

## التنظيم القانوني للبيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية (Short Selling)

(دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة بالقانون الأمريكي)

د. فادي توكل

مدرس القانون التجاري كلية القانون  
الجامعة البريطانية في مصر

تمهيد:

لا يخفى على أحد أن الأسواق المالية تلعب دوراً مهماً في تحقيق النمو الاقتصادي في أية دولة ، ومهما كانت درجة التقدم التي تحظى بها ، حيث إن حاجة الدول غير المتقدمة إلى سوق مالي نشط وكفاء تفوق حاجة الدول المتقدمة في بعض الحالات ، لأن الدول الأقل تقدماً تكون بحاجة أكثر إلى تحويل المدخرات من القطاعات التي لديها فائض في رأس المال إلى القطاعات التي تكون بحاجة إليها ، وتحويل هذا الفائض من المدخرات لا يمكن تحقيقه إلا من خلال قنوات استثمارية معيئة أهمها أسواق الأوراق المالية التي تُعدُّ وسيلة فعالة لها .

ومن خلال أسواق الأوراق المالية نكون حققنا مصالح ثلاثة طوائف: -الطائفة الأولى (طائفة المدخرين) عن طريق تمكينهم من استخدام مدخراتهم في الاستثمار الأمثل. والطائفة الثانية (طائفة المستثمرين) عن طريق تمكينهم من الحصول على التمويل اللازم لمشروعاتهم وخططهم الانتاجية. والطائفة الثالثة (الاقتصاد القومي) عن طريق الحصول على الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية.

وأثبتت الدراسات والواقع العملي بأن البورصات قد أسهمت إسهاماً فعالاً في تنمية المدخرات وتوجيهها للاستثمارات الوطنية، وهو ما يؤكد تزايد في حجم السوق الأولية (سوق الإصدار) ونمو حجم التداول في البورصة (سوق التداول).

ومن المعلوم أن المضاربة هي جوهر العمليات والأنشطة التي تجري في سوق رأس المال، وتعد آلية البيع على المكشوف<sup>(١)</sup> من آليات المضاربة على انخفاض سعر الورقة في المستقبل ، فهو إذن بيع لأوراق مالية يتوقع انخفاض سعرها ولا توجد في حيازة البائع بل ولا يملكها ، ومن ثم يقوم باقتراضها - كما سيتضح في هذا البحث - وهذا هو البيع على المكشوف في صورته التقليدية حيث يقوم الشخص ببيع أوراق مالية قام باقتراضها من الغير ، ومن ثم أصبح مالكاً لها ، على أن يلتزم بردها في وقت لاحق يتفق فيه الطرفان .

وإلى جانب ذلك توجد صورة أخرى للبيع على المكشوف تتمثل في قيام الشخص ببيع أوراق المالية لا يملكها ولا توجد في حوزته ليس فقط وقت تنفيذ الأمر بالبورصة وإنما أيضاً في اليوم المحدد للتسليم، وهو يومين بعد يوم التنفيذ في القانون المصري T+2 وثلاثة أيام بعد يوم التنفيذ في القانون الأمريكي T+3 ، وقد حظر المشرع المصري هذه الصورة .

وفي كل الأحوال يأمل العميل المقترض (البائع) إعادة شراء الأوراق المالية المقترضة فيما بعد بسعر أقل من سعر البيع الأصلي، ومن ثم ردها إلى المقرض الذي يحصل على مقابل الإقراض، ومن هنا تتحقق الربحية والمتمثل في الفرق بين سعر البيع وسعر إعادة الشراء. وتأتي الرياح بما لا تشتهي السفن فيما إذا كان المستثمر يتعامل بآلية البيع على المكشوف، حيث أن الخسائر التي يمكن أن تصيب المستثمر هي واردة أيضاً بصورة كبيرة - لتمييز نظام البيع على المكشوف بارتفاع درجة المخاطرة فيه، فلا يوجد استثمار يحمي صاحبه من المخاطر، بل وكلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته يجب عليه أن يستعد لتحمل مخاطر أعلى،

(١) لهذا النظام عدة مسميات منها (البيع القصير Short Selling) وهو المشهور تداوله بهذا الاسم داخل البورصة المصرية ، ونظام بيع الأوراق المالية المقترضة وذلك بموجب قرار الهيئة العامة لسوق المال ( الرقابة المالية حالياً) رقم ٨٢ لسنة ٢٠٠٦ الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٧/٢٠ ويطلق عليه بنظام البيع على المكشوف ( انظر د. سامي عبد الباقي ، الأليات القانونية المستخدمة لاستغلال صعود وهبوط مؤشر البورصة ، مجلة القانون والاقتصاد ، كلية الحقوق - جامعة القاهرة ، ملحق العدد ٨٨ لسنة ٢٠١٥ ) ، واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع كما هو منصوص عليه بالفصل الثالث من الباب التاسع من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٢ لسنة ١٩٩٥ م وكان ذلك بموجب قرار وزير الاستثمار رقم (٨٤) لسنة ٢٠٠٧ ، ويسمى بنظام تسليف الأوراق المالية بغرض البيع وهذا المسمى المعمول به داخل جهة المقاصة والتسوية بمصر (شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي) . ويطلق عليه أيضاً التمويل النقدي الجزئي في حال البيع، انظر د. محمود سعد محمود مهدي، التمويل النقدي الجزئي في حال البيع أو ما يسمى بالبيع على المكشوف في تعاملات أسواق المال ، دراسة فقهية مقارنة ، مجلة كلية دار العلوم، جامعة القاهرة، العدد (٣٤) لسنة ٢٠١٥ ، ويطلق عليه بسوق دبي المالي بنظام إقراض واقتراض الأوراق المالية وذلك بموجب قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (٤٧) لسنة ٢٠١٢م

والعكس صحيح. إذ أنه من المتصور بدلاً من انخفاض سعر الورقة المباعة بعد فترة زمنية معينة ارتفاع سعر هذه الورقة، وعندئذ يضطر البائع إلى شراء الأوراق المالية المباعة حتى يوفي بالتزامه بتسليم الأوراق المالية في ميعادها القانوني وهو يومين بعد تنفيذ أمر البيع في البورصة المصرية D+2 وفي هذه الحالة تحقق الخسارة للعميل المستثمر.

### أهداف البحث:-

بما أن سوق الأوراق المالية يلعب دوراً بارزاً في عملية التنمية، بحيث أصبحت درجة تطور الأسواق المالية مقياساً لدرجة انتعاش ورواج الاقتصاد في أي بلد، من هنا تأتي أهمية هذه الدراسة التي تنشأ تحقيق مجموعة من الأهداف، بل نهدف إلى دراسة مجموعة من القواعد القانونية التي تنظم نظام البيع على المكشوف في القانون المقارن - القانون الأمريكي - ومقارنته بالقانون المصري وصولاً للأهداف الآتية:-

١. تهدف الدراسة إلى العمل على تنظيم عملية البيع على المكشوف بقواعد قانونية تكفل حماية وتعزيز ثقة المستثمر الوطني في استثمار أمواله في سوق منظم للأوراق المالية، لا أن يخسر أمواله في أسواق لا يعرف مدى نزاهتها.
٢. تهدف الدراسة إلى بيان مزايا وعيوب نظام البيع على المكشوف بهدف تعزيز مواطن القوة ومعالجة العيوب وإحجامها والحد منها قدر الإمكان، وتلك من خلال تجارب الدول المتقدمة والاستفادة منها.
٣. تهدف الدراسة أيضاً إلى توصية المشرع لكي ينظم أنواعاً جديدة من وسائل التداول أمام المتعاملين وعدم الاكتفاء بالوسائل والأساليب التقليدية تنشيطاً لحركة التداول في الأسواق المالية ومواكبة لكل ما هو جديد في العالم من حولنا.

المنهج الدراسي المتبع في هذا البحث:

## ١- المنهج التحليلي التأسيلي:

اتبع الباحث المنهج التحليلي لمعرفة ماهية (البيع على المكشوف) كأداة مستحدثة للأدوات المالية، وبيان مزايا وعيوب هذا النظام، وأيضا لفهم النصوص القانونية التي تتناول تنظيمه، والفرق بينه وبين نظام الشراء بالهامش. وعند تناول الجانب النظامي أو القانوني اعتمد الباحث على ما ورد في تلك الأنظمة، سواء المصري أو الأمريكي، وذلك بتحليل النصوص، واستقراء ما ورد فيها، كما اعتمد الباحث أيضا على المنهج التأسيلي: وذلك بتوثيق المعلومات والآراء من وجهات نظر رجال القانون سواء من خلال أحكام القضاء أو اجتهادات فقهاء القانون.

## ٢- المنهج المقارن:

لقد اعتمد الباحث في هذا البحث على الأسلوب المقارن بالقانون الأمريكي، ويرجع سبب اختيار القانون الأمريكي للمقارنة لعدة أسباب من أهمها: -

١. أن الولايات المتحدة الأمريكية صاحبة أكبر وأكفأ أسواق للأوراق المالية على مستوى العالم، والإطار القانوني للرقابة على تلك الأسواق يُعد نموذجا يُحتذى به في الكثير من الدول الأخرى، وإننا نريد الاستفادة من تجربتهم في كيفية تنظيم عمل هذه الأسواق بصفة عامة ونظام البيع على المكشوف - موضوع بحثنا - بصفة خاصة، ومقارنتها بما هو موجود في قوانيننا وتصحيح مواطن الخلل على ضوءها.

٢. إن النظام المالي في أمريكا قد مرّ بفترات من الركود والكساد، وواجه الكثير من الأزمات الاقتصادية مما شجّعه على التطور من حيث القواعد التي تنظم البيع القصير وكيفية التغلب على أعمال الغش والاحتيال.

## إشكالية البحث:

تكمن إشكالية البحث في محاولة الوصول إلى آلية مناسبة وملائمة ومُحكمة لتنظيم عمليات البيع على المكشوف (اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع) في سوق الأوراق المالية وصولاً لانتعاش السوق مع وضع التدابير الاحترازية والضمانات الوقائية للحد من مخاطرة والتي تتسم بالمخاطرة الشديدة، بل ولتفادي مخاطرة مستقبلا، هذا بالإضافة إلى الحد من الجهل بالثقافات القانونية وعدم معرفة آلية البيع على المكشوف من جميع جوانبه ومميزاته.

### خطة البحث:

تضمنت هذه الدراسة ثلاثة مباحث، نتناول فى المبحث الأول: ماهية البيع على المكشوف وتقييمه أما المبحث الثانى سنتناول الطبيعة القانونية للبيع على المكشوف، وفى المبحث الثالث نخصصه للفرقة بين البيع القصير وأنظمة التداول المعتمدة على الهامش ، وذلك وفقاً للتقسيم الآتى:

المبحث الأول: ماهية البيع على المكشوف وتقييمه.

المبحث الثانى : الطبيعة القانونية للبيع على المكشوف.

المبحث الثالث : الفرق بين البيع على المكشوف والشراء بالهامش.

## المبحث الأول ماهية البيع على المكشوف وتقييمه

تمهيد وتقسيم:

إن الوضع الطبيعي لعمليتي البيع والشراء - سواء في الأسواق التقليدية أو في الأسواق المالية - هو أن يبيع الشخص ما يملكه أصلاً أو ما سبق شراؤه ولكن المتعاملين في الأسواق المالية استحدثوا نظاماً جديداً يعتمد في الأساس على نظام الهامش وبموجبه يمكن للبائع البيع ثم الشراء، ويسمى هذا النوع من المتاجرة بالبيع على المكشوف، وقد ظهر هذا النوع في أوائل سنة ١٦٠٠ م حين كان التجار يلجأون إلي اقتراض أسهم شركة الهند الشرقية الهولندية ثم بيعها عند توجه الأسعار بالنزول، ولكن تم حظر هذا النوع من التعامل تلبية لطلب قدمته إدارة الشركة في سنة ١٦١٠، واستمر حظر التعامل بالبيع القصير بل شجعهم على خرق القانون وإجرائه بشكل غير رسمي، وعلى ذلك فقد اقترحت الحكومة الهولندية في ١٩٨٩ تنظيم التعامل بالبيع القصير ولكن مع فرض ضريبة على الأرباح المتأتية منه وقد استمرت النقاشات حول مدى ضرورة هذا النوع من التعامل في السوق، وعلى إثر ذلك تم منعه مرات عدة من قبل الكثير من الدول ولكن بعد ذلك اقتنعت الأسواق المتطورة بضرورة وجوده (البيع على المكشوف) في السوق حتى أصبح اليوم يمثل حوالي ربع حجم التداول اليومي في أسواق الأسهم الأمريكية<sup>(١)</sup>. وعلى هذا سوف نتناول في هذا المبحث التعريف بنظام البيع على المكشوف والمبادئ التي يقوم عليها هذا النظام في مصر ومقارنتها بالنظام في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم بيان مزاياه وعيوبه وذلك في نقطتين رئيسيتين وهما كالآتي:

المطلب الأول: تعريف البيع على المكشوف والقواعد الحاكمة له في مصر وأمريكا

المطلب الثاني: مزايا وعيوب البيع على المكشوف

(1) (James J. Angel & Douglas M. McCabe, The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling, Journal of Business Ethics (2009) 85: 239 - 249, P 239-240.

## المطلب الأول

### تعريف البيع على المكشوف والقواعد الحاكمة له في مصر وأمريكا.

#### أ- تعريف البيع على المكشوف

قبل أن نبدأ بتعريف البيع على المكشوف نحاول بيان المقصود به من خلال إيراد مثال توضيحي لكي يسهل تعريفه:

المتوقع من المتعامل في سوق المال هو أن يشتري الورقة المالية بسعر منخفض أملاً في ارتفاع سعره وبيعه بسعر أعلى، إلا أن نمط البيع القصير يعمل على عكس هذه القاعدة ويعتمد على قاعدة (بيع بسعر عال أولاً ثم اشتر بسعر منخفض)<sup>(٢)</sup> ويتم البيع القصير في الأسواق الهابطة bear markets معتمد أعلى نظام الهامش الذي نحن بصدد بحثه وأن المستلزمات الأساسية لإتمام هذا النمط من التعامل هي:

- وجود سوق هابط.
- وجود مستثمر يتوقع انخفاض الأسعار في المستقبل ويسمى بـ investor bear<sup>(٣)</sup>.
- وجود مستثمر آخر تكون توقعاته عكس توقع المستثمر الأول.
- وجود نظام قانوني يسمح بتمويل التعاملات بالهامش.

مثال

يتوقع المستثمر (أ) انخفاض سعر أسهم شركة (ص) وكان (أ) قد فتح حساب لدى الوسيط (هـ). وبما أن المستثمر (أ) يتوقع هبوط أسعار أسهم الشركة المذكورة لذا يبحث عن شخص ليقترض منه تلك الأسهم<sup>(٤)</sup> وعادة يحصل المستثمر على القرض من خلال الوسيط فيأمر الوسيط بأن يبيع لحسابه ١٠٠ سهم عن تلك الشركة عند

(١) راجع قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨

(٢) د محمود محمد داغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع - رام الله، ٢٠٠٥، ص ٢٦٥.

(٣) (Harry D. Schults, Bear Market Investing strategies, WILEY TRADING, England, 2002, p.10.

(٤) الكثير ممن بحثوا موضوع البيع القصير لم يتناولوا الخطوة الأولى ألا وهي خطوة البحث عن شخص يرغب في الاقتراض، وبدون وجود هذا الشخص لا يمكن إتمام أو حتى البدء بالعملية وتقصد هنا البيع المغطى الذي يجيزه القانون المصري والقانون الأمريكي. للتفصيل في خطوات إنجاز عملية الاقتراض لغرض البيع تراجع:

- Frank J. Fabozzi, Short Selling. John Wiley & Sons, inc. 2004, p. 9-12.

سعر ٢٠٠٠ دينار للسهم الواحد والوسيط يبحث عن مستثمر يريد شراء الكمية نفسها من الأسهم نفسها بمجرد وصول الطلب إليه وليكن المستثمر (ب) فالوسيط ينفذ الطلب ونلك من خلال اقتراض تلك الأسهم التي تكون مودعة لديه والتي هي مملوكة للمستثمر (ج) الذي هو مقرض الأسهم أو من مخزون لديه ويتم إيداع ثمن الأوراق المالية المأخوذ من المشتري (ب) لدى مقرض تلك الأوراق وذلك ضماناً لقرضه ، ولكن بما أن الأسعار عرضة للتقلب ، لذا فإن الوسيط يطلب هامشاً من البائع ليكون ضماناً لالتزام الأخير برد القرض<sup>(١)</sup>.

وعادةً يكون قرض البيع على المكشوف قرصاً قابلاً للاسترداد في أي لحظة من قبل أي من الطرفين (أي يُعدُّ هذا العقد عقداً غير ملزم بالنسبة للمقرض والمقترض)، فالمستثمر يمكنه إعادة شراء الأوراق وإعادتها إلي الوسيط في أي لحظة يراه مناسبة وكذلك الوسيط يمكنه المطالبة برد الأوراق في أي لحظة فإذا طالب الوسيط برد القرض علي المستثمر إما يقترض الأوراق من شخص آخر، أو أن يقوم بشرائها من السوق ولكن الواقع أن عملية الاقتراض الجديدة تتم أيضاً من قبل الوسيط<sup>(٢)</sup> نفسه لأنه هو يبحث عن مقرض آخر ليقترض منه لحساب العميل ، فالعملية لا تستغرق وقتاً ولا تكلف جهداً من المستثمر<sup>(٣)</sup>.

والآن بعد أن انتهينا من توضيح المقصود بالبيع على المكشوف يمكننا أن ندخل إلى موضوع تعريفه. لقد عرف البيع القصير في تشريعات الكثير من الدول وفي هذا المجال تم تعريفه في اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري علي أنه « الاتفاق الذي يتم بين عميل مقترض وأمين الحفظ يقوم بمقتضاه نيابة عن العميل باقتراض أوراق مالية مملوكة لعميل آخر مقرض بغرض بيعها وإعادتها في وقت لاحق بالشروط التي يتم الاتفاق عليها»<sup>(٤)</sup>.

(١) د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الأول، التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية ٢٠٠٢، ص ٢٥٢.  
 (٢) وجدير بالذكر أن الوسيط (السمسار) لم يُرخص له بأن يقدم الائتمان لعملائه ، بل يقتصر عمل السمسار على تنفيذ أوامر العملاء من البيع والشراء ، وبما أن القانون المصري لم يرخص للسمسار ذلك فقد ألزم بتدخل شخص آخر لإنجاز هذه العملية وهو « أمين الحفظ » بنص المادة (٢٨٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، فوفقاً للقانون المصري فإن عقد البيع على المكشوف هو اتفاق ثلاثي يُبرم بين العميل والسمسار الذي ينفذ الأوامر وأمين الحفظ الذي يقدم الائتمان ، ولذا فإن أمين الحفظ يؤدي دورين : وسيط مالي وعضو في منظومة المقاصة والسوية .

(٣) د. منير هندي، المرجع السابق نفسه، ص ٢٤٩-٢٥٠.

(٤) راجع المادة ٢٩٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال والمعدلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ .



على وفق التعريف السابق فإن أمين الحفظ لا يمكنه إقراض أوراق مالية مملوكة له، بل يجب أن تكون تلك الأوراق مملوكة لعميل آخر لأن أمين الحفظ قد منع من أن يكون لديه مخزون من الأوراق المالية المملوكة لنفسه. إذا هذا التعريف يخص القانون المصري فقط لأنه توجد حالات أخرى يقوم الوسيط بإقراض أوراق مالية مملوكة له أو أوراق مودعة في حساب الهامش لعميل آخر أو يقرضها من مقرض آخر لصالح العميل<sup>(١)</sup>.

والجدير بالذكر أن كلا من النظامين (الشراء بالهامش والبيع على المكشوف) يتفقا من حيث شمولهما علي رهن أوراق مالية والحصول علي التمويل بطريق الاقتراض، إلا ان المشرع المصري لم يشير إلى الدور الذي يلعبه الوسيط ، إذ بدونه لا يمكن بيع تلك الأوراق المقترضة ، وكذلك لا يتم إعادة شراؤها في الموعد المقررة لإعادة الشراء وهو سوف نتناوله عن التفرقة بين نظام البيع على المكشوف وما يتشابه معه من أنظمة بالمبحث الثالث .

جاء في التنظيم SHO الأمريكي<sup>(٢)</sup> أن البيع القصير (البيع على المكشوف) « هو عبارة عن بيع للأوراق المالية التي لم يملكها البائع أو أي بيع يتم من خلال تسليم أوراق مالية مقترضة لحساب البائع»<sup>(٣)</sup> ويؤخذ على هذا التعريف أن هذا التنظيم على رغم من منعه للبيع على المكشوف الذي لم يسبقه اقتراض يعرفه بأنه بيع لما لم يملكه البائع.

أما على صعيد الفقه فقد عرف البيع على المكشوف من قبل الكثير من المهتمين بالأسواق المالية، حيث يرى البعض أنه «عبارة عن بيع أسهم لا يملكها البائع

(1) Ruth A. Hargens Horvatich. The long and short of it: the Securities and Exchange Commission should reinstate a price restriction test to regulate short selling, 2010 Creighton University, p. 594.

(٢) يقصد بالتنظيم SHO الأمريكي : تنظيم البيع القصير واختصاره Short selling كما هو منصوص عليه في القانون الأمريكي.

(3) The term "short sale shall mean any sale of a security which the seller does not own or any sale which is consummated by the delivery of a security borrowed by, or for the account of the seller". See regulation (sho), Rule 200.

إن هذا النظام خاص بالبيع القصير وقد تم وضعه في سنة ٢٠٠٤ وتم تعديله بشكل مؤقت وفي سنة ٢٠٠٥ ولأول مرة تمت تعديلات جوهرية على هذا النظام بهدف الحد من حالات الفشل في إعادة شراء الورقة المالية وذلك من خلال منع البيع على المكشوف أي بيع الورقة دون أن يسبقه اقتراض.

وقت البيع ثم يقوم بشرائها من السوق أو باقتراضها من الوسيط بفائدة ليسدها للمشتري قبل تاريخ التسديد»<sup>(١)</sup>.

ويظهر للباحث أن هذا التعريف قد أكد على أن البيع على المكشوف بيع لشيء غير مملوك وقت البيع، إلا أن الصحيح غير ذلك لأن العميل لا يمكنه بيع ما لا يملكه لأن أول خطوة في البيع على المكشوف عبارة عن اقتراض الأوراق المالية، لذلك القول أن البيع على المكشوف هو بيع ما لا يملكه المستثمر قول ليس صحيحاً علي إطلاقه، ويأتي هذا الاستنتاج من طبيعة القرض، وبما أن المستثمر قد يأمر الوسيط بالاقتراض والبيع لذلك فهو يُعدُّ وكيلاً عنه، وقبضه يقوم مقام قبض المستثمر، إذًا يظهر أن العميل يبيع ما يملكه إلا أن كل ما في الأمر هو أن ملكيته للمبيع لم تأت عن طريق عقد البيع بل عن طريق عقد القرض.

وعرفه آخرون بأنه « هو بيع أوراق مالية لا ينوي البائع تسليمها من محفظته المالية، إما لأنه لا يملكها أساساً، أو لأنه يملكها ولا ينوي أن يسلمها وقت البيع »<sup>(٢)</sup> وعُرف من قبل آخر بأنه « بيع أوراق مالية مقرضه علي أمل أن ينخفض السعر، فإذا انخفض السعر قام المتاجرون بالأوراق المالية بشراء الأوراق التي باعوها وإعادتها إلي مالِكها ويجري تسهيل تنفيذ العملية من خلال سمسار أوراق مالية»<sup>(٣)</sup>.

ويبدو للباحث أن هذا التعريف أقرب إلى بيان حقيقة البيع القصير لأن قبول الوسيط أن يبيع للمشتري عدداً معيناً من الأوراق المالية لحساب المستثمر هو في حد ذاته رضاء ضمني بالإقراض لهذا الأخير، ويأتي هذا الاستنتاج من أن المستثمر لا يستطيع أن يأمر الوسيط بالتصرف في أموال مستثمرين آخرين لعدم وجود الصفة فيه.

وبالنظر إلى عملية البيع هذه، ينبغي أن يلاحظ أن المشتري من البائع على المكشوف هو الذي يستحق توزيعات الربح بموجب شهادة ملكية السهم، ويلتزم

(١) د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مقال بعنوان «عمليات السوق المالية وعوامل استقرارها في السوق المالية الإسلامية، رابط المقال علي شبكة الإنترنت

[http://islamiccenter.kaau.edu.sa/arabic/Hewar\\_arbeaa/abs/PFF=Hiwar3/247.pdf](http://islamiccenter.kaau.edu.sa/arabic/Hewar_arbeaa/abs/PFF=Hiwar3/247.pdf).

(٢) إشعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، دمشق، الطبعة الأولى، ٢٠٠٢، ص ١٩٥.

(٣) د. أرشد فؤاد التميمي ود. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان ٢٠٠٤، ص ١٨٢.

البائع على المكشوف بتسديد التوزيعات إلى السمسار المقرض لتلك الأسهم<sup>(١)</sup>. وقد تعددت وجهات النظر في طبيعة عمل السمسار في الصفقات، فقد تكون وساطة بين طرفي التعامل، والتقريب بين وجهات نظرهما، نظير أجر محدد، فلا ينوب عن أحد المتعاقدين في إبرام العقد، فعمله هو إرشاد أطراف المعاملة إلى التعاقد، وقد يكون وكيلاً بالعمولة، وقد يتجاوز دوره في الصفقات التجارية إلى ضمان سلامة الصفقة كما سنوضح عند الحديث عن التكييف القانوني للبيع على المكشوف<sup>(٢)</sup>.

والفقه الأمريكي من جانبه أعطى تعريفات متعددة للبيع على المكشوف فقد عُرف من قبل البعض منهم علي أنه « بيع لأوراق مالية غير مملوكة للمستثمر أو حتى وإن كان المستثمر يمتلكها فإن المستثمر لا ينوي تسليمها»<sup>(٣)</sup>، ويبدو من هذا التعريف أنه قد تطرق إلي نوعين من البيع القصير وهما البيع المغطى والبيع غير المغطى Naked short sale حيث لا يكون في حساب البائع في النوع الأول (البيع المغطى) الورقة المالية نفسها التي قام ببيعها، ويُعاب علي هذا التعريف ما قلناه سابقاً بصدد التعاريف أعلاه من حيث تعريف البيع على المكشوف علي أنه بيع للشئ غير مملوك. وعلى ضوء كل ما تقدم يرى الباحث البيع على المكشوف هو «عقد لاقتراض أوراق مالية بغرض بيعها في الحال وإعادة شرائها أو اقتراض مثلها وردّها للمقرض في وقت لاحق».

## ب- المبادئ التي يقوم عليها نظام البيع على المكشوف في مصر.

١- من الخصائص المميزة لنظام الاقتراض بغرض البيع في مصر إنشاء مجمع واحد Pool كوعاء للتسليف لدى جهة واحدة هي شركة مصر للمقاصة يتجمع به كميات الأسهم المتاحة للإقراض من كل أمناء الحفظ، وذلك بسبب اختلاف كميات الأوراق المالية التي يحتفظ بها كل أمين حفظ عن الآخر وضخامة الكميات لدى البعض وقتلتها لدى البعض، وذلك لظروف تاريخية متعلقة بنشاط نظام أمناء

(١) د. عاطف وليم أندوراس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، ٢٠٠٦، ص ٥٤.

(٢) د. عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، الطبعة الأولى، ١٩٩٨، ص ٦٠ وما بعدها.

(3) (Sale of a security not owned by the investor- or if owned- the investor does not intend to deliver) Micheal. T. Curley, Margin Trading From A To Z, John Wiley & Sonsa, Hoboken, New Jersey, 2008, p45.

الحفظ، وتحويل هذا النشاط من شركات سمسرة مختلفة قامت بهذه الوظيفة في بداية تطبيق هذا النظام إلى البنوك عندما رأت الهيئة أن البنوك قد تكون أكثر كفاءة في هذا الشأن<sup>(١)</sup>.

٢- يقوم على إدارة النظام « لجنة صندوق التسليف»، وهي مُشكلة على غرار لجنة صندوق ضمان التسويات، من سبعة أعضاء منهم الرئيس ويتولى أمانة اللجنة أحد موظفي الإدارة المختصة بالتسليف بشركة مصر للمقاصة.

٣- تحدد الهيئة العامة للرقابة المالية الحد الأقصى للعمليات التي يمكن تنفيذها بالنسبة لكل ورقة مالية، ولكل شركة سمسرة يرخص لها بمزاولة هذا النشاط، ولكل عميل أو مجموعة مرتبطة من العملاء<sup>(٢)</sup> وهو ما سوف نتناوله بالدراسة في هذا البحث.

٤- لا يسري هذا النظام إلا على الأوراق المالية التي تتمتع بدرجة سيولة عالية والتي لا يخضع تداولها لأي حدود سعرية، وتحدد طبقاً لمعايير تضعها البورصة وتوافق عليها الهيئة العامة للرقابة المالية، وهو ما سوف نتناوله بالدراسة أيضاً في هذا البحث.

٥- يحتفظ مقرض الأوراق المالية طوال فترة القرض بجميع الحقوق والعوائد المرتبطة بملكية الأوراق المالية، ويتم حصوله على هذه الحقوق خصماً على حساب الضمان النقدي للمقرض، كما أن للمقرض الحق في طلب استرداد الأوراق المالية محل القرض في أي وقت يشاء<sup>(٣)</sup>.

٦- تلتزم شركة السمسرة التي تمارس هذا النشاط بإبرام عقد بينها وبين العميل المقترض، ويجب أن يشتمل العقد على الآتي<sup>(٤)</sup>:

نسبة الهامش النقدي (الضمان) الذي يجب أن يودعه العميل لدى الشركة.

(١) مزاجع المادة ٢٩٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال والمعدة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ ..

(٢) القواعد التصيلية لنظام تسليف الأوراق المالية [www.Mscd.com](http://www.Mscd.com)

(٣) المادة ٢٩٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

(٤) المادة ٢٩٩ مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري

الشروط والحالات التي يحق للشركة بمقتضاها مطالبة العميل بضمانات إضافية.

الإجراءات التي يمكن للشركة أن تتخذها في حالة عدم قيام العميل بتقديم الضمانات أو رد الأوراق المالية المقترضة عند طلبها.

تحديد العمولات والمصروفات التي تتقاضاها الشركة مقابل تنفيذ هذه العمليات. حالات إقفال حساب الأوراق المالية المقترضة بغرض البيع.

كما يلتزم أمين الحفظ بإبرام عقد مع العميل المقرض على أن يتضمن على الأخص ما يلي:

إعلان العميل عن رغبته الصريحة وقبول إقراضه الأوراق المالية.

قبول العميل المقرض المشاركة في عائد استثمار الضمان النقدي للأوراق المالية التي يتم إقراضها وذلك وفقا لقواعد هذا النظام.

٧- تلتزم شركة السمسرة المصرح لها بممارسة هذا النشاط بالحصول على ضمان من العميل المقترض لا يقل عن ٥٠٪ من القيمة السوقية للأوراق المالية حسب أسعار إقفالها قبل اقتراضها وبيعها<sup>(١)</sup> وتكون تلك النسبة ٢٠٪ بالنسبة للسندات الحكومية. وتقوم الشركة بتحويل هذا الضمان إلى شركة الإيداع والقيود المركزي<sup>(٢)</sup>، وإلى جانب هذا التأمين النقدي، فإن حصة بيع الأوراق المقترضة لا تسلم للعميل، وإنما يتم الاحتفاظ بها كضمان إلى أن يتم رد هذه الأوراق لنظام الإقراض سداد للمقرض.

٨- تلتزم شركة مصر للمقاصة باستثمار حصة الضمانات النقدية التي تتجمع لديها، وعلى أن يكون هذا الاستثمار في أدوات ذات عائد ثابت حددها القانون وهي ( الودائع البنكية، أذون الخزانة، وشهادات إيداع البنك المركزي)، ويتم توزيع هذا العائد بنسب مختلفة بين شركة مصر للمقاصة والعميل المقرض وأمين الحفظ.<sup>(٣)</sup>

٩- يكون بيع الأوراق المالية المقترضة بالشروط الآتية:

(١) المادة ٢٢٩ مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.  
(٢) راجع المادة ٢٩٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال والمعدلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨.  
(٣) المادة ٢٩٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. وقد تحددت تلك النسب في القواعد التفصيلية كالاتي: ٧٠٪ من العائد لشركة مصر للمقاصة، ٣٠٪ توزع بين أمين الحفظ و عميله المقرض حسب العقد المبرم بينهما.  
www.mcd.gov.eg.

أن تكون الأوراق قد تم اقتراضها فعلاً وأصبحت متاحة لشركة السمسرة قبل القيام ببيعها.

أن يكون سعر بيع الورقة المالية المقترضة إما يزيد على آخر سعر تم به تداول تلك الورقة في البورصة، أو يساوي آخر سعر للتداول بشرط أن يكون هذا السعر يزيد عن سعر التداول السابق عليه.

١٠- يتوجب على شركة السمسرة أن تعيد تقييم الأوراق المالية المقترضة التي قامت ببيعها في نهاية عمل كل يوم وفقاً لأسعار إقفالها بالبورصة Marking to Market ومقارنة تلك القيمة بالضمان (ويتمثل هذا الضمان في القيمة التي بيعت بها الأوراق زائداً الهامش النقدي المودع من العميل)، وإذا ما أسفرت المقارنة عن انخفاض الضمان إلى ١٤٠٪ من القيمة السوقية للأوراق المباعة إذا كانت أسهم أو ١١٥٪ إذا كانت سندات، وجب على الشركة مطالبة العميل بزيادة الضمان إلى ١٥٠٪ بالنسبة للأسهم أو ١٢٠٪ بالنسبة للسندات، أي مطالبته بدفع مبلغ إضافي للهامش النقدي الذي قام بدفعه أو لا حتى يصل الضمان إلى النسب المذكورة<sup>(١)</sup>.

١١- يخول القانون لشركة السمسرة -دون الزجوع للعميل- شراء الأوراق المالية المقترضة التي قامت ببيعها وذلك لسداد القرض برد تلك الأوراق إلى نظام التسليف في الحالات الآتية:

إذا لم يتم العميل بزيادة قيمة الضمان وفقاً لما تكرر بالبند السابق (عاشراً) وذلك بعد مرور يومي عمل على إخطاره.

ب- إذا انخفضت نسبة الضمان إلى ١٣٠٪ من القيمة السوقية من الأوراق المالية إذا كانت أسهم أو ١١٠٪ إذا كانت سندات، ولم يستجب العميل لزيادته.

علماً بأنه -على عكس تسبب الهامش النقدي- يمكن للهيئة العامة للرقابة المالية تعديل تلك النسب وفقاً لأوضاع السوق، وبناءً على اقتراح البورصة<sup>(٢)</sup>.

١٢- يمكن للعميل المقترض تسوية القرض في أي وقت بشراء الأوراق المالية السابق له اقتراضها وإضافتها لحسابه لدى أمين الحفظ المختص ومن ثم يخطر شركة الإيداع المركزي لتسوية القرض أي سداده.

(١) المادة ٢٩٩ مكرر ٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة ٢٩٩ مكرر (٢) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

## جـ - المبادئ التي يقوم عليها نظام البيع على المكشوف في الولايات المتحدة الأمريكية، -

لم يتضمن قانون البورصة الأمريكي الصادر عام ١٩٣٤ تنظيمًا مفصلاً لنشاط بيع الأوراق المالية على المكشوف، باستثناء ما ورد بالمادة الثامنة/٢ منه التي تحظر على أي سمسار أو تاجر عضو في إحدى بورصات الأوراق المالية أن يقرض، أو يقوم بالترتيبات اللازمة لإقراض أوراق مالية، يحتفظ بها لحساب أي عميل دون الحصول على موافقة كتابية من العميل، وأن يتم الإقراض بعد موافقة العميل في إطار القواعد والإجراءات التي تصدرها لجنة البورصة SEC لحماية المستثمرين.

وقد بدأ نشاط بيع الأوراق المالية المقترضة في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٣٨ وأصدرت لجنة البورصة SEC قواعد متلاحقة لتنظيمه والرقابة عليه، وكان أهمها التعديلات الجوهرية التي أدخلت عليه في يناير عام ٢٠٠٥<sup>(١)</sup> وإن كان قد تلي ذلك بعض التعديلات لكنها لم تمس جوهر النظام.

وتتشابه المبادئ والأسس التي يقوم عليها هذا النشاط في كل من مصر والولايات المتحدة الأمريكية فيما عدا بعض الأوجه بسبب طبيعة ودرجة تطور السوق المصرية مقارنة بالسوق الأمريكية، ودرجة الوعي لدى المتعاملين بكل من السوقين، وأهم أوجه الاختلاف هي:

يتم اقتراض الأسهم للبيع في النظام المصري من مصدر واحد هو مجمع التسليف لدى شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، في حين أن جهات الإقراض في الولايات المتحدة الأمريكية متعددة، فيمكن أن يكون المقرض هو السمسار الذي يتعامل معه المستثمر، أو التاجر Dealer، أو صانع السوق Market Maker أو أية مؤسسة استثمارية أخرى Institutional Investor.

لا يسمح النظام في مصر بعرض الأسهم المقترضة للبيع على شاشات التداول، ما لم تكن شركة السمسرة المعنية قد قامت بالفعل باقتراض تلك الأسهم لحساب عميلها، وحصلت من شركة مصر للإيداع المركزي -باعتبارها الجهة التي تدير النظام- على ما يفيد إتاحة الأسهم للبيع، أما في أمريكا فإنه ليس من الضروري أن يكون قد تم

(1) See Release No 34-50103 file no 57-23-03 issued by SEC. See also WWW.sec.gov/answers/shortsale.htm.

اقتراض الأسهم بالفعل، ليتمكن السمسار من بيعها، وإنما يكفي أن يتوفر لديه من الأسباب ما يجعله قبل البيع يعتقد أن الأسهم يمكن أن تكون متاحة له بالاقتراض قبل تاريخ التسوية.

ونتيجة لذلك يوجد في السوق الأمريكية نوع خاص من البيع هو ما يمكن أن يطلق عليه البيع على المكشوف Naked short sale وفيه لا يقوم السمسار باقتراض الأسهم نيابة عن عمليه قبل بيعها، وقد لا يقوم بعمل أية ترتيبات لذلك قبل موعد تسويتها ليتمكن من تسليمها إلى شركة المقاصة في ميعاد التسوية (T+3) ولذلك تحدث حالات من الإخفاق في تسليم تلك الأسهم في المواعيد المحددة<sup>(١)</sup>.

ولا يقتصر التخلف عن تسليم الأوراق المالية المباعة في تاريخ التسوية (T+3) على البيع على المكشوف أو على بيع الأسهم المقترضة وإنما يمكن أن ينشأ في حالات البيع العادي، أي في حالة ملكية العميل البائع للأوراق التي يتم بيعها Long sale بسبب أخطاء تتم بحسن نية من قبل العميل أو وسيطه، أو خطأ في التنفيذ، أو خلل في النظام الآلي المطبق للمقاصة والتسوية.

أما في حالة البيع على المكشوف (بدون غطاء) Naked short selling فإن التخلف عن التسليم Fail to deliver يكون أكثر حدوثاً، خاصة في حالة قيام صانع السوق، بتلبية طلبات عملائه شراء أسهم، حيث أنه بطبيعة عمله يكون مستعداً دائماً لبيع ما يطلب منه من الأوراق المالية التي يتخصص فيها، حتى لو لم تكن متوفرة لديه وقت البيع، وقد يقوم ببيع أوراق مالية لا يتمكن من الحصول عليها قبل تاريخ التسوية خاصة بالنسبة للأسهم ذات السيولة المنخفضة.

ويطلق على تلك الأسهم المباعة التي لم يتم تسليمها في تاريخ التسوية Threshold Securities، وتنتشر بها قوائم يومية عن طريق أسواق التداول وتخطر بها لجنة البورصة SEC ويُدْرَج السهم ضمن قائمة المعلقة Threshold Securities إذا تحقق أي مما يلي:

أن يستمر عدم تسليم الأسهم لمدة خمسة أيام عمل اعتباراً من تاريخ التسوية المحدد لها لدى شركة المقاصة. (National Securities Clearing Corporation (NSCC))  
إذا كان مجموع الأسهم التي تأخرت أية شركة في تسليمها يبلغ ١٠٠٠٠ سهم أو أكثر من الأسهم المصدرة لأية شركة.

(1) [www.pepperlaw.com/pepper/publications\\_update.cfm?rip=1508.0](http://www.pepperlaw.com/pepper/publications_update.cfm?rip=1508.0)



إذا كانت تساوي نصف في المائة من مجموع الأسهم المصدرة للشركة.

وتقتضي تعليمات لجنة البورصة الأمريكية SEC<sup>(١)</sup> بأن يقوم السمسار بغلق مركزه المفتوح بشراء الأسهم التي لم يتم بتسليمها في حالة استمرارها ضمن قائمة الأسهم المعلقة لمدة ثلاثة عشر يوماً، وذلك بشرائها من السوق وتسليمها للمشتري عن طريق شركة المقاصة والتسوية المختصة، ولا يسمح للسمسار خلال تلك الفترة بإجراء أية عمليات بيع أوراق مالية مقترضة Short sale على نفس السهم، ما لم تكن الكمية التي يرغب في بيعها قد توفرت لديه بالاقتراض فعلاً، أو قام على الأقل بإجراء الترتيبات اللازمة لاقتراضها.

وحيث لا تُعدُّ كل حالات عدم تسليم الأسهم المباعة بنظام بيع الأوراق المالية المقترضة في يوم التسوية بالضرورة مخالفة للقانون، أو القواعد الصادرة من لجنة البورصة SEC لاحتمال وجود العديد من الأسباب المنطقية التي تحول دون تسليم الأسهم المباعة في اليوم المحدد للتسوية، لذلك يتم بحث كل حالة على حده لتحديد أسباب عدم تسليمها، فقد يكون السبب خطأ بشرياً مؤقتاً، أو خطأ في نظام المقاصة والتسوية، كما سلفت الإشارة.

أما البيع على المكشوف وعدم تسليم الأسهم المباعة في يوم التسوية بغرض التأثير على أسعار الأوراق المالية المباعة، فإنه يُعدُّ أحد صور التلاعب Manipulation في حالة ثبوت ذلك، ويُعدُّ بالتالي خرقاً للقوانين الفيدرالية والقواعد الصادرة من لجنة البورصة SEC بموجب قانون البورصة الصادر عام ١٩٣٤<sup>(٢)</sup>.

ويتفق النظام المصري مع النظام الأمريكي في تحريم الممارسات التي تنطوي على التلاعب في الأسعار، حيث تنص المادة ٣٢١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أنه يحظر مطلقاً الممارسات التي تنطوي على التلاعب بقصد التأثير في أسعار الأوراق المالية.

(1) SEC Division of market regulation key points about regulation SHO .  
www.sec.gov/spotlight/keyregohissues.htm.

(٢) قامت لجنة البورصة برفع دعاوى قضائية ضد بعض المتعاملين الذين ثبت تورطهم في مثل هذه الممارسات ويتم ذلك بتعمد بعض المضاربين إلى بيع أوراق مالية غير مقترضة بمعرفتهم (بيعا على المكشوف) بكميات كبيرة بقصد تخفيض سعرها بناءً على كثرة العروض ثم يقومون بعد انخفاض السعر بشراء ما اقترضوه محققين أرباحاً كبيرة من الفروق بين أسعار البيع وأسعار الشراء . راجع  
www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18003.htm

## المطلب الثاني

## مزايا وعيوب البيع على المكشوف

يتميز نظام البيع على المكشوف بعدة مميزات سواء على مستوى الأفراد المستثمرين أو بالنسبة للوسيط أو على مستوى الاقتصاد ككل، وفي المقابل تظهر له مخاطر كبيرة على كافة المستويات، وبالتالي يمكن أن نقول بأن نظام البيع القصير يجمع بين وجهين متضادين، وجهه حسن ووجهه سيئ، بل إن مشكلته الكبرى - كما ذكره البعض<sup>(١)</sup> - أنه من الصعب فصل هذا الوجه عن الوجه الآخر، بل إن الأمر قد يصل إلى حد أنه كلما زاد أحد وجهيه حسناً كلما زاد الوجه الآخر سوءاً.

وبالرغم من مخاوف الكثير من المتعاملين في مجال الأسواق المالية تجاهه فإنه كأي نظام معمول به في الأسواق المالية له بعض المزايا التي يستحق دراسته وتنظيمه، وفيما يأتي نورد أهم مزايا هذا النظام، ثم نتطرق لعيوبه لمعرفة أخذ التدابير الاحترازية والوسائل الوقائية للحد من مخاطر هذا النظام، وذلك على النحو التالي :-

## أ- مزايا البيع على المكشوف

١- مزايا البيع على المكشوف بالنسبة للمائع: استطاع المائع أن يحقق ربحاً في حال صدقت توقعاته وانخفضت الأسعار دون أن يدفع عن ماله شيئاً للشراء فكل ما دفعه هو الهامش الذي ألزم بدفعه<sup>(٢)</sup> وكما مر في الصفحات السابقة فإن هذا الهامش لا يعد جزءاً من قيمة الصفقة بل هو ضمان قابل للرد عند نهاية البيع.

٢- مزايا البيع على المكشوف بالنسبة للوسيط: أن الوسيط يعمل هذا سوف يحصل على عمولات الشراء والبيع لأن الوسيط يحصل على عمولات نتيجة معاملات الشراء والبيع.

٣- مزايا البيع على المكشوف بالنسبة للمقرض: إن المقرض نتيجة لإقرضه الأوراق المالية قد استطاع استبدال الأوراق المالية بأموال نقدية ويستطيع أن

(١) د. شوقي أحمد بنيا، المتاجرة بالهامش، بحث مقدم إلى الدورة الثامنة عشرة لمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من ١٠-١٤ ربيع الأول عام ١٤٢٧ هـ، ص ١.

(٢) د. أرشد فؤاد التميمي ود. أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص ٢٥٣.

يستثمر تلك الأموال التي حصل عليها نتيجة عملية الإقراض دون التعرض لأي مخاطر جدية بفضل الضمانات المقررة له علي وفق هذا النمط من البيع<sup>(١)</sup> وهو لا يفقد أي مزية من مزايا الملكية باستثناء حقه في التصويت لأن المقرض سوف يحصل علي التوزيعات التي تتم للأوراق محل العقد من المقرض، فهو ملزم بأن يدفع تلك المبالغ للمقرض ، أما ما يتعلق بحق المقرض في التصويت فإنه سوف يُحرم منه لأنه لو كان له حق التصويت لأصبح لسهم واحد صوتين - صوت للمقرض وصوت للمشتري الأوراق<sup>(٢)</sup>.

### مزايا البيع على المكشوف بالنسبة للاقتصاد الوطني:

إنّ البيع على المكشوف يلعب دوراً أساسياً في تقريب سعر السوق من السعر الحقيقي للأوراق المالية في الحالات التي لا ترغب حملة الأوراق أي المستثمرين الذين يحتفظون بالأوراق المالية لأجل طويلة بيع ما لديهم من الأوراق ، وهذا الاحتفاظ والرغبة في الاستثمار الطويل الأجل سوف يؤدي إلي ارتفاع الأسعار لعدم توفر العرض ووجود الطلب ، ومن هنا يأتي دور البيع على المكشوف حيث أنّ المستثمرين في البيع القصير يقومون باقتراض تلك الأوراق بأسعار مرتفعة وذلك اعتقاداً منهم أن سعر تلك الأوراق سوف تنخفض في المستقبل فيقومون ببيعها ، وبذلك سوف يزداد حجم عرض الورقة المالية في السوق وهذا الإجراء علي وفق قانون العرض والطلب يؤدي إلي انخفاض قيمة تلك الأوراق ، ولكن هذا الانخفاض في السعر لا يؤدي إلي انخفاض حاد في قيمة تلك الأوراق محل التداول ، لأنّ البائع ملزم بإعادة شراء تلك الأوراق في السوق عندما يطلب منه ذلك<sup>(٣)</sup> وأنّ الهيئة المشرفة

(1) ( FRANK J. FABOZZI, op. cit, p. 10.

(٢) الفقرة الخامسة من المادة ٢٩٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

(٣) يُراجع ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضيرى، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية - دراسة فقهية مقارنة - رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الشريعة بالرياض ١٤٢٨-١٤٢٩ هـ، ص ١٥٣.

## علي بورصات الأوراق المالية الأمريكية SEC<sup>(١)</sup> ترى أن البيع على المكشوف فضلاً على دوره في توفير كفاءة التسعير pricing efficiency<sup>(٢)</sup> فإنه يلعب دوراً أساسياً

(١) (SEC) لجنة الأوراق المالية والبورصة بأمريكا (Securities Exchange Commission): تعتبر لجنة الأوراق المالية والبورصة هي الجهة التي أوكل إليها القانون مهمة الإشراف على تنفيذ أحكام قوانين سوق المال الفيدرالية كقانون بورصة الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ وقانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣ وقانون شركات الاستثمار لسنة ١٩٤٠ وقانون مستشاري الاستثمار لسنة ١٩٤٠ وغيرها من القوانين، وتختص كذلك بوضع القواعد اللازمة لتنظيم التداول في سوق الأوراق المالية سواء السوق الأول أو السوق الثاني، كما تقوم هذه اللجنة بمراقبة وتنظيم التعامل في السوق غير المنظمة. وأنشئت لجنة الأوراق المالية والبورصة (Securities Exchange Commission) -أو لجنة مراقبة عمليات البورصة كما يطلق عليها البعض- في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٣٤ بقرار من الكونجرس الأمريكي، وذلك على إثر انهيار البورصات الأمريكية عام ١٩٢٩، والغرض من إنشاء هذه اللجنة هو تنظيم عمليات البورصة والمراقبة عليها، وذلك لحماية المستثمرين من الممارسات غير المشروعة، بما فيها حالات الغش والاحتيال، والتعاملات الداخلية، وتعاقب المؤسسات والجهات المخالفة لقوانين وأنظمة البورصة، إضافة إلى التأكد من إدارة البورصة بشكل سليم ونزيه، ومعاينة كل من ثبتت عليه ارتكاب مخالفة معينة، ويتم محاكمة مرتكبي التصرفات الاحتيالية جنائياً ومدنياً. ويقع المركز الرئيسي للجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) بالعاصمة الأمريكية واشنطن ولها أحد عشر فرعاً في الولايات المتحدة ذات النقل المالي مثل (نيويورك، بوسطن، فيلادلفيا، شيكاغو، مي، فورت وورث، بنجر، سولت ليك، لوس انجلوس وسان فرانسيسكو وتتشكل لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) من خمسة مفوضين مفترغين لهذا العمل، يصدر بتعيين كل منهم قرار من الرئيس الأمريكي بناءً على ترشيح وموافقة مجلس الشيوخ (United States Senate)، كما يُعين الرئيس الأمريكي أحدهم رئيساً للجنة، ويشغل كل عضو مفوض وتبلغته لمدة خمس سنوات فقط.

ويتقسم نشاط اللجنة إلى خمسة أقسام، يشرف على كل منها عضو يتبعه عدد من الخبراء في مجالات متعددة، ويتولى القسم الأول شؤون منشآت الأعمال؛ حيث يصدر البيانات والمعلومات المطلوب إتاحتها للجنة ولجمهور المستثمرين، وكذا مراجعة طلبات التسجيل والتقارير الدورية التي تلتزم تلك المنشآت بتقديمها، وقد عهد للقسم الثاني مسؤولية شؤون أسواق الأوراق المالية؛ حيث يشرف على التسجيل ومراقبة التقارير التي تتعلق بالبورصات، والسماسة والتجار، إضافة إلى التنظيمات التي تتبع الاتحاد القومي لتجار الأوراق المالية (NASD)، أما مهمة إجراء التحقيقات والتأكد من تنفيذ القوانين واللوائح فقد تولى أمرها القسم الثالث، في حين يختص القسم الرابع بمتابعة تنفيذ التشريعات الخاصة بالشركات القابضة في مجال الخدمات، مثل الكهرباء والمياه والتلفونات، فضلاً عن تقديم المشورة للمحاكم وذلك في قضايا الإفلاس، أما القسم الخامس فيقوم بالإشراف على تنفيذ القوانين في شأن شركات الاستثمار ومستشاري الاستثمار، بالإضافة إلى مراجعة تسجيلها ومراجعة التقارير التي يلزمها بها القانون.

للمزيد عن دور لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) ومهامها يراجع د. محمد إسماعيل هاشم، الرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠١١ ص ٢٢٦ وما بعدها، وكذلك د/ محمد تنوير محمد الرفاعي، صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم، دار النهضة العربية ٢٠٠٧، ص ٤٢٩-٤٣٠؛ د/ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص ١٨٧، ماكل سينسيز، دليل التعامل في سوق المال، الطبعة الخامسة، طبعة مترجمة عن الإنجليزية، مكتبة جبر، الرياض، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٥، ص ٥٣-٥٤، د. مصطفى كمال طه وأ. د. شريف مصطفى، كما طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ٢٠٠٩، ص ٦٢.

Harry G. Henn , " Law Of Corporations " , Op., Cit., P591

(2) Proposed rules, Securities And Exchange Commission, 17 CFR part 242, Release No. 34-59748' file No. S7-08-09, Rin 3235- AK35.

Amendments to Regulation Sho, Monday, April 20, 2009, "Short Selling also can contribute to the pricing efficiency of the equities markets. ]FN 17[ when a short seller speculates or hedges against a downward movement in a security, his transaction is a mirror image of the person who purchases the security in anticipation that the security's price will rise or to hedge against such an increase. Both the purchase and the short seller hope to profit, or hedge against loss, by buying the security at one price and selling at a higher price. The strategies primarily differ in the sequence of transactions. Market participants who believe a stock is overvalued may engage in short sales in an attempt to profit from a perceived divergence of prices from true economic value. Such short sellers add to stock pricing efficiency because their transactions inform the market of their evaluation of future stock price performance. This evaluation is reflected in the resulting market price of the security", p. 18044.

آخر ألا وهو توفير السيولة للسوق liquidity<sup>(1)</sup>.

وهناك من يرى<sup>(2)</sup> أن البيع على المكشوف فائدته لا تكون داخل حدود الدول فقط بل إن السوق الدولي يستفيد كذلك، لأن ارتفاع الأسعار بشكل مستمر يؤدي بالشركات صاحبة تلك الأسهم إلى حجب بعض المعلومات التي ترى أنها سوف تؤثر في الأسعار، أما البيع على المكشوف فيعمل بعكس هذا التيار ويعطي للورقة المالية سعرها الحقيقي<sup>(3)</sup>.

وبذلك سوف يعمل البيع على المكشوف على تنشيط السوق المالي وإمكانية الاستثمار في السوق الهابط Bear Market بإبداع هذا النمط من التعامل قد تغير الاعتقاد السائد في الأسواق وهو إمكانية الاستثمار عند ارتفاع الأسعار فقط حيث أصبح اليوم إمكانية للاستثمار في أي سوق كان سواء أكان صاعداً أو هابطاً.

### ب- عيوب البيع على المكشوف

١- عيوب البيع على المكشوف بالنسبة للمستثمر: إن الأرباح التي سوف يحصل عليها المستثمر محدودة، أما خسائره فلا حدود لها لأن المعاملة كسابقتها تعتمد على

(1) Proposed Rules, Securities And Exchange Commission, 17 cfr part 242. [Release No. 34-59748: file No. S7-08-09], Rin 3235-Ak35, Amendments to regulation Sho, Monday, April 20, 2009, "The Commission has long held the view that short selling provides the market with important benefits, including marked liquidity and pricing efficiency. Market liquidity is often provided through short selling by market professionals, such as market makers (including specialists) and block positioners, who offset temporary imbalances in the buying and selling. Interest for securities. Short sales effected in the market add to the selling interest of stock available to purchasers and reduce the risk that the price paid by investors is artificially high because of a temporary imbalance between buying and selling interest. Short sellers covering their sales also may add to the buying interest of stock available to seller", p. 18044.

And see Melissa W. palombo, why A Short Sale price Test Rule Is Necessary In Today's markets, Brooklyn law Review, 2010" short sales of securities do have several positive effects on stock. TWO of the most important areas of the market that are positively affected by short selling are" pricing efficiency" and "liquidity". P. 1458.

(2) Ekkehart Boehmer, Charles M. Jones & Xiaoyan Zhang, Shackling Short sellers: The 2008 shorting Ban (Johnson sch. Research paper series No. 34-09, 2009), available at <http://ssrn.com/abstract=1412844>.

<http://dx.doi.org/102139/ssrn.1412844>.

(3) Eleonorz Zlotnikova, Brooklyn Journal of international Law, Symposium: New paradigms for financial regulation in the united states and the European Union, Co-Sponsored by Brooklyn law school Dennis J. Block center for the study of international Business law note, The Global Dilemma In Short Selling regulation: IOSCO's information disclosure proposals and the potential for regulatory Arbitrage, 2010, p. 968-969.

نظام الرقع المالي لأن الأسعار لا يمكن أن تنخفض إلى أدنى من الصفر. فالأسهم التي قام المستثمر ببيعها في المثال السابق لا يمكن أن ينخفض سعرها إلى أقل من الصفر ولكن ارتفاع الأسعار لا حدود لها وبخاصة الأوراق المالية حيث أسعارها في الأسواق المالية متجهة نحو الصعود بشكل عام وذلك بغض النظر عن مدد الركود التي تتعرض لها الأسواق من حين لآخر، لذلك يُعد الاستثمار في الأسواق الهابطة كالمضاربة عكس الاتجاه التصاعدي العام للأسواق في المدى البعيد<sup>(١)</sup>.

والخطر الآخر يكمن في اتسام عقد القرض بأنه عقد غير لازم من طرفيه، لذلك قد يُفاجأ المستثمر في ظروف غير مناسبة وفي حال كون الأسعار مرتفعة إلى المطالبة برد القرض، وعندما يطلب برد القرض فهو مجبر علي الانصياع وإلحاق الوسيط بشراء الأوراق المالية للمقرض مستخدماً الهامش الذي احتفظ به.

هذا فضلاً عن تحمل البائع للتوزيعات النقدية للأسهم، وبما أن المشتري قد يمتلك الأسهم بشرائه لها، لذا فهو يستحق التوزيعات التي تقوم بها الشركة المصدرة للأسهم، والمقرض يحصل علي تلك التوزيعات من مقرض الأسهم، وقد يُطالب هذا الأخير برد الأوراق مع جميع المبالغ الأخرى المستحقة بذمته بسبب المعاملة كالمعاملات والفوائد وتوزيعات الأسهم<sup>(٢)</sup>.

وهناك نقد آخر يُوجه إلي البيع على المكشوف وهو أنه قد يؤدي إلي نشر الممارسات التجارية غير الأخلاقية من خلال تعود التجار علي نشر معلومات كاذبة حول الأسهم لخفض أسعارها، إلا أن البعض يرد على ذلك بحق ويقول صحيح أن المستفيد من التأمين علي الحياة سوف يستفيد من تقصير عمر المؤمن عليه إلا أن هذا لا يعني أن التأمين بحد ذاته نظام غير أخلاقي وسيئ بل إن محاسب التأمين تفوق مساوئه، وبالتالي يمكن تدارك مواطن النقص من خلال قواعد قانونية تمنع تلك الممارسات<sup>(٣)</sup>.

٢- عيوب البيع على المكشوف بالنسبة للمقرض: لا يحق للمقرض التصويت في اجتماعات الشركة بمجرد إقراضه للأسهم، وهذا أمر طبيعي فلولا هذا الحكم

(1) [www.iinvest.org.eg](http://www.iinvest.org.eg)

(٢) يراجع المادة (٥-ب/٢٩٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

(3) James. I Angel & Douglas M. McCabe, op. cit. p244.

لأصبح لكل سهم صوتين، وهذا غير جائز، وهذا يعنى حرمانه من حقوقه الإدارية فى الشركة.

٣- عيوب البيع على المكشوف بالنسبة للوسيط<sup>(١)</sup>: لا يتحمل الوسيط أية خسائر سواء أكان مقرضاً أم مجرد وسيط تم الاقتراض من خلاله، وذلك بفضل وجود القواعد القانونية التي توفر بموجبها الحماية اللازمة المتمثلة بالهامش المبدئي وهامش الصيانة، ولذلك فإن هذه المعاملة لا تحمل فى طياتها أية مخاطر تذكر على الوسيط.

٤- عيوب البيع على المكشوف بالنسبة للاقتصاد المحلى: قد يؤدي التوسع فى عمليات البيع على المكشوف إلى الإضرار بالاقتصاد الوطني وبالاقتصاد العالمي ككل كما حدث فيما عُرف بالاثنتين الأسود لعام ١٩٢٩ وذلك من خلال الاتفاقات السرية التي تبرم بين البائعين بيعاً قصيراً والتقدم لبيع ما يملكونه من أوراق مالية بهدف تخفيض سعرها فى السوق ثم شراءها من جديد لتصفية مراكزهم السابقة. ففي هذه الحالة ينخفض سعر الورقة المالية دون أن تكون هناك معلومات عن سوء حالة الجهة المصدرة للورقة هذا يفرض وجود اتفاقات سرية بين البائعين بيعاً قصيراً.

أما يفرض عدم وجود هذا الاتفاق فإن المضاربين الذين اشترىوا هذه الورقة سوف يضاربون على رفع سعر تلك الأوراق ويمتنعون عن بيعها حتى ترتفع أسعارها، وبذلك يجبرون البائعين بيعاً قصيراً على شراء الأوراق محل الصفقة بأي سعر يكون.

إلا أن هذا النقد الذي يوجّه إلى البيع على المكشوف يمكن معالجته من خلال وضع قيد على السعر الذي يتم به البيع، ففي كثير من البورصات هناك وسائل للتغلب على مشكلة انخفاض الأسعار بسبب البيع على المكشوف دون مبرر واقعي، ففي مصر- مثلاً- اتخذ تدبير قانوني وقائي بحيث لا يسمح بإجراء معاملات البيع القصير في حالة هبوط الأسعار وذلك بمنع إجراء عمليات البيع على المكشوف إلا إذا كان بسعر يزيد عن السعر الذي قبله<sup>(٢)</sup>.

(١) ياسر الخضيرى، مرجع سابق، ص ١٥٢ وما بعدها ..

(٢) المادة ٢٢٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري تنص على أنه "يكون تداول الأوراق المالية المقترضة بالشروط الآتية ٢- أن يتم بيع الأوراق المالية المقترضة بسعر يزيد على الأقل بوحدة مزايده واجدة على سعر الإقفال فى بداية الجلسة أو آخر سعر تداول أثناء الجلسة".

وهذا الإجراء يشبه إلي حد كبير ما تم إقراره في أمريكا<sup>(١)</sup> من خلال قاعدة تسمى بقاعدة uptick بعد سنة ١٩٣٧<sup>(٢)</sup> حيث أقرت هيئة بورصات الأوراق المالية في سنة ١٩٣٨ هذه القاعدة وبموجبها سمح للبيع على المكشوف بالإنتاج إذا تحقق أحد الأمرين: الأول إذا تم البيع بسعر من أعلى سعر البيع الذي أجري قبله مباشرة والأمر الثاني هو إذا كان السعر الحالي مساوياً للسعر الذي قبله ولكن بشرط أن يكون الأخير أعلى من الذي قبله<sup>(٣)</sup>، وظلت هذه القاعدة معمول بها لحوالي ٧٠ سنة منذ إقرارها إلا أنه في منتصف سنة ٢٠٠٧ تم إلغاء هذه القاعدة وذلك بهدف زيادة السيولة في السوق ولكن النتائج أظهرت أن غياب القاعدة أدى إلي تقلبات حادة في سعر الأوراق المالية وإلي انخفاض شديد في الأسعار، وفي سنة ٢٠٠٨ وأوائل ٢٠٠٩ شهدت الشركات الكبيرة انخفاضاً شديداً لأسعار أوراقها.

وقد اعتمد التعديل الذي تم في سنة ٢٠٠٧ علي الاختبار الذي قام به مكتب التحليل الاقتصادي التابع لهيئة بورصات الأوراق المالية SEC لمدة سنة ، حيث قامت بتعليق القاعدة خلال مدة الاختبار لكي يتضح هل من المناسب تعليق المادة بشكل نهائي أو إلغائه أم إن هذا الإجراء لا يناسب حالة السوق، وقد تم الاختبار علي مؤشر Russell ٣٠٠٠ index لأنه كان يحتوي علي أوراق ذات السيولة المنخفضة والأوراق التي كانت لها سيولة عالية وقام مكتب التحليل الاقتصادي التابع لهيئة بورصات الأوراق المالية (SEC office of economic analysis OEA) بدراسة وتحليل كل ما تم جمعه خلال مدة الاختبار فوجد مكتب التحليل دلائل قليلة علي ضرورة الإبقاء علي القاعدة ، لذلك أعلنت أنه لا وجود لدلائل علي علاقة رفع القيد علي الأسعار بالتقلبات التي تحدث في أسواق الأوراق المالية ، وفي ٢٠٠٧/٧/٣ وبناءً علي ذلك تم تعطيل مفعول قواعد تقييد الأسعار في البيع القصير<sup>(٤)</sup>.

(1) (Harry D. Schults, Bear Market investing strategies, WILEY TRADING, England, 2002, p. 990.

(٢) لقد تعرضت السوق للركود في هذه المدة واستجابة لذلك قامت SEC بإجراء دراسات واختبارات وتوصلت في النهاية إلي إقرار هذه القاعدة.

(3) (Amendments to Regulation SHO, 74 fed. Reg. at 18, 044, 18,044 n. 25. the uptick rule provided that "a listed security could be sold short (i) at a price above the price at which the immediately preceding sale was effected (Plus tick), or (ii) at the last sale price if it was higher than the last different price (zero plus tick)".

(4) Ruth A. Hargens Horvatch, THE LONG AND SHORT OF IT ..., op. cit, p. 597-598.



إلا أن مكتب التحليل قد تعرض لانتقاد شديد من قبل الكثير<sup>(١)</sup>، لأن النقاد يرون أن الاستقرار النسبي الذي شهدته الأسواق قبل إلغاء القاعدة مقارنة بالتحركات السريعة التي حدثت بعدها يثبت وجود علاقة وثيقة بين تلك القاعدة واستقرار الأسواق، لذلك يرى الكثير من الباحثين ضرورة العودة إلى أعمال القاعدة التي تقيد سعر البيع القصير<sup>(٢)</sup>.

ولقد رأيت هيئة البورصات تحت هذه الضغوط التي أتت من قبل الأكاديميين والمختصين وكذلك استجابة للتقلبات التي حدثت في الأونة الأخيرة بأنه يجب أن يتدخل سريعاً (ولكن بدلاً من إعادة العمل بالقاعدة السالفة قد منع البيع غير المغطى) لوضع حد لهذه التحركات غير المبررة لمواجهة الوضع الذي استجد، فقد أصدرت هيئة بورصات الأوراق المالية في ٢٠٠٨/٨/١٧ أمراً طارئاً July Emergency Order منعت بموجبه البيع غير المغطى، أي البيع الذي لم يسبقه اقتراض الأوراق أو إذا لم يكن لدى البائع أساس معقول علي أنه سوف يحصل علي الأوراق في موعد أقصاه يوم التسليم<sup>(٣)</sup> ويرى الباحث أن مثل هذا النص يفتح باباً لإبرام عقود البيع غير المغطى، إذ ما هو معيار الأساس المعقول؟ فهو معيار غير منضبط وقد يحمل أكثر من تفسير.

(١) ويرى هذا البعض الذي قام بدراسة جدوى القاعدة ومدى صحة الإجراء الذي قام به مكتب التحليل الفني بأن هذا المكتب أظهر في دراسته أن أسعار الاسهم لم تتغير نحو النزول خلال فترة ٦ أشهر إلا بنسبة ٢٪ وبموجب الإحصائيات التي أجريت علي الأسواق الأمريكية ظهر أن متوسط الارتفاع العام للأسعار سنوياً منذ الحرب العالمية الثانية يتراوح بين ٦٪ - ٧٪ وهذا يعنى أن انعدام القاعدة يقضي علي ثلثي عائدات الأوراق المالية خلال سنة، وكان علي مكتب التحليل الاقتصادي التنبيه إلي هذا.

=Dion Harmon & Yaneer Bar - Yam, technical report on SEC Unptick Repeal Pilot, New England Complex Systems Institute, November 2008 at 1 (research was performed by the new England Complex Systems Institute). Quoting from Ruth A Hargens Horvatic, THE LONG AND SHORT OF IT ... op cit p 598.

(2) See Melissa W. Palombo, op. cit, p. 14771478.

(٣) رأيت الهيئة أن هذه التحركات السريعة ليست لها مبرر واقعي بل أنها تستند علي الشائعات، والبيع غير المغطى سوف يزيد الوضع سوءاً، لذلك فقد منع البيع القصير بالنسبة للمستثمرين كمؤسسات وأفراد علي حد سواء:

Notices, securities and exchange commission, [securities exchange act of 1934, Release no. 34-58572/ September 17, 2008]. Emergency order pursuant to section 12(K) (2) of the securities exchange act of 1924 taking temporary action to respond to market developments" this emergency requirement should significantly reduce any possibility that "naked" short selling my contribute to the disruption of markets in these securities. we described in the releases in which we proposed and adopted regulation SHO the bases for the current delivery requirements regulation SHO imposes. We believe, however, that the unusual circumstances we now confront require the enhanced requirements we are imposing today....".

وعلى الرغم من إقرار هذا القاعدة التي تمنع البيع غير المغطى إلا أنه لم يحدث تغيير ملحوظ على أسعار الاسهم، لذلك رجعت الهيئة عن قرارها واقترحت مجدداً فرض القيود على أسعار البيع على المكشوف<sup>(١)</sup> لذلك اعتمد مجدداً في أواخر سنة ٢٠١٠ قاعدة مشابهة لما كانت موجودة في السابق Uptick rule، وبموجب القاعدة الحالية لا يجوز تنفيذ البيع على المكشوف على أية ورقة مالية إذا انخفض سعرها بنسبة ١٠٪ إلا أن كان سعر البيع الحالي أعلى من سعر آخر مزيدة<sup>(٢)</sup> وتسمى هذه القاعدة بقاعدة national best bid price<sup>(٣)</sup>

وبما أن أسواق الأوراق المالية أصبحت اليوم أكثر تأثراً ببعضها البعض فقد تدخلت اللجنة الدولية للأوراق المالية The international organization of securities commissions' IOSCO وأعلنت أربعة مبادئ رئيسية نتيجة للدراسات التي قامت بها على البيع على المكشوف، وأول هذه المبادئ هو التوصية بضرورة اعتماد قواعد تقييد سعر على المكشوف، إلا أنه نظراً لاختلاف التنظيم القانوني لكل دولة فقد تركزت تفاصيل تنظيم التقييد إلى كل دولة<sup>(٤)</sup>.

واستناداً على كل ما تقدم يرى الباحث أنه في حال إقرار البيع على المكشوف من الأفضل أن ينص القانون على مبدئين أساسيين، وهما وجوب اقتراض الأوراق قبل إصدار أمر البيع، والثاني أن لا يتم البيع بسعر أقل بكثير من السعر الذي تم به البيع السابق، أي أن يكون هناك حدود سعرية، وذلك لمنع البيع القصير غير المغطى ومنع حالات الفشل في تسليم الأوراق المباعة، وكذلك لمنع الهبوط غير المبرر واللاواقعي للأسعار.

(١) لأن في المدة بين ٢٠٠٧/٧ و ٢٠٠٩/٣ خسر مؤشر داو جونز الصناعي ما يقرب من ٥٠٪ من قيمته ومؤشر ستاند أندر بورز حوالي ٥٤٪ من قيمته =

See Ruth A. Hargens Horvath, The Long and Short of it ..... op. cit. p. 605.

(2) Amendments to Regulation Sho, Exchange Act release No. 61, 595, 75 fed. Reg. 11, 232, 11, 233-34) March 10, 2010( compliance Date: November 10, 2010.

(٣) Best did price يعني اعلي مزيدة للسهم بين جميع العروض

<http://www.investopedia.com/terms/b/bestbid.asp>

(٤) هي منظمة عالمية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية للعمل معاً من أجل تحقيق ما يلي ١- التعاون معاً للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية الدولية ٢- تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم التطور للأسواق المحلية ٣- توحيد الجهود لتأسيس مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية ٤- تدعيم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة الأسواق وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي نشوف المعاملات بالأسواق المالية للمزيد حول دور المنظمة تراجع الموقع الإلكتروني لها:

[http://www.iosco.org/annual\\_reports/annual\\_report\\_2009/generallinformation.html](http://www.iosco.org/annual_reports/annual_report_2009/generallinformation.html)

(5) <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ISOCOPD289.pdf>.

وتزداد مخاطر هذا النظام فى أوقات اضطراب الأسواق وما يصيبها من أزمات، لذلك وبسبب الأزمة المالية التى تفاقمت فى خريف عام ٢٠٠٨، تدخلت لجنة البورصة والأوراق المالية الأمريكية SEC بإصدار عدة تعليمات عاجلة واستثنائية بشأن نظام بيع الأوراق المالية المقترضة Short Selling وقرنت تلك التعليمات بإعلانها أنها لن تتسامح مع أية مخالفة لها، واستندت فى إصدار تلك التعليمات إلى السلطات التى يخولها لها قانون البورصة لعام ١٩٣٤<sup>(١)</sup> فأصدرت عدة أوامر عاجلة emergency orders أهمها الأمر الذى أصدرته فى ١٧ سبتمبر ٢٠٠٨ بضرورة أن يلتزم البائعون ووسطاؤهم بتسليم الأوراق المالية التى تباع بنظام بيع الأوراق المقترضة فى التاريخ المحدد لتسويتها T+3 ومعاقبة السمسار الذى يتخلف عن ذلك بحرمانه من إجراء أية عمليات وفق هذا النظام بعد ذلك ما لم يقم باقتراضها فعلاً قبل البيع بحيث لا يتكرر منه الإخلال بموعد التسليم، كما ألغت الاستثناء الذى كان ممنوحاً لصناع السوق فى عقود الخيارات والذى كان يقضى بعدم التزامهم بتواريخ التسوية لعملياتهم بشرط عدم استغلال هذا الاستثناء فى عمليات تهدف إلى التلاعب فى الأسعار<sup>(٢)</sup>.

كما أعلنت لجنة البورصة والأوراق المالية فى ١٨ سبتمبر ٢٠٠٨ أنه بالتنسيق بينها وبين هيئة الخدمات المالية بالمملكة المتحدة U.K. Financial Services Authority. فقد قررنا منع التعامل بنظام بيع الأوراق المالية المقترضة على أسهم الشركات المالية Financial companies وذلك باعتبار أن الأزمة المالية عام ٢٠٠٨ كان أساسها أزمة ائتمان Credit Crisis وكانت بعض البنوك -خاصة الاستثمارية- وشركات التأمين تواجه ظروفاً صعبة حيث أفلس بعض منها وبعض آخر كان مهدداً بالإفلاس، لولا تدخل الحكومات لدعمها<sup>(٣)</sup>.

هذا وما زال نشاط بيع الأوراق المالية المقترضة محلاً لإجراءات رقابية متتابعة تصدرها لجنة البورصة والأوراق المالية الأمريكية SEC وذلك نظراً لخطورته وحساسيته الشديدة<sup>(٤)</sup>.

(١) تنص المادة (A) (٢) (K) ١٢ على أنه يحق للجنة البورصة SEC فى حالات الضرورة إصدار تعليمات عاجلة بتغيير أو تعديل أو إيقاف أي إجراء خاضع لرقابة اللجنة، أو فرض اشتراطات خاصة لتنفيذه إذا رأت أهمية ذلك للصالح العام وحماية المستثمرين.

(2) <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-204.htm>

(3) <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-59592.htm>

(٤) انظر: الأرشيف الكامل للتعليمات الرقابية فى هذا الشأن

وبعد هذا العرض للبيع على المكشوف من حيث تعريفه وبيان حقيقته والوقوف على مزاياه وعيوبه نرى أن هذا النمط من التعامل على الرغم من الانتقادات الموجهة إليه إلا أنه نمط يساعد على تنشيط الأسواق المالية، لذا نوصي المشرع المصري تطبيق هذا النظام ودخوله حيز التنفيذ وخاصة بعد وضع الأسس القانونية له بما يكفل استبعاد آثاره السلبية بدلاً من إهماله، لأننا لم نر من خلال دراستنا دعوى من قبل الأسواق المالية الكبرى وكذلك منظمة IOSCO لمنع العمل بها.

ومما تجدر به الإشارة - ونحن في هذا الصدد - توضيح موقف السلطات الأمريكية تجاه البيع على المكشوف، وهو كالاتي:

فلقد أوقفت السلطات الأمريكية البيع على المكشوف مؤقتاً، إذ أصدرت لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية أمراً استثنائياً حظرت بموجبه عمليات البيع على المكشوف لـ ٧٩٩ سهماً بالقطاع المالي، وذلك في محاولة لحماية المستثمرين والأسواق. وأعلنت لجنة الأوراق المالية بدورها (مُنظمة البورصة الأمريكية) Securities and Exchange Commission وكذلك هيئة الخدمات المالية (Financial Services Authority) حظراً مؤقتاً للتعامل على المكشوف نظراً لمخاطرة المحوطة في السوق الأمريكية<sup>(١)</sup>.

وعلى هذا النهج حظرت هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية من عمليات البيع على المكشوف، التي لجأت إليها في الفترة الأخيرة محافظ الاستثمار الأجنبية، وأدت إلى هبوط حاد في الأسواق الإماراتية، بلغت خسائرها ١١٥ مليار درهم<sup>(٢)</sup>.

وكذلك أصرت ألمانيا على استمرارها في حظر البيع على المكشوف على لسان وزيرة خارجيتها<sup>(٣)</sup>، وقد تنبّهت الولايات المتحدة الأمريكية لخطر الصفقات البيع على المكشوف وأوقفتها مؤقتاً مع بداية الأزمة المالية العالمية<sup>(٤)</sup>.

(١) جريدة الشرق الأوسط، السبت ٢٠/٩/٢٠٠٨، العدد ١٠٨٨٩  
<http://www.asharqalawsat.com/details.asp?section=6&article=487565&issue no=10889>

(٢) الاقتصادية الإلكترونية، الاثنين ٢٢/٩/٢٠٠٨ عند ٥٤٦٠  
[http://www.aleqt.com/2008/09/22/article\\_155929.html](http://www.aleqt.com/2008/09/22/article_155929.html)

(٣) الخميس الموافق ٢٠/٥/٢٠١٠ على الموقع الإلكتروني:  
<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/F9DF0A52-E7B6-46FC-9FE2-524112666E77.htm>

(٤) جريدة الشرق الأوسط، المرجع السابق.

## المبحث الثانى

### الطبيعة القانونية للبيع على المكشوف

#### تمهيد وتقسيم:

إن البيع على المكشوف يمكن أن ينشأ خلاف حول تكييفه، فيما هل هو عبارة عن بيع ملك الغير - كما يفهم من بعض التعاريف التي أوردناها - أم أن البائع يبيع ما يملكه. ولإعطاء الطبيعة القانونية لهذا النوع من العقود يتعين أولاً أن نحدد أطراف هذا النوع من العقد، كما أن الهامش الذي يدفعه العميل قد يثار بشأنه خلاف حول اعتباره ثمناً أو رهناً، بل وينشأ التزامات إدارية وأخرى مهنية يجب على أطراف البيع على المكشوف الالتزام بها.

بل اشترط الأنظمة القانونية التي سمحت بتداول هذا النظام - البيع على المكشوف - في أسواقها شروطاً معينة في الأوراق المالية محل هذا التداول يلزم على الباحث بيانها، ولذا سنتناول في هذا المبحث هذا النقاط الرئيسية وتقسيمها كالآتي:

المطلب الأول: التكييف القانونى للبيع على المكشوف

المطلب الثانى: التزامات شركة السمسرة فى البيع على المكشوف

المطلب الثالث: دور شركة مصر للمقاصة فى إتمام عملية البيع على المكشوف

المطلب الرابع: محل البيع على المكشوف (طبيعة الأوراق المالية المستخدمة فى

نظام البيع على المكشوف)

## المطلب الأول

## التكيف القانوني للبيع على المكشوف

بموجب اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري التي سبقت الإشارة إليها، هناك علاقة ثلاثية بين أمين الحفظ والبائع والوسيط<sup>(١)</sup>، حيث أن أمين الحفظ يقرض البائع الأوراق التي ينوى بيعها، والوسيط ينفذ ما يُصدر من العميل من أوامر بالبيع والشراء، وبذلك فإن اللائحة التنفيذية قد استبعدت مشتري تلك الأوراق من دائرة عقد البيع القصير لأن هذا العقد لا يظهر أثره فيما يتعلق بالعلاقة التي تربط الوسيط بالمشتري، أما علي وفق القانون الأمريكي فإن أمين الحفظ لا يتدخل في إبرام العقد، بل إن العلاقة تنحصر بين الوسيط والبائع<sup>(٢)</sup> مع ملاحظة توافق القانون الأمريكي مع القانون المصري من حيث استبعاد المشتري من دائرة البيع القصير.

لقد قلنا سابقاً أن للبيع على المكشوف صورتان الأولى هي البيع المغطى والثانية البيع غير المغطى ويقصد بالأول - كما سبق - أن العميل يملك في حسابه الأوراق التي ينوى بيعها، أما في الثانية فلا يملك الأوراق بل أنه يصدر أمره لكي ينفذه الوسيط أمراً ببيع مجموعة من الأوراق المالية علي أمل أن يحصل عليها حتى تاريخ التسوية النهائية، وبالتالي فنحن أمام صورتين من البيع على المكشوف، ولكن بما أن أيّاً من القانونيين - المصري والأمريكي - لا يجيز إبرام البيع غير المغطى فإن دراستنا ستقتصر على البيع المغطى.

فإن كان البيع قد سبقه اقتراض الأوراق من قبل العميل فإن العميل يصبح مالكا لتلك الأوراق وبالتالي يكون بيعه وارداً علي ملكه. إذا هذا العقد يحتوى علي قرض يقدمه الوسيط للعميل يتمثل في مجموعة من الأوراق ويحتوى علي أمر بالبيع للأوراق المقترضة مع رهن لما قدمه الوسيط للعميل، ووكالة للتنفيذ علي تلك الضمانات، ووساطة لأن العميل لا يمكنه أن ينفذ عمليات البيع والشراء لكون هذا العمل محصوراً بالوسطاء الماليين، إذاً فإن هذا العقد عقد مركب يحتوى علي مجموعة من العقود، وتطبق أحكام كل واحدة منها على المسائل الداخلة في نطاقه، وذلك على النحو التالي :-

(١) راجع المادة ٢٩٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال والمعبلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ .

(2) See regulation (sho) rule 200.

وفقاً لتعريف المشرع المصري للبيع على المكشوف ، فإن هذه العملية تبدأ من خلال عقد يُبرم بين المستثمر من ناحية وبين السمسار أو أمين الحفظ من ناحية أخرى ، بمقتضى هذا العقد يلتزم السمسار بأن يقوم نيابة عن العميل المستثمر باقتراض أوراق مالية لصالح العميل . ومن هنا يظهر جلياً عقد الوكالة الذي يقوم فيه السمسار أو أمين الحفظ نيابة عن العميل باقتراض أوراق مالية باسم ولصالح العميل

أما عقد القرض فيظهر في التزام شركة السمسرة باقتراض الأوراق المالية المتفق عليها لصالح العميل<sup>(١)</sup> .

وعقد القرض هو عقد يلتزم بمقتضاه المقرض أن ينقل للمقترض ملكية مبلغ من النقود أو أي شيء مثلي آخر، على أن يرد المقترض عند نهاية القرض مثله في مقداره وصدفه<sup>(٢)</sup> . وقد اشترط المشرع المصري عند تنظيمه لعقد اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع أن يكون هذا العقد مكتوباً ، بل والكتابة عندئذ تعد ركناً من أركان العقد يترتب على تخلفها بطلان العقد بطلاناً مطلقاً ، وهذا على خلاف الأصل في عقد القرض أنه من العقود الرضائية التي تتم بتطابق إرادتين ( إرادة المقرض وإرادة المقترض ) أي لا يشترط لانعقاده شكلاً معيناً<sup>(٣)</sup> .

**ويتضح مما سبق أن لعقد القرض سمات ومميزات خاصة به منها :-**

بدايةً يعدُّ عقد القرض من العقود الملزمة للجانبين ، أي أنه ينشئ التزامات على المقرض وعلى المقترض . فالمقرض يلتزم بنقل ملكية الأوراق المقترضة ولا يسترد منه إلا عند القرض ، بالإضافة إلى ضمانه الاستحقاق والعيوب الخفية ، أما المقترض فيلتزم برد المثل عند نهاية القرض<sup>(٤)</sup> .

وبما أن محل القرض يصب على أوراق مالية مقيدة بالبورصة ، فقد نظم المشرع كيفية ومرآح إجتماع عملية اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها تحت إشراف شركة الإيداع والقيود المركزي (شركة مصر للمقاصة) .

(١) د. سامي عبد الباقي ، الآليات القانونية المستخدمة لاستغلال صعود وهبوط مؤشر البورصة ، مرجع سابق ، ص ٥٠ .

(٢) د. سميحة القليوبي ، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري ، دار النهضة العربية ، ط ٥ ، ٢٠٠٧ ، ص ٧٢ .

(٣) المادة ٢٩٩ مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٤) د. عبدالرزاق السنهوري ، الوسيط في شرح القانون المدني ، الجزء الخامس ، طبعة نادي قضاة مجلس الدولة ٢٠٠٨ ،

يتميز عقد القرض في عملية البيع على المكشوف بأن المقرض ملتزم برد مثل الشيء المقرض في مقداره وصنفه وليس الشيء المقرض ذاته. وبما أن الأوراق المالية تعد من المثليات فيكفي أن يرُد المقرض أوراق مالية مثل الأوراق المالية المقرضة وليست الأوراق المالية ذاتها. وكما بين المشرع المصري أن الأشياء المثلية هي الأشياء التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء والتي تقدر عادة عند الناس بالعدد أو المقاس أو الكيل أو الوزن<sup>(١)</sup>.

ويتميز عقد اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها عن عقود القرض الأخرى ، في أن المقرض لا يلتزم برد الأوراق المالية المقرضة فقط ، وإنما يلتزم أيضاً برد أية توزيعات أرباح في صورة نقدية أو في صورة أسهم مجانية ، وفي حالة تجزئة القيمة الاسمية للسهم يلتزم برد عدد الأسهم الزائد الناتج عن التجزئة بل وكل ما حققته هذه الأوراق من مزايا خلال فترة القرض<sup>(٢)</sup>.

أما فيما يتعلق بتكليف الهامش الذي يقدمه العميل فيما هل هو ثمن للأوراق أم رهن؟ نقول إن الثمن هو مبلغ من النقود يلزم المشتري بدفعه إلى البائع لقاء نقل ملكية المبيع، إذا فالثمن هو محل التزام المشتري ولا يرد إلا في عقد البيع ، ولا ينعقد البيع بدونه ، ولكن بما أن العميل في البيع القصير لا يُعدُّ مشترياً ، بل هو مقرض لتلك الأوراق<sup>(٣)</sup> إذا لا يأخذ الهامش الذي يدفعه وصف الثمن . بل إنه - في نظر الباحثة - عبارة عن الرهن الذي يوفر للوسيط الضمان لما قد يترتب بزمة العميل ، وللمقرض إن لم تكن الأوراق مملوكة للوسيط ، وهذا ما تؤكد اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري حيث تنص علي أنه يجب أن يكون اتفاق اقتراض الأوراق المالية مكتوباً وأن يشتمل علي البيانات التالية:

أحكام الضمان النقدي الذي يقدمه المقرض لأمين الحفظ علي أن لا يقل عن ٥٠٪ من القيمة السوقية للأوراق المالية قبل اقتراضها وبيعها ، وتكون نسبة هذا الهامش بما لا يقل عن ٢٠٪ من القيمة السوقية للسندات الحكومية ..<sup>(٤)</sup> وبذلك يظهر جلياً

(١) المادة ٨٥ من القانون المدني المصري .

(٢) للمزيد انظر الهيئة العامة لسوق المال ، دليل المستثمر لتوزيعات الأسهم المجانية ، سلسلة تعليم وتوعية للمستثمر المصري ، إصدار خاص ٢٠٠٩ ، ص ١٠٠ ، وانظر أيضاً ، سامي عبد الباقي ، / محمد الصياد ، دليل المستثمر لتجزئة القيمة الاسمية لأسهم شركات المساهمة ، سلسلة توعية المستثمر المصري ، الهيئة العامة لسوق المال ، صندوق حماية المستثمر ، ٢٠٠٩ ، ص ١٩ .

(٣) لقد سُمّت اللائحة التنفيذية هذا النوع من العقود بـ اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع الفصل الثالث من الباب التاسع من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال .

(٤) المادة ٢٩٩ مكرز من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .



أن الهامش فى البيع القصير عبارة عن ضمان لما يحصل عليه العميل من تمويل من الوسيط ، وعلى ذلك فإن الوسيط يلزم عليه رد الهامش إلى العميل فى نهاية المتاجرة وذلك بعكس ما هو عليه الحال فى الشراء بالهامش وفى هذا يقترب البيع القصير من عقود المشتقات المالية<sup>(١)</sup>.

### المطلب الثانى

#### التزامات شركة السمسرة فى البيع على المكشوف.

بداية تقوم شركة السمسرة نيابة عن العميل الراغب فى التعامل بالبيع على المكشوف باقتراض الأوراق المالية، كما أنها هى التى تقوم ببيع هذه الأوراق المالية لحساب العميل لذا وجب تحديد التزاماتها نحو ذلك، ولذا سنتناول بالبحث بيان التزامات أطراف البيع (الإدارية والمهنية) ودور شركة الإيداع والقيد المركزى (مصر للمقاصة) فى إتمام عملية البيع على المكشوف، وذلك على النحو التالى<sup>(٢)</sup>:-

هناك التزامات إدارية وأخرى مهنية وذلك على النحو الآتى :-

#### أ- الالتزامات الإدارية

١- تلتزم شركة السمسرة التى تزاوّل نشاطا اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها بقيد جميع عملياتها فى سجلات خاصة تتضمن البيانات الآتية<sup>(٣)</sup>:-

#### أسماء العملاء .

(١) للمزيد عن البيع القصير ومخاطره يراجع الآتى :-

مبارك بن سليمان بن محمد ، أحكام التعامل فى الأسواق المالية المعاصرة ، دار كنوز اشبيليا ، المملكة العربية السعودية ، ٢٠٠٥م ، ص ٧٤٣ .

بحث مقدم للمؤتمر العلمى السنوى الخامس عشر بعنوان « أسواق الأوراق المالية آفاق وتحديات ، نظمته غرفة صناعة وتجارة دبي وكلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة فى ٦-٨ مارس ٢٠٠٧ . ص ٣ وما بعدها .

- Seraina Gruenwald , Alexander F. Wagner and Rolf H. Weber " Short Selling Regulation after The Financial Crisis First Principles Revisited " National Centre of competence in Research Financial Valuation and Risk Management , Working Paper , No 569 , j anuary 2010, P.5 .

- Asyraf Wajdi Dusuki , " Shariah Issues in Short Selling As Implemented In The Islamek Capital Market in Malaysia".

مشار إليها لدى شيرين عاطف ، رسالة ماجستير بعنوان الآثار الاقتصادية والاجتماعية لازمة المالية ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ٢٠١٢ ، ص ٣٩ .

(٢) للمزيد يراجع د. نادية محمد معوض ، دور سمسرة الأوراق المالية كوسطاء للتداول ، دار النهضة العربية ٢٠٠٣ . ص ٢٦ وما بعدها .

(٣) المادة (٢٩٩ مكر ١٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصرى.

أوامر التداول واسم الأوراق المالية محل التداول .

ج- حجم العمليات التي تمت .

جميع العمولات والمصاريف .

٢. تلتزم الشركة بأن تحظر كلا من الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة في أول يوم عمل من كل أسبوع وعند طلب الهيئة أو البورصة بما يلي<sup>(١)</sup>

إجمالي الضمان النقدي لدى الشركة لعملاء بيع الأوراق المالية المقترضة.

إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة لصالح العملاء .

نسبة الضمان النقدي إلى إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة لصالح العملاء .

عدد وقيمة إخطارات العملاء لزيادة الضمان النقدي التي لم يقم العملاء بالوفاء بها .

حالات شراء الأوراق المالية لتسوية حسابات العملاء المقترضين .

٣- تلتزم الشركة بإعادة تقييم الأوراق المالية المقترضة في نهاية كل يوم عمل وفقاً لقيمتها السوقية بسعر الإقفال بالتبورصة ومقارنة القيمة السوقية لهذه الأوراق المالية بالضمان النقدي المقدم من العميل<sup>(٢)</sup> .

وجدير بالذكر أنه يدخل في حساب قيمة الضمان النقدي الهامش المودع من العميل وقيمة حذيفة بيع الأوراق المالية .

وبناءً على ذلك فإنه إذا تبين للشركة انخفاض نسبة الضمان النقدي إلى ١٤٠٪ من قيمتها السوقية نتيجة لزيادة القيمة السوقية لهذه الأوراق المالية أو أن الانخفاض قد وصل إلى ١١٥٪ بالنسبة للسندات الحكومية - فإنه يتعين على الشركة إخطار العميل لزيادة قيمة الضمان النقدي إلى ١٥٠٪ بالنسبة للأوراق المالية ، أو ١٢٠٪ بالنسبة للسندات الحكومية<sup>(٣)</sup> .

(١) المادة (٢٩٩ مكرر ١٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

(٢) المادة (٢٩٩ مكرر ٢٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

(٣) المادة (٢٩٩ مكرر ٢٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

وإذا لم يَقم العميل بزيادة قيمة هذا الضمان النقدي بعد مرور يومي عمل على إخطاره ، أو انخفضت نسبة الضمان النقدي إلى ١٣٠٪ من قيمتها السوقية بالنسبة للأوراق المالية أو ١١٠٪ بالنسبة للسندات الحكومية ، كان من حق الشركة اتخاذ إجراءات شراء الأوراق المالية .

يضاف إلى ذلك أن العميل لا يقبض مقابل بيع الأوراق المالية المقترضة، وإنما يتم الاحتفاظ به لدى نظام الاقراض إلى أن يتم رد هذه الأوراق المالية لهذا الأخير. وبالإضافة إلى ذلك ، الحقوق والمزايا التي تدرها الشركة من أرباح نقدية أو عينية أو أي مزايا أخرى ، يتم استقطاعها من حساب الضمان النقدي لدى شركة السمسرة لصالح المقرض<sup>(١)</sup>.

والحقيقة أن الضمانات المشار إليها هي ضمانات لازمة لكي يلتزم المقرض برد مثل الأوراق المالية المقترضة في الميعاد المحدد بالعقد المبرم بينه وبين شركة السمسرة. ويستلزم تنفيذ العميل لالتزامه هذا القيام بشراء مثل الأوراق المقترضة من السوق المفتوح وذلك في الوقت الذي يقدر فيه انخفاض سعرها، أو أنه يقوم باقتراضها من آخر إذا ما وجد أن ثمنها قد ارتفع، إذ أنه يضارب على انخفاض سعر الورقة، ويشكل هذا الأمر أكبر المخاطر التي يمكن أن تواجه العميل الراغب في التعامل بالبيع على المكشوف. ولتنفيذ الالتزام بالرد يجب أن يكون مقدار الأوراق المالية محل القرض معلوماً وذلك حتى يمكن أن يرد مثلها عند نهاية القرض<sup>(٢)</sup>.

وقد أجاز القانون للهيئة العامة للرقابة المالية تعديل النسبة المشار إليها وفقاً لأوضاع السوق وبناءً على اقتراح البورصة<sup>(٣)</sup>.

## ب- الالتزامات المهنية

يقع على عاتق شركة السمسرة فيما يتعلق باقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها التزامات في مواجهة العميل تتمثل في الآتي :-

(١) المادة ٢٩٩ مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م .  
(٢) د. سامي عبد الباقي ، الأليات القانونية المستخدمة لاستغلال صعود وهبوط مؤشر البورصة ، مرجع سابق ، ص ٧٢.  
(٣) المادة ٢٩٩ مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م .

يتعين على الشركة أن تبرم مع العميل عقداً للتعامل بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع . وقد اشترط القانون أن يكون العقد مكتوباً منعاً لنشوب أي منازعات فيما بين طرفي العقد ، وأن يتضمن البيانات الآتية :-<sup>(١)</sup>

أ- الشروط والحالات التي بمقتضاها يحق للشركة مطالبة العميل بضمانات إضافية .

ب- الشروط والحالات التي يتم بمقتضاها طلب رد الأوراق المالية المقترضة لتسوية القرض .

ج- الإجراءات التي يمكن للشركة أن تتخذها في حالة عدم قيام العميل بتقديم الضمانات أو رد الأوراق المالية المقترضة عند طلبها .

د- تحديد العمولات والمصروفات التي تتقاضاها الشركة مقابل تنفيذ هذه العمليات .

هـ- حالات إقفال حساب الأوراق المالية المقترضة بغرض البيع .

تلتزم شركة السمسرة بتسليم العميل عند إبرام الاتفاق معه بياناً موضحاً فيه على وجه التفصيل مفهوم نظام البيع على المكشوف والإجراءات والمزايا والمخاطر المحفوفة به والأحكام الأساسية له .

ومما تجدر به الإشارة أن هذا الالتزام لا يقع على الشركة ابتداءً فحسب ، بل تلتزم الشركة بالقيام به بصفة دورية مرة واحدة على الأقل سنوياً وكذلك فور حدوث أية تعديلات في الأحكام الأساسية التي تضمنها البيان المسلم للعميل .

يقع على الشركة الالتزام ببذل عناية الرجل الحريص للتحقق من قدرة العملاء على الوفاء بالتزاماتهم الناتجة عن عمليات البيع على المكشوف استناداً إلى الأمور الآتية :-

حالاتهم المالية .

أهدافهم الاستثمارية .

مصادر التمويل المتاحة لهم .

المعلومات المتوفرة لدى الشركة عنهم عند التعاقد .

(١) المادة (٢٩٩ مكرر) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

ولا يقف التزام الشركة في أدائها لعملها عند هذا الحد بل يتعين عليها أن تعيد تقييم حالة العميل كلما رأت ذلك ضرورياً وبحد أدنى مرة كل سنة<sup>(١)</sup>.

يجب على الشركة الإفصاح لهيئة الرقابة المالية والبورصة بجميع البيانات والمعلومات المتاحة لديها عن عمليات البيع على المكشوف، وعليها إمساك دفاتر وحسابات مستقلة لتسجيل عمليات البيع على المكشوف.

يحظر على شركة السمسرة تنفيذ أمر بيع على المكشوف إلا بعد التأكد من وجود الورقة المالية محل الأمر في حيازة البائع أو مودعه باسمه في نظام الحفظ المركزي<sup>(٢)</sup>.

### المطلب الثالث

#### دور شركة مصر المقاصة في إتمام عملية البيع على المكشوف

تتولى شركة مصر المقاصة إدارة نظام البيع على المكشوف، فهي التي يوجد لديها الأوراق المالية لمن يرغب في اقتراضها، كما أنها هي التي تتلقى أوامر الإقراض والاقتراض، وعلى يدها وبأوامر منها يتم تنفيذ عمليات البيع على المكشوف، وذلك على النحو الآتي:

تبدأ أولى مراحل إتمام عملية اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها -تسليف الأوراق المالية بغرض البيع - بأمر يصدر من العميل الراغب في التعامل بالبيع على المكشوف إلى أمين الحفظ أو إلى السمسار . فإذا صدر الأمر إلى أمين الحفظ يقوم هذا الأخير بإرساله إلى شركة مصر للمقاصة ، أما إذا صدر الأمر إلى شركة السمسرة ، تولت هذه الأخيرة تسجيله ثم إرساله إلى أمين الحفظ الذي يقوم بدوره بإرساله إلى شركة مصر للمقاصة .

وتقوم شركة مصر للمقاصة بعد ذلك بتكوين وعاء يطلق عليه ( وعاء التسليف ) ، وينقسم هذا الوعاء إلى ملف المقرضين الرئيسي وملف قائمة الانتظار الذي توضع فيه الأوراق المالية عند الوصول للحد الأقصى للاقتراض ، حتى إذا انخفض هذا الحد يتم وضع ما يرد من أوراق مالية يرغب ملاكها في اقتراضها للغير في ملف المقرضين وهكذا .

(١) المادة ٢٩٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة ٢٦٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

ومن الجدير بالذكر هنا أنه ليس معنى تعاقد المقرض مع شركة مصر للمقاصة على إقراض أوراق مالية يملكها أنه لا يملك الرجوع في تعاقد ، وإنما يكون للمقرض طلب استرداد الأوراق المالية محل الإقراض في أي وقت وفقا لقواعد نظام الإقراض<sup>(١)</sup>.

ولذا مما تلتزم به شركة مصر للمقاصة أن تقوم باستثمار الضمان النقدي المقدم من جانب العميل المقترض ، وذلك في أدوات الاستثمار ذات العائد الثابت مثل ( الودائع البنكية ، شهادات إيداع البنك المركزي ، أنون خزانه .. ) ، وذلك بغية تحقيق عائد يتم توزيعه بين شركة الإيداع المركزي ( مصر للمقاصة ) وأمين الحفظ بوصفه نائبا عن العميل المقرض .

### وهنا يُثار التساؤل عن وقت انتقال ملكية الورقة المالية ؟

وللرد لى التساؤل نبين أن المرحلة الأخيرة من المراحل التي تمرُّ بها عمليات أسواق الأوراق المالية هي التسوية، والتسوية لها أهميتها البالغة على السوق بأكمله، لأنَّ السوق يمكنه أن يكسب ثقة المتعاملين من خلال توفير آلية آمنة وسريعة للعمليات، وكل سوق للأوراق المالية يهدف إلى تحقيق هاتين الميزتين. والتسوية تهدف إلى أن تنهي العلاقات العقدية الموجودة بين الأطراف من خلال التنفيذ العيني للالتزامات والسيطرة على حالات الفشل في الوفاء، والمتاجرة بالهامش لابد أن تمرُّ بهذه المرحلة لأنها جزء من العمليات الجارية في سوق الأوراق المالية واحدي أنواعها .

لذلك عرفت التسوية على أنها « إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل الأصل المالي إلى المشتري، في مقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع. وتبدأ هذه الإجراءات بعد عملية المقاصة، على وفق تنظيم معين تديره شركة المقاصة»<sup>(٢)</sup>، ولكن يؤخذ على هذا التعريف أنه قد قصر عملية التسوية على التسليم الفعلي لمحل التعاقد، وذلك غير متحقق في حالات التسوية كلها، لأن معظم عقود المشتقات المالية تقتصر التسوية فيها على مجرد دفع فروق الأسعار دون أن يكون

(١) راجع المادة ٢٩٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال والمعدلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ .

(٢) د. محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات المقاصة والتسوية في الأسواق المالية ونظرات في أبعادها المستقبلية ، مرجع سابق

هناك تسليم فعلى للأصل المالى، وعرفت التسوية من قبل آخر على أنها «عملية تحديد سعر الإغلاق اليومي بالنسبة لكل عقد والأخذ من العضو الذي يحتفظ بمركز خاسر وإعطائه للعضو الذي يحتفظ بالمركز الربح»<sup>(١)</sup> ويؤخذ على هذا التعريف أنه قد أهمل التسوية النهائية لعقود المشتقات وركز على التسوية اليومية فحسب، وكان من الأصح تسمية هذا التعريف بتعريف التسوية اليومية بدلاً من أن يرد بهذا الإطلاق. وعليه فسوف نعرض نظام التسوية في كل من القانون المصري والقانون الأمريكى:

### نظام التسوية في القانون المصري

إن اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري التي نظمت فيها أحكام المتاجرة بنظام الهامش لم توجد فيها أحكام خاصة تتعلق بتسوية تلك العمليات، وهذا يعنى سريان القواعد التي تحكم العمليات التقليدية عليها، جنباً إلى جنب مع القواعد العامة في عقد البيع والعرف المعمول به في البورصة، ونحن يمكننا أن نشرح أهم هذه الأحكام كالآتي:

بعد أن يصدر العميل أمراً إلى الوسيط بالبيع أو الشراء يقوم الأخير بالتأكد من ملكية الورقة المالية من قبل العميل لدى أمين الحفظ الذي عينه في أمره، ويتأكد أيضاً من وجود الرصيد الكافي للمشتري في حسابه، بعد ذلك يقوم الوسيط بتنفيذ أمر البيع أو الشراء، إلا أن المشرع المصري قد أعلن موقفه بوضوح، وهو أن إبرام عقد البيع تنفيذاً لأوامر العملاء لا يؤدي إلى نقل ملكية الورقة محل العقد تلقائياً، بل لابد من إتمام التسوية حتى تنتقل هذه الملكية:

وفيما يتعلق بتسليم الأوراق المالية قام المشرع المصري بالنص في قانون الإيداع والقيود المركزي على أن الأوراق المالية التي ستودع في المركز تصبح من الأشياء المثلية التي تحل محل بعضها البعض، وبما أن جميع عمليات التداول تتم من خلال

(1) Jeremy Gogel , " SHIFTING RISK TO THE DUMBEST GUY IN THE ROOM " - DERIVATIVES REGULATION AFTER THE WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT , Journal of Business & Securities Law , Fall 2010,P9.

(٢) تنص المادة (٤) من قانون الإيداع والقيود المركزي المصري على أنه «لا تنتقل ملكية الأوراق المالية التي تم إيداعها لدى الشركة إلا بإتمام تسوية العمليات التي أجريت عليها» .

الوسطاء المرخصين<sup>(١)</sup> وتتم جميع عمليات التسوية من خلال أعضاء التسوية، لذلك يقوم الوسيط بتسليم وتسلم البدل والمبدل نيابةً عن عملية، وهذا يُعدُّ صورةً من صور التسليم الحكمي التي لم يتطرق إليها القانون المدني المصري.

أما فيما يتعلق بوقت تسليمها، فهناك اختلاف بين الأوراق المادية واللامادية، ففيما يتعلق بالأوراق المادية يلتزم الوسيط البائع بتسليم الأوراق محل التعاقد في اليوم التالي بعد تنفيذ العملية T+0 إلى جهة المقاصة والتسوية، ولكن فيما يتعلق بالأوراق المالية اللامادية فإن جهة المقاصة تقوم بإجراء عملية التسليم والتسلم من خلال التحويل بين حسابات العملاء أو الأعضاء، ويختلف يوم تنفيذ الالتزام بالتسليم من ورقة لأخرى، فبينما يوم التسليم للأوراق غير النشطة هو T+3، يكون يوم التسليم في الأوراق النشطة<sup>(٢)</sup> T+2.

ويتم الدفع في منظومة التسوية في مصر من خلال قيام الوسيط المشتري بتغذية حسابه لدى بنك المقاصة الذي ألزم المشرع أعضاء التسوية جميعهم بفتح حساب لدى بنك المقاصة بالجنيه المصري وبالدولار الأمريكي على وفق الآلية الآتية: في T+0 تقوم البورصة بإرسال كشف بعمليات الشراء إلى الإيداع المركزي في اليوم نفسه.

في T+1 تقوم شركة المقاصة بالتأكد من وجود رصيد للعملاء البائعين لدى أمناء الحفظ.

في T+2 تعني الموعد النهائي لقيام أمين الحفظ بمطابقة البيانات الواردة إليه من الشركة وتخصيص البيانات للعميل البائع.

في T+3 تقوم شركة المقاصة بالتأكد من كفاية رصيد عضو التسوية لدى بنك المقاصة والقيام بالتحويلات اللازمة للأوراق والأثمان.

إذا أخل المشتري (العميل) بالدفع حينئذ يعد المتأخر متوقفاً عن الدفع، ويقوم صندوق ضمان التسويات بتنفيذ الالتزام بدلاً منه، ولكن الصندوق يرجع على

(١) تنص المادة (١٧) من قانون سوق رأس المال المصري على أنه «..... ويكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلا، وتضمن الشركة سلامة العملية التي تتم بواسطتها....»  
(2) [Http:// www.efsa.gov.eg/content/efsa2\\_ar/faq\\_cma/faq\\_cmj.htm](http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2_ar/faq_cma/faq_cmj.htm)



الطرف المتأخر ويطالبه بتنفيذ التزاماته ويمهله يومين لهذا الغرض فإذا لم يقم العضو المتخلف عن تنفيذ التزامه بالدفع فإنه سوف يتم منعه من التعامل بالأوراق المالية إلى أن يفي بالتزامه<sup>(١)</sup>.

ونخلص مما سبق أن المشرع المصري قد نص على أنه يتدخل صندوق ضمان التسويات لضمان الوفاء بالتزامات الطرف المتخلف، ومن شأن هذا الصندوق حماية السوق من مخاطر التسوية التي تؤثر في أداء السوق، ويخفف أيضًا من مخاطر إفلاس أحد طرفي المعاملة في السوق، وذلك من خلال توزيع الضرر الناتج عن أي معاملة على جميع أعضاء السوق، وبما أن هذا الصندوق قد لعب دوراً مهماً في حماية سوق رأس المال المصري، وظهر أيضًا أن القانون المصري قد نص صراحة على تعليق نقل الملكية على إتمام عملية التسوية.

ويعتبر مبدأ تسوية المراكز القانونية الناشئة عن عمليات التداول من أهم المبادئ تلخيصاً وتأكيداً لنشاط شركة المقاصة والإيداع والقيود المركزي فيما يخص المقاصة والتسوية، الذي يهدف في النهاية إلى تنفيذ الالتزامات القانونية التي يرتبها عقد بيع الأوراق المالية المودعة مركزياً المتمثل في عملية التداول، سواء كانت على أوراق مالية مقيدة، أم أوراق مالية مادية، وهي تسليم الأوراق المشترة إلى المشتري وتسليم الثمن إلى البائع في توقيتات محددة.

- وحرصاً من المشرع على إعمال هذه المبادئ، على نحو يكفل انتظام عمليات المقاصة والتسوية في مواعيدها، حتى في الحالات التي يتخلف فيها أي عضو تسوية عن الوفاء بالتزامه، فقد ألزم شركة الإيداع والقيود المركزي بأن تنشئ وتدير صندوقاً لضمان الوفاء بالالتزامات الناشئة عن عمليات تداول الأوراق المالية يلتزم أعضاء الشركة بالاشتراك فيه<sup>(٢)</sup>، وهو ما يُسمى صندوق ضمان التسويات.

### - صندوق ضمان التسويات:

ألزم المشرع المصري شركة الإيداع والقيود المركزي بأن « تنشئ وتدير صندوقاً لضمان الوفاء بالالتزامات الناشئة عن عمليات الأوراق المالية، يلتزم

(١) للتفصيل يراجع د. أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة ٢٠٠٧، ص ٢٣٩.

(٢) المادة ١٨ من القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠.

الأعضاء بالاشتراك فيه، ويصدر بنظامه وبقواعد الاشتراك فيه، وبمقابل التأخير عن الوفاء بالاشتراك في ميعاد استحقاقه قرار مجلس إدارة الهيئة بناء على عرض مجلس إدارة الشركة ....»<sup>(١)</sup>.

وقد صدر قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال (الهيئة العامة للرقابة المالية حالياً) رقم ٢٩ بتاريخ ٥ أغسطس ٢٠٠٤ بقواعد وإجراءات العمل بهذا الصندوق تحت اسم صندوق ضمان التسويات.

ويتضح من النص المذكور، أن صندوق ضمان التسويات هو جهاز مالى تتكون موارده الأساسية (رأس ماله) من اشتراكات جميع أعضاء التسوية<sup>(٢)</sup>، وهم أعضاء شركة الإيداع والقيود المركزي، الذين تتم التسوية على حساباتهم مباشرة سواء عن عمليات قاموا بتنفيذها، أم باعتبارهم وكلاء عن غيرهم وتتحدد حصة كل عضو على أساس حجم عمله كل ثلاثة أشهر. وتتمثل الوظيفة الأساسية للصندوق فى التدخل نيابة عن عضو التسوية الذى يتخلف عن الأوراق المالية المقيدة فقط، ويحقق بذلك المصدقية والثقة لنشاط الوساطة فى البورصة وتفادى مخاطر عدم وفاء أعضاء التسوية بالتزاماتهم.

- وفى حالة عدم تمكن الصندوق خلال خمسة أيام عمل من التاريخ المحدد لتسوية أية عملية من شراء الأوراق المالية التي تخلف أي عضو عن تحويلها لأي سبب فإن الصندوق يقوم بإخطار الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة لإلغاء عملية التداول<sup>(٣)</sup>.

- ويعتبر وجود صندوق ضمان التسويات أحد الخصائص المميزة للمقاصة والتسوية فى النظام المصرى. ويدير الصندوق لجنة منتخبة من ممثلين عن الهيئة العامة للرقابة المالية، وشركة الإيداع والقيود المركزي، والبورصة، أعضاء التسوية، وأمناء حفظ الأوراق المالية<sup>(٤)</sup>.

(١) المادة ١٨ من القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ المستبدلة بالقانون رقم ١٣ لسنة ٢٠٠٤ (الجريدة الرسمية، العدد ٢٠ تابع ١٠ أ د فى ٢٠٠٤/٦/٧).

(٢) وإلى جانب اشتراكات الأعضاء، والتبهي إجبارية بحكم القانون، فإن هناك موارد أخرى للصندوق هي:-  
- مقابل التأخير الذى يحصله من الأعضاء الذين يتخلف نيابة عنهم الوفاء بالتزاماتهم المالية أو الورقية.  
- عوائد استثمار الأموال المتوافر لديه من المصدرين السابقين.

أرباح عمليات شراء وبيع الأوراق المالية التي يقوم بها الصندوق لاستخدامها فى الوفاء بالتزامات أعضائه، وما يمكن أن تدره من عوائد.

(٣) المادة ٨ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم ٢٩ بتاريخ ٢٠٠٤/٨/٥.

(٤) المادة ٦ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم ٢٩ بتاريخ ٢٠٠٤/٨/٢٥.

## ب- نظام التسوية في القانون الأمريكي

سنخصص بندين لدراسة أحكام التسوية في القانون الأمريكي نخصص الأول للتسوية في المعاملات العاجلة ونتطرق في الثاني إلى التسوية في المعاملات الأجلة:

البند الأول: التسوية في المعاملات العاجلة؛ فيما يتعلق ببيع الأوراق المالية يجب على العميل إيداع الأوراق التي ينوي بيعها في حسابه لدى جهة الحفظ، أو يتعهد بتسليمها في الموعد المحدد، ولكن إذا لم يتم العميل بتسليم الأوراق يجب على الوسيط شراء تلك الأوراق وتسليمها إلى الوسيط المشتري<sup>(١)</sup> وفيما يتعلق بطريقة التسوية فضلاً على الطريقة العادية وهي التسوية خلال ثلاثة أيام بعد إبرام العقد، هناك طريقة التسليم مقابل الدفع ففي هذه الطريقة على الوسيط أن ينجز التسليم خلال خمسة أيام بعد إجراء العملية، ولكن لا يمكن تصفية المركز المالي للعميل إذا لم يحصل التسليم خلال تلك المدة، لأن الوسيط على وفق هذه الطريقة يمكنه أن يقوم بتسليم الأوراق المالية خلال ٣٥ يوم من يوم إنجاز العملية<sup>(٢)</sup>.

كما أوضحنا فيما سبق يجب على العميل في حساب الهامش دفع المبلغ الذي يطلبه الوسيط كهامش في الحساب، وإلا فالوسيط لا ينفذه أي أمر صادر منه، فإذا أودع العميل هذا المبلغ ونفذه الوسيط أمراً فإن العلاقة بين الوسيط وعمله لا تؤثر في كيفية إجراء التسوية فيما بين الوسطاء الماليين، لذا يجب على الوسيط القيام بدفع الثمن خلال T+3، ولكن التنظيم (T) قد أعطي الصلاحية للوسيط ليطلب يومين إضافيين من الجهة المختصة حتى يرتب للدفع، ولكن إذا لم يتم العميل بالدفع حتى بعد هذا التاريخ يمكن للوسيط أن يطلب مدة إضافية، ولكن التمديد الثاني لا يمكن إعطائه إلا إذا وجد ظرف استثنائي جعل من الدفع أمراً مستحيلاً، كما إذا أصبح العميل مريضاً<sup>(٣)</sup>، وإذا لم يتم العميل بعد مدة التمديد أو إذا تم رفض طلب التمديد فإن على الوسيط أن يبيع ما يملكه العميل لدفع ثمن مشترياته.

(1) MICHAEL T. CURLEY, Op. Cit. p3

(2) MICHAEL T. CURLEY, Op. Cit. p4

(٣) يتم طلب التمديد من قبل الوسيط بالوسائل الإلكترونية على أن يتم فيه تحديد اسم الوسيط والعمل ونوع وحجم الصفقة والظروف التي يطلب بسببها التمديد، ومدة التمديد

MICHAEL T. CURLEY, Op. Cit. p2

وفيما يتعلق بعلاقة العميل بالوسيط، فإن العميل عليه أن يقوم بدفع الثمن على وفق القواعد المنظمة للسوق، حيث عليه دفع المبلغ كاملاً إذا كان الحساب نقداً، وعليه دفع الهامش المقرر إذا كان الحساب هامشياً، ولا يمكن للعميل أن يقوم بدفع ثمن مشترياته من المبالغ التي يحصل عليها من بيع أوراق مالية مملوكة له، لأن قواعد السوق تلزمه بالدفع الفعلي، وأن فعل ذلك فيعدُّ هذا العميل منتهكاً لتنظيم □ وبالتالي يصبح حسابه مجمداً لمدة ٩٠ يوماً، ولكن إذا قام بدفع ما هو مستحق عليه نقداً خلال خمسة أيام عمل بعد تنفيذ العملية فإن قيد التجميد سوف يرفع تلقائياً، أما إذا قام بالدفع خارج هذه المدة فإن رفع القيد يحتاج إلى تقديم طلب من جانب الوسيط إلى البورصة.

أما ما يتعلق بالبيع القصير فإن القانون الأمريكي في سنة ٢٠٠٤ قد نصَّ على أن العميل (بائع الورقة) ملزم بتسليم الأوراق خلال ثلاثة أيام بعد يوم تنفيذ العملية ويسمى هذا الشرط بـ close-out requirement وقد تم النص على ذلك لأنه كلما زادت المدة الواقعة بين البيع والتسليم كلما زادت المخاطر المرتبطة بعدم التسليم مثل إفلاس أحد الطرفين أو عدم تمكنه من تسليم الأوراق، وفضلاً على ذلك للتسليم في البيع القصير أهميته من حيث أن المشتري لا يصبح مالكا إلا بعد التسليم، وبالتالي فهو يحرم قبل ذلك من حق التصويت، ومن المزايا الأخرى التي تنتجها الورقة محل العقد، إن حصل ولم يتم التسليم خلال ثلاثة أيام فإنه يُعدُّ من ضمن حالة الفشل في التسليم، fid failure- to- deliver من قبل DTCC وفي المدة التي يفشل فيها العميل التسليم فإن على DTCC دفع عائدات الورقة للمشتري، ولا فرق في ذلك بين البائع الذي لم يقدِّم بالتسليم، لأنه لم يرتب للحصول على تلك الأوراق أو الذي حاول التسليم ولكنه فشل في ذلك. ويجب أن نعرف أن أثر فشل البائع في البيع القصير يتعدى إلى وسيطه أيضاً، لأنه سيُحرم من إجراء أي بيع قصير إلا إذا تم اقتراض الأوراق فعلياً.

إلى أن يتم التسليم تظهر الورقة المالية وكأن لها مالكين، وهما المقرض الذي لا يزال يحتفظ بحيازة الورقة، والمشتري الذي حصل على شهادة أحقيته في تسلّم الأوراق محل التداول، وكلا الشهادتين قابلتان للتداول في السوق، بهذا يزيد عدد

(1) Richard E. Ramirez, Op. Cit, p81

الأوراق المتداولة على الأوراق المصدرة بالفعل، وهذا بالطبع وضع غير اعتيادي، وهذا يؤدي إلى زيادة العرض، وبالتالي سوف تنخفض سعر الورقة المالية دون مبرر واقعي<sup>(١)</sup>.

نخلص مما سبق أن القانون الأمريكي قد أعطي الصلاحية للوسيط كي ينفذ لعملية عقد بيع أو شراء دون أن يملك في حسابه المال الكافي لإنجازه، وهذا الفرق قد أدى إلى وجود ما يسمى بالحساب المجمع في القانون الأمريكي، وهو ذلك الحساب الذي يكون صاحبه قد فشل في تسليم الأوراق المالية أو النقد لوسيطه في المدة المحددة لإنجاز التسليم قانوناً. كما أن القانون الأمريكي قد منع العملاء والوسطاء من دفع ثمن الأوراق التي يشترونها من قيمة بيع تلك الأوراق نفسها.

وعلى الرغم من التقدم التكنولوجي الذي تحظي به البورصات الأمريكية فقد ظلت إلى الآن مدة تسوية العمليات (T+3) وهذا يدل على اهتمام المشرع الأمريكي بسلامة العمليات بقدر اهتمامه بسرعة تسويتها، لذلك فإن الاعتماد على الربط الإلكتروني لكل مراحل مقاصة وتسوية العمليات يعد ضماناً لحسن تنفيذ العمليات الجارية على الأوراق المالية وضمناً لسرعة إنجازها.

(1)Richard E.Ramirez,Op.Cit,p82

## المطلب الرابع

### محل البيع على المكشوف

#### (طبيعة الأوراق المالية المستخدمة في نظام البيع على المكشوف)

يعتبر تداول الأوراق المالية بنظام البيع على المكشوف نظاماً خاصاً بالأسواق المالية لا يتم إلا بعد السماح به من قبل الجهة المختصة.

- وبالرجوع إلى القانون المصري نجد أن المشرع المصري لم يقم بتعريف الأوراق المالية. والحال نفسه فيما يتعلق بالمشرع الأمريكي، فعلى الرغم من وجود قانون خاص للأوراق المالية إلا أنه لم يرد فيه تعريف للأوراق المالية، بل قام بتعدادها وأورد أمثلة لها دون أن يحصرها، ونص على أن كل أداة يعد ورقة مالية على وفق ما هو معمول به في العادة<sup>(١)</sup>.

- ويرى جانب من الفقه أن الورقة المالية هي « كل صك تتوفر فيه مجموعة من الخصائص، وهي: أولها أنها تصدر بقيمة اسمية غير قابلة للتجزئة، وثانيها هي أنها تمثل حصة من رأس مال الجهة المصدرة أو ديناً في ذمته، وثالثها هي أنها قابلة للتداول بالطرق التجارية، ورابعها هي أن النوع الواحد من هذه الأوراق في نفس الإصدار يخول أصحابه حقوقاً متساوية<sup>(٢)</sup>».

- والمستنتج من القانون المصري والقانون الأمريكي - محل المقارنة - أنه ليست كل ورقة مالية مدرجة في البورصة تقبل لأن تكون محلاً للبيع على المكشوف، بل إن القانونين قد وضعوا مجموعة من الشروط التي يجب توافرها في أية ورقة مالية لكي يتم قبولها للتداول بالبيع على المكشوف، وبالتالي لا يجوز إجراء عمليات البيع على المكشوف على أوراق مالية لا تتوافر فيها المعايير التي حددتها البورصة<sup>(٣)</sup>.

(1) Securities act of 1933. SEC. 2. (a) Definitions (1).

(٢) د. عاشور عبدالجواد عبدالحميد، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة العربية القاهرة ٢٠٠٣، ص ١٠ وما بعدها - ود. علي فوزي إبراهيم الموسوي، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية، دار النهضة العربية القاهرة ٢٠٠٨، ص ٢١ وما بعدها.

(٣) المادة (٢٩٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سنوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، لا يجوز أن تجرى عمليات الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع إلا على الأوراق المالية التي تتوافر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتوافق عليها الهيئة العامة للرقابة المالية.

وفىما يلى نوضح أهم الشروط التى يجب توفرها فى الأوراق المالية لكي تكون صالحة للتداول بنظام البيع على المكشوف فى كل من القانون المصرى والقانون الأمريكى.

### أ- الأوراق المالية المقبولة فى القانون المصرى .

لقد أصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية بمصر قائمة بالشروط الواجب توفرها فى الأوراق المالية لكي تُقبل للتعامل البيع على المكشوف<sup>(١)</sup> ، وهى كالاتى :-  
يجب أن تكون الورقة من الأسهم : وبذلك فقد تم استبعاد كل الأنواع الأخرى من الأوراق المالية عن دائرة التداول بنظام الهامش القائم به صورة البيع على المكشوف محل بحثنا .

تمتع الورقة المالية بسيولة مالية عالية أى سرعة تحول الورقة المالية إلى نقود ، وهذه الميزة تشير إلى قدرة السوق على استيعاب عمليات كثيرة من البيع والشراء بأسعار مناسبة وغير متفاوتة عللا أى ورقة مالية . وسيولة السوق هي من أهم صفات السوق الجيد . ومن بين هذه المعايير أيضاً كون الورقة المالية من الأوراق المالية نشطة ، أى تكون الورقة محلاً لعمليات بيع وشراء مستمر .

٣- يجب ألا يقل رأس المال السوقي<sup>(٢)</sup> للشركة مصدرة الورقة عن (١٠٠) مليون حنيه مصري ، وذلك لغرض معرفة الأداء المالى للشركة من حيث مدى تمتع أسهمها بإقبال السوق ، لأن رأس المال السوقي يُعد من المؤشرات المهمة لأداء الشركة ولاتخاذ قرار الاستثمار فى أسهمها .

٤- ألا يقل عدد أيام التداول عن (٩٥٪) من عدد أيام العمل خلال مدة الدراسة<sup>(٣)</sup> ، وذلك للتأكد من كون السهم نشطاً يكثر التعامل به . إذ يهدف هذا الشرط إلى معرفة سيولة الورقة المالية محل الدراسة .

(١) القرار الذى تم به تحديد هذه الشروط هو قرار رقم (٦١٠٦) بتاريخ ٥/٨/٢٠١٠ .  
(٢) هناك نوعان من قيم رأس المال لشركات الأسهم المقيدة فى البورصة الأول « يسمى برأس المال الاسمي » ويتم تحديده بالرجوع إلى سجلات الشركة ، وهى عبارة عن القيمة الاسمية لجميع الأسهم التى تم إصدارها ، أما رأس المال السوقي فهو عبارة عن مجموع قيم أسهم الشركة فى البورصة عند إغلاقها ، وبذلك فإن رأس المال الاسمي لا يتغير مهما تغير أداء الشركة . أما رأس المال السوقي فهو يتبع سمعة الشركة فى السوق وبالتالي فهو قابل للتغيير ، ونأسيساً لذلك فإن السهم الذى يكون مقبولاً فى فترة ما لا يكون مقبولاً فى فترة أخرى تبعاً لسمعة الشركة ، د. فايز أحمد عبدالرحمن - القانون التجارى الجديد - دار النهضة العربية ، القاهرة ٢٠٠٧ ، ص ٣١٦ .  
(٣) مدة الدراسة هي ستة أشهر . المدة الأولى تبدأ ١/١ وتنتهى فى ٦/٣٠ والثانية تبدأ من ٧/١ وتنتهى فى ١٢/٣١ . وهى المدة التى يتم فيها مراقبة نشاط سهم ما للتأكد من صلاحيتها للتداول بنظام الهامش .

٥- ألا تقل نسبة الأسهم الحرة عن (١٠٪) نسبة بالأسهم القائمة ، فلكل بورصة معاييرها في تحديد نسبة الأسهم الحرة للتداول ، وهى في الغالب عبارة عن الأسهم المطروحة للتداول بعد طرح الأسهم المملوكة للحكومة أو لأحد هيئاتها وكذلك بعد طرح أسهم المساهمين الذين يملكون نسبة كبيرة من أسهم الشركة .

٦- أن يكون هناك عدد غير قليل من شركات الوساطة المتعاملة بالسهم ، حيث حدّد القرار عدد الشركات بـ ٨٠٪ من مجموع شركات السمسرة الحاصلة على الترخيص في الشراء بالهامش والبيع القصير . أو (٦٥٪) من مجموع شركات السمسرة العاملة في السوق .

### — ويتم تداول الأوراق المالية المقترضة وفقاً للشروط الآتية :

أن تكون الورقة المالية المراد المتعامل عليها متاحة للإقراض للشركة قبل القيام ببيعها . وهذا الشرط من شأنه التقليل والإحجام من المخاطر المتولدة عن التداول بنظام البيع على المكشوف .

تلتزم شركة الإيداع والقيود المركزي موافاة الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة بتقرير شهري يتضمن إجمالي رصيد الأوراق المالية المقترضة في نهاية كل شهر بكل شركة مصدرة ونسبتها لإجمالي الأوراق المالية المتداولة لهذه الشركة ، وعلى البورصة نشر هذا التقرير على الشاشات المعدة لذلك وللهيئة أن تطلب هذا البيان في أي وقت .

يظهر من كل هذه الشروط أن الهيئة العامة للرقابة المالية قد أرادت أن تكون للأسهم التي تُمول بنظام الهامش - من بينها الشراء بالهامش والبيع على المكشوف - درجة عالية من السيولة ، وبذلك يهدف تقليل مخاطر الاستثمار في نظام البيع على المكشوف .

### ب- الأوراق المالية المقبولة في القانون الأمريكي .

بالرجوع إلى القوانين واللوائح المنظمة لهذا النظام - البيع على المكشوف - بالقانون الأمريكي نجد أنه تم تنظيمه من خلال قانون بورصة الأوراق المالية لسنة

(١) دليل استرشادي لإجراءات التداول بالبورصة ، يوليو ٢٠٠٧ ، ص ٢٧ ، البورصة المصرية .



١٩٣٤ وكل من اللوائح (U,T,X) ، حيث أن التنظيم (T) يُعد من أهم التنظيمات بالنسبة للشراء بالهامش - موضوع هذه الأطروحة - ويُعد المرجع للكثير من الأحكام الواردة في التنظيمات الأخرى لأنه ينظم العلاقة ما بين الوسطاء والعملاء . أما التنظيم (U) فينظم الائتمان المُقدم من قبل البنوك ، والتنظيم (X) ينظم المتاجرة بالهامش ما بين الأشخاص الأمريكيين الذين يحصلون على القروض من أشخاص غير أمريكيين ، ولكن دون أن يذكر تعريفاً للأوراق المالية القابلة للتداول بنظام الهامش .

ومن خلال الربط بين النصوص كلها تبين للباحث الوصول إلى نتيجة أن أهم الأوراق المالية القابلة للتداول بنظام الهامش وفق التنظيمين عبارة عن الآتي :-

الأوراق المالية المسجلة في بورصة الأوراق المالية الوطنية ، أو التي لم يتم تسجيلها ولكن لها امتياز التعامل بها<sup>(١)</sup> .

أية ورقة مالية مقيدة بسوق (Nasdaq)<sup>(٢)</sup> للأسهم بعد ١/١/١٩٩٩ .

أية ورقة مالية صادرة من شركة استثمار مفتوحة النهاية .

أي سهم أجنبي قابل للتداول بنظام الهامش<sup>(٣)</sup> .

أي سند قابل للتحويل إلى سهم .

(١) قد تسمح بعض البورصات بتداول الأوراق المالية غير المدرجة والتي تعود لأعضائها وذلك بغية التهيئة لإراجها ، ولكن البورصة لا يمكنها أن تعطي هذا الامتياز إلا إذا حصلت مسبقاً على إذن خاص من قبل لجنة مراقبة عمليات البورصة لدى (SEC) <http://Financialdictionary.thefreedictionary.com/Unlisted+Trading+Privileges>.

(٢) يُعد سوق (Nasdaq) وهو اختصار لـ National Association of Securities Dealers أكبر بورصة أمريكية من حيث عدد الشركات المدرجة بها وتعمل من خلال شاشات إلكترونية ومن خلال الشبكة العالمية للمعلومات ومقرها بنيويورك حيث تم إنشائها في ١٩٧١/٢/٥ ، وتعتبر الآن مؤشراً لتجاه السوق الأمريكي الإلكتروني

تعد نازداك من أكبر الأسواق المالية الأمريكية فهي ثان أكبر سوق في العالم، حيث أن رأس المال السوقي لها بعد بورصة نيويورك للأوراق المالية وتعد نازداك كيان رائد في مجال التعامل في البورصة في أعمال المقاصة والتسوية ، وقيد الشركات في البورصة وخدمات الهيئات العامة على مستوى العالم .

فمن خلال محافظة المنتجات المتنوعة تتسع نازداك للمستثمر إمكانية التخطيط وتفعيل وتطبيق رؤيتهم الاستثمارية بثقة، وذلك من خلال وسائل تكنولوجية ذات شفافية عالية للأسواق المالية .

وتنظر لكونها أول منشئ للأسواق المالية الإلكترونية في العالم فهي تزيد عن ٧٠ سوق أوراق مالية على مستوى ٥٠ دولة . وهي إحدى أكبر عشر بورصات في العالم للتعامل في الأوراق المالية ، حيث تحتوي بورصة نازداك على ما يزيد عن ٣٦٠٠ شركة مدرجة برأس مال سوقي يقارب ٩,٦ تريليون دولار وما يزيد عن ١٠٠٠٠٠ عميل مستثمر ، ويوفر موقع نازداك -مجانياً- أسعار الأسهم كسعر الشراء وسعر البيع وغير ذلك من الخدمات المالية .

Readmore: [http://www.nasdaq.com/about/about\\_nasdaq.aspx#ixzz453AXzvda](http://www.nasdaq.com/about/about_nasdaq.aspx#ixzz453AXzvda)

(٣) السهم الأجنبي القابل للتداول بنظام الهامش هو عبارة عن تلك الأوراق المالية الأجنبية التي تسمح المجلس بتداولها بنظام الهامش والمجلس يقوم بإصدار القائمة من حين لآخر لهذا الغرض .

ومن خلال المقارنة بين موقف القانون والبورصة المصرية مع ما يقابلها في أمريكا نصل إلى النتائج الآتية :-

**أولاً :-** أن الأوراق المالية المتداولة في البورصة ليست كلها قابلة للتداول بنظام البيع على المكشوف ، لأن القانون المصري قد استبعد السندات بشكل عام عن دائرة التعامل ، وأجاز التعامل بالأسهم فقط ، وبالتالي يفهم من موقف القانون المصري أن الأوراق المالية الأخرى غير قابلة للتداول بنظام البيع على المكشوف .

أما الوضع في أمريكا مختلف ، لأن المشرع الأمريكي قد فرّق بين الأوراق المالية المعفية والأوراق المالية غير المعفية ، والنوع الأول يشمل السندات الحكومية بشكل عام سواء الصادرة عن الحكومة الفيدرالية أو الصادرة من السلطات المحلية ، حيث أن الأوراق المالية المعفية لا ينطق عليها التنظيم (T) ، إلا أن هذا لا يعني أنها غير قابلة لتمويل جزء من ثمنها بقرض ، بل يعني أن الحدود الواردة في التنظيم T لا تنطبق وأن الوسيط يستطيع أن يمول هذه التعاملات بمبالغ أكثر أو أقل ، ولكن ليس على وفق حساب الهامش ، بل على وفق حساب آخر يُسمى بحساب حسن النية<sup>(١)</sup> good faith account .

ومما تجدر به الإشارة - ونحن في هذا الصدد - هو أن المشرع الأمريكي قد مرّ بما تمر به الأسواق حديثة النشأة من حيث نطاق نوع الأوراق المالية القابلة للتداول بنظام الهامش ، لأن التنظيم (T) قبل تعديله سنة ١٩٩٦ كان يشمل بعض أنواع الأسهم فقط ، وبعد ذلك تم إضافة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم إلى دائرة التعامل ، وفي سنة ١٩٩٨ ووفق تعديل آخر تمت إضافة الأوراق المالية الأجنبية وأوراق شركات الاستثمار مفتوحة النهاية إلى دائرة التعامل .

**ثانياً :** قائمة الأسهم القابلة للتداول بنظام الهامش في أمريكا أوسع من القائمة المصرية . وهذا بنظر الباحث يرجع إلى سببين : الأول هو أن الأسواق الأمريكية أكثر عمقاً من الأسواق المصرية وبالتالي فإن اختيار الأسهم القابلة للتداول بنظام الهامش يستدعي أن يكون الاختيار بين الأسهم النشطة ، وذلك بغية حماية السوق

(1) regulation T ,220,12, supplement ; margin requirement, A \$B

ويقصد بحساب حسن النية : ذلك الحساب الذي يمكن من خلاله تقديم الائتمان من قبل الوسيط ودون التقييد بالحدود المبينة في القواعد التي تنظم مستويات الهامش إلا أن هذا الحساب له ضوابطه التي حددها التنظيم (T) .

من تقلبات الأسعار ، حيث أن تلك الأسهم أقل عرضة للتأثير في أسعارها ، نظراً لكبر حجم تداولها في السوق . والسبب الثاني يكمن في أن المستثمر الأمريكي ذو خلفية استثمارية أعمق من المستثمر المصري ، لأن هذا النظام كان معمولاً به في أمريكا قبل مصر بعشرات السنين .

ويرى الباحث أن المشرع المصرع قد أحسن صنعا حين حصر دائرة التعامل في البداية بدائرة ضيقة نوعاً ما ، وبعد أن تتضح حقيقة نظام البيع على المكشوف ويصبح المستثمر ملماً بجوانبها يمكن توسيع نطاقها لتشمل أنواعاً أخرى من الأوراق .

ومن الجدير بالذكر هنا ضرورة الإشارة إلى ضمانات البيع على المكشوف والمتمثلة في الضمان النقدي الذي يقوم سمسار العميل الراغب في البيع على المكشوف بإيداعه لدى شركة الإيداع المركزي أو أن يتم خصمه من حسابات التسوية الخاصة به لدى بنك المقاصة ، ويجب دائماً استكمال نسبة الضمان النقدي في حالة زيادة القيمة السوقية للأوراق المقترضة ، وذلك بناءً على إخطار شركة الإيداع والقيود المركزي<sup>(١)</sup> . وتعد هذه كضمانة تضمن استرداد المقرض للأوراق المالية محل القرض .

(١) راجع المادة ٢٩٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال والمعدلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ .

## المبحث الثالث

## الفرق بين البيع علي المكشوف والشراء بالهامش

هناك اختلاف بين الشراء بالهامش والبيع القصير سواء من حيث آلية العمل وبيئة حياة كل منهما، وقبل أن نتطرق لأوجه الاختلاف بينهما يتحتم علينا أن ننوه أولاً المقصود بالشراء الهامشي وذلك كالآتي:

## أولاً: تعريف شراء الأوراق المالية بالهامش

يقصد بالشراء بالهامش - ويطلق عليه البعض الشراء الهامشي - النظام الذي يسمح للعميل، بناءً على اتفاق بينه وبين شركة سمسرة أو أحد أمناء الحفظ، بأن يدفع نسبة فقط من قيمة مشترياته من الأوراق المالية (يسمى الهامش)، وتقوم الشركة أو أمين الحفظ بتمويل الجزء الباقي، مقابل ضمانات يقدمها العميل تتمثل أساساً في الأوراق المشتراه وفق هذا النظاموما يطلب منه من ضمانات أخرى عند الضرورة<sup>(١)</sup>.

وعُرف الشراء بالهامش أيضاً « بأن يقوم المشتري بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية للأوراق التي يرغب في شرائها ، أما باقي الثمن فيعتبر قرضاً يقدمه السمسار للمشتري ويتقاضى عليه فائدة شهرية ، وترهن الأوراق المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض ، حيث يقوم هذا الأخير (السمسار) بالاقتراض بضمانها من البنك ولكن بسعر فائدة أقل»<sup>(٢)</sup>.

ويقصد به أيضاً (قيام العميل بتمويل جزء من صفقة شراء أوراق مالية نقداً من أمواله الخاصة والباقي بقرض يحصل عليه من السمسار الذي يقترض بدوره من بنك تجاري) وفي ظل هذا النوع من المعاملات يفتح العميل حساباً للهامش لدى شركة سمسرة وبمقتضى اتفاق خاص يقوم السمسار بالحصول على قرض من البنك لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة المدفوعة للشراء بالهامش، على أن توضع الأوراق المالية محل الصفقة تحت تصرف شركة السمسرة لسداد قيمة القرض<sup>(٣)</sup>.

(١) انظر في المواد من (٢٨٩) حتى (٢٩٨) من الباب التاسع من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال والمعدلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨ .

(٢) د/ سمير عبد الحميد رضوان - أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دراسة مقارنة بين النظام الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي بالقاهرة - ص ٣٢٨

(٣) محمد مجد الدين باكير، الشراء بالهامش: آلياته، مزاياه، مخاطره، مقالات في أسواق الأوراق المالية، موقع التمويل والاستثمار، <http://Arabic.majdbakir.com>.

ويقبل المستثمر المغامر أو المضارب على التعامل وفق هذا النظام نظراً لأنه يحقق له عوائد في حالة ارتفاع الأسعار أعلى كثيراً من تلك التي يحققها له تعامله العادي، أي على أساس الدفع النقدي لكامل قيمة الأوراق المُشترَاة، لكن هذا النظام ينطوي بالمقابل على مخاطر كبيرة على المستثمر، إذ يعرضه لخسائر كبيرة في حالة انخفاض الأسعار، أكبر مما يعرضه له نظام التداول العادي.

لذلك ولخطورة الشراء بالهامش فإن المشرع المصري وضع ضوابط عامة محكمة لهذا النظام، أهمها ما يلي<sup>(١)</sup>:

لا يجوز أن تجرى عمليات الشراء بالهامش إلا على الأوراق المالية التي تتوفر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة<sup>(٢)</sup> وقد حددت البورصة تلك الأوراق بأنها التي لا تخضع في تداولها لأية حدود سعرية، وتعلن البورصة قوائم بتلك الأوراق إذا ما استوفت المعايير الموضوعة لذلك.<sup>(٣)</sup>

ويعني ذلك أنها الأوراق المالية الأكثر نشاطاً بما يجعل إمكانية بيع تلك الأوراق المُشترَاة بالهامش عند الحاجة لذلك وفي أي وقت ميسوراً.

ويحدث من حين لآخر تعديلات في تلك الأوراق حيث تخرج منها الأوراق التي تفقد أي من الشروط الخاصة بإعفائها من الحدود السعرية، وتضاف إليها الأوراق التي تستوفي تلك الشروط، هذا علماً بأن القوائم التي تتضمن تلك الأوراق متاحة لكافة المتعاملين على موقع البورصة على شبكة المعلومات الدولية.<sup>(٤)</sup>

لا يجوز مباشرة عمليات شراء الأوراق المالية بالهامش إلا عن طريق شركات السمسرة أو أحد أمناء الحفظ.<sup>(٥)</sup>

(١) انظر قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٣٦) لسنة ٢٠١٤ الصادر بتاريخ ٢٠١٤/٣/١٢ بشأن قواعد وضوابط مزاوله شركات السمسرة في الأوراق المالية وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش. وكذلك قرار الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ الصادر بتاريخ ٢٧/٤/٢٠١٤.

(٢) المادة ٢٩٣ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٣) أهم هذه المعايير عد أيام تداول الورقة المالية، متوسط عدد العمليات اليومية لها، وعدد المتعاملين عليها، ورأس المال السوقي للشركة المصدر لها، ومدد دوران الورقة المالية، المادة ٩٧ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(4) [www.egyptse.com](http://www.egyptse.com)

(٥) المادة ٢٩٠ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٤ المنشور بالوقائع المصرية، العدد ٤٥ في ٢٥ فبراير ٢٠١٤.

ومن البديهي أن أمين الحفظ لا يقوم بنفسه بتنفيذ عمليات الشراء تلك، وإنما طبقاً للنظام العام المطبق في التداول بالبورصة سوف يعهد أمين الحفظ بالتنفيذ إلى إحدى شركات السمسرة ويكون دوره فقط هو تمويل الجزء غير المغطى بالهامش من العمليات التي تُنفذ لصالح عمليه.

إن تنفيذ عمليات الشراء بالهامش لأي عميل لا بد أن يستند إلى عقد خاص بهذا النشاط يُبرم بين الشركة وأمين الحفظ والعميل، وذلك بخلاف أي عقد آخر مبرم بين العميل وشركة السمسرة أو بينه وبين أمين الحفظ، على أن يتسلم العميل عند إبرام العقد بياناً موضحاً به على وجه التفصيل مفهوم الشراء بالهامش، والإجراءات والمزايا، والمخاطر، والأحكام الأساسية لهذا النوع من المعاملات، مع إخطار العميل لاحقاً وبشكل فوري بأي تعديلات تطرأ على محتوياته ذلك البيان.<sup>(١)</sup>

كما يجب أن يوقع العميل للشركة أو أمين الحفظ إقراراً بإلمامه بكافة مخاطر التعامل بالهامش، علاوةً على كون تلك المخاطر مبيّنة تفصيلاً بالعقد الخاص بممارسة هذا النشاط.

ويجب أن يحدد العقد الذي يُبرم مع العميل نوع الأوراق المالية التي يتم شراؤها باسمه، ونسبة الهامش، كما يجب أن يتضمن العقد التزام العميل بما يلي:

إنابة الشركة أو أمين الحفظ حسب الحالة في إدارة حساباته بيعاً وشراءً بالنسبة للأوراق المالية التي تشتري بالهامش أو المقدّمة كضمان في حالة إخلال بالتزاماته.

موافقة العميل على قيام الشركة أو أمين الحفظ بالإطلاع على حساباته من الأوراق المالية لدى أية جهة للوقوف على ملاءته المالية.

في حالة ما إذا كان العقد موقعاً مع إحدى شركات السمسرة، فإن العميل يلتزم بأن ينقل الأوراق المالية التي قدمها كضمان إلى أمين الحفظ التي تحدده الشركة.

تلتزم شركة السمسرة أو أمين الحفظ حسب الأحوال بنص القانون<sup>(٢)</sup>، بتقييم الأوراق المالية المُشتراة بالهامش لكل عميل وذلك في نهاية كل يوم عمل وبأسعار الإقفال الخاصة بتلك الأوراق كما تعلنها البورصة، وذلك للوقوف على مدى كفاية

(١) المادة ٢٩٢ (ج) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة ٢٩٥ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

الهامش المقدم من العميل، وما طرأ عليه من تغيير نتيجة تغير القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة بالهامش، باعتبار أن هذا الهامش يمثل نسبة مئوية من تلك القيمة السوقية والجزء الباقي يمثل القرض الممنوح للعميل لشراء تلك الأوراق والذي يجب مراقبته ليظل في الحدود الآمنة المسموح بها قانوناً، حيث نسبة الهامش محددة بمعرفة المشرع الذي خول الهيئة العامة للرقابة المالية تعديلها بناء على اقتراح البورصة ضوء أوضاع السوق.<sup>(١)</sup>

### ثانياً : أوجه الاختلاف بين البيع على المكشوف والشراء الهامشي

أن العميل يلجأ إلي الشراء بالهامش عندما يتوقع الارتفاع في الأسعار، أما في البيع القصير فإن المستثمر يلجأ إليه عندما يتوقع هبوط الأسعار أي يمكن القول أن الشراء بالهامش هو الاستثمار في سوق صاعد bull market أما البيع القصير فهو الاستثمار في سوق هابط Bear Market .

أن محل العقد في الشراء بالهامش باعتباره عقد معاوضة يتمثل في مبلغ من النقود الذي يقترضه العميل لشراء أوراق مالية مع الفائدة علي مبلغ القرض المقدم من قبل الوسيط - إن استبعدنا الوساطة والرهن باعتبارهما عقود مبرمة لتسهيل الشراء- أما في البيع القصير فإن محل العقد عبارة عن أوراق مالية يقوم العميل باقتراضها من الوسيط أو أمين الحفظ مع الفائدة التي يلتزم العميل بدفعها. ولكن أسعار هذه الأوراق المالية - في البيع على المكشوف- تأخذ اتجاه الهبوط ، أما أسعارها - في حالة الشراء بالهامش - تأخذ اتجاه الصعود .

من حيث الأرباح : في الشراء بالهامش لا حدود للأرباح - وذلك من الناحية النظرية علي الأقل- أما في البيع القصير فلا حدود للخسائر ما دامت الأسعار عرضة للارتفاع إلي أي حد.

من حيث الهامش: فالشخص الملزم بالدفع في الشراء بالهامش هو المشتري أما في البيع القصير فإن الملزم بالدفع هو البائع لأن المقترض في الشراء هو المشتري أما في البيع فهو البائع.

(١) المادة ٢٩٤ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

ومن حيث وقت المطالبة برفع الهامش : فيتفق كلا من البيع على المكشوف والشراء بالهامش في ضرورة تقديم ضمانات نقدية ، حيث يلتزم سمسار مقترض الأوراق المالية في حالة البيع على المكشوف بتقديم مثل هذه الضمانات إلى شركة مصر للمقاصة ، في حين يلتزم العميل المستثمر بتقديم مثل هذه الضمانات في حالة الشراء بالهامش إلى شركة السمسرة التي تمول ٥٠% من ثمن الشراء . ففي الشراء بالهامش يُطالب المشتري برفع مستوى الهامش عندما تبدأ الأسعار بالانخفاض ويصبح المبلغ المودع لا يغطي المخاطر المرتبطة بالائتمان الذي حصل عليه لأن في هذه الحالة سوف ينخفض مبلغ هامش الصيانة ، أما في البيع القصير فإن البائع سوف يطالب برفع مستوى مشاركته عندما ترتفع الأسعار ويصبح الهامش المودع غير كاف للوفاء بالالتزام برد القرض .

من خصائص الشراء بالهامش هو تسببه في رفع أسعار الأوراق التي تتداول بموجبها ، أما البيع القصير فيتسبب في خفض أسعار الأوراق المالية (وهذه الخاصية للنمطين هي في الحقيقة من أوجه النقد التي توجه إلي كل منهما) وبناءً على هذا الفرق يرى الباحث أن المشرع في حال إقراره التعامل بنظام الهامش ، فعليه أن يقرر التعامل بالصورتين معاً (البيع القصير والشراء بالهامش) لا أن يقرر أحدهما ويهمل الآخر لأن فعل ذلك سوف يتسبب إما إلي رفع الأسعار وإما إلي خفضه ، ولكن إن تم إقرارهما معاً فإن كل واحد منهما يكمل ما يعاد علي الآخر أي يمكن القول أن كل واحد منهما يعمل ككايح للآخر .

يتفق البيع على المكشوف مع الشراء بالهامش من حيث جريانهما في سوق واحد وهو السوق الثانوي (البورصة) ، الأمر الذي يعني أن محلها أوراق مالية مقيدة .



## الخاتمة

من خلال بحثنا فى موضوع هذه الدراسة - التنظيم القانونى للبيع على المكشوف بسوق الأوراق المالية - توصلنا إلى مجموعة من النتائج والتوصيات نُجملها فى الآتى :-

من خلال تعريف البيع على المكشوف والشراء بالهامش فى كل من القانونين المصرى والأمريكى يتبين أن كلا النوعين - فى ظل القانون المصرى - عبارة عن اتفاق ثلاثى بين العميل والوسيط وأمين الحفظ ، وبذلك يكون هناك وسيطان فى مثل هذه العقود ، الأول هو السمسار الذى ينفذ أوامر البيع والشراء ، أما الثانى فهو أمين الحفظ الذى يُقدّم الائتمان ، أما القانون الأمريكى فلم يأخذ بنظام تعدد الوسطاء ، بل اعتبر مثل هذه العقود عقوداً ثنائية الأطراف ، وهى تُبرم بين الوسيط والعميل ، ولا يتدخل أمين الحفظ إلا فى تسجيل قيد الرهن على الأوراق المالية وتغيير القيود عند تغيير مالك الورقة .

البيع على المكشوف - سواء فى مصر أو فى أمريكا - يرد على الأوراق المالية التى تُوصف بأنها ذات سيولة عالية ، بما يكفل لها عدم قدرة المتعاملين من التأثير فى أسعارها نظراً لنشاط الورقة فى السوق .

للمتاجرة بالهامش صوراً عديدة ، مثل ( الشراء بالهامش والبيع على المكشوف والاختيارات والمستقبليات ) ، إلا أن هناك عاملاً مشتركاً يجمع بين هذه الصور وهو اعتماد كل منها على الهامش الذى يدفعه العميل للوسيط لكي يؤمن الوسيط لما يترتب بذمته (ذمة العميل المستثمر) .

لقد ظهر من خلال هذه الدراسة أن للتداول بالبيع على المكشوف فى سوق الأوراق المالية مؤيدين ومعارضين ، حيث يُنسب المؤيدون إليه العديد من المزايا مع إهمال المخاطر ، فى حين ينسب المعارضون إلى هذا النمط من التداول الكثير من المثالب ، حتى وصل الأمر إلى اعتباره سبباً رئيسياً ومباشراً لإحداث الأزمات المالية والاقتصادية الكبرى ، إلا أنه بعد الموازنة بين الآراء المؤيدة والمعارضة ظهر للباحث أن مزايا البيع على المكشوف قد تفوق بكثير مثالبه إذا تم تنظيمه بقواعد قانونية تضمن له الحماية من أن يصبح سلاحاً بيد من يحاول استعماله لغرض احتكار

السوق والتحكم بأسعار الأدوات المتداولة فيه ، فضلاً عن إحكام الرقابة عليه من قبل الجهات الرقابية وذلك عن طريق الإفصاح الكامل من جانب المقترض للجهات الرقابية عن كل ما يتعلق بعمليات البيع على المكشوف وحجم التعاملات عليه .

من أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ ، هو حدوث انحرافات في سوق الأوراق المالية، والتي اتخذت عدة مظاهر منها: البيع الصوري والمظهري، والشراء بغرض الاحتكار، واستغلال ثقة العملاء، والشراء بالهامش والبيع على المكشوف وعقود الخيار واتفاقيات التلاعب، والتي كانت تتم بين السماسرة بهدف إحداث تغيرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية، وكذلك ارتفاع أسعار الأوراق المالية في البورصات بصورة مستمرة. فضلاً عن التوسع في القروض العقارية، وتوريق الديون، والعوالة المالية، ونمو القطاع المالي، وازدياد حدة المضاربات في أسواق المال في ظل ضعف الرقابة على المؤسسات المالية، وضعف مؤشرات أداء الاقتصاد الأمريكي.

التوسع في البيع على المكشوف بدون ضبط مُحكم من الرقابة عليه سينتج عنه آثار سلبية ضارة بسوق رأس المال نفسه ، لأنه إذا زادت المضاربات بهذه الصورة على ورقة ما ، فإن ذلك يوحي للآخرين بأن سعرها سينخفض ، وبالتالي تنخفض قيمتها في السوق دون أن تكون هناك معلومات تشير إلى سوء حالة المنشأة المصدرة لتلك الورقة ، وهو أمر إذا استمر من شأنه أن يضعف كفاءة السوق .

#### أما التوصيات :-

ضرورة الإفصاح الكامل من جانب المقرض والمقترض للجهات الرقابية عن كل ما يتعلق بالبيع على المكشوف للوقوف على حجم التعاملات بهذا النظام وإحكام الرقابة على السوق.

ضرورة الالتزام بالميعاد المحدد لتسليم الورقة المالية المقترضة عند بيعها وضمّان ردها في الوقت المتفق عليه .

يوصى الباحث المستثمر بنظام البيع على المكشوف أخذ الحيطة والحذر والضمانات اللازمة لإتمام هذا الاستثمار وذلك لكونه محفوف بالمخاطر .

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع العربية:

#### المراجع العامة

١. د. أشرف الضبع ، تسوية عمليات البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ٢٠٠٧ .
٢. د. أرشد فؤاد التميمي ود. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ٢٠٠٤ .
٣. د. جمال عبد العزيز العثمان: الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠ .
٤. د. سميحة القليوبي ، الوسيط في شرح قانون التجارة المصري ، دار النهضة العربية ، ط ٥ ، ٢٠٠٧ .
٥. د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد: النظام القانوني لرهن الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨ .
٦. د. عبدالرزاق السنهوري ، الوسيط في شرح القانون المدني ، الجزء الخامس ، طبعة نادي قضاة مجلس الدولة ٢٠٠٨ .
٧. د. عطية فياض ، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، الطبعة الأولى ، ١٩٩٨ .
٨. د. منير إبراهيم هندي :
٩. الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٧ .
١٠. « أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال » المكتب العربي الحديث - الإسكندرية ، عام ١٩٩٩ .
١١. « الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء مدخل حوكمة الشركات » منشأة المعارف الإسكندرية ، عام ٢٠٠٩ .
١٢. د. محمد تنوير محمد الراجعي، صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم ، دار النهضة العربية ٢٠٠٧ .
١٣. د مصطفى كمال طه ود. شريف مصطفي كمال طه ، بورصات الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ٢٠٠٩ .

١٤. مايكل سينسير: دليل التعامل في سوق المال، الطبعة الخامسة، طبعة مترجمة عن الانجليزية، مكتبة جريز، الرياض، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٥.
١٥. مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٥ م.
١٦. د. محمود محمد داغر، الاسواق المالية دار الشروق للنشر والتوزيع - رام الله، ٢٠٠٥.
١٧. د. نادية محمد معوض: دور سمسارة الأوراق المالية كوسطاء للتداول، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٩.

### الرسائل العلمية

١. شيرين عاطف، رسالة ماجستير بعنوان الأثار الاقتصادية والاجتماعية للأزمة المالية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة ٢٠١٢.
٢. محمد اسماعيل هاشم: « دور الهيئة العامة للرقابة المالية في الرقابة على تداول الأوراق المالية » (دراسة مقارنة مع النظام الأمريكي) رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، عام ٢٠١١.
٣. محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق المال الفلسطينية على الشركات المساهمة، رسالة دكتوراه مقدمة لكلية الحقوق جامعة القاهرة ٢٠١٢.
٤. ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضيرتي، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية - دراسة فقهية مقارنة، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الشريعة بالرياض ١٤٢٨-١٤٢٩ هـ

### أبحاث ومقالات

١. د. سامي عبد الباقي، الآليات القانونية المستخدمة لاستغلال صعود وهبوط مؤشر البورصة، مجلة القانون والاقتصاد، كلية الحقوق - جامعة القاهرة، ملحق العدد ٨٨ لسنة ٢٠١٥.
٢. شوقي احمد دنيا، المتاجرة بالهامش، بحث مقدم إلى الدورة الثامنة عشرة لمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من ١٠-١٤ ربيع الأول عام ١٤٢٧ هـ.
٣. د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مقال بعنوان «عمليات السوق المالية وعوامل استقرارها في السوق المالية الإسلامية»
٤. <http://islamiccenter.kaau.edu.sa>

٥. د. محمد بن إبراهيم السحيباني ، أليات نقل حقوق الملكية فى الأسواق المالية ذات النظم الإلكترونية ، بحث مقدم للمؤتمر العالمى الثالث للاقتصاد الإسلامى ، الذى تنظمه كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى بمكة المكرمة خلال شهر محرم ١٤٢٤هـ
٦. د. محمد عبد الحليم عمر
٧. بحث مقدم للمؤتمر العلمى السنوى الخامس عشر بعنوان « أسواق الأوراق المالية أفاق وتحديات » نظمته غرفة صناعة وتجارة دبي وكلية الشريعة والقانون ، جامعة الامارات العربية المتحدة فى ٦-٨ مارس ٢٠٠٧ .
٨. دليل المستثمر لتوزيعات الأسهم المجانية ، الهيئة العامة لسوق المال (الرقابة المالية حالياً) ، سلسلة تعليم وتوعية للمستثمر المصرى ، إصدار خاص ٢٠٠٩ ،

### ثانياً : المراجع الأجنبية :

1. Frank J.Fabozzi, Short Selling , John Wiley & Sons, Inc.2004.
2. James J. Angel & Douglas M. McCabe, The Business Ethics Of Short Selling And Naked Short Selling, Journal of Business Ethics (2009).
3. Harry D. Schults, Bear Market Investing Strategies, Wiley Trading, England, 2002.
4. Micheal. T. Curley, Margin Trading From A To Z, John Wiley & Sonsa, Hoboken, New Jerseym,2008
5. Richard E. Ramirez, Article, Falling Short: Has the Sec's Quest To Control Market Manipulation And Abusive Short Selling Come To An End, Or Has It Really Just Begun, Copyright © 2011 University of Puerto Rico Business Law Journal.
6. Ruth A. HargensHorvatich, The Long and Short of It: The Securities and Exchange Commission Should Reinstate A Price Restriction Test To Regulate Short Selling, 2010 Creighton University.

ثالثاً : المواقع الالكترونية

1. [http:// www.efsa.gov.eg](http://www.efsa.gov.eg)
2. [http://fisiamiccenter.kaau.edu.sa.](http://fisiamiccenter.kaau.edu.sa)
3. [www.investopedia.com.](http://www.investopedia.com)
4. [http://SEC.gov/spotlights/shortselling. htm](http://SEC.gov/spotlights/shortselling.htm)
5. [www.IOSCO.org.](http://www.IOSCO.org)
6. [http:// www.aleqt.com/22/09/2008/article\\_155929.html.](http://www.aleqt.com/22/09/2008/article_155929.html)
7. [http://www.asharqalawsat.com/detalis.asp?section=6&article=487565  
&issueno=10889](http://www.asharqalawsat.com/detalis.asp?section=6&article=487565&issueno=10889)
8. [http:// www.aljazeera.net/NR/exeres/F9DF0A-52E7B46-6FC9-FE-2  
524112666E77.htm](http://www.aljazeera.net/NR/exeres/F9DF0A-52E7B46-6FC9-FE-2524112666E77.htm)

## **The legal regulatory framework for short selling in the capital market**

**Dr. Fady Tawakol**

The legal regulatory framework for short selling is considered to be one of the legal and economic challenges that faces the legislator. Margin trading is a recent financial instrument that have two sides; one is concerned with credit risk that faces the non-banking financial market, and the other is the economic platform that encourages investors and traders to trade, the thing that will lead to nourishment in the financial markets. This paper attains to study the legal framework that protects and increases the investors' and the traders' confidence in the market. Meanwhile, the paper will review the advantages and disadvantages of lending financial papers for the purpose of selling. This paper recommends that regulations and legal standards should be implemented by the legislator, to regulate such recent financial instruments; in order not to only consider the traditional instruments for the sake of activating the trading activity. Moreover, we must cope with the resent financial innovations by monitoring the United States' regulations to organize such instruments.

Key words: short selling, margin trading, lending for the purpose of selling.