة لسهم معين لكي تضاعف سعر البيع عن السعر الطبيعي للسوق (د/صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص ٢٨٧)». في الحقيقة إن تلك الأساليب التي يتبعها المتلاعبون بالأسعار من شأنها توجيه اهتمام المتعاملين والمستثمرين إلى هذه الأسهم وجذبهم إلى التعامل عليها، حتى إذا وصل السعر إلى المستوى المطلوب الذي يرضى طموحهم ويحقق مطامعهم، يتجهون إلى تصفية مراكزهم بالبيع، حتى إذا تدهور سعر السهم كثر منطلقى لزوال العوامل التي أدت إلى ارتفاعه، فإتهم قد يتجهون مرة أخرى إلى الشراء. وبهذا يستفيد هؤلاء المتلاعبون من الارتفاع والانخفاض، طالما لعب هذا في الاتجاه الذي يحقق مصالحهم ويرضى مطامعهم. فأهم ما يميز أساليب وطرق التلاعب بالأسعار «هو تسلسل الظروف أو تتابع أنواع التحايل الذي يتم في نفس الوقت أو يحدث تباعاً، وفقاً لآلية معينة تعمل أحياناً على رفع السعر وأحياناً على انخفاضه، وأحياناً يتم النوعين في نفس الوقت. وهي تعتمد على استخدام أساليب من شأنها إما إيجاد قدرة وإما إحداث تشبع وتكثيف للسوق لغرض المضاربة غير المشروعة وتحقيق

لهذا يتعين على إدارة البورصة أن تضع معياراً واضحاً لتحديد سعر الأوراق المالية المتداولة، وما يمكن أن يرد عليه من ارتفاع أو انخفاض. بل إن الأمر لا يتوقف على وضع هذا المعيار، وإنما يمتد أيضاً إلى العمل على حسن تطبيقه من جانب الشركات والمتعاملين في هذه السوق. فمن السهل وضع الأسس والضوابط، وإنما الصعوبة تكمن في كيفية إعمالها وتطبيقها على أرض الواقع. لهذا قيل وبحق إن تفعيل الدور الرقابي يساعد إلى حد كبير على استقرار التعامل في سوق الأوراق المالية، وعلى إكساب المتعاملين الثقة فيه، تلك التي تتحقق بالحد من وجود أوراق مالية مسعرة بصورة غير حقيقية أو بالتقضاء على محترفي التلاعب بالأسواق والتحكم في أسعار وأنماط التداول في تلك الأسواق^(١).

الكسب بطريقة مصنعة (د/صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص ٢٩٠)».

(١) د/ عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ٢٠٠٥، ص ٣١٥ وما بعدها؛ د/صالح أحمد البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٢٨٦ وما بعدها. ولقد كفل قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م الوسائل التي يمكن من خلالها لإدارة البورصة وهيئة سوق المال القضاء على محترفي التلاعب بالأسواق. وأول هذه الوسائل يكمن في وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب بالأسعار. هذا ما تبرزه بوضوح المادة ٢١ من قانون سوق رأس المال، بنصها على أنه يجوز بقرار من رئيس البورصة وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب بالأسواق. ثم يكون له بعد ذلك إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح أو التي تتم بسعر لا مبرر له، هذا فضلاً عن وقف التعامل على ورقة مالية عندما يضر استمرار التعامل بها بالسوق أو المتعاملين فيه. وثالث هذه السبل ما تقوم به هيئة سوق المال من مراقبة السوق للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية. هذا ما تقرره المادة ٤٣ من قانون سوق رأس المال في فقرتها الرابعة. وثالث هذه السبل يكمن في العقوبات التي يمكن توقيعها على المتلاعبين بأسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق. هذا ما تبرزه بوضوح المادة ٦٣ من قانون سوق رأس المال في فقرتها السادسة بنصها على أنه مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها في أي قانون آخر يعاقب بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات وغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على مائة ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين ... كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية أو حاول بطريق التلبيس التلاعب على أسعار السوق.

ولا خلاف أن المعيار الذي يجب أن يستند إليه، عند تحديد سعر الأوراق المتداولة، هو الأداء الاقتصادي والمالي الحقيقي للشركات المصدرة لتلك الأوراق. فتحديد السعر لا بد وأن يكون انعكاساً حقيقياً ومروداً طبيعياً لمستوى الأداء الاقتصادي والمالي لتلك الشركات، والذي تبرزه القوائم المالية لها. فكفاءة البورصة وحسن أدائها لدورها يحدده الارتباط الحقيقي بين الأداء الاقتصادي والأسعار السوقية للأوراق المتداولة. فعندما يكون هناك تأثير واضح لهذا الأداء على تلك الأسعار، فإن هذا يدل بوضوح على كفاءة البورصة وكفاءة السوق. أما عندما يكون الارتباط ضعيفاً والتأثير غير واضح، فإن هذا يُعد مؤشراً واضحاً على عدم كفاءة السوق من الناحية التسعيرية من ناحية، وعلى عدم القيام بالدور الرقابي من ناحية أخرى.

في الحقيقة إن تفعيل هذا المعيار يعتمد بشكل مباشر على توافر المعلومات الحقيقية عن أداء الشركات ونتائج أعمالها وحقيقة مركزها، وذلك بشكل كاف ودقيق^(١). ولا جدال أن قواعد الإفصاح والشفافية تلعب دوراً أساسياً في توافر مثل هذه المعلومات وفي وجود مثل هذا الارتباط الحقيقي بين ما يعلن من قوائم وما يتحقق من أعمال. فما يعلن لجمهور المساهمين وأصحاب المصالح من قوائم مالية وحسابات ختامية لا بد أن يخضع للمراقبة أو المراجعة حتى يمكن الجزم بتطابقها مع الأداء الاقتصادي والمالي الحقيقيين للشركة. فمثل هذه المراقبة وتلك المراجعة من شأنها إعلام المساهمين والمستثمرين بحقيقة هذا الأداء وما تحقق من نمو وتقدم.

فتطبيق قواعد الإفصاح والشفافية يضمن انتظام المعاملات في سوق رأس المال وتسعيراً حقيقياً للأوراق المالية المتداولة. فمن خلال الالتزام بهذه القواعد يمكن القول بأن المشرع يحمي سوق رأس المال، طالما أنه يتدخل من خلالها لتحقيق استقامة وانتظام المعاملات في تلك السوق من ناحية، وضمان حسن سير المنافسة عن طريق ردع إدارة الشركات المخالفة من ناحية أخرى^(٢).

(١) DANG-TRAN M.-Ch.: Le contrôle de l'information financière, art.préc, p.17.

(٢) راجع قضية شركة أرابيا، حيث قلمت الهيئة العامة لسوق رأس المال باتخاذ مجموعة من الإجراءات التي تحد من التلاعب في الأسعار لتحقيق بعض

فلقد حان الوقت لتعى الجهات القائمة على رقابة سوق رأس المال أن السعر الذى تباع به الأسهم لا يبد أن يكون سعراً معادلاً لمستوى الأداء الاقتصادى والمالى للشركة ومعبراً حقيقياً لحجم ونتائج الأعمال التى تقوم بها، وذلك لأن هذا السعر يعبر عن حقيقتين لا يمكن إنكارهما، الأولى أنه تعبير عن تقييم نشاط الشركة، والثانية أنه أداة أو وسيلة للحد من السيطرة على الشركة، إذ يمكن من خلال محاولات الشراء تملك نسبة معينة من الأسهم تمكن المشتري من السيطرة على إدارة الشركة وتحقيق أهدافه^(١). لهذا قيل وبحق أن العمل على واقعية أسعار الأوراق المالية يعد من العوامل التى تساعد ليس فقط على استقرار ونمو أسواق رأس المال، وإنما أيضاً على نجاح نظام الحوكمة الذى تتبعه الشركات المقيدة لأوراقها بهذه الأسواق^(٢). فمثل هذه الواقعية تضمن استقامة وانتظام المعاملات فى هذه الأسواق، كما أنها تجنب تلك الشركات الإخفاق وال فشل وذلك لأنها تقيها من السياسات التى ينتهجها بعض المساهمين أو المستثمرين للسيطرة على مقدرات الشركة ودفة إدارتها^(٣).

المبحث الثانى

دور سمسرة الأوراق المالية فى ضبط قواعد الحوكمة

إذا كان المشرع المصرى قد قصر التعامل فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة على شركات السمسرة المرخص لها بذلك، فإنه قد حظرت فى المادة ٩٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على تلك الشركات - حفاظاً

الأرباح، والتى تقى فى ذات الوقت صغار المستثمرين الذين يقدمون على شراء الأسهم تحت تأثير البيانات الخادعة (لمزيد من التفصيل حول هذه القضية، راجع د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص ٢٩٣ وما بعدها).

(١) د/ سامى عبد الباقي أبو صالح، النظام القانونى لعروض الشراء، المرجع السابق، فقرة ٣٧، ص ١١٢ وما بعدها.

(٢) DANG-TRAN M.-Ch. : Le contrôle de l'information financière, art.préc, p.17 et s..

(٣) د/ المعتصم بالله الغريانى، حوكمة شركات المساهمة، دراسة فى الأسس الاقتصادية والقانونية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٨، ص ١٥٧ وما بعدها.

على مصالح العملاء بانعين أم مشتريين - إتباع أى سياسة أو إجراء أى عملية يكون من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم، كأن تعتمد الشركة إعطاء بيانات غير صحيحة أو أن يدفعهم تحليلها غير الصحيح للبيانات إلى اتخاذ قرار غير مناسب^(١).

فشركات السمسة لا يقتصر دورها إذن على تنفيذ أوامر البيع والشراء، وإنما يتعداه إلى تحليل البيانات وإيضاحها للمستثمرين. فهذه الشركات تساهم بما تلعبه من دور فى ضبط قواعد حوكمة الشركات المقيدة بسوق رأس المال، سواء عند قيامها بدورها العادى فى تنفيذ أوامر البيع والشراء (المطلب الأول)، أو من خلال دورها الحيوى فى تحليل المعلومات وإيضاحها للمستثمرين (المطلب الثانى).

المطلب الأول

مساهمة سماسة الأوراق فى ضبط قواعد الحوكمة عند تنفيذ أوامر البيع والشراء

لقد سبق أن نوهنا إلى أن الدور الرئيسى الذى يضطلع به سماسة الأوراق المالية هو تنفيذ أوامر البيع والشراء^(٢). فالسماسة باعتبارهم وكلاء يقع على

(١) فمن المؤشرات الإيجابية لانضباط أسواق الأوراق المالية تمكين المستثمرين من اتخاذ القرارات المناسبة بشأن استثماراتهم، سواء تعلق الأمر بزيادتها أو على العكس تصفيتها دون تحمل تكاليف كبيرة. ولا شك أن هذا الانضباط يتحقق من خلال القوانين المنظمة لسوق رأس المال من ناحية والتزام مصدرى الأوراق المالية والوسطاء من ناحية أخرى. فإحكام انضباط سوق رأس المال يعتمد بصورة كبيرة على حسن قيام الوسطاء بالتزاماتهم وأداء دورهم على أساس من الشفافية والنزاهة. فالعلاقة بين سوق الأوراق المالية والحوكمة علاقة وطيدة، فكما انضبطت تلك السوق، كلما وجدت وسائل تساعد على نجاح نظام الحوكمة. فصلاح أسواق المال يساعد الشركات على تقدير المخاطر وعلى إقرار الوسائل والسبل التى تساعد على إحداث التحسين المطلوب واعتماد النظام القانونى المناسب.

(٢) قارب من هذا :

RUTTERFORD J. : Introduction to stock exchange investment, M. Macmillan, 1993, p.11 ; FRANCIS J.-C. : Management of investments, International Student Edition, Mc GRAW-Hill International Book Company, 1983, p.80 et s ; JOHNSON T.-E. :

عاتقهم الالتزام بتنفيذ الأوامر الصادرة من العملاء^(١). فإذا كانت المعاملات التي تتم داخل البورصة لا تجرى مباشرة بين هؤلاء العملاء^(٢)، فمن المنطقي ألا يملك السماسرة رفض تنفيذ الأوامر التي يصدرونها. هذا وإن كان الفقه قد تردد بين مؤيد ومعارض للالتزام السماسرة بتنفيذ أوامر العملاء الصادرة إليهم. فالبعض يرى أن السماسر يتمتع بحرية مطلقة في تنفيذ أو عدم تنفيذ تلك الأوامر، وبصرف النظر عن كونها صادرة من عميل جديد أو قديم أو معروف شخصياً للسماسر، هذا ما لم يوجد اتفاق يخالف ذلك أو أن يتعلق الأمر الصادر بتصفية مركز أحد العملاء. ففي هاتين الحالتين لا يملك السماسر حق رفض تنفيذ هذه الأوامر^(٣). في حين ذهب اتجاه ثاني إلى القول بضرورة التفرقة بين عميل جديد و عميل سابق، إذ في الحالة الأولى يحق للسماسر رفض تنفيذ الأوامر الصادرة إليه دون إبداء لأسباب هذا الرفض. وذلك على عكس الحالة الثانية، إذ لا يملك السماسر الحق في رفض تنفيذ الأوامر الصادرة إليه لاسيما عندما تتعلق بتصفية مركز قائم لأحد العملاء^(٤). وأخيراً يذهب اتجاه ثالث إلى

Investment principles, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1978, p.123 et s.

(١) راجع الفقرة الثانية من المادة ٤٥ من قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩م، حيث تقرر أنه " ولا يجوز للسماسر إجراء عمليات في السوق لحساب عملائه إلا إذا كان مفوضاً في إجرائها من العميل بموجب تفويض خاص مكتوب، فإذا أجرى السماسر العملية دون هذا التفويض، جاز للعميل قبولها أو رفضها".

(٢) راجع المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والمادة ١/٤٥ من قانون التجارة ١٧ لسنة ١٩٩٩.

(٣) جول خلاط، بورصة العقود في مصر، ثلاثون عاماً في رئاسة البورصة، بدون دار نشر، بدون سنة نشر، ص ١٢٨-١٢٩؛ د/ محمد كامل أمين ملش، شرح القانون التجاري التكميلي، مطبعة دار الكتاب العربي، ١٩٥٢، فقرة ٤٢٠، ص ٢٩٠، حيث يقرر أن حرية السماسر تنقيد عند وجود اتفاق أو عندما يتعلق الأمر بتصفية مركز قائم فإذا لم ينفذ الأمر " عد مسنولاً عنه، ولكن الأمر على خلاف ذلك إذا كانت تصفية المركز القائم تكشف مركزاً آخر عكسياً لهذا العميل. فإذا كان للعميل مركز موازنة، أي أنه اشترى استحقاقاً وباع غيره حتى لو كان ذلك في بورصة أجنبية، فانه لا يمكنه أن يرغم سمساره على تصفية أحدهما لأن نتيجة هذه التصفية كشف المركز الآخر ومضاعفة أخطاره".

(٤) د/ صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصات الأوراق المالية، ٢٠٠٤، ص ٣٧٨؛ د/ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص (٧٥٥)».

القول بأن السمسار لا يملك رفض تنفيذ الأوامر الصادرة إليه كرد فعل طبيعي للاحتكار القانوني الذي تقرره القوانين الوضعية لسماسرة الأوراق المالية^(١)، هذا وإن كان ذلك لا يعنى الالتزام حتماً بتنفيذها، إذ يرتبط ذلك بتسليمه المستندات والأوراق المالية المراد بيعها أو المبالغ اللازمة للشراء، هذا فضلا عن عدم تضمن الصفقة لمخاطر كبيرة بالنسبة للعميل^(٢). فعندما يتضح لشركة السمسرة أن تنفيذ أوامر العميل يشكل ضرراً جسيماً ومحدقاً به، «فعلى الشركة أن تبصره بخطورة الأمر الصادر منه وأن تتأكد أنه هو شخصياً مصدر الأمر وعليها أن تطلب منه الحضور شخصياً لمقر الشركة للتأكد من شخصيته وإثبات الأوامر التي تعتقد الشركة أنها ضارة به كتابة^(٣)».

وهكذا يتضح أن دور السماسرة في تنفيذ أوامر البيع والشراء يرتبط بعملية حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية برباط وثيق، لأنه من خلال القيام بهذا الدور على الوجه الأكمل تستطيع تلك الشركات التوسع في أنشطتها، والذي يتحقق من خلال ارتفاع قيمة أسهمها، أو على العكس أن تنقلص تلك الأنشطة عندما يحدث انخفاض في قيمة أوراقها المالية. فارتفاع قيمة الأسهم والسندات لا يتوقف فقط على حجم النشاط وقيمة الأعمال، وإنما أيضا على انضباط الدور الذي يقوم به الوسطاء في تنفيذ أوامر البيع والشراء. فالارتفاع أو الانخفاض قد لا يكون انعكاسا طبيعيا لحجم النشاط أو تعبيراً حقيقياً للمركز المالي للشركة، وإنما قد يكون انعكاسا لما يلعبه الوسطاء من دور في ترويج لهذا المركز أو حجم ذلك النشاط^(٤).

فالسمسار عندما ينفذ الأوامر التي تصدر إليه بالبيع والشراء على أكمل وجه، يساعد على استقرار سوق الأوراق المالية من ناحية، وعلى تحقيق مصلحة الشركات التي بجرى التعامل على أوراقها المالية من ناحية أخرى، لاسيما وأن السماسرة يقع على عاتقهم التزاما بتبصير عملائهم بالنتائج التي

(١) د/عبد الفضيل محمد احمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ١٦٢.

(٢) د/ عبد الهادي محمد مقبل، بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٢٤٠ وما بعدها..

(٣) د/ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٧٥٥.

(٤) د/ زينب توفيق السيد عليوة، المستثمرون الأجانب في البورصة المصرية، المرجع السابق، ص ٤٧٥.

يرتبها تنفيذ تلك الأوامر وما يمكن أن تحدثه من آثار. فإذا كان السمسار يلتزم دائما بالتصرف على النحو الذي يحقق مصلحة عميله، فإنه يتعين عليه أن يأخذ في الاعتبار مصلحة الشركات التي يتم التداول على أوراقها المالية. ويظهر ذلك بوضوح عندما يقوم السمسار بدور صانع السوق، الذي يعمل على استقرار الأسعار والحد من تقلباتها العشوائية. وهو الأمر الذي يتحقق عندما يتدخل كمشتري حال حدوث هبوط في الأسعار، أو كبائع عند صعود تلك الأسعار بصورة مبالغ فيها أو عندما لا يكون لهذا الصعود ما يبرره. وإذا كان هذا الدور قد سمحت به التشريعات الأجنبية منذ سنوات بعيدة (كالتشريع الفرنسي، الانجليزي والأمريكي^(١)))، إلا أن المشرع المصري لم يقره إلا مؤخرا بموجب القرار الوزاري رقم ٢٩٣ لسنة ٢٠٠٧. ولاشك أن هذا الإقرار يمثل خطوة أساسية في تطوير سوق رأس المال من ناحية، وفي ثبات الأسعار واستقرارها من ناحية أخرى. بعبارة أخرى إن هذا الإقرار يعد وبحق وسيلة للتغلب على الممارسات غير المشروعة التي قد يقدم عليها محترفى التلاعب في الأسواق، والتي قد تدفع، في أحيان كثيرة، محدودي الخبرة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية إلى الإضرار بالشركات التي يجرى التعامل على أوراقها. فالإضافة التي أحدثها هذا القرار الوزاري تساعد الشركات المقيدة بسوق رأس المال على تنفيذ سياستها، طالما أنها تقيها من التقلبات المفاجئة من

(١) راجع في هذا الصدد،

GARBADE K. : Securities markets, McGraw – Hill Book Company, 1982, p.447 ; KNIGHT J.-R. : The management of conflicts of interest in multi-functions securities market, C.O.B, acts de conference, Paris, 1986, tome I, p.235 et s ; GOODHART Ch. : structural changes in the British Capital Markets, in the Operation and Regulation of Financial Markets, Association With the Money Study Group, p.31 et s ; BERNARD J.-F. : Capital markets, M.Macmillan, 1991, p.44 et s ; RUTTERFORD J. : Introduction to stock, op.cit, p.13, FRANCIS J.-C.: Management of investments, op.cit, p.88 et s ; DE VAUPLANE H. : Monopole des sociétés de bourse et contre-partie obligatoire, Revue de droit bancaire et de la bourse, n° 27, sept-oct, 1991, p.192 et s ; DE VAUPLANE H.& BORNET J.-P. : Droit de la bourse, Litec, 1998, n° 95, p. 87 et s.

ناحية، وتحافظ على تحقيق التوازن فى أسعار أوراقها المتداولة من ناحية أخرى^(١). مع هذا فان قيام السماسرة بهذا الدور يقتضى أن يتوافر لديهم أقسام للتحليل المالى والملاءة المالية. هذا فضلا عن توافر الخبرة الفنية اللازمة للقيام بعمليات التدخل السريع وفى الوقت الملائم للتحكم فى الارتفاع أو الانخفاض غير المبرر أو المبالغ فيه. فالتدخل السريع يساعد بدون شك على استقرار الأسعار، وهو الأمر الذى يتحقق من خلال امتلاك مجموعة من الأسهم والسندات التى يجرى عليها التعامل^(٢). كذلك فإن قيام شركات السمسرة بهذا الدور يوجب عليها، لعدم الإضرار بمصالح العملاء، أن تراعى الضوابط الآتية : ١- الالتزام بمبدأ المعاملة العادلة. ٢- الالتزام بالإفصاح الكامل عن الصفقة محل التعامل. ٣- مراعاة الحرص والعناية اللازمة عند القيام بعقد الصفقات.

كما أنه بعيدا عن هذا الدور، يساهم سمسرة الأوراق المالية فى ضبط قواعد الحوكمة عندما يتبين لهم أن تنفيذ الأوامر الصادرة من العملاء تضر بهم أو بالشركة التى يجرى التعامل على أوراقها المالية. فقد يتبين للسمسار، من واقع خبرته أو نتيجة لتغير حالة السوق، أن تنفيذ أوامر العميل سيؤدى إلى الإضرار به أو بالشركة. فعندئذ يجوز للسمسار الخروج على حدود تلك الأوامر والتصرف على النحو الذى يحقق مصلحة عميله والشركة التى يجرى التعامل على أوراقها، مع التزامه بإخطار العميل بهذا الخروج وبما قام به من تصرفات^(٣). فالسمسار لا ينفذ إذن أوامر العملاء بطريقة عمياء، وإنما يتعين

(١) د/ منير إبراهيم هندی، متى يظهر صناع السوق، مجلة البورصة المصرية، العدد ٥٨، ١٩٩٨/٦/٢٢، ص٤١ وما بعدها.

(٢) د/ محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص٣٠٠، حيث يقرر أن دور صناعى السوق يتحقق من خلال تكوينهم لمحافظ مالية، يقومون باستثمار جزء من السيولة الفائضة لديهم وتوجيهها نحو الأسواق المالية، يستطيعون من خلالها القيام بعمليات الشراء والبيع فى السوق حسب واقع الحال فيه. فيقومون ببيع جزء من تلك المحفظة عندما ينخفض المعروض من الأوراق المالية وترتفع الأسعار، أو الشراء عندما يزيد المعروض وتنخفض الأسعار، لاسيما عندما يكون الانخفاض دون مستوى القيم الدفترية لتلك الأوراق".

(٣) لمزيد من التفصيل عن كيفية قيام سمسرة الأوراق المالية بتنفيذ أوامر البيع والشراء داخل البورصة، راجع د/ عبد الهادى مقل، بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص٢٤٠، د/ أحمد بركت مصطفى، سوق الأوراق المالية، المرجع السابق، ص٤ وما بعدها، د/ زينب توفيق السيد عطية، المستثمرون الأجانب فى البورصة المصرية، المرجع السابق، ص٤٦٧.

عليه أن يبصر عميله بالإضرار التي يمكن أن تلحق به أو بالشركة من جراء تنفيذ هذه الأوامر. ولاشك أن هذا التبصير يلعب دوراً مؤثراً في استقرار أسعار الأوراق المالية بالأسواق، أو على العكس الإضرار بمصالح الشركات التي يتم التعامل على أوراقها المالية.

وأخيراً فإن جوهر العلاقة الوثيقة بين الحوكمة وبين دور السماسرة تؤكدها العناية التي يجب أن يوليها هؤلاء السماسرة عند تنفيذهم للأوامر التي يصدرها العملاء. فإذا كانت العناية التي يوجبها عقد الوكالة بصفة عامة هي عناية الرجل المعتاد^(١)، فإن العناية التي يتعين أن يبذلها سمسار الأوراق المالية هي عناية الرجل الحريص أو اليقظ وأساس هذا التغيير هو أن البيع أو الشراء في مجال الأوراق المالية يلزم السمسار بتحقيق نتيجة معينة وفقاً لما أراده العميل وفي حدود التعليمات الصادرة^(٢). فإذا كانت المادة ٧٠٤ من القانون المدني توجب على الوكيل أن يبذل في أدائه لمهمته عناية الرجل المعتاد، فإن الأمر لا يستقيم في مجال الأوراق المالية، إذ يقتضى احتراف واحتكار السماسرة لهذا المجال القيام بهذه الأعمال بقدر من الحرص واليقظة نتيجة لالتزامهم بتحقيق

(١) وهذه العناية هي أيضاً القاعدة العامة التي وضعها المشرع في مجال إدارة الشركات. فإذا كان المشرع المصري قد استلزم توافر شروط معينة من الخبرة والكفاءة والتميز فيمن يتولى إدارة الشركة أو يعين بمجلس إدارتها، فإنه جعل من التزام رجل الإدارة وفقاً لمعيار الرجل المعتاد. وهو نفس المعيار الذي اعتنقه معظم التشريعات الأجنبية. فلقد اعتنقه المشرع الأمريكي في الحكم على مشكلة التقصير في أداء العمل من جانب إدارة الشركة. فإذا كان المشرع الأمريكي قد أوجب تقييم مدى قيام إدارة الشركة بواجباتها على أكمل وجه ممكن، فإنه أخضع هذا التقييم لمعيار الرجل المعتاد. صحيح أن المحاكم الأمريكية لها تقدير مختلف ونظرة متميزة عند تقييمها لقرارات إدارة الشركة أو مجلس الإدارة. مع هذا فإن تلك النظرة تدور حول معيار الرجل المعتاد من ناحية، وسوء النتيجة التي يؤدي إليها القرار محل التقييم من ناحية أخرى. فتقدير قرار مجلس الإدارة لا يثور إلا عندما يكون مصيره الفشل. فسوء النتيجة هو الذي يظهر أو يدعو إلى النظر في تقدير القرار الصادر. مع هذا فإن تلك الطريقة تعد غير عادلة، نظراً لعدم معرفة متخذ القرار بنتيجة قراره مسبقاً. لذلك «ابتدعت المحاكم الأمريكية ما يسمى بقاعدة التقييم التجاري، وحاصلها أن مجلس الإدارة ملتزم بأن يتخذ القرار دون أن يكون له مصلحة شخصية وبعد حصوله على المعلومات اللازمة الكافية. أما مضمون القرار فيعد من صلاحيات تقييم الجانب التجاري للعمل، وهو ما يستقل به مجلس الإدارة دون تقييم من المحكمة (د/المعتصم بالله الغرياني، حوكمة شركات المساهمة، المرجع السابق، ص ١٧٨)».

(٢) د/ محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٢٧٣.

نتيجة محددة تغير من طبيعة الالتزام المفروض على عاتق الوكلاء من بذل
عناية إلى التزام بتحقيق نتيجة^(١).

وفى سبيل تحقيق هذه النتيجة، حظرت المادة ٩٠ من اللائحة التنفيذية
لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على شركات السمسرة إتباع أى
سياسة أو إجراء عمليات يكون من شأنها الإضرار بالمعاملين معها أو الإخلال
بحقوقهم، كأن تبرم صفقة بالمخالفة لما صدر إليها من تعليمات أو أن تعتمد
إعطاء بيانات غير صحيحة عن عملية أراد أحد العملاء الإقدام على إبرامها
بهدف الإضرار به.

كذلك أكدت على هذه العناية المادة ٩٢ من اللائحة التنفيذية ذاتها، وذلك
بنصها على أن «يكون تنفيذ أوامر بيع وشراء الأوراق المالية بما فى ذلك
العمليات التى تقوم بها شركات السمسرة طبقاً للأوامر الصادرة إليها من
طرفها فى المكان والمواعيد التى تحددها إدارة البورصة، ويجب عرض هذه
الأوامر بطريقة تكفل العلانية والبيانات اللازمة للتعريف بالعميلة وفقاً للقواعد
التى تقرها إدارة البورصة وتعتمدها الهيئة^(٢)».

(١) على عكس ذلك، راجع د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع
السابق، ص ١٦١، إذ يقرر بأنه «إذا كان التصرف القانونى محل الوكالة - وهو هنا
البيع أو الشراء لأوراق مالية - يتضمن التزاماً بتحقيق نتيجة، إلا أن التوكيل فى أى
تصرف، ولو كان يتضمن التزاماً بتحقيق نتيجة شئى فى جانب الوكيل التزاماً بالقيام
بهذا التصرف بقدر معين من اليقظة، ويكون دائماً التزاماً ببذل عناية». فوفقاً لهذا
الاتجاه، يعد التزام شركات السمسرة التزام ببذل عناية وليس بتحقيق نتيجة. هذا ما
يستشف من نص المادة ٢١٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال. فبعد أن
تبنت ضرورة التزام تلك الشركات بمزاولة النشاط المرخص به وفقاً لأحكام القانون
واللائحة والقرارات الصادرة تنفيذاً لهما والشروط والضوابط الصادرة على أساسها
الترخيص، أبرزت أن هذا الالتزام الذى يتعين أن تراعى فيه الأعراف التجارية
ومبادئ الأمانة والعدالة والمساواة والحرص على مصالح عملائها هو التزام ببذل
عناية الرجل الحرص. ولا يختلف الأمر كثيراً فى القانون الفرنسى، حيث يظل التزام
الوسيط المالى التزاماً ببذل عناية.

(٢) راجع كذلك المادة ٢٦٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، حيث قررت
التزام شركة السمسرة بتنفيذ أوامر عملائها فى الحدود الصادرة بها، ولا يجوز لها أن
تتجاوز هذه الحدود عند بيع أو شراء الأوراق المالية، ويحظر عليها تنفيذ العمليات
بأسعار أو بكميات تتجاوز أوامر العملاء بالزيادة أو النقصان. كما لا يجوز للشركة أن
تحجم عمداً عن عرض أو طلب الأوراق المالية بيعاً أو شراءً من أجل تحريك أسعارها

وأخيراً قررت المادة ٩٦ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م جزاءً على عدم تحقق النتيجة التي أرادها العميل، بنصها على أنه إذا نفذت شركة السمسرة عملية على خلاف أوامر العميل، وذلك ببيعها لورقة مالية بأقل من السعر الذي حدده العميل، أو بيعها لورقة مالية غير جائز تداولها قانوناً أو محجوز عليها، فإنها تلتزم بتسليم العميل ورقة أخرى خلال أسبوع من تاريخ مطالبة العميل لها، وإلا وجب عليها تعويض العميل، وذلك دون إخلال بحق الشركة في الرجوع على المتسبب بالتعويض^(١).

أو أن تتفق مع أى طرف على القيام بعمليات توحى بوجود عرض أو طلب على هذه الأوراق (مادة ٢٦٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال).

(١) ويرجع أساس هذا الجزاء إلى التأكيد الذي قرره المادة ٢٦١ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بفرضها على شركات السمسرة أن تتأكد من مطابقة العمليات التي تجريها لأحكام القانون والقرارات المنفذة له، خاصة فيما يتعلق بشخصية العميل وسند ملكيته للورقة المالية. فلقد ألزم المشرع شركات السمسرة بالتأكد من وجود الورقة المالية فعلياً في حيازة بائعها أو أن تكون مودعة لصالحه في نظام الحفظ المركزي. ولهذا السبب لم يوقف المشرع التزام الشركة عند هذا الحد بل أنه بسط هذا الالتزام إلى التحقق من أن التعامل يتم على ورقة مالية سليمة وجائز تداولها قانوناً وغير محجوز عليها. فقد تكون الورقة المالية سليمة، ولكن غير جائز تداولها قانوناً، كأن يمنع المشرع التعامل على بعض أنواع من الأسهم خلال فترة معينة (لمزيد من التفصيل، راجع د/صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة، المرجع السابق، ص ٤٦١ وما بعدها). يضاف إلى ذلك أن المشرع قد ألزم شركات السمسرة بضمان سلامة العملية التي تقوم بها. هذا ما يبرزه نص المادة ٢٦٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، حيث تقرر أنه (.... وفي جميع الأحوال تكون الشركة ضامنة في أموالها الخاصة لسداد ثمن الأوراق المالية التي قامت بشرائها لحساب عملائها إذ تبين عند المطالبة به أن العميل لم يتم بتسديد ثمن الشراء). فوفقاً لهذا النص يتضح أن المشرع ألزم السمسرة بضمان صحة العملية التي يجرونها من حيث الانعقاد أو التنفيذ. ولعل هذا الالتزام هو ما ذهب إليه أيضاً المشرع الفرنسي، حيث تلزم المادة الثالثة من قانون ٢٢ يناير ١٩٨٨م المتعلق ببورصات الأوراق المالية شركة البورصة، في مواجهة العملاء، بتسليم الأوراق المالية التي تشتريها لحسابهم والوفاء بثمن الأوراق التي تبيعها لحسابهم. فدور هذه الشركات لا يقتصر إذن على إتمام العمليات التي توسطت في إبرامها بيعاً أم شراءً، وإنما يمتد إلى تنفيذ الالتزامات التي تقع على الطرف الآخر في العملية، فهي تضمن إذن تنفيذ هذا الأخير للالتزامات التي يولدها عقد البيع، سواء بصفته. انعاً أم مشترياً (راجع نص المادة الثالثة من القانون الصادر في ٢٢ يناير ١٩٨٨م، حيث تقرر أن:

Les Sociétés de bourse sont responsables à l'égard de leur donneurs d'ordres de la livraison et du paiement de ce qu'ils vendent et achètent sur le marché).

خلاصة القول إذن أن المشرع المصري قدر دوراً فاعلاً لشركات السمسرة في التحكم في التعاملات التي تتم في بورصة الأوراق المالية^(١)،

مع هذا يذهب البعض إلى القول بأن شركة السمسرة لا تضمن سوى صحة انعقاد العملية. فضمن سلامة العملية قاصر فقط على ضمان الانعقاد دون التنفيذ. فشركة السمسرة باعتبارها وكيلًا بالعمولة لا تضمن تنفيذ العقد في مواجهة عملها إلا إذا كانت ضامنة لهذا التنفيذ (د/ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية، المرجع السابق، ص ٧٦٠). فوفقاً للقواعد العامة في عقد الوكالة بالعمولة تقتصر مسؤولية الوكيل على حسن اختيار الغير المتعامل أو المتعاقد معه، ولا تمتد إلى ضمان تنفيذ العقد مع الغير. فإذا كان الوكيل مفوضاً بالبيع، فإنه لا يضمن وفاء الغير بالثمن إذا تبين بعد ذلك إصاره أو عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته. ففي هذه الحالة لا تثور مسؤولية الوكيل إلا إذا ثبت تقصيره أو وقوع خطأ منه، كأن يكون إصرار الغير أو عدم مقدرته على الوفاء ذاتياً ومعروفاً. ونفس الأمر إذا كان موكلًا بالشراء فلا يضمن قيام البائع بتسليم البضاعة، طالما لم يرتكب الوكيل أى خطأ. ولا يخرج عن هذه القاعدة سوى الحالة التي يضمن فيها الوكيل لموكله تنفيذ العقد الذي يبرمه أو أن يقضى العرف بهذا الضمان. فالضمان يمثل إذا استثناءً على الأصل العام، لهذا يجب أن يرد في العقد أو أن يقضى به العرف. فإذا تضمن العقد شرط الضمان أصبح الوكيل بالعمولة ملتزماً بضمان تنفيذ العقد من جانب الغير. فإذا تراجع الأخير عن الصفقة أو امتنع عن الوفاء بالتزاماته، تحمل الوكيل المسؤولية حتى في الأحوال التي يتعذر فيها على الغير تنفيذ التزاماته بسبب لا دخل لإرادته فيه كالقوة القاهرة، على أساس أن شرط الضمان يهدف إلى منح الموكل أكبر قدر من الطمأنينة إلى تنفيذ العقد مهما كانت الأسباب. أيضاً يُعد الوكيل بالعمولة مسؤولاً عن تنفيذ الغير لالتزاماته حتى ولو لم يتضمن عقد الوكالة شرط الضمان، وذلك في الأحوال التي يمنح فيها الوكيل الغير المتعاقد أو المتعامل معه مهلة للوفاء بالتزاماته في حالات يحظر عليه السماح بذلك حسبما تقضى تعليمات الموكل. ففي هذه الأحوال يعد الوكيل بالعمولة مسؤولاً في مواجهة الموكل عن هذه الأفعال حتى ولو لم يكن المنع صريحاً، طالما أن ظروف تعامل الموكل مع وكيله أو العرف الجارى لا ترخص له بالقيام بمثل هذا العمل. وهو الأمر الذي يسرى على شركات السمسرة في الأوراق المالية، لاسيما وأن المشرع نص في المادة ٩٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على التزام شركة السمسرة التي نفذت عملية على خلاف أوامر العميل أو على ورقة مالية غير جائز تداولها قانوناً أو محجوزاً عليها بتسليم ورقة أخرى خلال أسبوع (.....). في الواقع إن هذا الرأي يخالف ما قرره المشرع في المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال، والتي تلزم شركات السمسرة بضمان سلامة العملية، ضمناً قانونياً بتحقيق نتيجة ما، سواء بتوفير الورقة المالية أو الثمن من جانب المشتري. ومن ثم إذا حدث إخلال من أى جانب، تحملت الشركة شراء الورقة المالية على حسابها لتوفيرها للمشتري، أو العكس دفع قيمتها بدلا من المشتري لتوفير القيمة للبائع، وهي الحالة الغالبة.

(١) وهو نفس الأمر الذي قرره المشرع الفرنسي بمقتضى القانون الصادر في ٢٢ يناير ١٩٨٨م، حيث احتفظ لشركات البورصة بالاحتكار القانوني الذي حوله مرسوم ٣٠

تحكما من شأنه المساعدة على استقرار الأسعار وثباتها من ناحية، وعدم الإضرار بالشركات التي يجرى التعامل على أوراقها المالية من ناحية أخرى. فشركات السمسرة تضمن سلامة العمليات التي تتم بواسطتها، لما تتمتع به من خبرة وكفاءة فى شنون الأوراق المالية. فكان المشرع لم يقرر ميزة لهذه الشركات بقدر ما أراد ضمان سلامة العمليات التي تتم فى سوق الأوراق المالية، وذلك باعتبارها مسؤولة مسؤولة كاملة عن صحة وسلامة تلك العمليات. وللتيسير على تلك الشركات، فى أداء الدور المنوط بها، وضع المشرع المصرى مجموعة من الأسس التي تكفل نجاح العمليات التي تتم فى سوق رأس المال، وتضمن للشركات التي يجرى التعامل على أوراقها الاستقرار وتحميها من التلاعب. فحفاظاً على المصالح العديدة التي أراد المشرع تحقيقها من وراء هذا التداول، وضع الأسس والضوابط التي تقف أمام أى تلاعب قد يحدث من السمسرة عند تداول الأوراق المالية أو تقدير قيمتها. هذا ما تبرزه بوضوح المادتين ٩٣، ٩٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، والمادة ٢١ من القانون ذاته^(١). فلقد ألزمت المادة ٩٤ من اللائحة

أكتوبر ١٩٦١ لسمسرة الأوراق المالية الرسميون. هذا ما تبرزه بوضوح المادة الأولى من هذا القانون بنصها فى الفقرة الأولى على أنه:

Les sociétés de bourse sont seules chargées de la négociation de valeurs mobilières admises aux négociations par le conseil des bourses de valeur.

مع هذا فإن المشرع الفرنسى سمح للأشخاص الطبيعية بإبرام عمليات على الأوراق المالية دون وساطة أو تدخل من شركات البورصة. فإذا كان المشرع المصرى لا يعطى الحق لنوى الشأن فى إبرام الصفقات دون تدخل من سمسرة الأوراق المالية، فإن المشرع الفرنسى قد سمح لهم بإبرام عمليات التداول على الأوراق المالية دون تدخل أو توسط لشركات البورصة.

(MAZET G. & FORSCHBACH Th. : Le monopole des sociétés de bourse en matière d'opérations sur valeurs mobilières après la loi du 22 janvier 1988, Revue de droit bancaire et de la bourse, n° 14, Juillet-aôut, 1989, p.123 et s).

راجع كذلك، د/عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، بند ١٨٠ وما بعدها، ص ١٧٩ وما بعدها).

(١) راجع كذلك قرار وزير الاستثمار رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧ بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، حيث تقرر المادة ٣٢٧ أن من بين أهداف الأحكام التي قررها المشرع فى هذا الباب : (د) حظر التلاعب فى أسعار أسهم الشركة

التنفيذية للقانون إدارة البورصة بوضع نظم العمل والقواعد التي من شأنها ضمان سلامة عمليات التداول وحسن أداء البورصة لوظائفها. كما فرضت عليها الالتزام بضرورة تشكيل لجنة لمراقبة عمليات التداول اليومي والتحقق من تطبيق القوانين والقرارات وحل الخلافات التي قد تنشأ عن هذه العمليات.

أما المادة ٩٣ من اللائحة التنفيذية فقد ألزمت الهيئة العامة لسوق المال بأن تقوم بمراقبة سوق التداول والتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، والتأكد من أن عقد العمليات بالبورصة غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية^(١).

وإذا ظهر لإدارة البورصة وجود تلاعب في التعامل أو أن هناك تلاعباً قد يحدث، فقد أجازت المادة ٢١ من قانون سوق رأس المال لرئيس البورصة أن يصدر قراراً بوقف عروض وطلبات التداول التي ترمى إلى التلاعب. كما يحق له إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو العمليات التي تتم بسعر لا مبرر له. هذا فضلاً عن حقه في وقف التعامل على أي ورقة مالية يكون من شأن التعامل بها الإضرار بالسوق أو بالمعاملين فيه. كذلك تعطي هذه المادة تلك السلطات لرئيس الهيئة العامة لسوق رأس المال باعتباره رئيساً للجهة الرئاسية للبورصة، بنصها على أنه «لرئيس الهيئة أن يتخذ في الوقت المناسب أيًا من الإجراءات السابقة».

كذلك إذا طرأت ظروف خطيرة على التعامل بالبورصة، أعطى القانون لرئيس الهيئة العامة لسوق رأس المال الحق في إصدار قراراً يعين به حداً أعلى وحداً أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار القفل في اليوم السابق على القرار^(٢). وتفرض هذه الأسعار على المتعاقدين في جميع بورصات الأوراق

المستهدفة بالعرض، وتلافى اضطراب السوق وتعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية. (هـ) مراعاة مصالح الشركة المستهدفة بالعرض، وعدم المساس بأعمالها ومباشرة أنشطتها.

(١) مع هذا يذهب البعض وبحق إلى القول بأن إدارة السوق لا يمكنها أن تحكم وحدها ضبط هذه العمليات، وإنما يتعين تعاون جميع الأطراف من أجل الوصول إلى تحقيق هذا الهدف. هذا وإن كان الأمر لا يقتصر على البورصات المحلية، وإنما يشمل أيضاً البورصات العالمية، الأمر الذي يقتضى تعاوناً دولياً، وليس محلياً فقط من أجل هذه السلامة وضمن صحة العمليات التي تتم.

(VIADIER A. : Sécurité et transparence, art.préc, 3420).

(٢) راجع المادة ٢٢ من قانون سوق رأس المال.

المالية. مع هذا يتعين على رئيس الهيئة، فى هذه الحالة، أن يبلغ القرار الذى اتخذه فوراً إلى الوزير المختص، لاتخاذ ما يراه مناسباً فى هذا الشأن، إما تأييد القرار، أو وقف تنفيذه وتحديد الطريقة التى يتم على أساسها تعيين الأسعار ومراقبة الأعمال فى البورصة. هذا وللوزير من تلقاء نفسه أن يصدر قراراً بما يتعين اتخاذه من إجراءات لمواجهة الظروف الخطيرة التى يتعرض لها التعامل بالبورصة. ففى مثل هذه الظروف، أعطت المادة ٢٢ فى فقرتها الأخيرة للوزير الحق فى التدخل، ودون انتظار لما يتخذه رئيس الهيئة العامة لسوق رأس المال من قرارات، لمواجهة وإصدار ما يراه مناسباً بشأنها.

فما يلعبه عنصر الوقت من دور وما يمثله من أهمية فى القرارات المتعلقة بسوق الأوراق المالية، خاصة تلك المنظمة لعمل هذه الأسواق ومواجهة الظروف الخطيرة التى تتعرض لها، أعطى المشرع للوزير المختص التدخل من تلقاء نفسه ودون انتظار لرد فعل الهيئة لإصدار ما يلزم من قرارات وما يتعين اتخاذه من إجراءات. وهو الأمر الذى أكدت عليه القواعد الدولية المنظمة لهذه الأسواق، بإلقتها الضوء على ضرورة اهتمام القائمين على أسواق رأس المال بعنصرى الوقت والردع فيما يتم اتخاذه من إجراءات لمواجهة التلاعب والممارسات غير المشروعة والظروف الخطيرة التى تتعرض لها تلك الأسواق^(١). فسرعة التدخل تساعد إلى حد كبير فى التغلب على هذه الظروف ومواجهة هذا التلاعب، فضلاً عما تلعبه من دور فى حماية أموال المستثمرين فى هذا المجال، وهو الأمر الذى يؤثر بصورة مباشرة على استقرار وضع الشركات التى يجرى التعامل على أوراقها^(٢).

المطلب الثانى

مساهمة سماسرة الأوراق المالية فى ضبط قواعد الحوكمة
من خلال تحليل المعلومات وإيضاحها

(١) International organization of Securities Commissions, objectives and principles of securities Regulation, www.iosco.org, mai 2003, P.15.

(٢) د/ عماد صالح سلام، إدارة الأزمات فى بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٤٦٠.

فى الحقيقية لا يستطيع المستثمر العادى فهم المعلومات المعطن عنها وتحليلها، ومن ثم اتخاذ القرار المناسب بشأنها^(١). ومن هنا يأتى دور السماسرة فى تحليل هذه المعلومات وإيضاحها للمستثمر ومساعدته على اتخاذ القرارات التى تتناسب مع مقدرته المالية واحتياجاته الحقيقية للتعامل فى مجال الأوراق المالية^(٢). ولا جدال أن الدور الذى تلعبه شركات السمسرة فى هذا التحليل والإيضاح يساعد إلى حد ما على استقرار سوق الأوراق المالية ونموها. فعلى الرغم من أهمية المعلومات واعتبارها مطلباً ضرورياً لثبات سوق الأوراق المالية، إلا أن الأمر لا يكتمل إلا بالفهم الصحيح والتحليل الدقيق لهذه المعلومات. فاستقرار سوق الأوراق المالية لا يتوقف عند حد إعلان وإيضاح الشركات المتعاملة عن المعلومات والبيانات الخاصة بها، وإنما يستلزم الأمر ضرورة فهم المغزى الحقيقى لها حتى يمكن اتخاذ القرار المناسب بشأنها.

(١) هذا ما تؤكده الدراسات التى أجريت لتحليل أداء البورصة المصرية فى عام ٢٠٠٠، بتقريرها أن من بين العوامل التى تؤثر فى أداء سوق المال المصرية يأتى العامل النفسى للمستثمرين، وذلك «نتيجة لعدم الوعى الكافى للمستثمر أو إتباع سياسة استثمارية مماثلة للمستثمر الأجنبى (سياسة القطيع)، التقرير السنوى للبورصة، المرجع السابق، ص ٨٨».

(٢) هذا وإن كان البعض يرى أن دور الإعلام فى التوعية والتحليل لا يقل عن دور الوسطاء فى هذا الشأن. فإذا كان هناك فارق بين المعلومة والمعرفة، فإنه يتعين الاهتمام بتوعية المستثمرين وتنمية المعرفة لديهم حتى تتوافر لهم القدرة على استخدام المعلومات المتوفرة الاستخدام الأمثل. ولا شك أن أساليب التوعية والتثقيف تتنوع بين برامج للتوعية وتوزيع للكتيبات وعرض لأشرطة الفيديو ونشر للمجلات المتخصصة، هذا فضلاً عن توفير خدمة توفير المعلومات تليفونيا أو إلكترونيا. فكل هذه السبل تهدف إلى إتاحة الفرصة أمام المستثمر لاتخاذ قراره بصورة موضوعية دون أى تأثير أو توجيه، وهو الأمر الذى ينعكس بالإيجاب على سوق الأوراق المالية ويساعد على استقرارها.

(MOUSOULAS. S.: autorégulations, déontologie professionnelle et éducation de l'investisseur, Bourse et produits financiers, mai-juin 1998, p. 217;

PINATTIN J. -P.: La France souffre d'un manqué de culture financière, Revue Banque, décembre 1997, n° 587).

من الواضح أن دور شركات السمسرة يتوقف عند حد تحليل البيانات وإيضاحها للمستثمر، ولا يمتد إلى إملاء قرار معين على المستثمر بشأنها^(١). مع هذا فإن قيام شركات السمسرة بهذا الدور والمساهمة من خلاله في استقرار سوق الأوراق المالية وضبط قواعد الحوكمة يتوقف على صحة ودقة البيانات والمعلومات المعلن عنها من ناحية، وصرامة الجزاء الذي يوقع على تلك الشركات عند الإخلال بالتزاماتها من ناحية أخرى. وعليه يتعين علينا التعرض بالدراسة لدور البيانات والمعلومات المعلن عنها في مهمة التحليل والإيضاح (الفرع الأول)، وأثر الجزاء في منع التلاعب بالعملاء (الفرع الثاني).

الفرع الأول صحة ودقة المعلومات

من الطبيعي أن يؤدي نقص المعلومات أو عدم دقتها إلى عدم مقدرة شركات السمسرة على أداء دورها في تحليلها وإيضاحها للمستثمرين في مجال الأوراق المالية، وهو الأمر الذي يمثل عقبة أساسية أمام ازدهار التعامل في هذا المجال، لما يؤدي إليه من عزوف عدد غير قليل من هؤلاء المستثمرون عن توجيه مدخراتهم إلى سوق الأوراق المالية. فصحة ودقة المعلومات المعلن عنها تمثل دعامة أساسية في ازدهار التعامل في مجال الأوراق المالية^(٢)، باعتبارها تعبيراً حقيقياً عن حجم التعامل وتوضيحاً بارزاً لتطور الأداء وانعكاساً ظاهراً لمقدرة الشركة وأسعار أوراقها المالية^(٣).

(١) MOUSOULAS. S.: autorégulations, déontologie, art. préc, p.218.

(٢) DANG-TRAN M.-Ch. : Le contrôle de l'information financière, art.préc, p.17 où elle décide que "une information financière de qualité, sur laquelle repose la confiance des investisseurs, constitue la base de bon fonctionnement d'un marché boursier".

(٣) هذا ما تبرزه بوضوح المادة ٢٢٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بتقريرها التزام الشركة «بالتحقق من صحة ودقة البيانات والمعلومات التي يتضمنها الإعلان الذي تقوم به ومراعاة عدم تكرار الإعلان دون التأكد من أن المعلومات الواردة به لا تزال صحيحة في كل مرة يتم فيها نشر الإعلان أو إذاعته أو القيام به على أي نحو آخر. وعلى الشركة بصفة خاصة أن تتحقق من

فضبط سوق الأوراق المالية يتوقف إذن على الارتقاء بمستوى المعلومات والبيانات المفصح عنها من الشركات المسجلة بتك السوق^(١). كما يتوقف على دقة التحليل لتلك البيانات، لما تسمح به للعميل من الوقوف على المؤشر الحقيقي لأداء الشركات وحجم حصتها في السوق والنمو المحتمل والمخاطر التي قد تتعرض لها^(٢).

من الواضح أن الإفصاح الدقيق عن المعلومات والبيانات يعد عاملاً أساسياً في مساعدة شركات السمسرة على القيام بدورها في التحليل والإيضاح، كما أنه يمثل أحد الأهداف التي تسعى الجهات الرقابية إلى تحقيقها والتأكد من قيام الشركات المصدرة للأوراق المالية بمراعاتها. فمن أهم أهداف «الجهات الرقابية فيما يتعلق بالشركات المصدرة هو التأكد من قيامها بعمليات إفصاح كاملة وعادلة لجميع البيانات والمعلومات الهامة عن نتائج أعمالها ومركزها المالي ويتم إعداد هذه البيانات والقوائم وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية وتساعد هذه المعلومات جميع المستثمرين في الحصول على معاملة متساوية واتخاذ قرارات قائمة على معلومات كافية^(٣)».

بيد أن هذا الدور لا يتوقف على الشركات المصدرة للأوراق المالية، وإنما يمتد إلى كل شركة من الشركات المرخص لها بمزاولة أى نشاط يتعلق بالأوراق المالية^(٤). فلقد أعطى القانون للهيئة العامة لسوق رأس المال الحق

أسعار الأوراق المالية التي يرد ذكرها في الإعلان وبيان ما إذا كانت أسعار إقبال أم أسعار تداول أم قيماً اسمية».

(١) فالمعلومات التي تفصح عنها الشركة وتأتي من داخلها والتي تبرز بوضوح أصول الشركة وأرباحها المحققة والمتوقعة تختلف بدون شك عن المعلومات التي يمكن الحصول عليها من خارج الشركة والتي تتعلق بتحليل المتخصصين لأحوال السوق بشكل عام. لهذا يفرق البعض بين معلومات الشركة ومعلومات السوق (راجع في هذا الخصوص، د/حسين فتحى، تعاملات المطلعين، المرجع السابق، ص ١٢٦).

(٢) PELTIER F.: Dévoir d'information de l'intermédiaire financier, Banque et droit n° 30, juillet – août, 1993, p 20 et s ; VEZIAN J. : Le droit à l'information des actionnaires, in l'information en droit privé, L.G.D.J., 1978, p.222 et s.

(٣) د/ سعيد رمضان عرفه، الرقابة على سوق رأس المال، المرجع السابق، ص ١١٨.

(٤) فواجب الإعلام والإفصاح لا يعد التزاماً على عاتق الشركات المصدرة للأوراق المالية فقط وإنما أيضاً التزام على عاتق الوسطاء الماليين. فلقد أوجب القانون على الوسيط المالي أن يقوم بإعلام كافة العملاء والمعينين بالمعاملة بكافة المعلومات المتعلقة بها.

فى إجراء تفتيش دورى على الشركات المرخص لها بمزاولة أى نشاط من الأنشطة المتعلقة بمجال الأوراق المالية، وذلك للتأكد من مدى التزام تلك الشركات بأحكام القوانين واللوائح.

مع هذا وعلى الرغم من أهمية المعلومات والبيانات المعلن عنها، إلا أن شركات السمسرة لا يمكنها الارتكان إلى نقص تلك البيانات أو المعلومات للتملص من دورها فى تقديم خدمة التحليل والإيضاح للمستثمرين غير المتخصصين. فهذا النقص لا يعد ذريعة يمكن التعويل عليها للتوصل من الالتزام بالتحليل والإيضاح. صحيح أن ممارسة إدارة البورصة والهيئة العامة

وهذا الالتزام يقوم به الوسيط المالى بصورة تلقائية ودون أى طلب من العميل. فبمجرد حصوله على معلومات تتعلق بإحدى العمليات التى تهم كل أو بعض عملائه، يتعين عليه القيام بإعلامهم بها حتى يمكنهم اتخاذ القرار المناسب بشأنها. وهذا الإعلام يتم بأى صورة من خلال وسائل الإعلام السمعية أو البصرية، المكتوبة أو المرئية (د/ عبد الهادى مقبل، بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٢٦٦). ولقد قننت المادة ٢٢١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م هذا الالتزام بتقريرها بأنه يجب أن يتسم كل إعلان يصدر عن الشركة بالأمانة والدقة وأن يتضمن جميع البيانات التى يلزم الإفصاح عنها أو التى تعتبر ضرورية بحسب موضوع الإعلان وطبيعة الجمهور الموجه إليه بما يتيح تفهم الإعلان وتقييم موضوعه، ويحظر على الشركة حجب أى حقائق أو معلومات جوهرية على نحو قد يؤثر على سلامة اتخاذ عملائها أو أى من أفراد الجمهور الموجه إليه الإعلان لقراراتهم، أو إحداث أى نوع من التضليل أو الالتباس لديهم. ولا يجوز أن يتضمن الإعلان أى تصريح مبالغ فيه أو ذى تأثير مضلل. ويقصد بالإعلان التوجه إلى الجمهور بمواد أو معلومات يتم نشرها أو تداولها على أى نحو وفى أية مناسبة من خلال إحدى الوسائل السمعية أو البصرية، المحلية أو الأجنبية، المكتوب منها أو المذاع أو المنقول بوسيلة إلكترونية أو بأية وسيلة أخرى، كما يقصد بالجمهور الأشخاص غير المحددين سلفاً والذين لا تربطهم بالشركة أو بمديرها أو العاملين بها علاقات سابقة وممن يتصل بعلمهم أى إعلان تقوم به الشركة. كذلك ألزم المشرع الوسطاء المالىين عند القيام بالإعلام أو الإفصاح عدم إجراء أى نوع من التمييز أو التفرقة بين العملاء، سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة. فيتعين على الوسطاء الالتزام بالحيدة والحرص على مصالح كافة العملاء وتجنب القيام بأى عمل من شأنه تقديم مزايا أو حوافز للبعض منهم دون الآخرين. هذا ما تبرزه بوضوح المادة ٢٣١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بتقريرها «تلتزم الشركة فى تعاملها مع عملائها بمبادئ الأمانة والحرص على مصالحهم، وبالمساواة بين من تتشابه طبيعة وأوضاع تعاملهم مع الشركة، وتجنب كل ما من شأنه تقديم مزايا أو حوافز أو معلومات خاصة لبعضهم دون البعض، سواء بطريق مباشر أو غير مباشر، كما يحظر عليها القيام بأى عمل يمكن أن يلحق الضرر بأى منهم».

للمراقبة المالية لدورها الرقابي يكشف عن أي قصور أو إهمال في أداء الشركات المفصحة، مع هذا فإن إهمالها في أداء هذا الدور لا يعنى شركات السمسرة من مسؤوليتها عند إخلالها بالالتزام بالتحليل والإيضاح. ولهذا أكدت القواعد الدولية المنظمة لعمليات التداول على أهمية تحليل المعلومات وإيضاحها كدعامة أساسية لعملية التداول، لما يلعبه هذا التحليل والإيضاح من دور في تمكين المستثمرين من الاعتناء بمصالحهم^(١)، فضلا عن أهميته في تقليل خطر التلاعب في عمليات التداول والانتقاص من الممارسات غير المشروعة التي تقدم عليها بعض الشركات^(٢).

الفرع الثاني

أثر الجزاء في الحد من إخفاق شركات السمسرة في تحليل البيانات وإيضاحها

إذا كانت إدارة البورصة تعد خط الدفاع الأول في مجال الرقابة على عمليات التداول التي تتم بها^(٣)، فإن هذه الرقابة لا تكفي لضمان قيام شركات

(١) هذا ما تقرره كذلك المادة ٢٥٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، بنصها على التزام شركات السمسرة عند تقديمها لتوصيات إلى عملائها بشأن التعامل في الأوراق المالية «بمراعاة ملاءمة هذه التوصيات لمتطلبات كل منهم ولحالته المالية وخبرته في التعامل في الأوراق المالية ولسائر ظروفه الأخرى، وذلك كله بناء على المعلومات التي يفرض بها العميل إلى الشركة ويضمنها اتفاق فتح الحساب أو ما يكون منها ظاهراً على نحو بين. ولا يجوز للشركة أن تقدم لعملائها النصيحة عن بيع أو شراء أوراق مالية ما لم تكن قد توافرت لديها أبحاث عن هذه الأوراق أو عن السوق تبرر تقديم مثل هذه النصيحة. وفي جميع الأحوال لا يجوز لتغير العاملين أو المديرين المتخصصين في الشركة تقديم مثل هذه النصيحة، وتقوم الشركة بتوفير البيانات المتوافرة لديها عن الأوراق المالية إلى من يطلبها من العملاء».

(٢) International Organization of securities commissions, objectives and principles, op. cit, p. 43.

(٣) فكما سبق أن نوهنا، تقوم البورصة بالإشراف على المعلومات التي تقدم للجمهور، فضلاً عن متابعتها لمدى قيام الشركات المقيدة بها بقواعد الإفصاح والشفافية، ثم تقوم بعد ذلك بتقديم تقارير دورية عن حركة تداول الأوراق المالية المقيدة بها إلى الهيئة العامة لسوق رأس المال من خلال الإخطارات التالية: ١- إخطار يومي عن حركة التداول، يتضمن بياناً لنوع الأوراق المالية التي جرى التعامل عليها، وسعر كل منها، وكمية الأوراق المتداولة، ونوع العملية، وإجمالي عدد العمليات في اليوم. مضافاً إلى بيان عن عدد العمليات التي أجريت على الأوراق المالية غير المقيدة. ٢- إخطار

السمسة بالتزاماتها التي يفرضها القانون في مجال التداول. صحيح أن هذه الإدارة تراقب مدى التزام الشركات المسجلة بالبورصة بقواعد وشروط التداول من خلال العديد من السبل والوسائل التي كفلها المشرع واستحدثها الواقع العملي. مع هذا فإن ضمان سير التداول يقتضى أيضاً إنزال عقوبات شديدة بمن يخالفون هذه القواعد وتلك الشروط، باعتبار أن هذا الإنزال يحرم المخالفين من بعض المزايا التي يقرها القانون، هذا فضلاً عما يمثله من ردع للأخرين عن ارتكاب جرائم مماثلة.

هذا ما حرصت القواعد الدولية على التأكيد عليه باستلزامها ضرورة التطبيق الصارم للعقوبات التي تقرها التشريعات الوضعية كخط دفاع لا غنى عنه لمنع حالات التلاعب بالأسواق والقضاء على التصرفات المضللة أو تلك المنطوية على غش أو تضليل قد يقود إلى تشويه الأسعار أو الإضرار بالمستثمرين أو بالشركات^(١).

وفى سبيل تفعيل هذه الرقابة التي تقوم بها إدارة البورصة وتعظيم الجزاءات المنصوص عليها في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، فلقد أعطى قرار السيد رئيس الجمهورية رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧م، بشأن الأحكام المنظمة لإدارة بورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية وشنونهما المالية، للبورصة الحق في مباشرة الاختصاصات المقررة لها في قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية، بما يضمن سلامة تداول الأوراق المالية وأداء

نصف شهري وشهري عن حركة التداول، يتضمن بياناً بحجم تداول الأوراق المالية من حيث الكمية والقيمة الإجمالية وعدد العمليات. كما يتضمن آخر سعر إقبال والقيمة الاسمية للأوراق المالية التي تم شطب سعر إقبالها. ٣- إخطار سنوي عن حركة التداول، يتضمن بياناً بحجم تداول الأوراق المالية من حيث كميته وقيمتها وعدد العمليات مقارناً بالعام السابق، مع إبراز إجماليات سوق التداول عن العام، وحركة التداول موزعة على قطاعات الأنشطة المختلفة وأهم الظواهر التي حدثت خلال العام ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية، وحجم التعامل في الأوراق المالية ومقرحات إدارة البورصة لعلاج الآثار السلبية لتلك الظواهر. كما يجب أن يتضمن هذا التقرير بيانات لأثر تداول الأوراق المالية على قيد كل منها بالجدولين الرسمي وغير الرسمي وبيانات عن عمليات تداول الأوراق المالية غير المعقدة (م ١٠١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال).

(١) International organization of securities commissions, objectives and principles, op. cit, p. 44.

المتعاملين وحسن سير العمل واستقرار المعاملات فيها، وكذا عدم مخالفة القوانين واللوائح والقرارات المتعلقة بها^(١).

ولذلك فقد ألزمت المادة الثامنة من ذات القرار رئيس البورصة بإبلاغ رئيس الهيئة العامة لسوق المال بما يقع من شركات السمسرة، وغيرها من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ذات الصلة بالبورصة، من مخالفات لأحكام القوانين واللوائح والقرارات والقواعد المنظمة للعمل بالبورصة، بما في ذلك تقديم بيانات غير حقيقية للبورصة خاصة بالشركات أو بنشاطها، وتطبيق على المخالفة الجزاءات المنصوص عليها في المادتين (٣٠، ٣١) من قانون سوق رأس المال، وعلى رئيس الهيئة اتخاذ الإجراءات القانونية حيال المخالفة طبقاً لأحكام هاتين المادتين^(٢).

مع هذا وكما سبق أن نوهنا أن العبرة ليست بتقرير الجزاء أو تنظيم الرقابة، وإنما بتفعيل العقاب وإحكام الرقابة. لهذا يذهب البعض إلى القول بأن هناك تهميشاً للجزاءات المنصوص عليها في المادتين (٣٠، ٣١) من قانون سوق رأس المال، هذا فضلاً عن ضعف الدور الرقابي الذي تقوم به إدارة البورصة على عمليات التداول^(٣). ويرجع هؤلاء الفقهاء هذا إلى عدم إعطاء المشرع لمجلس إدارة البورصة سلطة التحقيق وتوقيع الجزاء عند ارتكاب أي مخالفة للقوانين أو اللوائح أو القرارات المنظمة لعمليات التداول، وتقريرها للهيئة العامة لسوق المال، على الرغم من أن مجلس إدارة البورصة هو الأقدر

(١) مادة (٢) من القرار رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧م، الجريدة الرسمية، العدد ١١ فى ١٣/٣/١٩٩٧م.

(٢) لإجراء مقارنة مع الجزاءات التى قررها المشرع الفرنسى أو المشرع الأمريكى فى هذا الشأن، راجع

DANG - TRAN M. - Ch. : Le contrôle de l'information, art.préc, p.28 et s ; KENADJIAN P. : L'expérience américaine, art.préc, p.36 et s.

(٣) / حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية، المرجع السابق، ص٣٦٦؛ د/ كريمة محمد الحسينى، دور الدولة فى الأسواق المالية، المرجع السابق، ص٢٥١؛ د/ عبد الهادى مقبل، بوصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص٣٢٢ وما بعدها؛ د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص١٤٤ وما بعدها..

على إنزال حكم القانون على المخالف والأكفأ في ضمان سلامة عمليات التداول والأفضل في الرقابة على حسن الأداء واستقرار السوق.

وأياً ما كانت وجهة النظر الفقهية، فقد تنوعت الجزاءات المقررة في المادتين (٣٠، ٣١) من قانون سوق رأس المال، بما يكفل ضمان سلامة الأنشطة التي تقوم بها. فالمادة ٣٠ من القانون أجازت لرئيس الهيئة العامة لسوق رأس المال وقف نشاط الشركة إذا خالفت أحكام القانون أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذاً له أو إذا فقدت أي شرط من شروط الترخيص، ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو استكمال شروط الترخيص خلال المدة وبالشروط التي يحددها رئيس الهيئة^(١). وإذا لم تقم الشركة خلال مدة الوقف، رغم إنذارها، بإزالة أسباب الوقف، كان لمجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال الحق في إصدار قرار بإلغاء الترخيص.

كما أعطت المادة ٣١ من قانون سوق رأس المال مجلس إدارة الهيئة، عند قيام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين في الشركة أو المتعاملين معها^(٢)، الحق في اتخاذ ما يراه مناسباً من التدابير التي عدتها تلك المادة^(١).

(١) هذا ويصدر بالوقف قرار مسبب ولمدة لا تتجاوز ثلاثين يوماً. ويحدد القرار ما يمكن اتخاذه من إجراءات خلال مدة الوقف، ويسلم القرار للشركة أو تحظر به بكتاب موصى عليه مصحوباً بعلم الوصول، ويعلن عن ذلك في صحيفتين صباحيتين يوميتين واسعتي الانتشار على نفقة الشركة. فإذا انتهت هذه المدة دون قيام الشركة بإزالة أسباب الوقف تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص.

(٢) كذلك يعد من أهم اختصاصات الهيئة الإشراف على توفير المعلومات والبيانات الكافية عن الأوراق المالية المتداولة بالسوق والجهات المصدرة لها ووسطاء التعامل فيها، فضلاً عن التأكد من صحة هذه البيانات وإتاحتها بصورة منتظمة ودورية لنوى الشأن. لهذا يذهب البعض وبحق إلى القول بأن دور الهيئة العامة لسوق المال لا يبرز إلا من خلال هذا الإشراف والحرص على توفير البيانات والمعلومات عن الأسهم التي يجري عليها التداول، ومراعاة «المساواة التامة بين المتعاملين بالنسبة لقدر ونوعية وتوقيت المعلومات، ليصبح كل متعامل بائعاً أو مشترياً على علم بالقيمة السوقية لسعر الورقة محل التعامل للوصول إلى السعر العادل، مما ينعكس في النهاية على حسن سير وأداء السوق ككل، حيث أن أسعار الأسهم في البورصة تتحدد وفقاً للعرض والطلب اللذين يتحددان بدورها بناء على المعلومات المتوافرة عن الأوراق المالية بناء على حسابات مسبقة تستند إلى بيانات وتحليلات تتصل بوضع الشركات المصدرة للأوراق المالية وكيفية إدارتها ونشاطها، ومستقبلها المالي والاقتصادي وكذلك المعلومات المتصلة

بقية القطاعات من الأنشطة المختلفة (د/صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص ١٣٩)».

(١) وقد ذهب البعض في تعليقه على هذا النص إلى القول وبحق أنه على الرغم من أن المادة ٣١ من القانون قد تعرضت لحالة على درجة كبيرة من الأهمية، تلك التي تتعلق بوجود خطر يهدد استقرار سوق رأس المال، مع هذا جاءت العقوبة هائلة ولا تتناسب مع أهمية المخالفة، حيث بدأت بتوجيه « تنبيه وليس إنذار إلى الشركة، ثم تتدرج العقوبة إلى منع الشركة من مزاولة كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاومتها ثم دعوة مجلس إدارة الشركة للانعقاد للنظر في إزالة المخالفات المنسوبة، ويحضر الجلسة ممثل أو أكثر عن الهيئة دون تحديد لدوره أو صلاحياته. ثم تعيين عضو مراقب لمجلس الإدارة مشاركا في المناقشات وتسجيل رأيه فيما يتخذ من قرارات. وينتهي الأمر لحل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتا لحين تعيين مجلس إدارة جديد. كل ذلك التدرج إزاء ارتكاب أفعال تصل من الجسامة إلى درجة الخطر الذي يهدد سوق رأس المال ولم تنص المادة على عقوبة إلغاء الترخيص. والسؤال الذي يطرح نفسه هو لماذا لا يخول للهيئة سلطة توقيع غرامات مالية على الشركات المخالفة مثل التي توقعها COB في فرنسا على أن تكون عقوبة وقف النشاط في حالة العود، وأن توضع الضوابط التي تكفل للشركة حق الدفاع عن نفسها، أو ترك قرار وقف النشاط للمحكمة المختصة (د/صالح البربري، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص ١٤٦)». فعلى العكس من ذلك أعطى المشرع الفرنسي للجنة عمليات البورصة سلطات واسعة سواء في مباشرة التحقيق أو توقيع الجزاءات إلى درجة أن وصفها البعض بأنها تجمع بين سلطات تشريعية وقضائية وتنفيذية

BEZARD P.: Le nouveau visage de la COB (La loi de la sécurité et la transparence du marché financier et la COB), RID comp, 1989, p. 956 et s; FLEURIOT P. : L'origine et le bilan de l'exercice par la COB de son pouvoir de sanction, petites affiches, n° 71, juin 1994).

فالجزاء التي توقعها هذه اللجنة تتنوع إلى جزاءات إدارية وأخرى تأديبية، والتي تهدف إلى الحد من الممارسات المخالفة، سواء تمثلت في اضطراب أداء السوق أو منح البعض مزايا غير مبررة. ولعل أهم هذه الجزاءات هي الغرامات المالية الصارمة التي توقعها لجنة عمليات البورصة، والتي يمكن أن تصل في بعض الأحوال إلى عشرة ملايين يورو أو عشر أمثال ما حققته الشركة من أرباح. فجسامة المخالفة وقيمة الأرباح التي تحققت تعد الأساس فيما توقعه لجنة عمليات البورصة من غرامات، بما يحقق نوعاً من التناسب بينهما. وما يزيد الأمر أهمية هو ما أعطاه المشرع الفرنسي لتلك اللجنة من إصدار للتوصيات أو تقديم اقتراحات بالتعديل والإصلاح. فعندما لا تملك لجنة عمليات البورصة حيال المخالفة أو الإخلال باللوائح سوى سلطة الإشراف اللاحق، فإن من حقها إصدار توصيات بشأنها. كذلك أعطى المشرع الفرنسي هذه اللجنة الحق في تقديم الاقتراحات التي تراها مناسبة لتعديل القوانين واللوائح الخاصة بإعلام حملة الأسهم والجمهور أو تلك المتعلقة بالسوق. لمزيد من التفصيل حول هذه الجزئية، راجع:

مع هذا وعلى الرغم من قسوة وتنوع الجزاءات والتدابير التي نص عليها القانون، فإن العبرة بالتزام الشركات وتحملها المسؤولية تجاه الدولة والمساهمين والمتعاملين معها^(١). فليست العبرة بإقرار قواعد للحوكمة، وإنما بالتزام الشركات بإعمال أحكامها وقيام هيئات الرقابة والوسطاء بأداء دورهم والوفاء بالتزاماتهم. فنجاح تجربة حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية لا يعتمد فقط على إدارتها الرشيدة وما ترسمه من سياسات وما تعلنه من معلومات تتسم بالشفافية، أو على قيام إدارة سوق رأس المال بدورها المنشود الذي رسمه المشرع، وإنما كذلك على الدور الذي يقوم به الوسطاء أو بمعنى أدق سماسرة الأوراق المالية. فالدور الذي يقوم به هؤلاء السماسرة، سواء عند تنفيذ الأوامر وما يصاحبه من التزام بالتبصير أو عند تحيلهم للبيانات وإيضاحها للمستثمرين، يساعد بدون شك إدارة الشركات التي جرى التعامل على أوراقها المالية في تنفيذ سياستها نحو النهوض بالشركة وتطبيق أسس وسياسات الحوكمة. فالحوكمة ليست غرضاً في حد ذاتها، بقدر ما هي وسيلة لتحقيق أهداف معينة. ومن ثم فإنه لتحقيق هذه الأهداف يتعين قيام كل الأطراف المرتبطة بهذه الشركات بأداء دورها على الوجه الأكمل، لأنه قد تضع إدارة الشركة إطاراً للتوجيه وتلتزم بكل معايير وأسس الحوكمة ولكن لا تتحقق النتائج المرجوة، نظراً لعدم قيام سماسرة الأوراق المالية بدورهم المنشود. بل على العكس ما يقومون به من ممارسات قد تؤدي إلى تلاشي النتائج التي أرادت إدارة الشركة تحقيقها من وراء انتهاجها طريق الحوكمة.

كذلك يحتاج نجاح تجربة الحوكمة بالنسبة لهذا النوع من الشركات ضرورة صياغة قواعد لتحديد كيفية خروج تلك الشركات من الهزات التي قد تتعرض لها، إذا أقدم هؤلاء الوسطاء على الغش أو التلاعب في الأسواق. فهذه القواعد تبدو أهميتها بوضوح عند حدوث إحدى الهزات أو الأزمات المالية، لاسيما بالنسبة للشركات الملتزمة بقواعد الحوكمة والمطبقة لأحكامها. فهذه

SALOMON R.: La réforme de la procédure de sanction de la COB par les décrets du 1^{er} août 2000, revue des sociétés, n° 5, sept-oct, 2000, p. 312 ; DANG-TRAN M.-Ch. : Le contrôle de l'information, art.préc, p.28 et s.

(١) VIANDIER A. : Sécurité et transparence, art.préc, 3420..

الأخيرة تحبذ إعمال قواعد الإفلاس ونزع الملكية عن تدخل الدول للخروج من مثل هذه الأزمات.

ولهذا ينادى البعض بضرورة صياغة قواعد قانونية تلزم المنشآت بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بديونها والتزاماتها، وقوانين تلزم الوسطاء الماليين بعدم الغش والتلاعب، «وقوانين ولوائح تسمح بإجراءات سريعة وكافية للإفلاس ونزع الملكية (رفع اليد عن الأعيان المرهونة) تراعى العدالة للدائنين وغيرهم من أصحاب المصلحة^(١)». فالعامل الأساسي في عدم انضباط حوكمة الشركات يرد إلى غياب الشفافية والإفصاح عن ديون الشركة من ناحية، وإلى التردد في اتخاذ الإجراءات الوقائية، كالإفلاس ونزع الملكية من ناحية أخرى^(٢). هذا ما أعلنه صراحة الأستاذ دان كونيغز بيرج^(٣)، بتقريره «أن التردد المستمر للحكومات في السماح بتطبيق آليات التصفية مثل الإفلاس ونزع الملكية ساهم بشكل فاعل في حدوث العديد من الأزمات وفي إخفاق قواعد الحوكمة، لأننا بعد أن نشرح الموضوع للجميع وتصبح هذه الإجراءات على وشك التنفيذ تتدخل الحكومة وتقل شيئاً آخر في مكان آخر^(٤)».

خاتمة

إذا كانت حوكمة الشركات تعد من أهم القضايا التي تشغل بال وفكر رجال المال والاقتصاد وتسيطر على عقول العلماء والمفكرين، فإن إعمال أحكامها وجنى ثمارها يحتاج إلى تضافر كل الجهود وإخلاص كل الأطراف. فليس هناك شيئاً أسهل من وضع الأسس والضوابط وإبراز المزايا

(١) تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة، مركز المشروعات الدولية الخاصة، CIPE، القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٣٠.

(٢) د/أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، المرجع السابق، ص ٤٤، حيث يقرر أن من بين الحصون المقررة «لمواجهة زعر المودعين أو الدائنين، مدى توافر نظام واضح وفعال ويتميز بالشفافية لإدارة حالات الإفلاس والتصفية وكافة ما يترتب على أزمة المديونية من مشاكل». راجع كذلك،

VIANDIER A. : Sécurité et transparence, art.préc, 3420.

(٣) مستشار وزارة المالية الكورية بعد الأزمة الآسيوية.

(٤) www.cipe.org, p.30.

والخصائص، ولكن الصعوبة تتمثل في حسن تطبيقها والاستفادة منها. بعبارة أخرى من السهل وضع الأسس والضوابط التي تحكم إدارة الشركات وتحقق الاستفادة الكاملة من مقومات نجاحها، وإنما الصعوبة تكمن في كيفية إعمالها وتطبيقها على أرض الواقع.

في الحقيقة إن العنصر البشري يعد هو المحك الرئيسي والمخاطب الأساسي بقواعد الحوكمة. فالعنصر البشري يتدخل عادة لإضفاء بعض الجوانب الإيجابية أو السلبية على الظواهر الإنسانية، وهو ما يظهر بصورة واضحة في الشركات التجارية بصفة عامة وفي مجال الشركات الخاضعة لقواعد الحوكمة بصفة خاصة. لهذا ذهب البعض وبحق إلى القول بأن الكشف المستمر عن أي نجاح يتحقق أو إظهار أي معوق يعرقل يعد من أهم الآليات القادرة على تفعيل الاقتصاديات الكبرى^(١). ولا جدال أن توافر المعلومة الكاملة لكافة المتعاملين في مجال الأوراق المالية يمثل دعامة أساسية لنجاح سوق المال ونموه. فالمعلومة يمكن استغلالها وتسخيرها إما لصالح الشركة أو السوق، أو على العكس لتحقيق المصلحة الشخصية لبعض المسؤولين عن إدارة الشركة أو الرقابة والإشراف على سوق رأس المال. فتوافر المعلومات وتدقيقها لكل المتعاملين على أسهم الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية يمثل أهم عناصر الشفافية لهم والوقاية لسوق رأس المال.

وفي إطار طرحنا لموضوع البحث تعين علينا تحديد الإطار القانوني لحوكمة الشركات، لاسيما تلك المقيدة بسوق رأس المال. فلاشك أن هناك تنازع أو تعارض بين رجال القانون والمال والاقتصاد حول المصطلح Corporate Governance، وإن كنا أطلقنا على هذا المرادف لفظ الحوكمة، فإننا بينا بوضوح أن المقصود منه هو الإدارة الرشيدة، سواء تمثلت في إدارة الشركة المطبقة لقواعد هذا الاصطلاح، أم في إدارة السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها الشركات التجارية. فإذا كان الأصل أن إدارة الشركات المصدرة للأوراق المالية هي التي تملك الوسائل التي تمكنها من الاستغلال الأمثل لموارد الشركة والمحافظة الكاملة على أموال الشركاء والمستثمرين، فإن وضع تلك الشركات لن يستقيم إلا إذا مارست إدارة أسواق المال سلطتها

(١) د/ حسين قحى، تعاملات المطلعين، المرجع السابق، ص ٢١١.

وأحكمت رقابتها على تداول الأوراق المالية المقيدة بها. فلقد حان الوقت لتعى الجهات القائمة على رقابة سوق رأس المال أن عليها دوراً مهماً في ضبط قواعد الحوكمة، وأن أدائها لهذا الدور وقيامها بهذه المهمة من شأنه تشجيع المدخرين على استثمار أو توظيف أموالهم ومدخراتهم في مجال الأوراق المالية.

وفي سياق المعالجة حاولت الدراسة أن تضع أمام القارئ كافة الأسس والضوابط التي تساعد على نجاح الحوكمة، لاسيما بالنسبة للجانب الأهم من الشركات التجارية وهي المقيدة لأوراقها المالية بأسواق رأس المال. وإذا كان عرضنا لهذا الموضوع قد جاء بصورة موجزة إلا أننا حاولنا أن نحقق الغرض منه وأن يثير الانتباه إلى عدة مسائل هي :

١- أن الإدارة المثلى التي تعد محور نظام الحوكمة هي التي تسعى إلى تحقيق الأهداف المرجوة من هذا النظام واستغلال كافة موارد الشركة وحسن توجيهها مع الوفاء بمعايير الإفصاح والشفافية. فهذا الاستغلال هو الذي يضمن أكبر قدر من الاستقرار للشركة ويفي بمتطلبات الشركاء وحملة السندات. فالمستثمر يبحث في المقام الأول عن الشركات التي تسعى إدارتها لتوجيه نشاط الشركة نحو تنفيذ الأطر التي رسمتها، والتي تحقق مصلحة الشركة وتحمي حقوق الشركاء وهؤلاء المستثمرون .

٢- أن حسن أداء الشركة لمعايير الحوكمة يعتمد بصورة أساسية على أدائها المالي، فهذا الأخير يعد أفضل الأسس لقياس أو تقييم ممارسة الحوكمة.

٣- أن ضبط الحوكمة يعتمد كذلك على كفاءة المناخ التنظيمي والرقابي، والذي يركز على دعامتين أساسيتين هما الإفصاح والشفافية، والمعايير المحاسبية السليمة، حيث أثبتت الدراسات التي أجريت لدراسة الأزمات المالية التي تعرضت لها بعض الشركات الأمريكية أو تلك التي تعرضت لها الشركات في دول شرق آسيا، أن السبب الحقيقي في حدوثها يرجع إلى عدم دراية القائمين على إدارتها بآليات التعامل على نحو يسمح لهم بحسن الرقابة أو الاستغلال والتوجيه الأمثل لرأس المال.

٤- أن الإفصاح والشفافية يمثلان ضرورة لاغنى عنها في نجاح الحوكمة، إذ يعدا حجر الزاوية في نجاح سوق المال من ناحية وفي نهضة الشركات من ناحية أخرى. فالإفصاح والشفافية يعدا وبحق ضرورة من

ضرورات الأنشطة الاقتصادية والتجارية، لاسيما تلك التي تتم منها داخل أسواق المال. ولهذا ركزت الدراسة على التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح والشفافية، وعلى أهمية قيام الجهات الرقابية بأداء الدور المنوط بها في متابعة وفاء الشركات بهذه المتطلبات، حيث أن أداء هذا الالتزام يتوقف على قيام تلك الجهات بمهامها وحسن قيامها بما رسمه لها المشرع من دور. فنجاح نظام الحوكمة في مجال الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية يعتمد بصورة كبيرة على الدور الذي تمارسه جهات الرقابة، وبصفة خاصة الهيئة العامة للرقابة المالية، لاسيما في مجال التداول. فلقد خص المشرع هذه الهيئة بمراقبة سوق الأوراق المالية وذلك للتأكد من سلامة العمليات التي تتم بها من ناحية، وأنها تتم من خلال القنوات الشرعية للتداول من ناحية أخرى. فإذا كان المشرع قد أناط بتلك الهيئة رقابة سوق الأوراق المالية، فإن الهدف من ذلك ليس فقط الاطمئنان على أن التعاملات التي تتم لم يشوبها غش أو استغلال أو كانت محلاً لمضاربات وهمية، وإنما أيضاً للتأكد من أنها قد تمت من خلال بورصات الأوراق المالية.

٥- أن نجاح نظام الحوكمة يعتمد أيضاً على تحديد مسؤوليات مجلس الإدارة على نحو واضح ودقيق، ما تعلق منها بما ترتبه الاختصاصات العامة من مسؤولية، أو ما ينشأ منها نتيجة للإخلال بواجب الإفصاح والشفافية.

٦- إن ضبط قواعد الحوكمة يقوم أخيراً على إحكام الدور الذي تضطلع به شركات السمسرة، سواء في تنفيذ أوامر البيع والشراء، أو في تحليل البيانات وإيضاحها للمستثمرين.

مع هذا ومع مراعاة ضوابط وأسس الحوكمة يمكننا القول بأن الحوكمة ليست علاجاً سحرياً يمكن من خلاله الخروج بجميع الشركات من الأزمات التي قد تتعرض لها. فليست جميع الشركات التي تعمل قواعدنا ناجحة. فالبعض منها قد يتعرض لأزمات مالية تودي بها إلى النهاية، والدليل على ذلك تلك الأزمة المالية التي تعرضت لها الشركات في دول جنوب شرق آسيا وفي الولايات المتحدة الأمريكية^(١). ولعل مثل تلك الأزمات هي التي تدعونا إلى

(١) فالدراسات تشير إلى أن المؤسسات المالية والشركات التجارية مرتفعة الأداء هي التي يمكنها أن تنفذ بدقة ضوابط وإرشادات الحوكمة. فممازالت معظم الشركات التي تأخذ بهذا النظام بحاجة ماسة إلى تطبيق معايير واضحة تمنع الإفراض غير المدروس

قائمة المراجع

١- المراجع العربية

- د/ أبو زيد رضوان، الشركات التجارية، شركات المساهمة (وفقا لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١) والقطاع العام، دار الفكر العربى، ١٩٨٣.
- د/أحمد بركات مصطفى، حماية أقلية المساهمين فى شركات المساهمة، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٨.
- د/أحمد بركات مصطفى، سوق الأوراق المالية (البورصة)، ضمن مجموعة محاضرات الدورة القانونية التى نظمها مركز الدراسات القانونية لخدمة المجتمع بكلية الحقوق- جامعة أسيوط بالاشتراك مع شعبة الأوراق المالية بالغرفة التجارية بأسيوط، ٢٠٠٦/١١/١٩.
- د/أحمد محمد محرز، الوسيط فى الشركات التجارية، منشأة المعارف، ٢٠٠٤.
- د/أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية فى الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، ٢٠٠١.
- د/ المعتصم د بالله الغريانى، حوكمة شركات المساهمة، دراسة فى الأسس الاقتصادية والقانونية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٨.
- د/ تركى الشمري، حوكمة الشركات فى دول الخليج العربى، القيس، العدد ١٢٣٣٦، الأربعاء، ٣ أكتوبر ٢٠٠٧.
- /حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٧٧/٤٧٨، يناير - أبريل ٢٠٠٥.
- / حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية فى الدول العربية، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٨١، يناير ٢٠٠٦.
- د/ حسين فتحى، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٩.
- د/حسين فتحى، شركة المساهمة، مطبعة جامعة طنطا، ٢٠٠٨.
- د/حسين فتحى، التنظيم القانونى لشركات المساهمة، بدون دار نشر، ٢٠١٠.
- د/ حماد مصطفى عزب، حق المساهمين فى الإعلام تجاه الشركة، بدون دار نشر، ٢٠١٠.
- / راندولف واليرس، جريدة الدستور، العدد ١٥٦٠١، ٢٠٠٧/١٠/٢.

- د/ زينب توفيق السيد عطية، المستثمرون الأجانب فى البورصة المصرية خلال الفترة من ١٩٩٧ إلى ٢٠٠٥، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٨٢، أبريل ٢٠٠٦.
- د/ سامح يوسف الترجمان، تقديم التقرير السنوى للبورصة المصرية، الكتاب الاقتصادى، مؤسسة الأهرام، ٢٠٠٠.
- أ/ سعيد رمضان عرفه، الرقابة على سوق رأس المال وأثرها على استقرار ونمو السوق (دراسة حالة لمصر)، رسالة ماجستير، كلية الحقوق - جامعة الزقازيق، ٢٠٠٧.
- د/ سميحة القليوبى، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، ١٩٨٩.
- د/ سميحة القليوبى، أحكام تداول الأسهم، المبادئ العامة التى تحكم تداول الأسهم، ضمن مجموعة محاضرات الدورة القانونية التى نظمها مركز الدراسات القانونية لخدمة المجتمع بكلية الحقوق - جامعة أسيوط بالاشتراك مع شعبة الأوراق المالية بالعرفه التجارية بأسيوط، ٢٠٠٦/١١/١٩.
- د/ سميحة فوزى، حوكمة الشركات فى مصر مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، ضمن حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين، الفصل الحادى والثلاثون، ص ٣٦١.
- د/ سيد إبراهيم عبد الفضيل، أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على سوق رأس المال المصرى فى ظل عولمة الأسواق الصاعدة، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٨٣، يوليو ٢٠٠٦.
- د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة فى بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، ٢٠٠١.
- د/ صالح راشد الحمراى، دور شركات السمسرة فى بورصات الأوراق المالية، ط ١، ٢٠٠٤.
- د/ عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانونى لأسواق رأس المال، دراسة فى تشريعات مصر والكويت والأردن مقارنة بالنظامين الفرنسى والأمريكى، دار النهضة العربية، ١٩٩٥.
- د/ عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ٢٠٠٥.
- د/ عبد الستار عبد الحميد محمد سلمى، حوكمة الشركات والنمو الاقتصادى مع الإشارة للوضع فى مصر، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٩٢، أكتوبر ٢٠٠٨.
- د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة، بدون سنة نشر.

- د/ عبد الهادي مقبل، بورصة الأوراق المالية وقانون سوق رأس المال، دار النهضة العربية، ٢٠٠٧.
- د/ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية فى التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٩.
- د/ عصام حنفى محمود، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، ٢٠٠٦.
- د/ عماد صالح سلام، إدارة الأزمات فى بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبى، ٢٠٠٢.
- أ/ماجد شوقى، حوكمة الشركات: سهلة المنال بالنسبة للأسواق المتقدمة ... صعبة المنال بالنسبة للأسواق الناشئة؟ www.cipe-arabia.org
- د/ماجدة شلبي، تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية فى ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٩٢، أكتوبر ٢٠٠٨.
- د/محمد إبراهيم موسى، الوجيز فى الشركات التجارية، مطبعة جامعة طنطا، ٢٠٠٧.
- د/محمد حلمى عبد التواب، البورصة المصرية، آلية عملها - الربط بين البورصات، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ٢٠٠٤.
- د/ محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، ١٩٩٢.
- د/ محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المشروع التجارى الجماعى بين وحدة الإطار القانونى وتعدد الأشكال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٩.
- د/ محمد كامل أمين ملش، شرح القانون التجارى التكميلى، مطبعة دار الكتاب العربى، ١٩٥٢.
- د/منير إبراهيم هندى، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٣.
- د/منير إبراهيم هندى، متى يظهر صناع السوق، مجلة البورصة المصرية، العدد ٥٨، ١٩٩٨/٦/٢٢.
- أنرمين أبو العطاء، حوكمة الشركات .. سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، www.cipe-arabia.org

٢- المراجع الأجنبية

- ARCHAMBAULT F. L'information n'est pas un jeu, c'est une responsabilité, Gaz pal, 8 mai 1993.
- AUCKENTHLER F.: Bourse de valeur, législation, nouvelles procédures de sanctions de la COB, JCP, n° 35, août 2000.
- BERNARD J.-F. : Capital markets, M.Macmillan, 1991.
- BEZARD P.: Le nouveau visage de la COB (La loi de la sécurité et la transparence du marché financier et la COB), RID comp, 1989.
- CREDOT F. -J: Droit de la bourse, petites affiches, n° 143, 30 novembre, 1994.
- DANG-TRAN M.-Ch. : le contrôle de l'information financière en France, petites affiches, 16 octobre, n°124, 1998
- DE VAUPLANE H. : Monopole des sociétés de bourse et contre-partie obligatoire, Revue de droit bancaire et de la bourse, n°27, sept-oct, 1991.
- DE VAUPLANE H.& BORNET J.-P. : Droit de la bourse, Litec, 1998.
- DEZOUZE E.: La réforme de la procédure de sanction administrative de la COB, JCP, 1997.
- DION N.: Corporate governance et sociétés françaises, Juris – Classeur, droit des sociétés, juillet – août, 1995.
- DÓUCOULOUX- FAVARD C.: délit d'initié cumulé au délit de fausse information, pitites affiches, novembre 1994.
- DUCOULOUX FAVARD C.: Le délit d'initié dix ans de jurisprudence et d'activité de la COB, Gaz. Pal, 1984.
- DUCOULOUX – FAVARD C.: Comment sanctionner l'initié?, petites affiches, juin 1995.

- FISHER J. & BEWSEY J. : The law of investor protection, Sweet & Maxwell Ltd, 1997.
- FLEURIOT P. : L'origine et le bilan de l'exercice par la COB de son pouvoir de sanction, petites affiches, n° 71, juin 1994.
- FRANCIS J.-C. : Management of investments, International Student Edition, Mc GRAW-Hill International Book Company, 1983.
- GARBADE K. : Securities markets, McGraw – Hill Book Company, 1982.
- GERMAIN M.: Transparence et information, Petites affiches, 1997.
- GUYON Y. : Droit des affaires, droit commercial en général et sociétés, Economica, T.I, 12 éd, 2003.
- HEURTEUX C.: L'information des actionnaires et des epargnants en droit français et comparé, thèse Grenoble, 1960.
- JOHNSON T.-E. : Investment principles, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1978.
- KENADJIAN P.: L'expérience américaine, petites affiches, 16 octobre, n° 124, 1998.
- KNIGHT J.-R. : The management of conflicts of interest in multi-functions securities market, C.O.B, acts de conference, Paris, 1986.
- LAUDE A.: L'information financière, Revue de droit bancaire, n° 6, (novembre – décembre) 2000.
- MAQUIL M.: La bourse, garante de la transparence des marchés financiers, www.google.com.
- MARIN J.-C.: Le délit d'initié en droit français, petites affiches, 1994.
- MARIN J.-C.: La mission du juge dans la prévention des abus, Revue de jurisprudence commercial, 1991.

- MARINI ph.: Les autorités de marché, source institutionnelle de la sécurité des marchés financiers, petites affiches, 1996.
- MARTY D.: Les initiés, D, 1976, p. 94.
- MAZET et FORSCHBACH: Le monopole des sociétés de bourse en matière d'opérations sur valeurs mobilières après la loi du 22 janvier 1988, J.C.P., 1989.
- MOURRE A.: La sécurité et la transparence du marché financier, Gaz pal, n° 133, mai 1990.
- MOUSOULAS S.: autorégulations, déontologie professionnelle et éducation de l'investisseur, Bourse et produits financiers, mai- juin 1998.OECD, Principles of corporate governance, 2004.
- PAGE A.-C. & FERGUSON R.-B. : Investor protection, Weidenfeld & Nicolson, London, 1992.
- PELTIER F.: Dévoir d'information de l'intermédiaire financier, Banque et droit n° 30, jully – août, 1993.
- PINATTIN J. -P.: La France souffre d'un manqué de culture financière, Revue Banque, décembre 1997.
- RIVES-LANGE J.-L.: L'abus de majorité, Revue de jurisprudence commercial, n° spécial, 1991.
- ROGER A.: La notion d'avantage injustifié, JCP, 1998. RONALD. F.: Ethics and corporate governance, an Australion Handbook, University of New South Wales, Press, LTD, 2000.
- RUTTERFORD J.: Introduction to stock exchange investment, M. Macmillan, 1993.
- SAINT – GEOURS J. : L'information boursière, petites affiches, 1994.
- SALOMON R.: La réforme de la procédure de sanction de la COB par les décrets du 1^{er} août 2000, revue des sociétés, n° 5, sept-oct, 2000.
- TEWELES R.-J, BRADLEY E. & TEWELES T.-M. : The stook market, sixth ed, John Wiley, 1992.

- TILLAYE M.: L'information des actionnaires préalable et concomitante à la réunion de l'assemblée générale ordinaire annuelle dans les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, thèse, Paris, 1973.
- TIROLE J.: Corporate Governance, *Econometrica*, vol. 69, n° 1, 2005.
- TRICOT D.: Abus de droit dans les sociétés, abus de majorité et abus de minorité, *RTD,com*, 1994.
- TUNC A.: Le gouvernement des sociétés anonymes, le mouvement de réforme aux Etats-unis et au Royaume-Uni, *RID Comp*, 1994.
- VAUPLANE H.: Utilisation d'un information privilégiée, *Banque et droit*, n° 32, novembre – décembre, 1993.
- VIANDIER A.: Sécurité et transparence du marché financier, commentaire des titres 1 et 2 de la loi du 2 août 1989, *JCP*, éd G, n° 49, 1989, 3420.

