كلية الحقوق
قسم القانون العام

رقابة الدولة على سوق الأوراق المالية

رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق

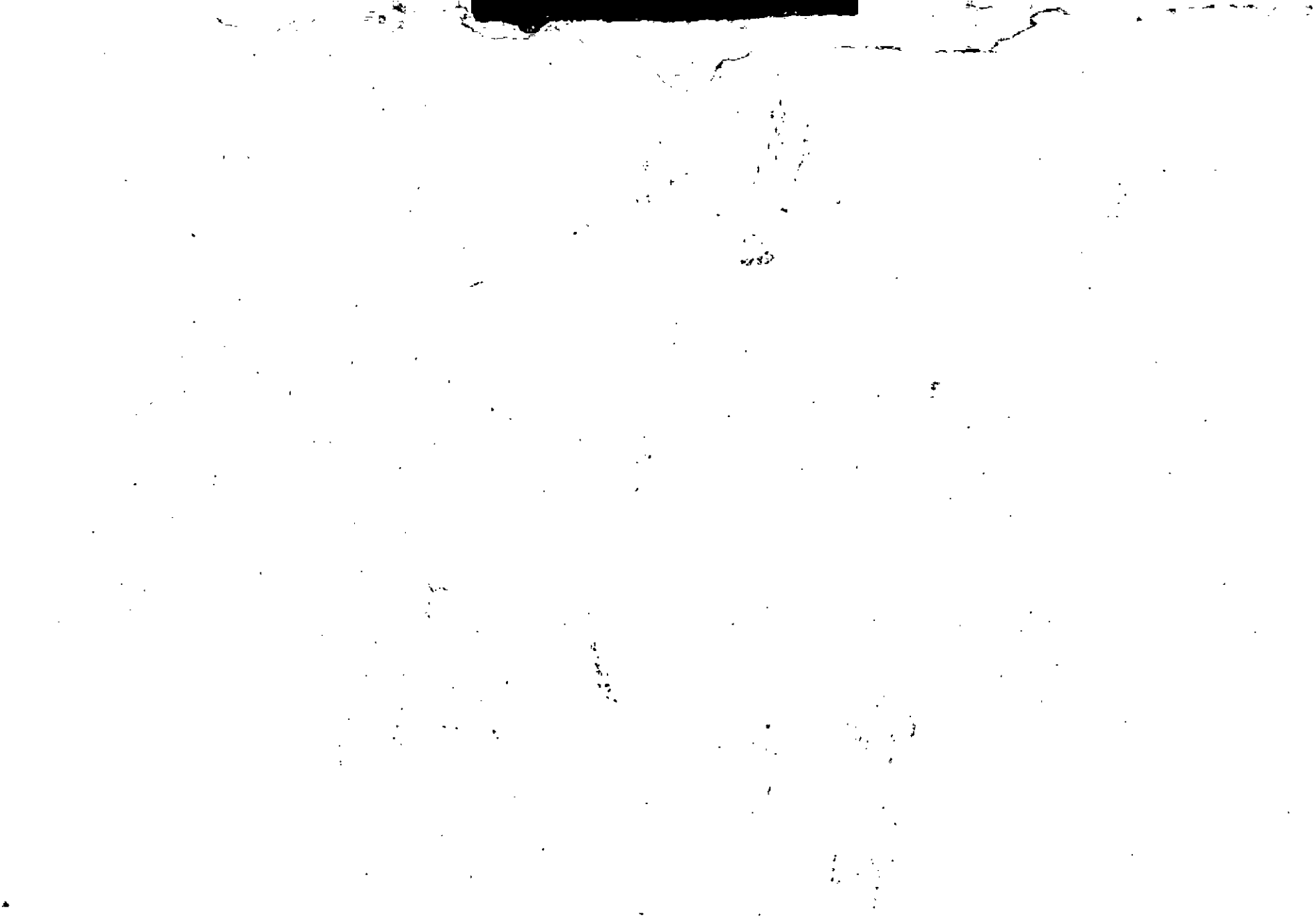
مقدمة من الباحث

عبد الرحمن محمد طه

لجنة المناقشة والحكم

الأستاذ الدكتور / محمد بدران الأستاذ بقسم القانون العام ووكيل الكلية الأسبق للدراسات العليا	رئيساً
الأستاذ الدكتور / يسري محمد العصار الأستاذ بقسم القانون العام	**مشرفاً وعضواً**
الأستاذ الدكتور / جابر جاد نصار رئيس جامعة القاهرة و الأستاذ بقسم القانون العام	**مشرفاً وعضواً**
المستشار الدكتور / عبد الفتاح صبري أبو الليل نائب رئيس مجلس الدولة	**عضواً**

٢٠١٣



كلية الحقوق
قسم القانون العام

رقابة الدولة على سوق الأوراق المالية

رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق

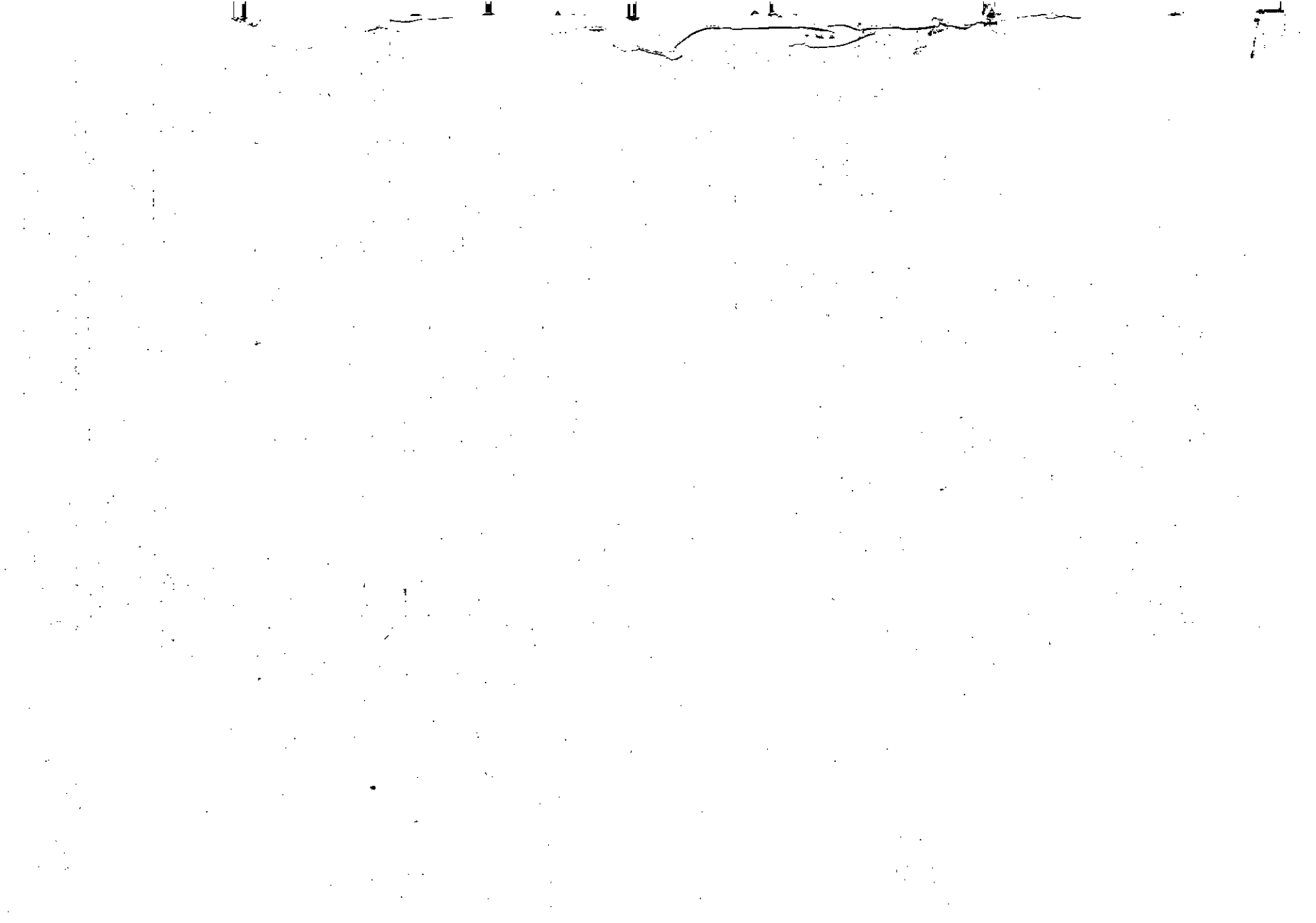
مقدمة من الباحث

عبد الرحمن محمد طه

لجنة المناقشة والحكم

الأستاذ الدكتور / محمد بدران الأستاذ بقسم القانون العام ووكيل الكلية الأسبق للدراسات العليا	رئيساً
الأستاذ الدكتور / يسري محمد العصار الأستاذ بقسم القانون العام	مشرفاً وعضواً
الأستاذ الدكتور / جابر جاد نصار رئيس جامعة القاهرة و الأستاذ بقسم القانون العام	مشرفاً وعضواً
المستشار الدكتور / عبد الفتاح صبري أبو الليل نائب رئيس مجلس الدولة	عضواً

٢٠١٣



قال تعالي

بسم الله الرحمن الرحيم

رِجَالٌ لَا تُلْهِيهِمْ تِجَارَةٌ وَلَا بَيْعٌ عَنْ ذِكْرِ اللَّهِ وَإِقَامِ
الصَّلَاةِ وَإِيتَاءِ الزَّكَاةِ يَخَافُونَ يَوْمًا تَتَقَلَّبُ فِيهِ
الْقُلُوبُ وَالْأَبْصَارُ (37) لِيَجْزِيَهُمُ اللَّهُ أَحْسَنَ
مَا عَمِلُوا وَيَزِيدَهُمْ مِنْ فَضْلِهِ وَاللَّهُ يَرْزُقُ مَنْ يَشَاءُ
بِغَيْرِ حِسَابٍ (38)

صدق الله العظيم

الآية ٣٧ ، ٣٨ سورة النور

إهـــداء

إلى من كان دائما وأبداً قدوة شامخة لي ولغيري ولولا دعمه الدائم أبدا ما كنت لأصل إلى ما أنا عليه الأن علمياً وعملياً وشخصياً

إلى أمي بارك الله في عمرها وزادها من فضله التي تحملت الكثير من أجلي منذ صغري إلى الأن

إلى والدي رحمه الله

إلى زوجتي رفيقة دربي

إلى أبنتي جوهرة عيني

شكر وتقدير

أحمد الله تعالي رازق التوفيق أفضل ما هبط من السماء علينا وشاكراً إياه نعمة الإخلاص أفضل ما صعد من الأرض إلى السماء.

وأصلي وأسلم علي سيد الأولين والآخرين سيد السادات مولانا محمد صلي الله عليه النبي الأمي النبي العربي الذي علم العلم بالقلم العرب والعجم وعلي آله وصحبه أجمعين ، وماتوفيقي إلا بالله

وبعد

فإنني أتقدم إلي لجنة التحكيم الموقرة بخالص الشكر والتقدير على مابذلوه من جهد وعناء معي في سبيل إظهار هذا العمل إلى النور ، وإنطلاقاً من قول رسول الله صلى الله عليه وسلم " من اصطنع إليكم معروفاً فجازوه ، فإن عجزتم عن مجازاته فادعوا له ،حتي تعلموا أنكم قد شكرتم فإن الله شاكر يحب الشاكرين . فإنني مما قولت أو فعلت لن أوفي أساتذتي حق قدرهم ولا أملكت إلا أن أدعو أن يوفقهم إلى ما يحبه ويرضاه وإن يوصلهم أعلى في الدين والدنيا والآخرة .

فإني أتقدم بكل إحترام وتقدير كبيرين **للأستاذ الدكتور / يسري محمد العصار** أستاذ القانون العام بكلية الحقوق جامعة القاهرة – علي كل ماقدمه من أجلي من جهد ووقت لديه وتحمله قلة خبرتي بالحياة العلمية وإثرائه لها عندي منذ الكلمات الأولى التي خطت في خطة البحث ، وتكرم

سيادته بقبول الإشراف على الرسالة والذي إستمر عطائه متصلا طلية إعداد الرسالة برغم الظروف التي شهدتها البلاد في الآونة الاخيرة.

وأتوجه بالشكر والثناء إلى **الأستاذ الدكتور / محمد بدران** الأستاذ بقسم القانون العام ووكيل الكلية الأسبق للدراسات العليا بكلية الحقوق جامعة القاهرة لقبوله رئاسة لجنة المناقشة والحكم وما تحمله في سبيل ذلك من عبء قراءة ومراجعة هذا البحث ليزيدني بملاحظاته فأسأل الله أن يمن عليه بالخير والثواب.

كما أتوجه بخالص الشكر والتقدير **للأستاذ الدكتور جابر جاد نصار** رئيس جامعة القاهرة والأستاذ بقسم القانون العام. لقبوله الإشراف على الرسالة وأسأل الله العلي القدير أن يحفظه ويرعاه ويجزيه عنا خير الثواب

كما أتوجه بخالص الشكر والتقدير **للمستشار الدكتور عبد الفتاح صبري أبو الليل** نائب رئيس مجلس الدولة على تفضله بقبول الإشتراك في هذه الرسالة والحكم عليها بما يترتب على ذلك من تحمل سيادته عناء قراءتها و تقييمها وإمداده لي بالعلم والخبرة فجزاه الله عنا خير الجزاء وعظيم.

ثم أتوجه بكل آيات العرفان والامتنان لكل من قدم لي نصيحة ورأياً ومعلومة في سبيل إثرائي علمياً وعملياً لإخراج هذا العمل بالصورة التي تليق به حقاً.

"الباحث"

المقدمة

لا حديث اليوم في المجتمع الدولي إلا عن الإقتصاد، وتزداد حدة المناقشات عندما يتعلق الأمر بالدول التي تشهد تحولاُت جذرية سياسية واقتصادية. ولأن البورصة تعد هي العمود الفقري للاقتصاد، والمعبّر عن حالته الحقيقية. فلا يمكن التطرق إلى أي مواضيع اقتصادية دون النظر إلى المنظومة التشريعية لسوق الأوراق المالية؛ لذلك يتركز العمل في الآونة الأخيرة – في مجال الأبحاث القانونية الاقتصادية – على كيفية صياغة نهج سليم لسوق الأوراق المالية، سواء أكان ذلك قانونياً أم اقتصادياً، وربط الاقتصاد بالقانون الإداري، إذ يصعب أن يقتصر فكر الإنسان على المسائل الاقتصادية وحدها، دون تناول ما يتعلق به من علوم أخرى[1].

ولكون عمل الجهة المنظمة لسوق الأوراق المالية تمتاز بالطبيعة الإدارية، بالإضافة إلى كونها تدير مرفقا اقتصادياً، فيقع على عاتق القانون الإداري الاقتصادي مهمة إيجاد إطار حقيقي من الناحية النظرية والناحية العملية؛ لكي تعمل سوق الأوراق المالية في أمان وبأقل درجات المخاطر. فكلما تطور أداء البورصات من الناحية الإدارية كلما زاد تدفقات الاستثمار غير المباشر – الأجنبية والوطنية – على حد سواء[2].

إذ تتميز الأسواق المالية التى تنظمها قواعد مؤسسية تنظيمة بأمرين أولهما إنتظام قانون العرض والطلب في معاملات البورصة من خلال القواعد والإجراءات التي تقوم على تنفيذها جهة الرقابة والأمر الثاني هو وجود كيان جماعي يضم أطراف علاقة

---

(١) د. حازم الببلاوي، دليل الرجل العادي إلى تاريخ الفكر الاقتصادي، دار الشروق، ط١، سنة ١٩٩٥، ص ١١.

(٢) د. منال عفان، الاستثمار غير المباشر في الدول النامية، دار النهضة العربية، ط ١، سنة ٢٠٠٧، ص ٧٤.

الفهرس

الموضوع	الصفحة
المقدمة	١
الفصل التمهيدي **ماهية البورصة ومبررات رقابة الدولة عليها ومعاييرها الدولية**	١٠
المبحث الأول :مفهوم البورصة والأدوات الاقتصادية المستخدمة فيها	١٢
المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية	١٣
المطلب الثاني: الأدوات المالية المستخدمة فى سوق الأوراق المالية	٢٠
الفرع الأول : الأدوات المالية التقليدية	٢٢
الفرع الثاني : الأدوات المالية الإسلامية	٢٧
المبحث الثاني : أسباب الأزمات المالية وعلاقتها بالجهة الرقابية	٣١
المبحث الثالث : المعايير الدولية في مجالي الرقابة والافصاح	٤٠
المطلب الأول : معايير الأيسيكو في مجالي الرقابة والافصاح	٤١
الفرع الأول : قواعد الأيسيكو في مجال الرقابة على السوق	٤٤

الفرع الثاني : مباديء الأيسيكو في مجال الإفصاح والشفافية	٥٠
المطلب الثاني : المعايير الإسلامية لسوق المال	٥٣
الباب الأول: الجهات الإدارية القائمة على رقابة سوق الأوراق المالية.	٥٩
الفصل الأول : الرقابة على سوق الأوراق المالية في القانون المقارن	٦١
المبحث الأول : السلطات المختصة بالرقابة على سوق الأوراق المالية في بعض الدول الاوربية	٦٢
المطلب الأول : نشأة الأسواق المالية الاوربية	٦٤
الفرع الأول : نشأة السوق المالية الفرنسية	٦٥
الفرع الثاني : نشأة السوق المالية البريطانية	٧٢
المطلب الثاني : تحليل السلطات القائمة على سوق الأوراق المالية في بعض الدول الاوربية	٧٩
الفرع الأول : سلطة الأسواق المالية AMF	٨١
الفرع الثاني : سلطة السلوك المالي FCA	٨٩
المبحث الثاني : الجهات الرقابية على سوق الأوراق المالية في بعض الدول الأسيوية	١٠٤

المطلب الأول : نشأة الأسواق المالية في بعض الدول الاسيوية	١٠٦
الفرع الأول : نشأة سوق المال بالصين	١٠٧
الفرع الثاني : نشأة سوق المال بماليزيا	١١٢
المطلب الثاني :الهيكل الاداري للجهات الرقابية في بعض الدول الاسيوية	١١٧
الفرع الأول :هيئة تنظيم الأوراق المالية و السندات الصينية (CSRS)	١١٩
الفرع الثاني : هيئة السوق الماليزية (KLSE)	١٣٤
المبحث الثالث : السلطات المختصة بالرقابة على سوق الأوراق المالية في بعض الدول العربية	١٤٨
المطلب الأول :نشأة الأسواق المالية في بعض الدول العربية	١٥٠
الفرع الأول :نشأة السوق المالية بدولة الكويت	١٥١
الفرع الثاني : نشأة السوق المالية بدولة الإمارات	١٥٩
الفرع الثالث : نشأة السوق المالية السعودية	١٦٤
المطلب الثاني :تشكيل الجهات القائمة في بعض الدول العربية	١٦٩
الفرع الأول : هيئة اسواق المال الكويتية SMAK	١٧٠
الفرع الثاني :هيئة السوق المالية والسلع الاماراتية SCA	١٩٨

الفرع الثالث :هيئة السوق المالية السعودية.CMA	٢١٢
الفصل الثاني : النظام القانوني للرقابة على سوق الأوراق المالية في مصر	٢٣٢
المبحث الأول : نشأة سوق المال بمصر	٢٣٤
المطلب الأول : مرحلة العصر القديم ١٨٨٣- ١٩٩٢	٢٣٥
المطلب الثاني : مرحلة العهد الحديث منذ عام ١٩٩٢ – حتي الان	٢٤١
المبحث الثاني : جهة الرقابة على سوق الأوراق المالية في مصر **EFSA**	٢٤٦
المطلب الأول : مجلس إدارة الهيئة	٢٤٩
المطلب الثاني : إدارة البورصة	٢٧٦
الفرع الأول : مجلس إدارة البورصة	٢٧٨
الفرع الثاني : لجان البورصة	٢٨٦
المطلب الثالث : بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة _ _	٢٩٣
الفرع الاول : بورصة SZSE بالصين	٢٩٧

الفرع الثاني: بورصة النيل بمصر	٣٠٥
المطلب الرابع: هيئة الرقابة الشرعية المركزية	٣١٦
الباب الثاني: الإفصاح والشفافية جوهر الرقابة على سوق الأوراق المالية.	٣٢٨
الفصل الأول: الإفصاح والشفافية في القانون المقارن	٣٣٢
المبحث الأول :قواعد الإفصاح والشفافية في بعض الدول الاوربية	٣٣٣
المطلب الأول :قواعد الإفصاح والشفافية في فرنسا	٣٣٤
الفرع الأول: الإفصاح السابق على الإدراج.	٣٣٥
الفرع الثاني: الإفصاح اللاحق على الإدراج.	٣٤١
المطلب الثاني : قواعد الإفصاح والشفافية في انجلترا	٣٤٧
المبحث الثاني : أحكام الإفصاح والشفافية في بعض الدول الاسيوية	٣٦٤
المطلب الأول : أحكام الإفصاح والشفافية في الصين	٣٦٥
الفرع الأول : الرقابة السابقة على الإدراج	٣٦٧
الفرع الثاني: الرقابة اللاحقة للشركات المدرجة	٣٧٣

المطلب الثاني : أحكام الإفصاح والشفافية في ماليزيا	٣٨٢
المبحث الثالث :مبادئ الإفصاح في بعض الدول العربية	٣٨٧
المطلب الأول: مبادئ الإفصاح والشفافية بالكويت	٣٨٨
الفرع الأول : الإفصاح السابق على الإدراج	٣٩٠
الفرع الثاني :الإفصاح اللاحق على الإدراج	٣٩٥
المطلب الثاني: مبادئ الإفصاح والشفافية بالإمارات	٤٠٩
الفرع الأول : الرقابة السابقة على الإدراج	٤١٠
الفرع الثاني : الإجراءات اللاحقة على الإدراج	٤١٤
المطلب الثالث: مبادئ الإفصاح والشفافية بالسعودية	٤١٩
الفرع الأول : إجراءات الإفصاح السابقة على الإدراج	٤٢١
الفرع الثاني : إجراءات الإفصاح اللاحقة	٤٢٥
الفصل الثاني : النظام القانوني للإفصاح والشفافية في مصر	٤٢٨
المبحث الأول : قواعد الإفصاح السابقة على الإدراج	٤٣٣
المبحث الثاني : الإفصاح اللاحق على الإدراج	٤٤١
المطلب الأول: الإفصاح الدوري	٤٤٢

المطلب الثاني: الإفصاح الطاريء	٤٤٨
المطلب الثالث : الصور العملية للتعويض عن أعمال الجهة الرقابية في سوق الأوارق المالية	٤٥٤
المطلب الرابع: الإفصاح والشفافية في نطاق الصكوك	٤٨٨
الخاتمة	٤٩٥
المراجع	٥٠٠
الفهرس	٥٣٥

رقابة الدولة على سوق الأوراق المالية

مستخلص الرسالة

تتناول الرسالة تحليل الجهات الرقابية القائمة على سوق الأوراق المالية وكيفية عملها وتشكيلها ومدى تأثير ذلك على إستقلالية عمل تلك الجهات في مواجهة السلطة التنفيذية بما يعود بالفائدة على كفاءة السوق المالية . كما تناولت الرسالة دراسة قواعد الإفصاح والشفافية ومدى كفاية قواعدها لحماية الأسواق المالية من الأزمات المالية وحماية المستثمرين . وقد ناقشت الرسالة قانون الصكوك مقارنة بالتجربة الماليزية في قيام بورصة للأوراق المالية الإسلامية . ومدى إمكانية تطبيق تلك التجربة في مصر . مع تناول بورصة المشروعات الصغيرة والمتوسطة مقارنة بالتجربة الصينية في هذا المجال وقد تم تناول الرسالة في بابين يسبقهما فصل تمهيدي وتناول الفصل التمهيدي ماهية الأسواق المالية ومبررات رقابة الدولة عليها والمعايير الدولية الحاكمة لها . وقد تناول الباب الأول تحليل الجهات الرقابية في القانون المقارن والمصري ، كما تم تناول الباب الثاني تحليل قواعد الإفصاح والشفافية في الدول محل المقارنة وقد شملت الدول محل المقارنة فرنسا، إنجلترا ، ماليزيا، الصين ، الأمارات العربية المتحدة ، الكويت ، السعودية ، مصر وقد خلصت الرسالة إلى ضرورة إستقلالية عمل الجهات الرقابية عن السلطة التنفيذية وإعادة هيكلة قانون الأسواق المالية في مصر وبعض الدول محل المناقشة .