

## نظرة موجزة على حكم التشريع المصرى والانجليزى فى مجال تنظيم سوق النقد ورأس المال وحتى لا تقف الدولة موقف الرجل المريض فى سوق رأس المال (البورصة)

د. محمود عبد الله البغدادى (\*)

### مقدمة :

على مدار هذا البحث نود ان نجيب على التساؤلات التالية اولاً- ما هى الفوائد التى تعود على الاقتصاد الوطنى من الابقاء على قانون ضمانات وحوافز الاستثمار بصورته الراهنة فى ظل صدور قانون التأجير التمويلى وقانون التمويل العقارى ونشاط توريق الحقوق المالية؟ ثانياً- ما جدوى قانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية فى ظل الابقاء على قواعد الاندماج بين الشركات بصورتها الراهنة؟ وهل زاد المشرع الطين بلا بتقريره لنظام عروض شراء الاسهم بقصد الاستحواذ باعتبارها تمثل اعتداء صارخاً على حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية؟ ثالثاً- ما هى الفائدة التى تعود على الاقتصاد الوطنى من تقرير المشرع لتشريع مكافحة الاغراق بصورته الراهنة وهل لدينا صناعات تستحق الحماية مثل الدول الصناعية التى تقر هذه التشريعات من اجل حماية صناعاتها؟ رابعاً- ما هى الفائدة التى تعود على الاقتصاد الوطنى من تهميش دور البنك المركزى والبنوك التجارية الخاضعة لاشرافه فى الحياة الاقتصادية وانتزاع كثيراً من الأنشطة التى تمثل صميم اختصاصاته سواء قام بها مباشرة او عن طريق البنوك التجارية والاستثمارية المتخصصة الخاضعة لاشرافه مثل أنشطة امناء الحفظ والتى تتمثل فى (توريق الحقوق المالية- شراء الاوراق المالية بالهامش- اقراض واقتراض الاوراق المالية بغرض البيع)؟ خامساً- كيف يتسنى للبنك المركزى والبنوك التجارية الخاضعة لاشرافه ممارسة نشاط المؤجر طبقاً للمادة الاولى من قانون التأجير التمويلى وقد تم سلب هذه الأنشطة منها (أنشطة أمناء الحفظ) بالإضافة الى أنشطة اخرى سنذكرها عاجلاً؟ او بمعنى آخر كيف يتسنى لهذه البنوك توفير الغطاء النقدى او رؤوس الاموال التى تستطيع ان تباشر بها نشاط المؤجر وقد تم حرمانها من أنشطة امناء الحفظ؟ ولماذا لم ينص المشرع على انشاء ادارة مستقلة داخل هذه البنوك تسمى ادارة التمويل العينى لتمويل نشاط التأجير التمويلى على النسق الاوروبى؟ وكيف يتسنى للبنك المركزى احكام رقابته على الائتمان<sup>(1)</sup> والعمل على استقرار اسعار صرف النقد.

المحلى دون التوقف على حجم سوق النقد او سوق الخصم او اهمية سعر الفائدة<sup>(2)</sup> ودون النظر الى مدى اعتماد البنوك التجارية فى مزاوله عمليات الاقراض والاستثمار على البنك المركزى فى الحصول على القروض، وقد سلب منه ومن بنوك القطاع العام هذه الأنشطة التى يمكن ان تحقق ربحية له؟ سادساً- ماذا يضير المشرع اذا اسند الى البنك المركزى عن طريق الشركات التى تنشئها بنوك القطاع العام القيام بدور صانع

(\*) مستشار قانونى بمحافظة الفيوم.

السوق فى سوق الاوراق المالية (البورصة) قياسا على قيامه بدور الرقيب على الائتمان فى سوق النقد لتلافى آثار الازمات المالية التى تعصف بالبورصة داخليا او خارجيا من حين لآخر ، شريطة ان يمنحه تلك الانشطة والتى تمكنه من تحقيق الربحية عن طريق الشركات التى ينشئها هو او بنوك القطاع العام الخاضعة لاشرافه؟ سابعا- ما الذى يضير المشرع فى ان يقصر عملية اصدار صكوك التمويل على البنوك وفروع البنوك الخاضعة لاشراف البنك المركزى من خلال الشركات التى تنشئها؟ ثامنا- ما الذى يضير المشرع فى ان يقصر نشاط تكوين وادارة محافظ الاوراق المالية وصناديق الاستثمار على بنوك القطاع العام المملوكة للدولة؟ تاسعا- ما الذى يضير المشرع فى ان يسند نشاط السمسرة فى الاوراق المالية على بنوك القطاع العام عن طريق الشركات التى تنشئها بما تدره من ارباح مضمونة تعود على الاقتصاد الوطنى من جهه ومن جهة اخرى ضمان عدم التلاعب فى اسعار الاوراق المالية وضبط جرائم غسل الاموال؟ عاشرا- ما الذى يضير المشرع فى ان يسند عمليات طرح الاوراق المالية للاكتتاب العام للبنوك المملوكة للدولة او بيوت الاصدار، ثم تقوم هذه البنوك باعادة طرحها على الجمهور وتستفيد من هامش الربح كما هو الحال فى القانون الانجليزى؟ حادى عشر- ما هو اثر الخصخصة وضمانات وحوافز الاستثمار وقانون التصرف بالمجان فى الاراضى الصحراوية المملوكة للدولة او الاشخاص الاعتبارية العامة على املاك الدولة، وهل هناك بديل عن هذه القوانين يحمى ملكية الدولة ويقوم بنفس هدفها؟ ثانى عشر- كيف يتسنى للبنوك المسجلة لدى البنك المركزى بعد موافقته ان تزاوّل نشاط التمويل العقارى طبقا للمادة الثالثة من قانون التمويل العقارى اذا لم يسمح لها المشرع صراحة بممارسة أنشطة ائتمان الحفظ وتكوين وادارة محافظ الاوراق المالية ونشاط السمسرة وصناديق الاستثمار؟ ثالث عشر- هل هناك جدوى من الابقاء على المادة رقم 12 من قانون مكافحة غسل الاموال والمستبدلة بالقانون رقم 181 لسنة 2008 فيما يتعلق بواجب الافصاح للسلطات الجمركية عما يحمله الشخص عند دخوله او خروجه من البلاد عما تتجاوز قيمته عشرة الاف دولار أو ما يعادلها بالنقد الاجنبى ، لماذا يسوى المشرع بين عملية ادخال النقد وخروجه؟

وقبل ان نشرع فى الاجابة على هذه التساؤلات والتى تعد الاجابة عنها مؤشرا على وجوب اعادة النظر فى قواعد الخصخصة والقانون رقم 8 لسنة 1997 بشأن ضمانات وحوافز الاستثمار والقانون رقم 5 لسنة 1996 فى شأن قواعد التصرف بالمجان فى الاراضى الصحراوية المملوكة للدولة او الاشخاص الاعتبارية العامة وقيل ان نشرع فى الاجابة لا بد أن نشير الى ان النظام القانونى الذى يحكم سوق المال المصرى على عكس نظيره الانجليزى لا يجمعه تشريع واحد بل ان القواعد القانونية التى تحكمه مبعثرة بين التقنين التجارى والقانون رقم 159 لسنة 1981 وقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 والقانون رقم 93 لسنة 2000 باصدار قانون الأيداع والقيود المركزى للاوراق المالية وقوانين وقرارات اخرى سواء كانت مكمله او معدله او منفذه لقانون سوق رأس المال وقانون الأيداع والقيود المركزى ولائحتيهما وكذا القانون رقم 8 لسنة 1997 فى شأن ضمانات وحوافز الاستثمار والقانون رقم 80 لسنة 2002

بإصدار قانون مكافحة غسل الاموال وتعديلاته والقانون رقم 230 لسنة 1996 بتنظيم تملك غير المصريين للعقارات المبنية والاراضى الفضاء والقانون رقم 5 لسنة 1996 فى شأن قواعد التصرف بالمجان فى الاراضى الصحراوية وقانون الكسب غير المشروع والقانون رقم 3 لسنة 1998 والقانون رقم 10 لسنة 2009 بشأن تنظيم الرقابة على الاسواق والادوات غير المصرفية وقانون حماية المنافسة ومنع لممارسات الاحتكارية الصادر بالقانون رقم 3 لسنة 2005 والقانون رقم 95 لسنة 1995 بشأن نشاط التأجير التمويلى وقانون التمويل العقارى الصادر بالقانون رقم 148 لسنة 2001 والقانون رقم 88 لسنة 2003 بشأن قانون البنك المركزى والجهاز المصرفى ، الامر الذى يتطلب تنظيم القواعد القانونية التى تحكم سوق المال تنظيميا متكاملًا بدلًا من تشتت الاحكام المنظمة لها فى قوانين متفرقة يصعب على المستثمر الاحاطة بها وترهق كاهل القضاء عند نظر الدعاوى المتعلقة بها.

والواقع ان هذا التشتت يدل على مدى الفوضى التشريعية التى لا ترجع فقط الى تعدد التشريعات ولكن ترجع ايضا الى اختلاف التوجيهات التى يمثلها كل تشريع والى تنوع مصادره بحيث يمكن القول بأن قانون سوق رأس المال فى مصر<sup>(4)</sup> لاتحكمه فلسفة واحدة واضحة وانما تحكمه مجموعة من النصوص لا يجمعها جامع ولا يربطها رابط سواء من حيث الفلسفة التشريعية او حتى مجرد الصياغة الفنية الأمر الذى يحتم بالاسراع باحداث تعديلات لقانون سوق رأس المال تتم صياغتها وفقا للاحتياجات المصرية ووفقا لمتطلبات المصلحة الوطنية وتقوم على فلسفة واضحة بدلًا من النصوص المنتقاة من هنا وهناك دون ضابط او رابط<sup>(5)</sup>.

ويبدو ان الشئ الوحيد الذى يجمع بين هذه النصوص المتناثرة هو الرغبة فى الخلاص من القانون رقم 159 لسنة 1981 الذى صدر فى ظل مرحلة الانفتاح الاقتصادى فيما يتعلق بتنظيم عملية الاكتتاب والتداول بالنسبة للاوراق المالية التى تصدرها شركات المساهمة والتوصية بالاسهم من اجل ذلك فانه ينبغى توحيد هذه القواعد القانونية وتجميعها فى قانون واحد<sup>(6)</sup> يصبو الى تحقيق المصلحة الوطنية للوطن والمستثمرين على حد سواء<sup>(7)</sup>.

فبعد صدور قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 فاننا نلاحظ تداخله والتباسه مع قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981 وهو وضع غير مقبول يصعب معه استظهار الحكم القانونى<sup>(8)</sup> السليم وبتطبيق ذلك وبالدراسة المقارنة مع التشريع الانجليزى يتبين لنا ان القانون المصرى قد تأثر بهذا الاخير واندفع وراءه فى حالات اخرى دون اقامة أى اعتبار للمبادئ القانونية الراسخة قانونا فى بعض الاحيان وشابه القصور فى احيان اخرى - والمثل الواضح على الحالة الاولى- ما تنص عليه المادة 28 / 1 من قرار وزير التجارة الخارجية رقم 321 لسنة 2003 والتى تنص على انه "اذا لم يتم تغطية الاكتتاب خلال المدة المحددة وجب الاكتفاء بما تم تغطيته" مخالفة بذلك لمبدأ المشروعية فى القانون المصرى (أى عدم جواز مخالفة القاعدة الادنى للقاعدة الاعلى) لأنها تخالف نص المادة رقم 3 / 1 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال والتى تشترط لصحة الاكتتاب ان يكون كاملا بأن يغطى جميع اسهم الشركة التى تمثل رأس

المال المصدر بينما اذا نظرنا للمادة المناظرة لهذه المواد فى القانون الانجليزى وهى المادة رقم 84 من قانون الشركات الانجليزى لسنة 1985 وتعديلاته لسنة 2006 نجدها تنص على عدم جواز المضى فى انشاء الشركة اذا لم يغط الاكتتاب رأس المال المصدر بالكامل<sup>(9)</sup>.

وهذا التشتت التشريعى يجعلنا نهيىب بالمشرع ان يجمع هذه القواعد المتشتتة فى قانون واحد حتى يتسنى للمحكمة الاقتصادية سهولة الفصل فى هذا النوع من القضايا المعقدة. وبالدراسة المقارنة مع التشريع الانجليزى ايضا نجد ان قانون سوق رأس المال المصرى قد شابه القصور والتحوط لمواجهة المستجدات التى قد تطرأ فى عالم الشركات والتى تنبه لها المشرع الانجليزى<sup>(10)</sup> فى المواد من 151 حتى 158 من قانون الشركات الانجليزى والتى تعرضت لأحكام مبدأ حظر المساعدات المالية المقدمة من الشركات للغير لشراء أسهمها سواء كانت هذه المساعدة المالية قد قدمت بطريقة مباشرة أو غير مباشرة وسواء كانت فى صورة قرض من الشركة لهذا الغير أو هبة أو اعتماد أو ضمان... الخ من المساعدات وسواء كانت سابقة أو معاصرة أو لاحقة على عملية الشراء، فقد فطن المشرع الانجليزى لمثل هذه المساعدات واعتبرها بمثابة تحايل من الشركة للاعتداء على مبدأ ثبات رأس المال وعلى حقوق الدائنين<sup>(11)</sup> والمساهمين، فحرمها بموجب تلك النصوص ونص على بطلانها بطلانا مطلقا مع عدم احقية الطرفين (مقدم المساعدة والمقدمة له المساعدة) فى المطالبة بتنفيذها أما القانون المصرى فلم تشر نصوصه الى هذا الحظر، مما يوحي بوجود فراغ تشريعى فى حالة قيام الشركة بتقديم بعض التنازلات أو الاعفاءات أو التسهيلات أو الضمانات أو القروض أو الهبات الى شخص ما سواء كان شخص طبيعى أو معنوى لتشجيعه على شراء اسهم هذه الشركة لتوطيد سيطرتها على حقوق التصويت واصدار القرارات أو غير ذلك من اساليب سيطرة الاقلية على مجريات الامور فى الشركة أو محاولة اخفاء صفة السيطرة الفعلية أو الارتباط بين الاشخاص وعدم الافصاح عنها للتلاعب بأسهم البورصة، ونحو ذلك من الامور التى تحدث على ارض الواقع العملى، كما هو الحال فى قضية التلاعب بأسهم البورصة والتى تم فيها بيع البنك الوطنى المصرى الذى يساهم فيه بنوك قطاع عام مما ادى الى التسبب فى وجود خسائر كبيرة للاقتصاد المصرى وتدمير الجهاز المصرفى للبلاد.

وعلى ذلك فاننا نهيىب بالمشرع ان ينص صراحة على حظر قيام البورصة او الهيئة العامة للرقابة المالية او الشركات العاملة فى مجال الاوراق المالية كما عرفتھا المادة رقم 27 من قانون سوق رأس المال بتقديم المساعدات المالية للغير سواء كان شخص طبيعى أو معنوى وسواء كان مساهما بالشركة أو من الغير لما قد يترتب على ذلك من صيرورة الشركة جزء من ذاتها أو خلق سوق زائفة على اسهمها باثارة طلب مصطنع على هذه الاسهم كما حدث يوم 14 مارس 2006 يوم الثلاثاء الاسود عندما استولت احدى الشركات القابضة للاستثمار المباشر على اموال صغار المستثمرين.

ولنفس الاسباب ايضا نهيىب بالمشرع ان يحظر على الوزراء المختصين منح اية امتيازات لأى شركة فى صورة الامر المباشر.

وبالدراسة المقارنة ايضا مع التشريع الانجليزى فى مجال قانون سوق رأس المال بالنسبة للشركات التى تطرح اسهمها فى اكتتاب عام وعلى الاخص- عروض الشراء بقصد الاستحواذ - التى نص عليها المشرع المصرى بالباب الثانى عشر المضاف بقرار وزير الاستثمار رقم 12 لسنة 2007 لوجدنا ان احكام هذا النظام تكاد تكون مقتبسة من نظيرتها فى القانون الانجليزى المعروفة بـ *take-over bidder*<sup>(12)</sup> دون مراعاة لاختلاف الفلسفة التشريعية بين النظامين ، فادخال هذا النظام- اى عروض الشراء بقصد الاستحواذ - وبهذه الطريقة المستنسخة تبين لنا ان هذا النظام يؤدى الى تقويض البناء النظرى لشركة المساهمة ذات الاكتتاب العام او المقيدة بالبورصة هذا النظام القائم على ديمقراطية الادارة واستبدالها بالوجارشية السيطرة التى تؤدى الى التحكم فى تعيين اعضاء مجلس الادارة او فى القرارات الصادرة منه او من الجمعية العامة للشركة المعنية ، مما يؤدى الى الافتئات على حقوق الاقلية بالرغم من ان الدافع الرئيسى من تقرير عروض الشراء هو حماية الاقلية عن طريق اجبار الاغلبية على شراء اسهمهم كما هو الحال فى عرض الشراء الاجبارى ، فقد نص المشرع صراحة على حماية حقوق الاقلية فى المواد 357 و 358 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والمضافتين بالفصل السابع من قرار وزير الاستثمار رقم 12 لسنة 2007 وبدلا من ان يعيد المشرع التوازن المفقود بين اقلية المساهمين والقلة المسيطرة على مجريات الامور فى الشركة ، الا انه زاد من حدة الانفصال بينهما بتقريره لهذا النظام أى عروض الشراء بقصد الاستحواذ الذى يؤدى الى تركيز السلطة فى يد القلة سواء فى صورة سيطرة فعلية أو تكوين اشخاص مرتبطة ترتدى ثوب الذئاب الجائعة وتتنمر بهذا النظام لتتقضى على الاقتصاد الوطنى المتمثل فى رؤوس اموال الشركات المساهمة ذات الاكتتاب العام او المقيدة اسهمها فى البورصة كما هو الحال فى قضية الاستيلاء على اسهم شركة الدخيلة والبنك الوطنى المصرى وكان هذا النظام اشبه بنظام الخصخصة ، او المساعدة على تكوين الاحتكارات بالمخالفة لقانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية الصادر بالقانون رقم 3 لسنة 2005، وهذا على عكس القانون الانجليزى الذى قرر عروض الشراء بقصد الاستحواذ لحماية حقوق الاقلية اى من يملكون 10 % فأقل من اسهم الشركة والمعترضين على عرض الشراء الاختيارى ، فقد قرر لهم المشرع عرض الشراء الاجبارى فى المواد 428 و 429 من قانون الشركات الانجليزى بطريقة متوازنة كطريقة من طرق الاندماج بين الشركات ، اذا ما رفضت الشركة المستهدفة بالعرض- سواء كان الرفض من مجلس الادارة او من المساهمين العاديين - العرض المقدم من الشركة مقدمة العرض ، فاذا ما تم رفض عرض الاستحواذ على النحو السابق فان لمجلس ادارة الشركة المستهدفة بالعرض ان يدعم اقتراح الاندماج بين الشركتين (مقدمة العرض والمستهدفة بالعرض) ويدعو الى اجتماع عاجل لتنظيم عملية الاندماج بين الشركتين طبقا للمادة 110 من قانون الإفلاس الانجليزى لسنة 1986 او طبقا للمادة 425 من ذات القانون على حسب الاحوال بعد تعديلات 2006<sup>(13)</sup> وكذا حالة رغبة الشركة التابعة فى الاستحواذ على اسهم الشركة القابضة أو العكس<sup>(14)</sup>.

وعلى ذلك فاننا نهيب بالمشرع ان يسلك نفس مسلك المشرع الانجليزى بالنسبة لتنظيم

عروض الشراء بقصد الاستحواذ وقصرها فقط على حالة عرض الشراء الاجبارى وحالات الاندماج الرأسى بين الشركات لحماية حقوق صغار المستثمرين من سيطرة القلة ومنع الممارسات الاحتكارية وحماية المنافسة المشروعة وان ينص على اعتبار عرض الشراء بمثابة اكتتاب سواء كان عاما او خاصا ومشروع عرض الشراء بقصد الاستحواذ ومذكرة المعلومات التى تقدمها الشركة مقدمة العرض الى الهيئة العامة للرقابة المالية بمثابة نشرة الاكتتاب حكما كما هو الحال فى القانون الانجليزى لبث مزيد من الحماية لأقلية المستثمرين وحماية المنافسة ومنع الاحتكارات<sup>(15)</sup>.

وعلى غرار تعديلات قانون الشركات الانجليزى لسنة 1985 والتى تم تعديلها سنة 2006 فاننا نعيب بالمشروع المصرى ان يعيد النظر فى قانون ضمانات وحوافز الاستثمار الصادر بالقانون رقم 8 لسنة 1997 خاصة بعد صدور القانون رقم 95 لسنة 1995 بشأن قانون التأجير التمولى وقانون التمويل العقارى الصادر بالقانون رقم 148 لسنة 2001 ونشاط توريق الحقوق المالية ، والذى اصبح من العبث الإبقاء على هذا القانون (قانون ضمانات وحوافز الاستثمار) بحالته الراهنة على الرغم من صدور قانون التأجير التمولى والذى يمكن تعريفه "بانه نشاط تمويلى لشراء معدات او اصول رأسمالية بغرض التأجير، حيث يقوم المؤجر بتمويل شراء اصول محددة ومطلوبة بمعرفة المستأجر وتؤجر اليه بعقد طويل الاجل وغير قابل للإلغاء، بحيث تغطى القيمة الاجارية التى يلتزم بها المستأجر الاموال المدفوعة من قبل المؤجر فى تلك المعدات والاصول الرأسمالية وفوائدها البنكية وهامش ربحها ويتحمل المستأجر تكاليف الصيانة والاصلاح والتجديد، ويحق للمستأجر ان يطالب بتجديد العقد لمدة او لمدد اخرى وله خيار الشراء لهذه المعدات والاصول فى نهاية العقد مقابل القيمة المتبقية من تكاليف الشراء بالاضافة الى الفوائد وهامش الربح او قيامه بشراء تلك المعدات بسعر يتم تحديده مع المؤجر عند بداية التعاقد او قيامه (المستأجر) باعادة التأجير لمدة او لمدد اخرى" وقد تضمن قانون التأجير التمولى فى احشائه مزايا وفوائد للاقتصاد الوطنى تريبو وتزيد كثيرا عن المزايا التى تعود على الاقتصاد الوطنى من قانون ضمانات وحوافز الاستثمار وبدون ضياع لأموال الوطن فى صورة الضمانات والحوافز التى تقدمها الدولة للمستثمرين الذين لا يبالون الا بمحض مصلحتهم الخاصة والتى يؤثرونها على مصلحة الوطن وعلى ذلك فاننا نجيب على التساؤلات الواردة بصدر المقدمة المباحث التالية:

#### المبحث الاول: مدى جدوى الإبقاء على قانون ضمانات وحوافز الاستثمار بصورته الراهنة:

**تقديم وتقسيم:** قبل ان نشرع فى الاجابة على هذا التساؤل والتى تعد الاجابة عنه مؤشرا على وجوب اعادة النظر فى القانون رقم 8 لسنة 1997 بشأن ضمانات وحوافز الاستثمار والقانون رقم 5 لسنة 1996 بشأن قواعد التصرف بالمجان فى الاراضى الصحراوية المملوكة للدولة او الاشخاص الاعتبارية العامة ، لايد ان نشير الى ماهية الفوائد او الاضرار التى تعود على الاقتصاد الوطنى او تكبله طبقا لقانون ضمانات وحوافز الاستثمار المصرى مقارنة بنظيره الانجليزى فى هذا الخصوص.

ومن هذا المنطلق ومن خلال هذا المبحث ، فاننا نود ان نجيب على التساؤل الاتى: ما هى الفوائد التى تعود على الاقتصاد الوطنى من الابقاء على قانون ضمانات وحوافز الاستثمار بصورته الراهنة فى ظل صدور قانون التأجير التمويلى وقانون التمويل العقارى ونشاط توريق الحقوق المالية وقانون صكوك التمويل؟

وللاجابة على هذا التساؤل فاننا نقسم هذا المبحث الى مطلبين على النحو التالى:  
المطلب الأول: مدى جدوى الابقاء على قانون ضمانات وحوافز الاستثمار بصورته الراهنة فى ظل صدور قانون التأجير التمويلى وقانون التمويل العقارى ونشاط توريق الحقوق المالية:

المطلب الثانى: مدى جدوى الابقاء على قانون ضمانات وحوافز الاستثمار بصورته الراهنة فى ظل اصدار قانون صكوك التمويل:  
وذلك على التفصيل التالى:

**المطلب الاول: مدى جدوى الابقاء على قانون ضمانات وحوافز الاستثمار بصورته الراهنة فى ظل صدور قانون التأجير التمويلى وقانون التمويل العقارى ونشاط توريق الحقوق المالية(16):**

الدوافع التى حدثت بالمشروع لاصدار قانون ضمانات وحوافز الاستثمار بصورته الراهنة والرد عليها:

اذا تعلل المشروع المصرى بأن قانون ضمانات وحوافز الاستثمار يرمى الى توسيع قاعدة الاعتماد على استثمارات القطاع الخاص سواء كانت محلية ام اجنبية لتنفيذ برنامج الاصلاح الاقتصادى واعادة بناء البنية الاساسية لتهيئة المناخ الملائم لجذب المستثمرين بأتاحة المرافق والخدمات اللازمة لقيام المشروعات الاستثمارية التى تعجز الحكومة بمواردها عن توفير التمويل اللازم لتغطية التكاليف الرأسمالية اللازمة لهذه المشروعات ، فذلك مردود عليه بأن قيام الدولة بأتاحة المرافق والخدمات لاستثمارات القطاع الخاص سواء كان المحلى او الاجنبى فى صورة ضمانات وحوافز الاستثمار يتأتى على حساب تفريط الدولة فى اموالها ويجعلها بمثابة الطرف الضعيف فى مواجهة هؤلاء المستثمرين ، ثم ان قانون التأجير التمويلى يقوم بنفس هذا الدور (توفير التمويل الأجل لهذه المشروعات) دون تكلفة الحكومة بأية اعباء تتمثل فى تلك الضمانات والحوافز ، حيث يمكن الرجوع الى اتفاقات التأجير التمويلى لتنفيذ سياسة الحكومة المتعلقة بالاصلاح الاقتصادى وذلك عن طريق مساعدة شركات القطاع العام عن طريق الايجار التمويلى للقيام بعمليات الاحلال والتجديد لأصولها وخطوط انتاجها بأحدث اساليب التكنولوجيا دون تحميل ميزانية الحكومة تكاليف الحصول على هذه الاصول والخطوط الانتاجية والتى سوف توفرها هذه المشروعات عن طريق ابرام عقد التأجير التمويلى مع احدى الشركات العاملة فى نشاط التأجير التمويلى او البنوك المرخص لها بذلك من قبل البنك المركزى(17) (مع ملاحظة انشاء ادارة مستقلة بالبنوك المصرية الخاضعة لاشراف البنك المركزى تسمى ادارة التمويل العيىنى كما هو الحال فى البنوك الاوربية) سواء كانت هذه الشركات او البنوك محلية او اجنبية باستأجارها دون حاجة لاقتنائها ودفع كامل ثمنها او حتى تقديم دفعة مقدمة بل يقتصر الامر على قيام المستأجر (شركات

القطاع العام فى هذه الحالة) بدفع ايجار دورى مع احتفاظ المؤجر التمويلي بملكية تلك الاصول مع امكانية نقلها الى المستأجر فى نهاية مدة عقد الايجار بثمن رمزى يتم الاتفاق عليه بين المؤجر والمستأجر وفى هذه الحالة تكون شركات القطاع العام مستأجر والطرف الثانى الذى قدم لها التمويل مؤجر وتسرى عليهما احكام عقد التأجير التمويلي المعروفة قانونا.

ومن هذا المنطلق وعلى النسق الاوربى وحتى يتسنى للحكومة توفير التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية بعيداً عن قانون ضمانات وحوافز الاستثمار فاننا نهيىب بالمشروع المصرى ان ينص صراحة على قصر بعض أنشطة امناء الحفظ على بنوك القطاع العام وفروعها الخاضعة لاشراف البنك المركزى وعلى الاخص- توريق الحقوق المالية- شراء الاوراق المالية بالهامش- على التفصيل التالى:

بالنسبة لنشاط توريق الحقوق المالية "التسديد" (انظر المواد من 41 مكرر حتى 41 مكرر 8 من قانون سوق رأس المال والمواد من 300 حتى 315 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ، الباب العاشر المضاف بقرار وزير الاستثمار رقم 46 لسنة 2004 وقرار وزير الاستثمار رقم 139 لسنة 2006)، فاننا نهيىب بالمشروع ان يسند هذا النشاط الى البنوك وفروع البنوك الخاضعة لاشراف البنك المركزى سواء بطريقة مباشرة او عن طريق شركات توريق تنشئها هذه البنوك، فهذا النشاط معناه ان يكون هناك بعض الراغبين فى الاستثمار الذين يكون لديهم حقوق مالية غير قابلة للتداول فى سوق الاوراق المالية كالاوراق التجارية- شيك كمبيالة سند... الخ، وكذلك الحقوق المالية الناشئة عن التمويل العقارى (حق الامتياز على العقار او رهنه رسمياً) على ان تكون هذه الحقوق مشفوعة بالمستندات والضمانات المثبتة لها بما فى ذلك الاوراق التجارية والكفالات والتأمينات واية ضمانات اخرى- وهذه الحقوق آجلة الدفع، فيقوم هؤلاء الاشخاص بابرام اتفاق مع احدى شركات التوريق بتحويل هذه الحقوق بما لها من ضمانات الى احدى شركات التوريق مقابل قيام شركة التوريق باصدار سندات عن هذه الحقوق تدر عليهم فائدة ثم رد هذه الحقوق او الاموال اليهم فى موعد يتم الاتفاق عليه، ثم يقوم المحيل بتحصيل هذه الحقوق نيابة عن شركة التوريق لمصلحة حملة السندات التى تصدرها الشركة وتسمى هذه الحقوق المحالة الى شركة التوريق بمحفظة التوريق وتسمى شركة التوريق بالمحال اليه، ولشركة التوريق ان تعهد الى امين الحفظ المودعة لديه الاوراق ان يستثمر فائض المبالغ المودعة لديه فى اذون خزانة او ودائع لدى البنوك المسجلة لدى البنك المركزى كما له ان يعهد بذلك الى احدى شركات ادارة محافظ الاوراق المالية متى كانت نشرة الاككتاب فى سندات التوريق تسمح بذلك ، وهكذا تقوم شركات التوريق بتحقيق رصيد هائل من السيولة وارباح سهلة وميسورة الاقتصاد الوطنى اولى بها والبنك المركزى يكتفى بدور المشاهد! وينتظر فقط حصيلة الضرائب على هذا النشاط.

ومن هذا المنطلق ايضا وبعيدا عن قانون ضمانات وحوافز الاستثمار، فاننا نهيىب بالمشروع المصرى ان يقصر نشاط توريق الالتزامات والحقوق الناشئة عن التمويل العقارى على شركات التوريق التى تنشئها بنوك القطاع العام وفروعها الخاضعة

لإشراف البنك المركزى<sup>(18)</sup> سواء بطريقة مباشرة أو عن طريق شركات توريق تنشئها هذه البنوك ، خاصة وأن المشرع قد أجاز للبنوك المسجلة لدى البنك المركزى بعد موافقته أن تزاوّل نشاط التمويل العقارى (م 3 فقرة 2 من قانون التمويل العقارى)، فقد نظم قانون التمويل العقارى رقم 148 لسنة 2001 أحكام نشاط التمويل العقارى للاستثمار فى مجالات شراء أو بناء أو ترميم أو تحسين المساكن والوحدات الادارية والمنشآت الخدمية ومباني المحال المخصصة للنشاط التجارى وذلك بضمان حق امتياز على العقار أو رهنه رسمياً أو غير ذلك من الضمانات التى يقبلها الممول طبقاً للجراءات والقواعد التى تحددها اللائحة التنفيذية لقانون التمويل العقارى (م 1 من قانون التمويل العقارى) وقد منح المشرع للممول الحق فى أن يحيل حقوقه المالية ومستحقاته أجله الدفع بالضمانات المقررة لها والناشئة عن اتفاق التمويل الى احدى شركات التوريق (م 11 من قانون التمويل العقارى مستبدلة بالقانون رقم 143 لسنة 2004) وكان اولى بالمشرع ان ينص على تبعية شركات التوريق للبنوك وفروع البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزى لما لهذا النشاط (نشاط التوريق) من مزايا تعود على الاقتصاد القومى ككل وهذه المزايا فى هذه الحالة تتمثل فى- تمكين البنوك وفروع البنوك من تحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول ( الضمانات والامتيازات التى يمتاز بها الممول قبل المستثمر وبائع العقار) الى اوراق مالية جديدة قابلة للتداول مما يساهم فى زيادة السيولة لدى تلك البنوك وتحسين معدل كفاية رأس مال البنك نظراً لتحويل القروض العقارية التى تم الاتفاق عليها بين الممول والمشتري باعتباره المستثمر وبائع العقار الى سيولة مباشرة لدى البنك - وبالتالي تنعكس هذه الزيادة على الاقتصاد الوطنى ككل<sup>(19)</sup> وتنشط سوق الاوراق المالية حيث ان عملية السندات المضمونة برهن عقارى تمثل اداة طويلة الاجل لحائزها عند تداولها فى البورصة او الاقتراض بضمانها او تحويلها الى اسهم بعيداً عن حوافز الاستثمار التى ارهقت كاهل الدولة.

**المطلب الثانى: مدى جدوى الابقاء على قانون ضمانات وحوافز الاستثمار فى ظل اصدار قانون صكوك التمويل:**

ومن هذا المنطلق ايضا وبعيدا عن قانون ضمانات وحوافز الاستثمار ، فاننا نهيب بالمشرع المصرى ان يقصر نشاط اصدار صكوك التمويل على البنوك وفروع البنوك المملوكة للدولة والخاضعة لإشراف البنك المركزى بالنسبة للشركات التى تنشئها هذه البنوك ، حيث ان هذا النشاط سيوفر سيولة كبيرة لدى هذه البنوك من خلال الشركات التى تنشئها وبالتالي يمكن استثمار هذه الاموال الضخمة فى تمويل المشروعات التى تصبو الدولة الى تحقيقها واستثمار اموالها فيها.

وصكوك التمويل ذات العائد المتغير هى البديل عن السندات لانها تصدر بناء على اصول سواء كانت عقارية ام اسهم وهى اداة تمويلية قوية لانها مبنية على اصول، وتختلف عن السندات لان مالك الصكوك يشارك فى العائد الاستثمارى ربها وخسارة على عكس السندات التى تدر فائدة ثابتة.

ويمكن اصدار صكوك التمويل بأجال متعددة وبعملات مختلفة ويمكن استخدامها من قبل البنك المركزى كأداة من ادوات سوق النقد ويوجد اربعة عشرة نوعاً من صكوك

التمويل اهمها صكوك الاجارة والمرابحة والاستصناع .  
ومجالات استخدام صكوك التمويل كثيرة ومتنوعة فيمكن استخدامها كأداة من ادوات ضبط الاداء المالى النقدى للدولة ودعم المشروعات الصغيرة والمتوسطة ومشروعات التنمية الاقتصادية الكبرى مثل مشروعات الغاز والنفط والصناعة وغيرها من المشاريع التمويلية ، كما انها تعد مصدر تمويل مهم بالنسبة لشركات المساهمة .  
ولقد اصبحت صكوك التمويل ذات العائد المتغير اداة استثمارية تحويلية عالمية اثبتت فاعلية كبرى فى توزيع المدخرات وتنميتها حيث اصبحت دول العالم تعدها اداة استثمارية لتنمية اقتصادياتها وكان لها دور كبير فى تلافى آثار الازمة المالية الامريكية الاخيرة (20). ان يصل حجم اصدار صكوك التمويل على مستوى العالم الى مائة مليون دولار ويرتفع ليصل الى ثلاثة ترليون دولار فى عام 2015.  
ومن هنا وبعد الغاء قانون صكوك التمويل رقم 10 لسنة 2012 فان اصدار قانون صكوك تمويل جديد يقصر على البنوك المملوكة للدولة وفروع البنوك الخاضعة لاشراف البنك المركزى حق اصدار صكوك التمويل وتفعيله سوف يكون نقطة تحول كبرى للاقتصاد المصرى وتنميته وسوف يكون اداة مهمة لتحريك السيولة الراكدة لدى المستثمرين ودعمها لدى البنك المركزى والبنوك الخاضعة لاشرافه.

### المبحث الثانى: الآثار الاقتصادية الضارة للبقاء على قواعد الاندماج والاستحواذ

#### بين الشركات:

**تقديم:** من خلال هذا البحث نود ان نجيب على التساؤل الاتى : ما جدوى قانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية فى ظل الابقاء على قواعد الاندماج بين الشركات بصورتها الراهنة؟ وهل زاد المشرع الطين بلا بتقريره لنظام عروض شراء الاسهم بقصد الاستحواذ باعتبارها تمثل اعتداء صارخا على حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية؟ وللجابة على هذا التساؤل نود ان نشير الى المبادئ التى يقوم عليها قانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية وقواعد الاندماج بين الشركات لابرز التعارض الصارخ بينهما على النحو التالى:

التعارض الصارخ بين قانون حماية المنافسة وقواعد الاندماج والاستحواذ بين الشركات: بداية لا بد ان نشير بأن هناك تضارب بين المبادئ التى يقوم عليها القانون رقم 3 لسنة 2005 بشأن اصدار قانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية وقواعد الاندماج بين الشركات على النحو التالى:

اولا- المبادئ التى يقوم عليها قانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية:

يحظر (21) الاتفاق او التعاقد بين اشخاص متنافسة فى اية سوق معينة اذا كان من شأنه احداث- رفع او خفض او تثبيت اسعار البيع او الشراء للمنتجات محل التعامل- اقتسام اسواق المنتجات او تخصيصها على اساس المناطق الجغرافية او مراكز التوزيع او

نوعية العملاء او السلع او المواسم او الفترات الزمنية- التنسيق فيما يتعلق بالتقدم او الامتناع عن الدخول فى المناقصات او المزايدات والممارسات وسائر عروض التوريد- تقييد عمليات التصنيع او التوزيع او التسويق او الحد من توزيع الخدمات او نوعها او حجمها او وضع شروط او قيود على توفيرها ( م 6 من قانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية).

وعلى ذلك فقد حظر المشرع جميع الممارسات الاحتكارية التى قد تؤدى الى تحكم الاشخاص او الشركات فى السوق مما يضر بحماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية سواء كان هذا التحكم افقى او رأسى او اساءة استغلال الوضع المسيطر فى السوق.

#### ثانيا - عمليات الاندماج بين الشركات(22):

ينقسم الاندماج بين الشركات فى الغالب الى ثلاثة انواع رئيسية(23) نشير الى ما يضر بحماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية منها على النحو التالى:

- **الاندماج الافقى:** هو اندماج بين شركات مماثلة فى نفس الخط التجارى وفى نفس السوق الجغرافى وهذا النوع يؤدى الى رفع الاسعار شأنه شأن الكارتلات لانه يسمح لشركات كانت متنافسة من قبل ان تسيطر على المرافق الانتاجية فيما بينها ويسمح بتكوين الاحتكارات على عكس المبادئ التى يقوم عليها قانون حماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية السابق الاشارة اليها.
- **الاندماج الرأسى او العمودى:** هو اندماج بين شركات تعمل فى مراحل مختلفة من مراحل الانتاج والتسويق فى نفس الصناعة بغية خفض تكاليف الانتاج ، الا ان هذا النوع من الاندماجات قد يستخدم لاغلاق قنوات التوزيع امام المنافسين الاخرين مما يضر بحماية المنافسة ومنع الممارسات الاحتكارية الى غير ذلك من الاضرار التى لايتسع لها المقام هنا.

#### المبحث الثانى: كيف يتسنى للبنك المركزى احكام رقابته على الائتمان والقيام بدور صانع السوق فى البورصة (24):

##### تقديم وتقسيم:

نعالج فى هذا المبحث كيفية قيام البنك المركزى باحكام رقابته على الائتمان والعمل على استقرار اسعار صرف النقد المحلى دون التوقف على حجم سوق النقد او سوق الخصم او اهمية سعر الفائدة ودون النظر الى مدى اعتماد البنوك التجارية فى مزاوله عمليات الاقراض والاستثمار على البنك المركزى فى الحصول على القروض. وفى هذا الخصوص ايضاً نتعرض لكيفية قيام البنك المركزى عن طريق الشركات التى تنشئها بنوك القطاع العام الخاضعة لإشرافه القيام بدور صانع السوق فى سوق الاوراق المالية (البورصة) قياساً على قيامه بدور الرقيب على الائتمان فى سوق النقد لتلافي اثار الازمات التى تعصف بالبورصة داخلياً وخارجياً من حين لآخر وعلى ذلك

فاننا نقسم هذا المبحث الى مطلبين الاول نتعرض فيه لقصور الطرق الحالية للرقابة على الائتمان وانعدام الرقابة على البورصة: المطلب الثانى: الطرق المقترحة لاحكام الرقابة على الائتمان والبورصة وذلك على النحو التالى:

**المطلب الاول: قصور الطرق الحالية للبنك المركزى فى الرقابة على الائتمان وانعدام رقيبته على البورصة:**

الطرق الحالية للبنك المركزى للرقابة على الائتمان:

تتمثل الطرق الحالية للرقابة على الائتمان فى تغيير سعر البنك او سعر اعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة(25):

ويطلق على هذه الطريقة تعبير سياسة اعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة، فسعر البنك هو سعر الفائدة الذى يتقاضاه البنك المركزى على اعادة خصم الاوراق التجارية والاذون الحكومية للبنوك التجارية، ويمثل ايضاً سعر الفائدة على القروض والسلفيات التى يقدمها للبنوك التجارية فالبنك المركزى بنك البنوك والمقرض الاخير.

وتكمن طبيعة هذه السياسة فى ان البنك المركزى اذا رغب فى مواجهة الكساد فانه يقوم بتشجيع التوسع وبسط الائتمان الذى توفره البنوك للافراد والمشروعات فيخفض من سعر اعادة الخصم اى يخفض من تكلفة الائتمان الذى يقدم للبنوك التجارية فنقوم البنوك التجارية بدورها بتخفيض سعر الفائدة لجمهور المتعاملين معها فيزيد تبعاً لذلك الطلب على القروض والاستثمار ، اما اذا لاح فى الافق للبنك المركزى دلائل كافية على ان حجم الائتمان قد زاد على المستوى المرغوب فيه واخذت موجات التضخم النقدى تتلاحق فان البنك المركزى يرفع من سعر اعادة الخصم اى يرفع من تكلفة الائتمان الذى يقدم للبنوك التجارية التى تضطر للتقليل من حجم قروضها واستثماراتها عن طريق رفع سعر الفائدة لجمهور المتعاملين معها تبعاً لذلك مما يستتبع تضيق حجم الائتمان وقبضه فى فترة معينة من الزمن .

وعمليات السوق المفتوحة(26) هى احدى وسائل البنك المركزى فى الرقابة على الائتمان: ويقصد بها دخول البنك المركزى بائعاً او مشترياً للاوراق المالية الحكومية والاوراق التجارية ، فاذا اراد البنك ان يحقق توسعاً فى حجم الائتمان وبسطه بهدف تحقيق الانتعاش فى سوق النقد، فانه يقوم بشراء هذه الاوراق حيث سيدفع مقابلها نقوداً يكون من شأنها زيادة كمية النقود المتداولة التى تصب فى خزائن البنوك التجارية طبقاً للعادات المصرفية فتمكنها من خلق نقود الودائع والتوسع فى الائتمان والعكس صحيح فى حالة مواجهة التضخم، فان البنك المركزى يدخل السوق بائعاً لهذه الاوراق مما تقل معه كمية النقد المتداول مما يقلل من النقد لدى البنوك التجارية مما يضطرها الى تضيق وقبض الائتمان.

**أهم الانتقادات التى توجه الى هذه الرقابة:**

تتوقف طريقة الرقابة هذه على عدة عوامل اهمها :

1- مدى اتساع سوق النقد : اى مدى حجم الاوراق التجارية او اذون الخزانة او الاوراق الاخرى التى تمثل ادوات الائتمان كذلك مدى السيولة الذاتية فى الاجل القصير التى تتمتع بها هذه الاوراق والتى تشكل فيما يمكن ان يطلق عليه بسوق

الخصم (27) فاذا كان السوق واسعاً كما هو الحال فى الدول المتقدمة فان هذه السياسة تتمتع بفاعلية عالية فى تنظيم الائتمان والعكس صحيح.

2- مدى اهمية سعر الفائدة : كذلك تتوقف هذه السياسة على مدى اهمية سعر الفائدة بالنسبة للنفقات الكلية فى الانشطة الاقتصادية المختلفة.

3- مدى اعتماد البنوك التجارية فى مزاولة عمليات الاقتراض والاستثمار على البنك المركزى فى الحصول على الموارد النقدية فى اوقات الانتعاش: فاذا كان لدى البنك التجارى اموال بحجم كبير نتيجة حركات طارئة لرأس المال من قبيل زيادة التحويلات النقدية من الخارج مثلاً فان لجوء البنوك التجارية للاقتراض من البنك المركزى يكون محدوداً مما يقلل فى هذه الحالة من فاعلية هذه السياسة فى قبض حجم الائتمان ، كذلك لا تعتمد البنوك التجارية على البنك المركزى فى الاقتراض فى حالة الكساد حينما تنكس الاموال لديها بسبب انكماش الطلب على الاقتراض والاستثمار.

كذلك فان فاعلية سياسة السوق المفتوحة محدود فى حالة الازمات (28) ومواجهة الكساد فدخل البنك المركزى مشترياً للاوراق التجارية والمالية واذونات الخزانه بهدف بسط الائتمان قد يصطدم باحجام الافراد والمشروعات عن طلب القروض والاستثمار نظراً لانخفاض الارباح التى تحققها فى اوقات الكساد.

المطلب الثانى: الطرق المقترحة لاحكام رقابة البنك المركزى على الائتمان والبورصة:

نظراً للانتقادات التى تم توجيهها الى الطرق الحالية لرقابة البنك المركزى على الائتمان والتى تتوقف فاعليتها على مدى اتساع سوق النقد ومدى اعتماد البنوك التجارية فى الاعتماد على البنك المركزى بالنسبة للاقتراض ومدى حالة الانتعاش او الكساد فى السوق والسابق بيانها فى المطلب السابق.

ونظراً لانعدام رقابة البنك المركزى على سوق المال (البورصة)، فاننا نقترح بعض الحلول لاحكام رقابة البنك المركزى على سوق النقد وايجاد رقابة له ( اى البنك المركزى على سوق المال (البورصة).

ولتلافى اوجه قصور الرقابة التقليدية وحتى يتسنى للبنك المركزى القيام بهذا الدور دون التوقف على حجم سوق النقد او سوق الخصم او اهمية سعر الفائدة ودون النظر الى اعتماد البنوك التجارية فى مزاولة عمليات الاقتراض والاستثمار على البنك المركزى فى الحصول على القروض، فانه لا بد ان يتوافر له موارد مالية غير تقليدية، تتمثل فى التخلص من تهميش دور البنك المركزى فى الحياة الاقتصادية واسناد بعض الانشطة اليه سواء قام بها مباشرة او عن طريق بنوك الطاع العام التجارية والاستثمارية المتخصصة الخاضعة لاشرافه مثل (انشطة اماناء الحفظ توريق الحقوق المالية- شراء الاوراق المالية بالهامش- اقراض واقتراض الاوراق المالية بغرض البيع) ونشاط السمسرة فى الاوراق المالية- تكوين وادارة محافظ الاوراق المالية وصناديق الاستثمار وذلك عن طريق الشركات التى ينشأها عن طريق هذه البنوك المملوكة للدولة والخاضعة لاشرافه) و(اسناد عمليات طرح الاوراق المالية للاكتتاب العام على البنوك المملوكة

للدولة او بيوت الاصدار ثم تقوم هذه البنوك باعادة طرحها على الجمهور وتستفيد من هامش الربح على النسق الانجليزى<sup>(29)</sup> - التحويلات النقدية للعاملين بالخارج - قصر عمليات اصدار صكوك التمويل ذات العائد المتغير على الشركات التى تنشأها بنوك القطاع العام الخاضعة لاشراف البنك المركزى).

فاذا توافرت هذه الموارد المالية للبنك المركزى عن طريق هذه الانشطة التى ننادى باسنادها لبنوك القطاع العام المملوكة للدولة والخاضعة لاشراف البنك المركزى ، فانه (اى البنك المركزى) يستطيع ان يحكم رقابته على الائتمان والعمل على استقرار اسعار صرف النقد المحلى فى سوق النقد دون التوقف على حجم سوق النقد او سوق الخصم او اهمية سعر الفائدة ودون النظر الى مدى اعتماد البنوك على البنك المركزى فى عمليات الاقتراض او الاقتراض او الاستثمار كما سبق ان رأينا ، وبهذه الموارد ايضا يستطيع البنك المركزى ان يقوم بدور صانع السوق فى سوق الاوراق المالية (البورصة)<sup>(30)</sup> عن طريق شركات السمسرة فى الاوراق المالية وشركات تكوين وادارة محافظ الاوراق المالية وصناديق الاستثمار وشركات توريق الحقوق المالية التى تنشأها بنوك القطاع العام الخاضعة لاشراف البنك المركزى.

واذا توافرت هذه الموارد المالية للبنك المركزى ايضا، فانه يستطيع ان يباشر نشاط المؤجر طبقاً للمادة الاولى من قانون التأجير التمويلى ونشاط التمويل العقارى طبقاً للمادة الثالثة من قانون التمويل العقارى، بما يترتب على ذلك من توفير حلول بديلة لقواعد خصخصة القطاع العام وضمانات وحوافز الاستثمار وقانون التصرف بالمجان فى الاراضى الصحراوية المملوكة للدولة او الاشخاص الاعتبارية العامة التى ارهقت كاهل الولة كما سبق ان رأينا.

### التوصيات

وبعد ان تناولنا فى هذا البحث على التفصيل السابق نود ان نشير الى بعض التوصيات المستنبطة من مقارنة التشريع المصرى بنظيره الانجليزى فى مجال تنظيم سوق رأس المال المصرى فى ايجاز على النحو التالى:

وكما هو الحال فى القانون الانجليزى نهيب بالمشرع المصرى ان يمنح المكتتب الحق فى المطالبة بفسخ عقد الاكتتاب فى عمليات الطرح العام والمطالبة بالتعويض المدنى لجبر الاضرار الناجمة عن تضليل بيانات نشرة الاكتتاب.

ونهبى بالمشرع ايضا ان يسلك مسلك القانون الانجليزى وان ينص على تطبيق نظام الوساطة فى البورصة Jobbing system المعمول به فى بورصة لندن والذى من مقتضاه الفصل فى السلطة the principle of separation of capacity بين السمسار وصانع السوق فالسمسار وكيل للعميل ويضع مصلحة العميل فوق كل اعتبار ، اما صانع السوق فهو شخص يشتري لحسابه ويبيع لحسابه وعليه يقع عبء فاعلية السوق وتحقيق التوازن فى السوق وذلك عن طريق دخوله السوق بائعا فى حالة ارتفاع الاسعار حتى يزداد حجم المعروض من الاوراق ومن ثم ينخفض السعر ويعود لحالته الطبيعية ، كما يدخل السوق مشتريا فى حالة انخفاض الاسعار حتى يقل حجم المعروض

من الاوراق ومن ثم يرتفع السعر ويعود لطبيعته ، ويرى الانجليز ان هذا النظام له مزايا هامة لصناعة الاوراق المالية لا يحققها النظام المقابل له وهو النظام الثنائى الذى كان يعنى ان الاعضاء فى البورصة يتعاملون كأعضاء اصليين وكذلك كوكلاء عن العملاء فى نفس التوقيت<sup>(31)</sup>.

ونهيب بالمشرع ايضا ان يأخذ بنظام ترويج ديون الحكومة top system كما هو الحال فى القانون الانجليزى والذى بمقتضاه يقسم الدين الحكومى الى مجموعة من الاسهم تصدر بواسطة البنك التجارى الحكومى وتباع بواسطته كوكيل عن الحكومة وضامن للاسهم المصدرة وعدم الاكتفاء بما نص عليه فى المادة الثانية من قرار وزير المالية رقم 723 لسنة 2002 بشأن قيام المتعاملون الرئيسيون بضمان تغطية الاكتتاب فى الاوراق المالية الحكومية فى سوق الاصدار (السوق الاولى) وتنشيط التعامل عليها فى السوق الثانوى (سوق التداول)<sup>(31)</sup>.

ونهيب بالمشرع ان يتوسع فى انشاء صناديق الاستثمار سواء كانت مغلقة (صناديق الشركات المساهمة) او مفتوحة (صناديق البنوك وشركات التأمين) من اجل تدوير محافظ الاوراق المالية وتحقيق ربحية عالية للبنوك التى تؤسسها وتتحقق هذه الربحية عن طريق بيع جزء من المحفظة لصندوق الاستثمار ويتمثل هذا الربح فى نتيجة فروق تقييم الاسهم التى معظمها لم يتحرك او يتم التعامل عليه منذ الاكتتاب فيه.

ونهيب بالمشرع المصرى ايضا ان يسلك نفس مسلك نظيره الانجليزى بالنسبة لاكتساب البيانات المدونة بشهادة الاسهم للحجية المغلقة فى مواجهة الشركة المصدرة لها the doctrine of estoppel : والتي بموجبها لا تستطيع الشركة المصدرة للشهادة متى تم اصدارها ان تنكر اى بيان من البيانات الواردة بها حتى ولو كانت هذه البيانات غير صحيحة وعليه فانه اذا قامت الشركة باصدار شهادة اسهم فان هذه الشهادة تعد قرينة قاطعة على ان المساهم التى صدرت الشهادة له هو المالك الحقيقى للسهم او الاسهم المدونة ببياناتها بها (م 186 من قانون الشركات الانجليزى) واذا ذكر فى الشهادة ان الاسهم قد تم دفع قيمتها كليا او جزئيا فان هذا البيان يكتسب حجية مغلقة فى مواجهة الشركة المصدرة حتى ولو كانت الشركة فى حالة تصفية او ان الاسهم قد تم اصدارها بأقل من قيمتها الاسمية ولا يستثنى من ذلك الا اذا كانت الشهادة نفسها مزورة.

ونهيب بالمشرع المصرى ايضا ان يسلك نفس مسلك نظيره الانجليزى بالنسبة لحظر استغلال المعلومات الداخلية بالنسبة للمطلعين على اسرار الاسهم وان يوسع<sup>(32)</sup> من نطاق الحظر ليشمل من كان مرتبطا خلال عمله بالشركة ، اى الموظفين السابقين Ex-public servant ، وان يمتد الحظر ايضا الى بورصات الاوراق المالية بأن يمتنع عليها التعامل بواسطة المطلعين على الاسهم او من يمكنهم الحصول على معلومات الشركة من العاملين بها ، وأن يمتد الحظر ايضا ليشمل مقدمى عروض الشراء بقصد الاستحواذ وليست عملية بيع البنك الوطنى المصرى من هذا ببعيد.

ونهيب بالمشرع المصرى ايضا ان يعالج القصور التشريعى فى حالة افلات بعض التعاملات من الحظر السابق ووقوعها بالفعل ، ثم تمام اكتشافها بعد عملية البيع او الشراء بمعرفة المطلع او المتصل بهذه المعلومات فهل يتعين بعد ذلك ان تلغى مثل تلك

الصفقات ، حتى ولو كان الطرف الاخر فيها حسن النية ؟ فى الواقع ان المشرع المصرى لم يجب على هذا التساؤل مما يعد قصورا وفراغا تشريعيًا بالنسبة للقانون المصرى لابد من معالجته.

ولقد اجاب المشرع الانجليزى على هذا التساؤل فى المادة رقم 3/8 من قانون المطلعين على اسرار الاسهم securities insider dealing act والتي نص فيها على بقاء هذه التعاملات صحيحة بمجرد تدخل شخص حسن النية مشتريا كان ام بائعا والقول بغير ذلك يعنى توقيع عقوبتين الاولى على المطلع والثانية على من تعامل معه بحسن نية (33).

ونهيىب بالمشرع المصرى ايضا ان ينص صراحة على تطبيق مسئولية المتبوع عن افعال تابعيه المعمول بها فى القانون المدنى ومسئولية الرئيس عن افعال مرءوسيه وتطبيقها على جميع الشركات العاملة فى سوق الاوراق المالية والبورصة والهيئة العامة للرقابة المالية ووزارة الاستثمار والتجارة والصناعة والبنوك ، حتى يتسنى للمحكمة الاقتصادية او المحكمة المختصة تتبع مرتكبى جرائم الفساد المالى بسوق الاوراق المالية وحتى يحكم هؤلاء الرقابة على بعضهم البعض للحد من انتشار هذه الجرائم التى لا تؤثر مصالح الوطن على مصلحتها ولا تتأثر لا تكمل ولا تامل امست واصبحت تأكل الاخضر واليابس فى سوق الاوراق المالية.

ونظرا لأن شركات السمسرة فى الاوراق المالية هى القاسم المشترك فى عمليات التداول فاننا نهيب بالمشرع المصرى ايضا أن يفعل دور والتزامات ، كل من العضو المنتدب والمراقب الداخلى والمسئول عن مكافحة غسل الاموال ومدير المخاطر والمنفذ ومدير الحساب والمدير المالى والمحلل المالى ومدير عمليات المكتب الخلفى والمراجع الداخلى فى شركات السمسرة، حتى يتسنى للجهات القضائية حصر المخالفات التى ترتكبها الشركات العاملة فى مجال الاوراق المالية ومعرفة مرتكبيها بسهولة ويسر وذلك على النحو التالى:

فالعضو المنتدب- هو الشخص المسئول عن اقتراح وتنفيذ وتقييم السياسة العامة والخطة الاستراتيجية للشركة بما يتفق مع الاتجاهات التى وضعها مجلس الادارة وحماية حقوق المساهمين، كما انه يمثل الشركة فى التعاملات مع الجهات الرقابية والحكومية وغيرها، وذلك دون الاخلال بمسئوليات رئيس مجلس الادارة المقررة قانونا، وهو المشرف على الادارة العليا بالشركة وعليه التأكد من تحقيق كل ادارة للاهداف الموضوعه لها كما انه المسئول الاول عن تطبيق مبادئ الافصاح والشفافية وحوكمة الشركات.

وهناك المراقب الداخلى- هو الشخص المسئول عن التأكد من تطبيق اللوائح والقوانين الملزمة للشركة بما فى ذلك كل ما يصدر عن الجهات الرقابية بهذا الشأن وعليه ابلاغ الادارة العليا بالشركة بأى مخالفات، ورفعها الى الهيئة العامة للرقابة المالية ان لم يتخذ فيها الاجراء اللازم ، وتتضمن مهامه الوظيفية القيام بشكل دورى بمراجعة ومتابعة سجل اوامر العملاء وتوقيعه ومراجعة الفواتير وسجل عمليات التداول لأعضاء مجلس الادارة والمديرين والتحقق من وجود كافة عمليات البيع والشراء اليومية على كشف

حساب العملاء ووجود ملف لكل عميل لدى الشركة ويجب ان يكون المراقب الداخلى ملما بالدورة المستندية من بداية تعامل العميل مع الشركة، كما انه يلتزم بموافاة الهيئة العامة للرقابة المالية بكشف بالعاملين بالشركة واقاربهم الذين يتعاملون من خلال الشركة لأخذ موافقة الهيئة بعد اعتمادها من مجلس الادارة، وعليه ان يتحقق من عدم قيام الشركة بتنفيذ اوامر بيع وشراء لحساب احد المديرين او العاملين بها فى عمليات تطبيقية يكون طرفها الأخر احد العملاء وان يتحقق من طباعة كافة الفواتير يوميا واعتمادها ، وعليه الاحتفاظ بملف لجميع الشكاوى المقدمة من العملاء المتعلقة بأعمال الشركة بما انتهت اليه الاجراءات والمدة التى تتم فيها فحص الشكوى، ويجب أن تتاح له الصلاحيات اللازمة داخل الشركة للقيام بالمهام والوظائف المذكورة.

وهناك المسئول عن مكافحة غسل الاموال- وهو الشخص المسئول عن تطبيق اجراءات غسل الاموال السارية على حسابات العملاء وكذلك حسابات العاملين بالشركة وعليه اتباع الاجراءات التى وضعتها الشركة واعتمدها الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن معرفة هوية العملاء واطواعهم القانونية والوسائل المتبعة للتأكد من صحة بياناتهم وتطبيق مبدأ " اعرف عميلك " والقيام بدراسة وفحص العمليات الغير عادية والمشتبه فيها واتخاذ الاجراءات والقرارات بشأنها ، كما ان عليه ابلاغ الادارة العليا للشركة عن المخالفات واطار الهيئة ووحدة مكافحة غسل الاموال بالبنك المركزى عن اية مخالفات او اشتباه فى غسل اموال ، كما انه المسئول عن اعداد تقارير دورية عن اوجه نشاط الشركة وتقييمه لنظام واجراءات مكافحة غسل الاموال فى الشركة وعن العمليات الغير عادية والمشتبه فيها وما اتخذ بشأنها ، وعلى المسئول عن مكافحة غسل الاموال الالتزام بالمحافظة على سرية المعلومات والاجراءات فى تأدية مهام وظيفته . ومدير المخاطر- هو الشخص المسئول عن وضع السياسات والاجراءات اللازمة لتحديد وقياس وتجنب جميع انواع المخاطر التى تواجهها الشركة واعداد التقارير الخاصة بذلك ، ويضطلع مدير المخاطر بدور رئيسى لمتابعة تطبيق معايير الملاءة المالية التى تصدرها الهيئة العامة للرقابة المالية ولذلك عليه التحلى بعقلية تحليلية والامام بوسائل تقييم وقياس المخاطر.

والمنفذ- هو الشخص المسئول عن ادخال اوامر العملاء المتعاملين مع شركة الوساطة التى يعمل بها وتنفيذ تعاملاتهم من خلال نظام التداول بالبورصة سواء داخل قاعة التداول او من خلال نظام التداول عن بعد وفقا لبيان الاوامر المعتمد من الشركة والمعد بناء على الاوامر التى تم تلقيها ومراجعتها وفقا لنظم العمل الداخلية بالشركة والمعتمدة من الهيئة العامة للرقابة المالية ولا يجوز للمنفذ التعامل او الاتصال المباشر بالعملاء. وهناك مدير الحساب- وهو الشخص المسئول عن تلقى اوامر وتعليمات التنفيذ من عملاء الشركة والاتصال بهؤلاء العملاء، وارسال هذه الاوامر فور تلقيها الى المكتب الخلفى لتسجيلها والتعامل معها وفق نظم العمل الداخلية بالشركة والمعتمدة من الهيئة العامة للرقابة المالية.

وهناك الباحث والمحلل المالى:- وهو الشخص المسئول عن اصدار البحوث الخاصة بأسواق رأس المال بما فى ذلك القيام بتحليل القوائم المالية للشركات المقيدة بالبورصة

وحساب مؤشرات الوضع المالى لها ودراسة السياسات الادارية بها واحتمالات نمو الشركة وتطورها وتقييم السعر العادل للسهم وعليه تحرى الدقة فى اعداد جميع الاحصائيات والابحاث قبل نشرها.

وهناك المدير المالى للشركة- وهو المسئول عن اقتراح وتطبيق السياسات التمويلية والاستثمارية وادارة الموارد المالية للشركة بما يتفق مع حماية حقوق المساهمين وتحقيق اكبر قدر من الربحية وهو المشرف على اعداد القوائم المالية وتحليلها ودراسة المؤشرات الخاصة بالوضع المالى للشركة واعداد التقارير المحاسبية مع الالتزام بتطبيق المعايير الدولية والمصرية فى هذا الشأن.

وهناك مدير عمليات المكتب الخفى- : وهو الشخص المسئول عن استلام اوامر وتعليمات عملاء الشركة من مدير الحساب ومراجعتها وفقا لدليل العمل بالشركة المعتمد من الهيئة وعليه التحقق من مطابقة الاوامر والتعليمات والقواعد والاجراءات والقيود التشريعية الحاكمة والمنظمة للتداول والتحقق من صفة وشخصية العملاء وامكانية التنفيذ بالشروط المطلوبة من العملاء ، وعليه عقب ذلك اعداد بيان الاوامر واعتماده وارساله الى المنفذين.

وهناك المراجع الداخلى- : وهو المسئول عن اتباع الاسلوب الرقابى الامثل للتأكد من الالتزام بالقواعد والاجراءات المحددة باللائحة الداخلية للشركة ، وتقع عليه مسئولية الابلاغ عن اية مخالفات فى هذا الشأن الى مجلس الادارة ومتابعة الاجراءات التى اتخذت لأزالة تلك المخالفات ، وعليه التحقق من الفصل بين حسابات العملاء وحسابات الشركة وكيفية التعامل مع العملاء بالشيكات وتغذية رصيد العميل بالشيك فور تسلمه وكيفية التحقق من ان تعامل الشركة يتم مع العميل شخصيا او وكيله القانونى عند صرف المبالغ الناتجة عن التعامل وكيفية دفع ناتج البيع للعملاء وتعامل الشركة مع الارصدة الدائنة والمدينة والتحقق من الدورة المستندية بالشركة ومراجعة كافة الاجراءات المتعلقة بذلك.

وكما هو الحال فى القانون الانجليزى، نهيب بالمشرع المصرى ايضا ان ينص صراحة على مبدأ حوكمة الشركات بأن ينص صراحة على حقوق والتزامات الشركة تجاه مساهميها والمستثمرين فيها ، وان يلزم الشركات العاملة فى مجال الاوراق المالية ، بأن يكون هناك عضو فى مجلس ادارة كل شركة يكون مسئولاً عن تنفيذ هذا المبدأ.

وعلى غرار القانون الانجليزى *The companies securities insider dealing act 1985* وتعديلاته لسنة 2006 وقانون الايتسا الامريكى *insider trading sanction* نهيب بالمشرع المصرى ايضا ان يقوم بضم جرائم تربح كبار المساهمين فى الشركات المقيدة بالبورصة او التى تطرح اسهمها فى اكتتاب عام الى الجرائم الخاصة بغسل الاموال والمنصوص عليها فى المادة الثانية من قانون غسل الاموال التى يغطيها القانون رقم 80 لسنة 2002 باصدار قانون مكافحة غسل الاموال اذا كان هذا التربح ناتج عن التلاعب بأسعار الاسهم فى البورصة والمنصوص عليها فى المادة 321 الباب الحادى عشر المضاف بقرار وزير الاستثمار رقم 146 لسنة 2006 والتى تحظر مطلقا على الشركات العاملة فى مجال الاوراق المالية وعلى المتعاملين فى

سوق الاوراق المالية من اشخاص طبيعيين واشخاص اعتبارية وغيرهم من ذوى الصلة بالاوراق المالية كل على حسب طبيعة نشاطه التلاعب فى اسعار الاوراق المالية سواء كان هذا التلاعب عن طريق تنفيذ عمليات متفق عليها مسبقا بقصد الايحاء بوجود تداول على ورقة مالية معينة او التأثير على السوق او على الاسعار بأى تعامل غير حقيقى لا يودى الى تغيير المستفيد الفعلى او نشر اخبار مضللة او غير مدققة او تتعلق بقرب تغير سعر الورقة من اجل التأثير على اسعارها والتعامل عليها او- اشتراك الشركة او الجبهه المصدرة للورقة فى التعامل عليها بغرض التأثير على سعرها وذلك دون الاخلال بالاحكام المتعلقة بأسهم الخزينة او- قيام شركات السمسرة باجراء عمليات او ادراج اوامر وهمية بغرض الايحاء بوجود تعامل على ورقة مالية او التلاعب فى اسعارها او استغلال امر او مجموعة اوامر صادرة من عميل او عدة عملاء وتكون كمية هذه الاوامر من شأنها تحريك سعر الورقة او القيام بالتداول فى ذات نفس اتجاه هذه الاوامر قبل تنفيذها مما قد يحقق ارباحا نتيجة استغلال اوامر العملاء بصورة غير مشروعة او- التعامل بأسماء وحسابات وهمية لتنفيذ بعض الصفقات او ادراج اوامر وهمية بنظم التداول بالبورصة لا تقابلها اوامر بيع او شراء حقيقية او ادراج اوامر بأسعار لا مبرر لها يكون من شأنها خلق حالة ظاهرية مضللة لا تمثل واقع التداول الفعلى- او قيام هؤلاء الاشخاص او الشركات بالسيطرة او محاولة السيطرة على الطلبات او العروض بالسوق او الاستحواذ او محاولة الاستحواذ على موقف متحكم على ورقة مالية للتلاعب فى سعرها او لخلق اسعار غير مبررة او للتأثير على قرارات المتعاملين بشأنها - او الامتناع عن عرض او طلب الاوراق المالية بيعا او شراء بقصد التأثير على اسعارها على الرغم من وجود اوامر بيع او شراء او الاتفاق مع اى طرف على القيام بعمليات توحى بوجود عرض او طلب على هذه الاوراق بغرض التأثير على اسعارها او على المستثمرين ، وان يعقد الاختصاص بنظر هذه الجرائم الى المحكمة الاقتصادية حتى يتسنى لها بما لديها من كفاءة فنية فى مجال التعامل فى الاوراق المالية من اصابة صحيح القانون وبما يعود على الاقتصاد الوطنى بالفائدة.

وعلى غرار القانون الانجليزى وطبقا للمادة 58 من قانون الشركات الانجليزى، فاننا<sup>(34)</sup> نهيب بالمشرع المصرى ان يقوم بتعديل المواد رقم 1/20 من قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981 ونص المادة 37 من القانون رقم 3 لسنة 1998 بان ينص صراحة على الزام الشركة المصدرة للاوراق المالية المراد طرحها للاكتتاب العام ببيع هذه الاوراق الى البنوك التجارية merchant banks التابعة للبنك المركزى او بيوت الاصدار الحكومية issuing house ولا يتم طرح الاسهم على الجمهور مباشرة ، ثم تقوم هذه البنوك او البيوت بطرح هذه الاسهم او الاوراق على الجمهور لاعادة بيعها اليه بثمان يزيد عن ثمن شرائها اياها من الشركة المصدرة حتى تحقق هذه البنوك بعض الارباح التى تعود على الاقتصاد الوطنى ككل، وحتى يتسنى للبنك المركزى ان يراقب الاهداف التى تهدف اليها تلك الشركات لعدم التلاعب بالاقتصاد الوطنى وحماية المستثمرين ومنع الاككتابات الصورية.

وعلى غرار القانون الانجليزى ايضا فاننا نهيب بالمشرع المصرى ان ينص صراحة

على منح المكتتب الحق فى رفع دعوى الفسخ وعدم الاكتفاء بالتعويض المدنى بيانات نشرة الاكتتاب بقصد ترغييه فى الاكتتاب فمن حق المكتتب فى هذه الحالة طبقاً لقواعد القانون المدنى الانجليزى ان يقوم برفع دعوى الفسخ ، واذا نجح المدعى فى دعواه فانه يستطيع ان يسترد ما قام بدفعه للاكتتاب فى الاسهم علاوة على فائدة تقدرها المحكمة وتستحق منذ تاريخ قيام المكتتب بدفع مبلغ الاكتتاب ( in re metropolitan coal cosumers assn karbergs case ) هذا وقد غالت المادة 67 من قانون الشركات الانجليزى فيما يتعلق بحق المكتتب فى رفع دعوى التعويض حتى ولو كان البيان المضلل الذى تعاقد المكتتب بناء عليه كان بحسن نية.

وعلى غرار القانون الانجليزى فاننا نهيب بالمشرع المصرى ايضا ان يمنح المكتتب حق رفع دعوى الفسخ اذا انقضت مدة الاكتتاب والمدة التى قد يمتد اليها دون ان يكتمل نصاب الاكتتاب وقامت الشركة بتخصيص الاسهم للمكتتبين كما نصت على ذلك المادة 1/85 من قانون الشركات الانجليزى وفى هذا السياق يجب على المشرع المصرى ان يلغى نص المادة 1/28 من قرار وزير التجارة الخارجية رقم 321 لسنة 2003 والتى تنص على انه " اذا لم يتم تغطية الاكتتاب خلال المدة المحددة وجب الاكتفاء بما تم تغطيته " لمخالفة هذه المادة لشروط صحة الاكتتاب فى رأس المال المصدر والذى يجب ان يكون الاكتتاب فيه باتاً وجدياً وكاملاً.

وعلى غرار القانون الأنجلو أمريكى أيضاً فاننا نهيب بالمشرع المصرى يقوم بتعديل القانون رقم 95 لسنة 1992 بشأن قانون سوق رأس المال وقانون الايداع والقيود المركزى رقم 93 لسنة 2000 وقانون ضمانات وحوافز الاستثمار رقم 8 لسنة 1997 والقانون رقم 5 لسنة 1996 بشأن قواعد التصرف بالمجان فى الاراضى الصحراوية والقانون رقم 88 لسنة 2003 بشأن قواعد البنك المركزى والجهاز المصرفى كما سبق ان اشرنا فى موضعه.

والله من وراء القصد محيط

المؤلف

د. محمود عبدالله بغدادى

المستشار القانونى لمحافظة الفيوم

### هوامش الدراسة:

1- انظر:

Frederic S.Mishkin the Economic of Money, and Banking, Financial Markets – seventh edition the risk and term structure of interest rate p. 120 and The stock Market, the theory of rational expectations, p. 141 بدون سند نشر.

2- انظر:

John Taylor, The Monetary Transmission Mechanism: Journal of Economic perspectives 9 Fall 1995. p. 27 – 48.

3- انظر:

Ralph Bryant, Peter Hooper, and Catherine Mann, Evaluating policy Regimes: New Empirical Research in Empirical Macroeconomics ( Washington, D.C. : Brookings Institution, 1993).

4- وهذا على عكس الحال في التشريع الإنجليزي الذي تم تنقيحه وتعديله سنة 2006 بما يلي مصلحة بريطانيا العظمى.

5- أ.د حسام عيسى- الشركات المساهمة- الجزء الاول سنة 1998 ص 44، 45 والهامش رقم 570. انظر أيضا: ا.د رضا عبيد، د . احمد حسان الغندور – الشركات التجارية في القانون المصري- دار النهضة العربية لسنة 2008 – 2009 ص 207 هامش رقم 1.

6- انظر توجيهات المجلس التنفيذي للاتحاد الاوروي

Directive 1982 – 121 – EEC.

وانظر أيضا:

Financial Market Challenges and Economic performance in Developing Countries, World Economic Outlook, 1996.

7- انظر:

see Douglas W.Arner : Financial Stability, Economic Growth, and the rol of law (New York, NY: Cambridge University Press, 2007).

8- ا.د مصطفى كمال طه ، الشركات التجارية ، دار المطبوعات الجامعية ، طبعة 2000 ص 168 .

9- د . محمود عبد الله البغدادي – رسالة دكتوراة بعنوان الاككتاب العام في اسهم شركات المساهمة وتداولها دراسة مقارنة بين القانون المصري والانجليزي ص 1 .

10- انظر في التشريع الإنجليزي The Companies Act 2006 المواد من 151 حتى 158 .

11- انظر في القضاء الإنجليزي

Flitcraft,s Case (1982), 21 ch. D.519 c.A. ,533.

وانظر قضية:

Berkely securities property Ltd (1980) 3 All E.R. 513- L.B.) holliday &co.Ltd (1980 ) 2A LLE.R. 367.

وانظر في الفقه الإنجليزي مورس ومارشال وموريس

Copany Law, 13 thed., London, Stevens and sons 1987, p.766-793.

12- لمزيد من التفاصيل حول موضوع عروض شراء الاسهم بقصد الاستحواذ فى القانون الانجليزى

see The city code Rules 23-27.

وانظر أيضاً:

Deniss Kinann p.389 Company Law 1987.

13- لمزيد من التفاصيل انظر فى هذا الموضوع المواد 428 و 429 من قانون الشركات الانجليزى بعد تعديلات 2006 وانظر المادة رقم 425 من قانون الافلاس الانجليزى وانظر فى الفقه الانجليزى

Deniss Kinann 1987, company Law p. 385. Robert Rpennington LLD, London Butterworths 1985 p.183.

14- د. محمود عبد الله بغدادى، المرجع السابق ص2.

15- انظر فى هذا الموضوع The city code Rules23-27 – Deniss Kinann p.389. وانظر ايضاً د. محمود عبد الله بغدادى ، المرجع السابق ص 202 .

16- لمزيد من التفاصيل حول هذا الموضوع راجع

Mishkin Conduct of Monetary policy:Goals Targets p.411.

17- لمزيد من التفاصيل حول هذا الموضوع انظر المرجع السابق:

MISHKIN structure of central Banks and the federal Reserve system p.335.

18- انظر:

see Stanley FISCHER, The Role of Macroeconomic Factors in Growth, Journal of Monetary Economics 32 (1993) : 485-512.

19- انظر: see Frederic S. Mishkin p. 335-341.

20 - انظر سلطان ابو على- الازمة التمويلية العالمية وانعكاساتها على مصر- المركز المصرى للدراسات الاقتصادية- ديسمبر 2008 من ص 2 الى 10 وانظر ايضاً

Robert J.shiller: the subprime solution-how todays Global financial crisis happened and what to do about it Princeton, NJ: (PRINCETON UNIVERSITY press 2008) .

وانظر ايضاً سلسلة بحوث ودراسات بنك التنمية الصناعى والعمال المصرى- نوفمبر 2008.

21- انظر: Frederic s.Mishkin consumer protection p.269

22- انظر:

See Deniss Kinann Amalgamatio, reconstruction, take-overs and insider dealing p.377.

23- د. مختار عبد الحكيم طلبه، د. سيد طه بدوى، الوجيز فى التشريعات الاقتصادية طبعة 2007 ص 160 .

24- انظر:

see mishkin central Banking and the conduct of Monetary policy p.333-411

- 25- أ. د. خلاف عبد الجابر خلاف ، نقود وبنوك طبعة 1991 ص 178 وما بعدها. وانظر ايضاً ا.د زكريا بيومى، النقود والبنوك والتجارة الدولية، دار النهضة العربية طبعة 1989 ص 256.
- 26- انظر: see subrata Ghatak, op. cit. p.108.
- 27- أ.د. خلاف عبد الجابر خلاف نقود وبنوك ، دار النهضة العربية 1991 ص 179 .
- 28- أ.د. زكى شافعى مقدمة فى النقود والبنوك ، دار النهضة العربية 1990 ص 361. وانظر ايضاً فى هذا الموضوع ا.د السيد عبدالمولى ، النظم النقدية والمصرفية ، دار النهضة العربية 1988 ص 114 وما بعدها.
- 29- د. محمود عبدالله البغدادى المرجع السابق ص13 وانظر م 58 من قانون الشركات الانجليزى طبقاً لتعديلات 2006 .
- 30- اى دخوله السوق مشترياً فى حالة انخفاض اسعار الاسهم فى البورصة وبالتالي يزداد الطلب على هذه الاسهم التى انخفضت اسعارها حتى تعود الى سعرها الطبيعى والعكس صحيح كما هو الحال فى القانون الانجليزى انظر د. محمود عبدالله بغدادى المرجع السابق ص 253 .
- 31- د. محمود عبدالله بغدادى المرجع السابق ص 253 ، 254 .
- 32- انظر قانون الايتسا الأمريكى:
- see the companies securities insider dealing Act 2006 . see to the American insider trading sanction
- 33- انظر فى القانون الانجليزى المواد 1 ، 2 ، 8 من قانون تعاملات المطلعين على اسرار الاسهم securities insider dealing Act.
- 34- انظر: see sub. No. 58, companies Act 2006

## أهم المراجع

### أولاً- باللغة العربية:

- د. السيد عبدالمولى ، النظم النقدية والمصرفية ، دار النهضة العربية لسنة 1988 .
- د. حسين فتحى ، التنظيم القانونى لاسترداد وشراء الشركة لاسهمها ، دار النهضة العربية لسنة 1996
- د. حسام عيسى ، شركات المساهمة ، الجزء الاول طبعة 1998 .
- د. حسنى خليل ، اسعار الاوراق المالية سنة 1984 .
- د. خلاف عبد الجابر خلاف نقود وبنوك طبعة 1991 .
- د. زكى شافعى مقدمة فى النقود والبنوك ، دار النهضة العربية طبعة 1990 .
- د. رضا عبيد ، د. احمد حسان الغندور ، الشركات التجارية 2008 – 2009 .
- د. فؤاد هاشم عوض ، اقتصاديات النقود والتوازن النقدى ، دار النهضة العربية 1984 .
- د. محمد زكى المسير ، اقتصاديات النقود ، دار النهضة العربية 1982 .
- د. محمد صالح محمد، ادارة الاسواق المالية والبورصات، دار النهضة العربية 2001.
- د. مختار عبدالحكيم طلبه ، د. سيد طه بدوى، الوجيز فى التشريعات الاقتصادية ، دار النهضة العربية طبعة 2007.
- د. محمود عبدالله بغدادى، الاكتتاب العام فى اسهم شركات المساهمة وتداولها دراسة مقارنة بين القانون المصرى و القانون الانجليزى لسنة 2010.
- د. مصطفى كمال طه ، الشركات التجارية ، دار المطبوعات الجامعية طبعة 2000 .

محمد الدقناوي ، سوق الاوراق المالية وصناديق الاستثمار ، بحث بدون تاريخ .  
د. وهيب مسيحة ، النظرية النقدية دار النهضة العربية 1957 .

### ثانياً. باللغة الإنجليزية:

Paul Conson, Fundamentals of federal Securities REGULATION, 1995-1996.

G. Farrar company law 3rd ed, 1991 .

Gower company law 1992 .

Deniss Kinann company law 1987 .

Douglas W. Arner:FINancial stability, Economic Growth, and the rol of law (new York, NY : CAMBRIDGE PRESS, 2007 ) .

Frederic s. Mishkin the Economics of Money , Banking, and Financial Markets.

Subrata Ghatak, op. cit.

Frank fabozzi & fraNco Modigliani, capital Markets (new jersey second ED., 1996.

Robert pennington, stock exchange listing, 1985.

Robert J.shiller: the subprime solution- how today,s Global financial crisis happened and what to do about it press 2008.

### التشريعات الانجليزية

The companies Act 1985 , 1989 , 2006 .

The insolvency Act 2006 .

Financial Act 2006 .