

التنظيم القانوني للبيع القصير في سوق الأوراق المالية (Short Selling)

(دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة)

إعداد

محمود فكرى عبد الصادق الشاهد

المقدمة

أولاً :- التعريف بموضوع البحث .

لا يخفى على أحد أنّ الأسواق المالية تلعب دوراً مهماً في تحقيق النمو الاقتصادي في أية دولة ، ومهما كانت درجة التقدم التي تحظى بها ، حيث إنّ حاجة الدول غير المتقدمة إلى سوق مالي نشط وكفاء تفوق حاجة الدول المتقدمة في بعض الحالات ، لأنّ 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 معينة أهمها أسواق الأوراق المالية التي تعدّ وسيلة فعّالة 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 لمشاريعهم وخططهم الانتاجية . والطائفة الثالثة (الاقتصاد القومي) عن طريق الحصول على الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية .

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

إنّ المستثمر عادةً يبحث عن بيئة آمنة لاستثماراته ، ولا يشعر المستثمر بالأمان إلا إذا كان استثماره في سوق يسهل عليه الدخول والخروج إليه ، أو يسهل تحويل استثماره من مجالٍ ما إلى مجالٍ آخر ، وهذا لا يمكن تحقيقه إلا في سوق تتعدد فيه الخيارات ويتسم في ذات الوقت بسيولةٍ عاليةٍ، ولا تتحقق هذه السيولة العالية بالاعتماد على عمليات بيع وشراء الأوراق المالية التقليدية فحسب ، بل لابد للسوق الوطني أن يواكب التطورات التي حدثت في الأسواق العالمية ، إذ أصبحنا في عالم يصعب فيه عزل أسواقنا عن تلك الأسواق العالمية ، لذلك فإنّ تبني المعاملات المعتمدة على الهامش والتي هي عبارة عن إعطاء العميل القدرة على أن يتاجر بمبلغ

يفوق قدرته المالية أصبحت من الأهمية بمكان مواكبةً وملاحقةً للتطور التكنولوجي الهائل في الأسواق العالمية .

وتتمثل المعاملات المعتمدة على الهامش في صورٍ أربعة :- الصورة الأولى (الشراء بالهامش) وهو عبارة عن قيام الوسيط بدفع جزء من ثمن صفقة الأوراق المالية المشتراة لحساب العميل وذلك بضمان نفس الأوراق التي تم شراؤها . والصورة الثانية (البيع القصير) - موضوع بحثنا - والذي يعتمد على إقراض الوسيط أوراق مالية للعميل بغرض بيعها وإعادة شرائها فيما بعد ، وهذه الصور تعمل على قلب القاعدة الشائعة في التجارة - الشراء ثم البيع - إذ أن العميل يبيع الأوراق المالية التي قام بإقراضها ثم شرائها وإعادتها للوسيط . أما الصورة الثالثة فهي (عقود الاختيار) يقصد به صدور وعد من العميل ببيع مجموعة من الأوراق المالية أو أي أصل آخر في مدة زمنية معينة ، ويلعب الوسيط في هذا دوراً مهماً ، حيث يأخذ مبلغاً من المال (هامشاً) من العميل يساوي جزءاً ضئيلاً من ثمن الصفقة مقابل قيام الوسيط بتقديم انتمان له ، على أن في هذه الصورة يستطيع الموعد له أن يبرم العقد النهائي أو يعدل عنه . أما الصورة الرابعة والأخيرة فهي (العقود المستقبلية) والتي فيها يعد الطرف الأول بأن يبيع ويعد الطرف الثاني بأن يشتري أصلاً معيناً وبثمن محدد في الحال على أن يتم الدفع والتسليم في مدة لاحقة .

والقاسم المشترك في كل هذه الصور اعتمادها على الهامش ، على أن ما يفرق بينها هو أن صورتان الأوليان تعدان من المعاملات الفورية ، أما الصورتين الأخيرتين فهما من العقود الآجلة .

ونظراً لأهمية عمليات المتاجرة بالهامش في زيادة السيولة في السوق ، فإن الدول التي كانت تعمل بها على الرغم من الانتقادات التي توجه إليها من قبل البعض ، إلا أنه بدلاً من التخلي عنها قاموا بضبط أحكامها لسد بعض جوانب النقص في التشريعات المنظمة لسوق المال وإحكام الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية . وكذلك الحال بالنسبة لبعض الدول التي كانت تنظر إليها نظرة الشك ، حيث تخلى معظمها عن هذا التردد والشك وباتوا يتجهون إلى إقرار العمل بهذه الأنظمة كما سيتضح في هذا البحث .

ثانياً : 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 تتشد تحقيق مجموعة من الأهداف ، بل نهدف إلى دراسة مجموعة من القواعد القانونية التي تنظم نظام البيع القصير في القانون المقارن - القانون الأمريكي - ومقارنته بالقانون المصري وصولاً للأهداف الآتية :-

١- تهدف الدراسة إلى العمل على تنظيم عملية البيع القصير 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 وبالتالي يفقد الثقة حتى في التداولات التي تتم من خلال الأسواق الوطنية . وذلك لأنّ التجارة أصبحت ظاهرة مرتبطة بالعالم الخارجي قدر ارتباطها بالدولة داخلياً ، لأنّه كلما تأخرت الدولة عن مواكبة التطورات كلما كان ذلك سبباً في هجرة رؤوس الأموال الوطنية للخارج ، وبنوك سويسرا وغيرها من البنوك الأجنبية خير دليل على ذلك.

٢- تهدف الدراسة إلى بيان مزايا وعيوب نظام البيع القصير بهدف تعزيز مواطن القوة ومعالجة العيوب وإحجامها والحد منها قدر الإمكان ، وذلك 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 ومواكبةً لكل ما هو جديد في العالم من حولنا ، حيث أنّ المشرع في بعض الحالات يجب أن لا يكتفي بتنظيم الظواهر الموجودة في الواقع ، بل في بعض الحالات لا سيّما في مجال التجارة يجب أن يبتكر ويُدع في سن قواعد متطورة بما يحقق الرفاهية الاجتماعية والتنمية الاقتصادية .

ثالثاً : أسباب اختيار الموضوع :-

١- تمرُّ مصر الآن بمرحلة إعادة بناء الاقتصاد المصري ، ولكن لا يمكن تحقيق ذلك من خلال الشركات الصغيرة التي في أغلب الأحوال لا تتوفر لديها الإمكانيات المالية للنهوض بالمهام الكبيرة وبناء المشاريع الاستثمارية العملاقة ، وإنَّ أحد الطرق المهمة لدعم هذا القطاع الاقتصادي هو تطوير سوق الأوراق المالية وتشجيع المدخرين للاستثمار في أسهم وسندات هذه الشركات وذلك لتزويدها برأس المال الذي تحتاجه ، وهذا لا يمكن تحقيقه إلا إذا أتاح المشرع بطرح أدوات ووسائل مالية متنوعة للتداول ، فأحد أسباب اختيار هذا الموضوع تكمن في تنوع هذه الأدوات والوسائل .

٢- من خلال بحثنا في المراجع العربية والأجنبية لاحظنا عدم اهتمام الفقه القانوني بهذا الموضوع على الرغم من كونه موضوعاً يُشكِّل محل اهتمام كبير لدى الأوساط القانونية الأمريكية والأوروبية ، ولذلك نأمل أن تكون دراستنا هذه مساهمة بسيطة في مكتبتنا القانونية التي تفتقر لمثل هذا النوع من المراجع والمصادر .

رابعاً : المنهج الدراسي المتَّبَع في هذا البحث:

٣- المنهج التحليلي التأصيلي:

اتبع الباحث المنهج التحليلي لمعرفة ماهية البيع القصير (البيع على المكشوف) في أنظمة الدول التي اعتمدته نظاماً للتداول في سوق الأوراق المالية وكأداة مستحدثة للأدوات المالية ، وبيان مزايا وعيوب هذا النظام ، وأيضاً 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، وفي حالة عدم وجود نص يعالج هذه المسألة لجأ الباحث إلى ما ورد بشأنها من أحكام القضاء، وما أشار إليه شراح القانون، وذلك لمعاونة الباحث على بسط البحث وإعطاء البحث حقه من كل جوانبه ، كما اعتمد الباحث أيضاً على المنهج التأصيلي: وذلك بتوثيق

المعلومات والآراء من وجهات نظر رجال القانون سواء من خلال أحكام القضاء أو اجتهادات فقهاء القانون.

٤- المنهج المقارن:

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

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

٥- إنَّ النظام المالي في أمريكا قد مرَّ بفتراتٍ من الركود والكساد، وواجه الكثير من الأزمات الاقتصادية مما شجَّعه على التطور من حيث القواعد التي تنظم البيع القصير وكيفية التغلب على أعمال الغش والاحتيال .

٦- كما يتواجد أكبر منتدى في العالم لفض المنازعات المتعلقة بالبورصة الأمريكية FINRA نستطيع أن نهتدي ونأخذ منه الكثير والكثير فيما يناسبنا ووضعنا الحالي ووضع الاقتصاد بشكل خاص.

خامساً: إشكالية البحث:

تكمن إشكالية البحث في محاولة الوصول إلى آلية مناسبة وملائمة ومُحكمة لتنظيم عمليات البيع القصير (اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع) في سوق الأوراق المالية وصولاً لانتعاش السوق مع وضع التدابير الاحترازية والضمانات الوقائية للحدِّ من مخاطره والتي تتسم بالمخاطرة الشديدة ، بل ولفنقادي مخاطره مستقبلاً ، هذا بالإضافة إلى الحدِّ من الجهل بالثقافات القانونية وعدم معرفة آلية البيع القصير من جميع جوانبه ومميزاته .

سادساً: خطة البحث:

تضمنت هذه الدراسة أربعة مطالب، **نتناول في المطلب الأول:** التعريف بآلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع (البيع القصير)، **أما المطلب الثاني** سنتناول مزايا وعيوب هذه الآلية، وفي **المطلب الثالث** : التكيف القانوني للبيع القصير ، وأخيراً معرفة التفرقة بين البيع القصير والشراء الهامشي في **المطلب الرابع** ، وذلك وفقاً للتقسيم الآتي :-

المطلب الأول: تعريف البيع القصير (اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع)

المطلب الثاني: مزايا وعيوب البيع القصير

المطلب الثالث : التكيف القانوني للبيع القصير

المطلب الرابع : الفرق بين البيع القصير والشراء بالهامش

خاتمة: تتضمن أهم النتائج والتوصيات.

المطلب الأول

تعريف البيع القصير (Short Selling)

(اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع)

إنّ 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، ويُسمّى هذا النوع من المتاجرة بالبيع القصير أو البيع على المكشوف أو الاقتراض بغرض البيع ، وقد ظهر هذا النوع في أوائل سنة ١٦٠٠م حين كان التجار يلجأون إلي اقتراض أسهم شركة الهند الشرقية الهولندية ثم بيعها عند توجه الأسعار بالنزول ولكن تم حظر هذا النوع من التعامل تلبيةً لطلب قدمته إدارة الشركة في سنة ١٦١٠ واستمر حظر التعامل بالبيع القصير بل شجعهم على خرق القانون وإجرائه بشكل غير رسمي وعلي ذلك فقد اقترحت الحكومة الهولندية في ١٩٨٩ تنظيم التعامل بالبيع القصير ولكن مع فرض ضريبة علي الأرباح المتأتية منه وقد استمرت النقاشات حول مدى ضرورة هذا النوع من التعامل في السوق ، وعلي إثر ذلك تم منعه مرات عدة من قبل الكثير من الدول ولكن بعد ذلك اقتنعت الأسواق المتطورة بضرورة وجوده

(البيع القصير) في السوق حتى أصبح اليوم يمثل البيع القصير حوالي ربع حجم التداول اليومي في أسواق الأسهم الأمريكية^(٣١٠).

أولاً: تعريف البيع القصير

قبل أن نبدأ بتعريف البيع القصير 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 علي قلب هذه القاعدة ويعتمد علي قاعدة (بع بسعر عالٍ أولاً ثم اشتر بسعر منخفض)^(٣١١) ويتم البيع القصير في الأسواق الهابطة bear markets معتمداً علي 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 ويسمي بـ investor bear^(٣١٢).
- وجود مستثمر آخر تكون توقعاته عكس توقع المستثمر الأول.
- وجود نظام قانوني يسمح بتمويل التعاملات بالهامش.

المثال

يتوقع المستثمر (أ) انخفاض سعر أسهم شركة (ص) وكان (أ) قد فتح حساب لدي الوسيط (هـ) - وبما أن المستثمر (أ) يتوقع هبوط أسعار أسهم الشركة المذكورة لذا يبحث عن شخص ليقترض منه تلك الأسهم^(٣١٣) وعادة يحصل المستثمر علي القرض من خلال الوسيط

(٣١٠) James J. Angel & Douglas M. McCabe, The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling, Journal of Business Ethics (٢٠٠٩) ٨٥: ٢٣٩ - ٢٤٩, P ٢٣٩-٢٤٠.

(٣١١) د محمود محمد داغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع - رام الله، ٢٠٠٥، ص ٢٦٥، نقلاً عن د. موفق خالد، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى ٢٠١٤، ص ٥٥.

(٣١٢) Harry D. Schults, Bear Market Investing strategies, WILEY TRADING, England, ٢٠٠٢, p. ١٠.

(٣١٣) 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 ونقصد هنا البيع المغطى الذي يجيزه القانون المصري والقانون الأمريكي . للتفصيل في خطوات إنجاز عملية الاقتراض لغرض البيع يرجع:

- Frank J. Fabozzi, Short Selling. John Wiley & Sons, inc. ٢٠٠٤, p. ٩-١٢.

فيأمر الوسيط بأن يبيع لحسابه ١٠٠ سهم عن تلك الشركة عند 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 وذلك 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) لدي مقرض تلك الأوراق وذلك ضماناً لقرضه ، ولكن بما أن الأسعار عرضةً للتقلب ، لذا فإنَّ الوسيط يطلب هامشاً من البائع ليكون ضماناً للالتزام الأخير برد القرض^(٣١٤).

وعادةً يكون قرض البيع القصير قرصاً قابلاً للاسترداد في أي لحظة من قبل أي من الطرفين (أي يُعدُّ هذا العقد عقداً غير لازم 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 إمّا اقتراض الأوراق من شخص آخر وإمّا أن يقوم بشرائها من السوق ولكن الواقع أن عملية الاقتراض الجديد تتم أيضاً من قبل الوسيط نفسه لأنه هو يبحث عن مقرض آخر ليقترض منه لحساب العميل فالعملية لا تستغرق وقتاً ولا تكلف جهداً من المستثمر^(٣١٥).

والآن بعد أن انتهينا من توضيح المقصود بالبيع القصير يمكننا أن ندخل إلي 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^(٣١٦).

علي وفق التعريف السابق فإنَّ 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 . إذاً هذا التعريف يخص القانون المصري فقط لأنه

(٣١٤) د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الأول ، التوريق ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ٢٠٠٢، ص ٢٥٢.

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

(٣١٦) المادة (٢٨٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

توجد حالات أخرى يقوم الوسيط بإقراض أوراق مالية مملوكة له أو أوراق مودعة في حساب الهامش لعميل آخر أو يقترضها من مقرض آخر لصالح العميل^(٣١٧).

وهذا التعريف بعكس تعريف الشراء بالهامش قد قصر التعامل بين شخصين وهما العميل وأمين الحفظ علي الرغم من أن العمليتين (الشراء بالهامش والبيع القصير) تنفكان من حيث شمولهما علي رهن أوراق مالية والحصول علي التمويل والأمر من العميل إلي الوسيط بالبيع أو الشراء ، ويمكن انتقاده من حيث أنه خالٍ من الإشارة إلي الدور الذي يلعبه الوسيط علي وفق القانون المصري ، إذ بدونه لا يمكن بيع تلك الأوراق المقترضة وكذلك لا يتم إعادة شراءها في الموعد المحدد لإعادة الشراء.

جاء في التنظيم الأمريكي^(٣١٨) أن البيع القصير عبارة عن أي بيع للأوراق المالية التي لم يملكها البائع أو أي بيع يتم من خلال تسليم أوراق مالية مقترضة لحساب البائع^(٣١٩) ويُؤخذ على هذا التعريف أن هذا التنظيم علي رغم من منعه للبيع القصير المكشوف الذي لم يسبقه اقتراض يعرفه بأنه بيع لما لم يملكه البائع.

أما علي صعيد الفقه فقد عرف البيع القصير من قبل الكثير من المهتمين بالأسواق المالية ، حيث يرى البعض أنه "عبارة عن بيع أسهم لا يملكها البائع وقت البيع ثم يقوم بشرائها من السوق أو باقتراضها من الوسيط بفائدة ليسددها للمشتري قبل تاريخ التسديد"^(٣٢٠).

(٣١٧) Ruth A. HargensHorvatich. The long and short of it: the Securities and Exchange Commission should reinstate a price restriction test to regulate short selling, ٢٠١٠ Creighton university, p. ٥٩٤.

(٣١٨) يقصد بالتنظيم الأمريكي Short selling باختصاره Short selling كما هو منصوص عليه في القانون الأمريكي. (٣١٩) 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 ٢٠٠.

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

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

يظهر من هذا التعريف أنه قد أكد على أن البيع القصير بيع لشيء غير مملوك وقت البيع ، إلا أن الصحيح غير ذلك لأن العميل لا يمكنه بيع ما لا يملكه لأن أول خطوة في البيع القصير المغطي عبارة عن اقتراض الأوراق المالية ، لذلك القول أن البيع القصير 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 وكيلًا عنه ، وقبضه يقوم مقام قبض المستثمر . إذاً 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.

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 مالكيها ويجري تسهيل تنفيذ العملية من خلال سمسار أوراق مالية" (٣٢١). ويبدو أن هذا التعريف أقرب إلي بيان حقيقة البيع القصير لأن قبول الوسيط أن يبيع للمشتري عدداً معيناً من الأوراق المالية لحساب المستثمر هو في حد ذاته رضا ضمني بالإقراض لهذا الأخير ويأتي هذا الاستنتاج من أن المستثمر لا يستطيع أن يأمر الوسيط بالتصرف في أموال لمستثمرين آخرين لعدم وجود الصفة فيه.

والفقه الأمريكي من جانبه أعطى تعريفات متعددة للبيع القصير فقد عُرف من قبل البعض منهم علي أنه بيع لأوراق مالية غير مملوكة للمستثمر أو حتى وإن كان المستثمر يمتلكها فإنَّ المستثمر لا ينوي تسليمها (٣٢٢) ، ويبدو من هذا التعريف أنه قد تطرق إلي نوعين من البيع القصير وهما البيع المغطي والبيع غير المغطي naked short sale حيث لا يكون في حساب البائع في النوع الأول الورقة المالية نفسها التي قام ببيعها ويُعاب علي هذا التعريف ما قلناه سابقاً بصدد التعاريف أعلاه من حيث تعريف للبيع القصير علي أنه بيع لشيء غير مملوك.

وعلي ضوء كل ما تقدم يرى الباحث البيع القصير هو عقد لاقتراض أوراق مالية بغرض بيعها في الحال وإعادة شرائها أو اقتراض مثلها وردّها للمقرض في وقت لاحق.

(٣٢١) د. أرشد فواد التميمي ود. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ٢٠٠٤، ص ١٨٢. نقلاً عن د. موفق خالد ، مرجع سابق ، ص ٥٩.

(٣٢٢) " 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 & Sons, Hoboken, New Jersey, ٢٠٠٨، p٤٥.

وهذا النمط من البيع - كما أشرنا إليه - ينصب اعتماده علي الهامش ، لذلك فالهامش إمّا يكون هامشاً مبدئياً أو هامش صيانة ، وعلي الرغم من عدم وجود فرق في طبيعة الهامش في هذا النمط من البيع مع الشراء بالهامش إلا أنه هناك بعض الاختلاف فيما بينهما من حيث الملتزم بدفع الهامش ووقت دفعه وتكيفه ، نتطرق إليهما في المطلب الرابع من هذا البحث.

ثانياً : المبادئ التي يقوم عليها هذا النظام في مصر.

أولاً: 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 وقتها لدى البعض، وذلك لظروف تاريخية متعلقة بنشاط نظام أمناء 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.

ثانياً: يقوم على إدارة النظام لجنة صندوق التسليف، وهي مشكلة على غرار لجنة صندوق ضمان التسويات، من سبعة أعضاء منهم الرئيس ويتولى أمانة اللجنة أحد موظفي الإدارة المختصة بالتسليف بشركة مصر للمقاصة.

ثالثاً: 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^(٣٢٣)

^(٣٢٣)القواعد التفصيلية لنظام تسليف الأوراق المالية www.Mscd.com

رابعاً: 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.

خامساً: 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. (٣٢٤)

سادساً: تلتزم شركة السمسرة التي تمارس هذا النشاط بإبرام عقد بينها وبين العميل المقترض، ويجب أن يشتمل العقد على الآتي:

- نسبة الهامش النقدي (الضمان) الذي يجب أن يودعه العميل لدى الشركة.
- 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 المقترض على أن يتضمن على الأخص ما يلي:

- إعلان العميل عن رغبته الصريحة وقبول إقرضه الأوراق المالية.
- قبول العميل المقرض المشاركة في عائد استثمار الضمان النقدي للأوراق المالية التي يتم إقرضها وذلك وفقاً لقواعد هذا النظام.

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

سابعاً: 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 إقبالها قبل اقتراضها وبيعها^(٣٢٥) وتكون تلك النسبة ٢٠% بالنسبة للسندات الحكومية. وتقوم الشركة بتحويل هذا الضمان إلى شركة الإيداع المركزي^(٣٢٦) وإلى جانب هذا التأمين النقدي، فإن حصة بيع الأوراق المقترضة لا تُسلم للعميل، وإنما يتم الاحتفاظ بها كضمان إلى أن يتم رد هذه الأوراق لنظام الإفراض سداد للقرض.

ثامناً: 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.^(٣٢٧)

تاسعاً: يكون بيع الأوراق المالية المقترضة بالشروط الآتية:

- ١- أن تكون الأوراق قد تم اقتراضها فعلاً وأصبحت متاحة لشركة السمسرة قبل القيام ببيعها.
- ٢- 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.

عاشراً: يتوجب على شركة السمسرة أن تعيد تقييم الأوراق المالية المقترضة التي قامت ببيعها في نهاية عمل كل يوم وفقاً لأسعار إقبالها بالبورصة Marking to Market ومقارنة تلك القيمة بالضمان (ويتمثل هذا الضمان في القيمة التي بيعت بها الأوراق زائداً الهامش النقدي المودع من

^(٣٢٥) المادة ٢٢٩ مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

^(٣٢٦) المادة ٢٩٨ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

^(٣٢٧) 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 .

العميل)، وإذا ما أسفرت المقارنة عن انخفاض الضمان إلى ١٤٠% من القيمة السوقية للأوراق المبيعة 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.

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

- أ- إذا لم يتم العميل بزيادة قيمة الضمان وفقاً لما ذكر 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 نسب الهامش النقدي - يمكن للهيئة العامة للرقابة المالية تعديل تلك النسب وفقاً لأوضاع السوق، وبناءً على اقتراح البورصة. (٣٢٨)

ثاني عشر: يمكن للعميل المقترض تسوية القرض في أي وقتٍ بشراء الأوراق المالية السابق له اقتراضها وإضافتها لحسابه لدي أمين الحفظ المختص ومن ثم يخطر شركة الإيداع المركزي لتسوية القرض أي سداده.

ثالثاً: مقارنة المبادئ التي يقوم عليها نظام البيع على المكشوف في كل من مصر والولايات 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

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

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^(٣٢٩) وإن كان قد تلى 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 لدي المتعاملين بكل من السوقين، وأهم أوجه الاختلاف هي:

- ١- 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.
- ٢- 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 اقتراض الأسهم بالفعل، ليتمكن السمسار من بيعها، وإنما يكفي أن يتوفر لديه من

(٣٢٩) See Release No ٣٤-٥٠١٠٣ file no ٥٧-٢٣-٠٣ issued by SEC . see also WWW.sec.gov/answers/shortsale.htm

الأسباب ما يجعله قبل البيع يعتقد أنّ الأسهم يمكن أن تكون متاحة له بالاقتراض قبل تاريخ التسوية.

ونتيجةً 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 نيابةً عن عمله 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^(٣٣٠).

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 للبائع 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.

أمّا في حالة البيع على المكشوف (بدون غطاء) Naked shortselling فإنّ التخلف عن التسليم Fail to deliver يكون أكثر حدوثاً، خاصةً 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 خاصةً بالنسبة للأسهم ذات السيولة المنخفضة.

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

(٣٣٠) www.pepperlaw.com/pepper/publications_update.cfm?rip=١٥٠٨٠

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

وتقتضي تعليمات لجنة البورصة الأمريكية SEC^(٣٣١) بأن يقوم السمسار بغلق مركزه المفتوح بشراء الأسهم التي لم يتم بتسليمها في حالة استمرارها ضمن قائمة الأسهم المعقولة 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 خطأً بشرياً مؤقتاً، أو خلافاً 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. (٣٣٢)

(٣٣١) SEC Division of market regulation key points about regulation SHO .

www.sec.gov/spotlight/keyregohissues.htm.

(٣٣٢) 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.

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

المطلب الثاني

مزايا وعيوب البيع القصير

يتميز نظام البيع القصير بعدة مميزات سواء على مستوى الأفراد المستثمرين أو بالنسبة للوسيط أو على مستوى الاقتصاد ككل، وفي المقابل تظهر له مخاطر كبيرة على كافة المستويات، وبذلك يمكن أن نقول بأن نظام البيع القصير يجمع بين وجهين متضادين، وجه حسن ووجه سيئ، بل إن مشكلته الكبرى - كما ذكره البعض - أنه من الصعب فصل هذا الوجه عن الوجه الآخر، بل إن الأمر قد يصل إلى حد أنه كلما زاد أحد وجهيه حُسناً كلما زاد الوجه الآخر سوءاً^(٣٣٣).

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

الفرع الأول: مزايا البيع القصير.

الفرع الثاني: عيوب البيع القصير.

الفرع الأول

مزايا البيع القصير

١- مزايا البيع القصير بالنسبة للبائع: استطاع البائع أن يُحقق ربحاً في حال صدقت توقعاته وانخفضت الأسعار دون أن يدفع من ماله شيئاً للشراء فكل ما دفعه هو الهامش الذي

(٣٣٣) د. شوقي أحمد دنيا، المتاجرة بالهامش، بحث مقدم إلى الدورة الثامنة عشرة لمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من ١٠-١٤ ربيع الأول عام ١٤٢٧هـ...ص ١١

ألزم بدفعه^(٣٣٤) وكما مرَّ في الصفحات السابقة فإنَّ هذا الهامش لا يُعدُّ جزءاً من قيمة الصفقة بل هو ضمان قابل للردِّ عند نهاية البيع.

٢- مزايا البيع القصير بالنسبة للوسيط: أن الوسيط بعمله هذا سوف يحصل علي عمولات الشراء والبيع لأن الوسيط يحصل علي عمولات نتيجة معاملات الشراء والبيع.

٤- مزايا البيع القصير بالنسبة للمقرض: إنَّ المقرض نتيجةً لإقراضه الأوراق المالية قد استطاع استبدال الأوراق المالية بأموال نقدية ويستطيع أن يستثمر تلك الأموال التي حصل عليها نتيجة عملية الإقراض دون التعرض لأي مخاطر جدية بفضل الضمانات المقررة له علي وفق هذا النمط من البيع^(٣٣٥) 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 ، أمَّا ما يتعلق بحق المقرض في التصويت فإنه سوف يُحرم منه لأنه لو كان له حق التصويت لأصبح لهم واحد صوتين - صوت للمقرض وصوت للمشتري الأوراق^(٣٣٦).

١- مزايا البيع القصير بالنسبة للاقتصاد الوطني:

إنَّ البيع القصير 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 القصير حيث أنَّ 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

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

(٣٣٥) FRANK J. FABOZZI, op. cit, p. ١٠.

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

حاد في قيمة تلك الأوراق محل التداول ، لأنَّ البائع ملزم بإعادة شراء تلك الأوراق في السوق عندما يطلب منه ذلك^(٣٣٧) وأنَّ الهيئة المُشرفة علي بورصات الأوراق المالية الأمريكية **SEC**^(٣٣٨) ترى أنَّ البيع القصير فضلاً علي دوره في توفير كفاءة التسعير pricing efficiency^(٣٣٩) فإنَّه يلعب دوراً أساسياً آخر ألا وهو توفير السيولة للسوق liquidity^(٣٤٠).

^(٣٣٧) إراجع ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضيري، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية - دراسة فقهية مقارنة - ، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الشريعة بالرياض ١٤٢٨-١٤٢٩ هـ ، ص ١٥٣ .

^(٣٣٨) **(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 والرقابة 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 يثبت 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 ، اطلانطا ، شيكاغو ، ميامي ، فورت وورث، دنفر ، سولت ليك ، لوس انجلوس وسان فرانسيسكو

- وتتشكل لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) من خمسة مفوضين مقترعين لهذا العمل ، يصدر بتعيين كل منهم قرار من الرئيس الأمريكي بناءً على ترشيح وموافقة مجلس الشيوخ (United States Senate) ، كما يُعيّن الرئيس الأمريكي أحدهم رئيساً للجنة ، ويشغل كل عضو مفوض وظيفته لمدة خمس سنوات فقط .

وينقسم نشاط اللجنة إلى خمسة أقسام، يشرف على كل منها عضو يتبعه عدد من الخبراء في مجالات متعددة، ويتولى القسم الأول شئون منشآت الأعمال؛ حيث يحدد البيانات والمعلومات المطلوب إتاحتها للجنة ولجمهور المستثمرين، وكذا مراجعة طلبات التسجيل والتقارير الدورية التي تلتزم تلك المنشآت بتقديمها، وقد عهد للقسم الثاني مسؤولية شئون 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)، أمّا 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 والتليفونات، فضلاً عن تقديم المشورة للمحاكم وذلك في قضايا الإفلاس، أمّا 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. محمدإسماعيل هاشم ، الرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، ٢٠١١ ص ٢٢٦ وما بعدها ، وكذلك د/ محمد تنوير محمد الرافي، 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، مايكل سينسر، دليل التعامل في سوق المال، الطبعة الخامسة، طبعة مترجمة عن الإنجليزية، مكتبة جرير، الرياض، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٥،

وهناك من يرى^(٣٤١) أن البيع القصير فائدته لا تكون داخل حدود الدول فقط بل إن السوق الدولي يستفيد كذلك ، لأن ارتفاع الأسعار بشكل مستمر يؤدي بالشركات صاحبة تلك الأسهم إلى

ص ٥٣-٥٤ ، د. مصطفى كمال طه وأ.د. شريف مصطفى كما طه، بورصات الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ٢٠٠٩ ، ص ٦٢ .

Harry G. Henn , " Law Of Corporations " , Op., Cit., P ٥٩١

(^{٣٣٩})Proposed rules, Securities And Exchange Commission, ١٧ CFR part ٢٤٢, Release No. ٣٤-٥٩٧٤٨' file No. S٧-٠٨-٠٩, Rin ٣٢٣٥- AK٣٥.

Amendments to Regulation Sho, Monday, April ٢٠, ٢٠٠٩, "Short Selling also can contribute to the pricing efficiency of the equities markets. [FN ١٧] 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. ١٨٠٤٤.

(^{٣٤٠})Proposed Rules, Securities And Exchange Commission, ١٧ cfr part ٢٤٢, [Release No. ٣٤-٥٩٧٤٨: file No. S٧-٠٨-٠٩], Rin ٣٢٣٥-Ak٣٥, Amendments to regulation Sho, Monday, April ٢٠, ٢٠٠٩," 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. ١٨٠٤٤.

And see Melissa W. palombo, why A Short Sale price Test Rule Is Necessary In Today's markets, Brooklyn law Review, ٢٠١٠." 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. ١٤٥٨.

(^{٣٤١})EkkehartBoehmer, charles M. Jones &Xiaoyan Zhang, Shackling Short sellers: The ٢٠٠٨ shorting Ban (Johnson sch. Research paper series No. ٣٤-٠٩, ٢٠٠٩), available at <http://ssrn.com/abstract=١٤١٢٨٤٤>.

<http://dx.doi.org/١٠٢١٣٩/ssrn.١٤١٢٨٤٤>.

حجب بعض المعلومات التي ترى أنها سوف تؤثر في الأسعار، أمّا البيع القصير فيعمل بعكس هذا التيار ويعطي للورقة المالية سعرها الحقيقي^(٣٤٢).

وبذلك سوف يعمل البيع القصير علي 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.

الفرع الثاني

عيوب البيع القصير

١ - عيوب البيع القصير بالنسبة للمستثمر: إنّ الأرباح التي سوف يحصل عليها المستثمر محدودة ، أمّا خسائره فلا حدود لها لأنّ المعاملة كسابقتها تعتمد علي نظام الرفع المالي لأنّ الأسعار لا يمكن أن تتخفف إلي أدنى من الصفر. فالأسهم التي قام المستثمر ببيعها في المثال السابق لا يمكن أن ينخفض سعرها إلي 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 يُعدّ الاستثمار في الأسواق الهابطة كالمضاربة عكس الاتجاه التصاعدي العام للأسواق في المدى البعيد^(٣٤٣).

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 إلي المطالبة برد القرض ، وعندما يطلب برد القرض فهو مجبر علي الانصياع وإلّا قام الوسيط بشراء الأوراق المالية للمقرض مستخدماً الهامش الذي احتفظ به.

(٣٤٢) EleonorZlotnikova, 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, ٢٠١٠, p. ٩٦٨-٩٦٩.

(٣٤٣) www.iinvest.org.eg

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^(٣٤٤).

- وهناك نقد آخر يُوجه إلي البيع القصير 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^(٣٤٥).

٢- عيوب البيع القصير بالنسبة للمقرض: لا يحق للمقرض التصويت في اجتماعات

الشركة بمجرد إقراضه للأسهم ، وهذا أمر طبيعي فلولا هذا الحكم لأصبح لكل سهم صوتين، وهذا غير جائز، وهذا يعني حرمانه من حقوقه الإدارية في الشركة.

٣- عيوب البيع القصير بالنسبة للوسيط: 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 في طياتها أية مخاطر تذكر علي الوسيط.

٤- عيوب البيع القصير بالنسبة للاقتصاد المحلي: قد يؤدي التوسع في عمليات البيع

القصير إلي الإضرار بالاقتصاد الوطني وبالاقتصاد العالمي ككل كما حدث فيما عُرف بالاثنين الأسود لعام ١٩٢٩ وذلك من خلال الاتفاقات السرية التي تبرم بين البائعين بيئاً قصيراً والتقدم لبيع ما يملكونه من أوراق مالية بهدف تخفيض سعرها في 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 بيئاً قصيراً.

^(٣٤٤)يراجع المادة (٥-ب/٢٩٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

(٣٤٥) James. I Angel & Douglas M. McCabe, op. cit. p٢٤٤.

أما بفرض عدم وجود هذا الاتفاق فإنّ المضاربين الذين اشتروا 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 بأيّ سعر يكون.

إلا أن هذا النقد الذي يوجّه إلي البيع القصير 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 القصير دون مبرر واقعي، ففي مصر - مثلاً - اتُخذ تدبير قانوني وقائي بحيث لا يسمح بإجراء معاملات البيع القصير في حالة هبوط الأسعار وذلك بمنع إجراء عمليات البيع القصير إلا إذا كان بسعر يزيد عن السعر الذي قبله (٣٤٦).

وهذا الإجراء يشبه إلي حد كبير ما تم إقراره في أمريكا (٣٤٧) من خلال قاعدة تسمى بقاعدة uptick بعد سنة ١٩٣٧ (٣٤٨) حيث أقرت هيئة بورصات الأوراق المالية في سنة ١٩٣٨ هذه القاعدة وبموجبها سمح للبيع القصير بالإنجاز 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 (٣٤٩)، 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 أوقافها.

(٣٤٦) المادة ٢٢٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري تنص علي أنه "يكون تداول الأوراق المالية المقترضة بالشروط الأتية ١ - ٢ .. أن يتم بيع الأوراق المالية المقترضة بسعر يزيد علي الأقل بوحدة مزيدة واحدة علي سعر الإقفال في بداية الجلسة أو آخر سعر تداول أثناء الجلسة".

(٣٤٧) Harry D. Schults, Bear Market investing strategies, WILEY TRADING, England, ٢٠٠٢, p. ٩٩٠.

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

(٣٤٩) Amendments to Regulation SHO, ٧٤ fed. Reg. at ١٨, ٠٤٤, ١٨, ٠٤٤ n. ٢٥. 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)".

وقد اعتمد التعديل الذي تم في سنة ٢٠٠٧ على 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 إلغاؤه أم إن هذا الإجراء لا يناسب حالة السوق، وقد تم الاختبار على مؤشر Russell ٣٠٠٠ لأنه كان يحتوى على 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 على ضرورة الإبقاء على القاعدة ، لذلك أعلنت أنه لا وجود لدلائل على علاقة رفع القيد على الأسعار بالتقلبات التي تحدث في أسواق الأوراق المالية ، وفي ٢٠٠٧/٧/٣ وبناءً على ذلك تم تعطيل مفعول قواعد تقييد الأسعار في البيع القصير^(٣٥٠).

إلا أن مكتب التحليل قد تعرض لانتقاد شديد من قبل الكثير^(٣٥١) ، لأنَّ النقاد يرون أنَّ 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 تقييد سعر البيع القصير^(٣٥٢).

ولقد رأت هيئة البورصات تحت هذه الضغوط التي أتت من قبل الأكاديميين والمختصين وكذلك استجابةً للتقلبات التي حدثت في الآونة الأخيرة بأنه يجب أن يتدخل سريعاً (ولكن بدلاً من إعادة العمل بالقاعدة السالفة قد منع البيع غير المغطي) 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 المغطي، أي البيع الذي لم

^(٣٥٠)Ruth A. HargensHorvatch, THE IONG And SHORT OF IT ..., op. cit, p. ٥٩٧-٥٩٨.

^(٣٥١)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 على الأسواق الأمريكية ظهر أن متوسط الارتفاع العام للأسعار سنوياً منذ الحرب العالمية الثانية يتراوح بين ٦% - ٧% وهذا يعني أن انعدام القاعدة يقضي على ثلثي عائدات الأوراق المالية خلال سنة، وكان على مكتب التحليل الاقتصادي التنبيه إلى هذا.

=Dion Harmon &Yaneer Bar – Yam, technical report on SEC UnptickRepeal Pilot, New England Complex Systems Institute, November ٢٠٠٨ at ١ (research was performed by the new England Complex Systems Institute). Quoting from Ruth A HargensHorvatch, THE IONG And SHORT OF IT ... op cit p ٥٩٨.

^(٣٥٢)See Melissa W. Palombo, op. cit, p. ١٤٧٧١٤٧٨.

يسبقه افتراض الأوراق أو إذا لم يكن لدى البائع أساس معقول علي أنه سوف يحصل علي الأوراق في موعد أقصاه يوم التسليم^(٣٥٣) ويرى الباحث أن هذا النص يفتح باباً لإبرام عقود البيع غير المغطى، إذا ما هو معيار الأساس المعقول؟ فهو معيار غير منضبط وقد يحمل أكثر من تفسير.

وعلي الرغم من إقرار هذا القاعدة التي تمنع البيع غير المغطى إلا أنه لم يحدث تغيير ملحوظ علي أسعار الاسهم، لذلك رجعت الهيئة عن قرارها واقترحت مجدداً فرض القيود علي أسعار البيع القصير^(٣٥٤) لذلك اعتمد مجدداً في أواخر سنة ٢٠١٠ قاعدة مشابهة لما كانت موجودة في السابق Uptick rule، وبموجب القاعدة الحالية لا يجوز تنفيذ البيع القصير علي أية ورقة مالية إذا انخفض سعرها بنسبة ١٠% إلا أن كان سعر البيع الحالي أعلى من سعر آخر مزايده^(٣٥٥) وتسمى هذه القاعدة بقاعدة national best bid price^(٣٥٦)

وبما أن أسواق الأوراق المالية أصبحت اليوم أكثر تأثراً ببعضها البعض فقد تدخلت

اللجنة الدولية للأوراق المالية The international organization of securities commissions' IOSCO^(٣٥٧) وأعلنت أربعة مبادئ رئيسية نتيجة للدراسات التي قامت بها

^(٣٥٣)أت 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 ١٩٣٤, Release no. ٣٤-٥٨٥٧٢/September ١٧, ٢٠٠٨]. Emergency order pursuant to section ١٢(K) (٢) of the securities exchange act of ١٩٣٤ taking temporary action to respond to market developments” this emergency requirement should significantly reduce any possibility that “naked” short selling may 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....”.

^(٣٥٤)لأن في المدة بين ٢٠٠٧/٧ و ٢٠٠٩/٣ خسر مؤشر داو جونز الصناعي ما يقرب من ٥٠% من قيمته ومؤشر ستانداندر بورز حوالي ٥٤% من قيمته =

See Ruth A. HargensHorvatich, The Long and Short of it , op. cit. p. ٦٠٥.

^(٣٥٥)Amendments to Regulation Sho, Exchange Act release No. ٦١, ٥٩٥, ٧٥ fed. Reg. ١١, ٢٣٢, ١١, ٢٣٣-٣٤ (March ١٠, ٢٠١٠) compliance Date: November ١٠, ٢٠١٠.

^(٣٥٦)Best did price يعني أعلى مزايده للسهم بين جميع العروض

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

^(٣٥٧)هي منظمة عالمية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية للعمل معاً من أجل تحقيق ما يلي ١- التعاون معاً للوصول إلي أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ علي كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية الدولية ٢- تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم التطور للأسواق المحلية ٣- توحيد الجهود لتأسيس مستويات فعالة للرقابة علي المعاملات الدولية للأوراق المالية ٤- تدعيم

علي البيع القصر، وأول هذه المبادئ هو التوصية بضرورة اعتماد قواعد تقييد سعر البيع القصر، إلا أنه نظراً لاختلاف التنظيم القانوني لكل دولة فقد تركت تفصيلات تنظيم التقييد إلي كل دولة^(٣٥٨).

واستناداً علي كل ما تقدم يرى الباحث أنه في حال إقرار البيع القصير من الأفضل أن ينص القانون علي 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 المغطي ومنع حالات الفشل في تسليم الأوراق المباعة ، وكذلك لمنع الهبوط غير المبرر واللاواقعي للأسعار.

وتزداد مخاطر هذا النظام في أوقات اضطراب الأسواق وما يصيبها من أزمات، لذلك وبسبب الأزمة المالية التي تفاقمت في خريف عام ٢٠٠٨، تدخلت لجنة البورصة والأوراق المالية الأمريكية SEC بإصدار عدة تعليمات عاجلة واستثنائية بشأن نظام بيع الأوراق المالية المقترضة Short Selling والبيع على المكشوف Naked short selling، وقرنت تلك التعليمات بإعلانها أنها لن تتسامح مع أية مخالفة لها، واستندت في إصدار تلك التعليمات إلى السلطات التي يخولها لها قانون البورصة لعام ١٩٣٤^(٣٥٩) فأصدرت عدة أوامر عاجلة emergency orders أهمها الأمر الذي أصدرته في ١٧ سبتمبر ٢٠٠٨ بضرورة أن يلتزم البائعون ووسطاؤهم بتسليم الأوراق المالية التي تباع بنظام بيع الأوراق المقترضة في التاريخ المحدد لتسويتها T+٣ ومعاقبة السمسار الذي يتخلف عن ذلك بحرمانه من إجراء أية عمليات وفق هذا النظام بعد ذلك ما لم يتم باقتراضها فعلاً قبل البيع بحيث لا يتكرر منه الإخلال بموعد التسليم، كما ألغت الاستثناء الذي كان ممنوحاً لصناع السوق في عقود الخيارات والذي كان

المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة الأسواق وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي نشوف المعاملات بالأسواق المالية للمزيد حول دور المنظمة يراجع الموقع الإلكتروني لها:

http://www.iosco.org/annual_reports/annual_report_2009/generallinformation.html.

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ISOCOPD289.pdf> .^(٣٥٨)

^(٣٥٩)تنص المادة (A) (٢) (K) ١٢ على أنه يحق للجنة البورصة SEC في 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 .

يقضي بعدم التزامهم بتواريخ التسوية لعملياتهم بشرط عدم استغلال هذا الاستثناء في عمليات تهدف إلى التلاعب في الأسعار^(٣٦٠).

كما أعلنت لجنة البورصة والأوراق المالية في 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 - خاصةً الاستثمارية- وشركات التأمين تواجه ظروفًا صعبة حيث أفلس بعض منها وبعض آخر كان مهددًا بالإفلاس، لولا تدخل الحكومات لدعمها. (٣٦١)

هذا وما زال نشاط بيع الأوراق المالية المقترضة محلاً لإجراءات رقابية متتابعة تصدرها لجنة البورصة والأوراق المالية الأمريكية SEC وذلك نظراً لخطورته وحساسيته الشديدة. (٣٦٢)

وبعد هذا العرض للبيع القصير من حيث تعريفه وبيان حقيقته والوقوف على مزاياه وعيوبه نرى أن هذا النمط من التعامل علي الرغم من الانتقادات الموجهة إليه نمط يساعد علي تنشيط الأسواق المالية لذا علينا 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.

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

(٣٦١) <http://www.sec.gov./rules/other/2008/34-09092.htm>

(٣٦٢) انظر : الأرشيف الكامل للتعليمات الرقابية في هذا الشأن http://SEC.gov/spotlights/short_selling.

المطلب الثالث

تكييف البيع القصير

إنَّ البيع القصير يمكن أن ينشأ خلاف حول تكييفه ، فيما هل هو عبارة عن بيع لملك الغير - كما يُفهم من بعض التعاريف التي أوردناها- أم أنَّ البائع يبيع ما يملكه. وإعطاء التكييف الصحيح لهذا النوع من البيع يتعيَّن أولاً أن نحدد أطراف هذا النوع من العقد ، كما أن الهامش الذي يدفعه العميل قد يُثار بشأنه خلاف حول اعتباره ثمناً أو رهناً ، سنحاول في ما يأتي توضيح المسألتين.

بموجب اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري التي سبقت الإشارة إليها، هناك علاقة ثلاثية بين أمين الحفظ والبائع والوسيط^(٣٦٣) ، 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 فإنَّ أمين الحفظ لا يتدخل في إبرام العقد، بل أنَّ العلاقة تنحصر بين الوسيط والبائع^(٣٦٤) مع ملاحظة توافق القانون الأمريكي مع القانون المصري من حيث استبعاد المشتري من دائرة البيع القصير .

لقد قلنا سابقاً أنَّ للبيع القصير صورتان الأولى هي البيع المُغطي والثانية البيع غير المُغطي ويقصد بالأول -كما سبق- أنَّ العميل يملك في حسابه الأموال التي ينوى بيعها ، أمَّا في الثانية فلا يملك الأوراق بل أنه يصدر أمره لكي ينفذ له الوسيط أمراً ببيع مجموعة من الأوراق المالية علي أمل أن يحصل عليها حتى تاريخ التسوية النهائية وبالتالي فنحن أمام صورتين من البيع القصير، ولكن بما أن أيّاً من القانونيين لا يجيز إبرام البيع غير المُغطي فإن دراستنا سنتنصر علي البيع المُغطي .

فإن كان البيع قد سبقه اقتراض الأوراق من قبل العميل فإنَّ العميل يصبح مالكاً لتلك الأوراق وبالتالي يكون بيعه وارداً علي ملكه . إذاً إنَّ هذا العقد يحتوى علي قرض يقدمه الوسيط

^(٣٦٣) المادة ٢٨٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

^(٣٦٤) See regulation (sho) rule ٢٠٠.

للعمل يتمثل في مجموعة من الأوراق ويحتوي 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 - وعلي التفصيل الذي ورد في الشراء بالهامش - إذا فإن هذا العقد عقد مُركَّب يحتوي علي مجموعة من العقود ، وتطبق أحكام كل واحدة منها علي المسائل الداخلة في نطاقه.

أما فيما يتعلق بتكليف الهامش الذي يقدمه العميل فيما هل هو ثمن للأوراق أم رهن؟ نقول إنَّ الثمن هو مبلغ من النقود يلزم المشتري بدفعه إلي 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 مقترض لتلك الأوراق^(٣٦٥) إذاً لا يأخذ الهامش الذي يدفعه وصف الثمن . بل إنه - في نظر الباحث - عبارة عن الرهن الذي يوفر للوسيط الضمان لما قد يترتب بذمة العميل ، وللمقترض إن لم تكن الأوراق مملوكة للوسيط ، وهذا ما تؤكدُه 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 المقترض 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 ..^(٣٦٦) وبذلك يظهر جلياً أن الهامش في البيع القصير عبارة عن ضمان لما يحصل عليه العميل من تمويل من الوسيط ، وعلي ذلك فإن الوسيط يلزم عليه رد الهامش إلي العميل في نهاية المتاجرة وذلك بعكس ما هو عليه الحال في الشراء بالهامش وفي هذا يقترب البيع القصير من عقود المشتقات المالية^(٣٦٧).

^(٣٦٥) لقد سمّت اللائحة التنفيذية هذا النوع من العقود بـ اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع الفصل الثالث من الباب التاسع من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

^(٣٦٦) المادة ٢٩٩ مكرراً من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

^(٣٦٧) للمزيد عن البيع القصير ومخاطره يراجع الآتي :-

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

- محمد عبدالحليم عمر ، التفسير الاسلامي لأزمة البورصات العالمية ، أحد بحوث سلسلة المنتدى الاقتصادي رقم (٣) بعنوان البورصات العالمية في أكتوبر ١٩٩٧م - الأسباب والنتائج تحليل اقتصادي وشرعي ، مركز صالح كامل للاقتصاد الاسلامي ، جامعة الأزهر ، القاهرة ، ٢٢ نوفمبر ١٩٩٧م ، ص ٧٣ .

المطلب الرابع

الفرق بين البيع القصير 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.

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 المشتراه، 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.

بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر بعنوان " أسواق الأوراق المالية آفاق وتحديات " نظمتها غرفة صناعة وتجارة دبي وكلية الشريعة والقانون ، جامعة الامارات العربية المتحدة في ٦-٨ مارس ٢٠٠٧ ، ص٣ 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 ٥٦٩ , j anuary ٢٠١٠ , P.٥ .

- AsyrafWajdiDusuki , " 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 للأزمة المالية ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ٢٠١٢ ، ص ٣٩ .

لذلك ولخطورة الشراء بالهامش فإنّ المشرع المصري وضع ضوابط عامة محكمة لهذا النظام، أهمها ما يلي:

١- لا يجوز أن تجرى عمليات الشراء بالهامش إلا على الأوراق المالية التي تتوفر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة^(٣٦٨) وقد حددت البورصة تلك الأوراق بأنّها التي لا تخضع في تداولها لأيّة حدود سعرية، وتعلن البورصة قوائم بتلك الأوراق إذا ما استوفت المعايير الموضوعية لذلك.^(٣٦٩)

ويعني ذلك أنها الأوراق المالية الأكثر نشاطاً بما يجعل إمكانية بيع تلك الأوراق المشترية 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 بأنّ القوائم التي تتضمن تلك الأوراق متاحة لكافة المتعاملين على موقع البورصة على شبكة المعلومات الدولية.^(٣٧٠)

٢- لا يجوز مباشرة عمليات شراء الأوراق المالية بالهامش إلا عن طريق شركات السمسرة أو أحد أمناء الحفظ.^(٣٧١)

ومن البديهي أنّ 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.

^(٣٦٨) المادة ٢٩٣ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

^(٣٦٩) أهم هذه المعايير عد أيام تداول الورقة المالية، متوسط عدد العمليات اليومي لها، وعدد المتعاملين عليها، ورأس المال السوقي للشركة المصدرة لها، ومعدل دوران الورقة المالية، المادة ٩٧ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

^(٣٧٠) www.egyptse.com

^(٣٧١) 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.

٣- إن تنفيذ عمليات الشراء بالهامش لأي عميل لابد 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 التفضيل 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. (٣٧٢)

كما يجب أن يوقع العميل للشركة أو أمين الحفظ إقراراً بالممامه بكافة مخاطر التعامل بالهامش، علاوة 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 المقدمة 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.
- ٤- تلتزم شركة السمسرة أو أمين الحفظ حسب الأحوال بنص القانون (٣٧٣)، بتقييم الأوراق المالية المشتراه بالهامش لكل عميل وذلك في نهاية كل يوم عمل وبأسعار الإقفال الخاصة بتلك الأوراق كما تعلنها البورصة، وذلك للوقوف على مدى كفاية الهامش المقدم من العميل، وما طرأ عليه من تغيير نتيجة تغير القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراه 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

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

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

الذي خول الهيئة العامة للرقابة المالية تعديلها بناء على اقتراح البورصة ضوء أوضاع السوق. (٣٧٤)

ثانياً : أوجه الاختلاف بين البيع القصير والشراء الهامشي

- ١- أن العميل يلجأ إلي الشراء بالهامش عندما يتوقع الارتفاع في الأسعار، أمّا في البيع القصير فإنّ 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.
- ٢- 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.
- ٣- من حيث الأرباح : في الشراء بالهامش لا حدود للأرباح - وذلك من الناحية النظرية علي الأقل- أمّا في البيع القصير فلا حدود للخسائر ما دامت الأسعار عرضة للارتفاع إلي أي حد.
- ٤- من حيث الهامش: فالشخص الملزم بالدفع في الشراء بالهامش هو المشتري أمّا في البيع القصير فإنّ الملزم بالدفع هو البائع لأنّ المقترض في الشراء هو المشتري أمّا في البيع فهو البائع.
- ٥- ومن حيث وقت المطالبة برفع الهامش : ففي الشراء بالهامش يُطالب المشتري برفع مستوى الهامش عندما تبدأ الأسعار بالانخفاض ويصبح المبلغ المودع لا يغطي المخاطر المرتبطة بالانتماء الذي حصل عليه لأنّ في هذه الحالة سوف ينخفض مبلغ هامش الصيانة ، أمّا في البيع القصير فإنّ البائع سوف يطالب برفع مستوى مشاركته عندما ترتفع الأسعار ويصبح الهامش المودع غير كاف للوفاء بالالتزام برد القرض.
- ٦- من خصائص الشراء بالهامش هو تسببه في رفع أسعار الأوراق التي تتداول بموجبه ، أمّا البيع القصير فيتسبب في خفض أسعار الأوراق المالية (وهذه الخاصية للنمطين هي في الحقيقة من

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

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 إماماً إلى رفع الأسعار وإماماً إلى خفضه، ولكن إن تم إقرارهما معاً فإن كل واحد منهما يكمل ما يعاد علي الآخر أي يمكن القول أن كل واحدٍ منهما يعمل ككابح للآخر.

الخاتمة

من خلال بحثنا في موضوع هذه الدراسة - التنظيم القانوني للبيع القصير بسوق الأوراق المالية - توصلنا إلى مجموعة من النتائج نُجملها في الآتي :-

٨- على الرغم من عدم ظهور مصطلح (الهامش) إلى الوجود في معاملات البورصة إلا بعد سنة ١٩٢٩م ، إلا أن التعامل بهذا النظام يبدو أقدم من هذا التاريخ ، ولكن تحت مُسميات أخرى مختلفة - كحساب المديونية المعروف قبل هذا التاريخ في البورصات الأمريكية - ويُستنتج ذلك من الاتهامات التي وُجّهت إلى هذا النظام لكونه مسبباً لأزمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩م ، وقد تبين أن التسمية قد جاءت لأنّ العميل يشارك بجزء من ماله ويقترض الباقي من الوسيط أو من أمين الحفظ ليصل لمبتغاه في الاستثمار .

٩- يقصد بالهندسة المالية " عملية بناء أو ابتكار أدوات مالية جديدة تستخدم في عملية التمويل وتكون حلاً لإبداعية لمشاكل الإدارة، ويجري توظيفها في مجال التحوط وإدارة المخاطر " .
ومن أهم ما أنتجته الهندسة المالية أدوات المشتقات المالية والبيع القصير والشراء بالهامش . وكان هذا النتاج حتماً ولزماً بل واستجابةً لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية والشركات والحكومات إلى أدوات وآليات مالية جديدة تفي باحتياجات المجتمعات والسيطرة على المخاطر التي تواجهها مختلف الهيئات والمؤسسات ، فما كان بالأمس حلاً لإبداعية لمشاكل التمويل وإدارة المخاطر والتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والصرف لم يعد موائماً وموائماً لظروف العصر والتطورات التي

تشهدها المجتمعات الآن . فالنتطور المذهل السريع في تقنية المعلومات وثورة الاتصالات والتحول من اقتصاديات تعتمد على كثافة العمل إلى اقتصاديات تعتمد على كثافة المعرفة الأمر الذي اقتضى إعادة روح الابتكار والتجديد.

١٠- من خلال تعريف البيع القصير والشراء بالهامش في كل من القانونين المصري والأمريكي يتبين أن كلا النوعين - في ظل القانون المصري - عبارة عن اتفاق ثلاثي بين العميل والوسيط وأمين الحفظ ، وبذلك يكون هناك وسيطان في مثل هذه العقود ، الأول هو السمسار الذي ينفذ أوامر البيع والشراء ، أمّا الثاني فهو أمين الحفظ الذي يُقدّم الائتمان ، أمّا القانون الأمريكي فلم يأخذ بنظام تعدد الوسطاء ، بل اعتبر مثل هذه العقود عقوداً ثنائية الأطراف ، وهي تُبرم بين الوسيط والعميل ، ولا يتدخل أمين الحفظ إلا في تسجيل قيد الرهن على الأوراق المالية وتغيير القيود عند تغيير مالك الورقة . وقد عرّف أغلب الفقهاء ، وكذلك القانون الأمريكي البيع القصير على أنه بيع لأوراق مالية غير مملوكة ، بينما الصحيح على وفق ما توصلنا إليه هو أن البائع مالك للأوراق (في البيع المغطى) إلا أن ملكيته لم تأت من الشراء ، بل من عقد آخر وهو القرض الذي يُعدّ من العقود الناقلة للملكية أيضاً .

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

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

١٣- لقد ظهر من خلال هذه الدراسة أن للتداول بالبيع القصير في سوق الأوراق المالية مؤيدتين ومعارضين ، حيث يُنسب المؤيدون إليه العديد من المزايا مع إهمال المخاطر ، في حين ينسب المعارضون إلي 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 القصير 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 .

١٤- 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 القصير وعقود الخيار واتفاقيات التلاعب، والتي كانت تتم بين السماسرة وعاملين في المنشآت بهدف إحداث تغيرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية، وكذلك ارتفاع أسعار الأوراق المالية في البورصات بصورة مستمرة، وإغفال السوق ما نشر عن مؤشرات الانتاج الصناعي المتواضعة. فضلاً عن التوسع في القروض العقارية، وتوريق الديون، والعولمة المالية، ونمو القطاع المالي، وازدياد حدة المضاربات في أسواق المال في ظل ضعف الرقابة على المؤسسات المالية، وضعف مؤشرات أداء الاقتصاد الأمريكي.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- د. جمال عبد العزيز العثمان: الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠.
- شيرين عاطف ، رسالة ماجستير بعنوان الآثار الاقتصادية والاجتماعية للأزمة المالية ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ٢٠١٢.
- د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مقال بعنوان "عمليات السوق المالية وعوامل استقرارها في السوق المالية الإسلامية" <http://islamiccenter.kaau.edu.sa>.
- د. موفق خالد ، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الأسواق المالية ، منشورات الحلبي الحقوقية ، الطبعة الأولى ٢٠١٤.
- د. منير إبراهيم هندي :
 - الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٧.
 - " أدوات الاستثمار في أسواق راس المال " المكتب العربي الحديث - الإسكندرية ، عام ١٩٩٩.
 - " الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء مدخل حوكمة الشركات " منشأة المعارف الإسكندرية ، عام ٢٠٠٩
- 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.
- محمد أحمد محمود عمارنة ، رقابة هيئة سوق المال الفلسطينية على الشركات المساهمة ، رسالة دكتوراه مقدمة لكلية الحقوق جامعة القاهرة ٢٠١٢.

- د. محمد تنوير محمد الرافي، صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم ، دار النهضة العربية ٢٠٠٧.
- د مصطفى كمال طه ود. شريف مصطفى كمال طه، بورصات الاوراق المالية ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ٢٠٠٩
- مايكل سينسير: دليل التعامل في سوق المال، الطبعة الخامسة، طبعة مترجمة عن الانجليزية، مكتبة جرير، الرياض، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٥.
- د. محمد عبدالحليم عمر
 - التفسير الاسلامي لأزمة البورصات العالمية ، أحد بحوث سلسلة المنتدى الاقتصادي رقم (٣) بعنوان البورصات العالمية في أكتوبر ١٩٩٧م - الأسباب والنتائج تحليل اقتصادي وشرعي ، مركز صالح كامل للاقتصاد الاسلامي ، جامعة الأزهر ، القاهرة ، ٢٢ نوفمبر ١٩٩٧م .
 - بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر بعنوان " أسواق الأوراق المالية آفاق وتحديات " نظمه غرفة صناعة وتجارة دبي وكلية الشريعة والقانون ، جامعة الامارات العربية المتحدة في ٦-٨ مارس ٢٠٠٧.
- مبارك بن سليمان بن محمد ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، دار كنوز اشبيليا ، المملكة العربية السعودية ، ٢٠٠٥م .
- ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضير ، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية - دراسة فقهية مقارنة ، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الشريعة بالرياض ١٤٢٨-١٤٢٩ هـ

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- ١- James J. Angel & Douglas M. McCabe, The Business Ethics Of Short Selling And Naked Short Selling, Journal of Business Ethics (٢٠٠٩).
- ٢- Frank J.Fabozzi, Short Selling , John Wiley & Sons, Inc.٢٠٠٤.
- ٣- Harry D. Schults, Bear Market Investing Strategies, Wiley Trading, England, ٢٠٠٢.
- ٤- Ruth A. HargensHorvatic, The Long and Short of It: The Securities and Exchange Commission Should Reinstate A Price Restriction Test To Regulate Short Selling, ٢٠١٠ Creighton University.
- ٥- Micheal. T. Curley, Margin Trading From A To Z, John Wiley & Sonsa, Hoboken, New Jersey, ٢٠٠٨

ثالثاً : المواقع الالكترونية

[Http:// www.efsa.gov.eg](http://www.efsa.gov.eg)

[http://islamiccenter.kaau.edu.sa.](http://islamiccenter.kaau.edu.sa)

[www.investopedia.com.](http://www.investopedia.com)

[http://SEC.gov/spotlights/shortselling .htm](http://SEC.gov/spotlights/shortselling)

www.IOSCO.org.