

عنوان البحث

"الضمانات القانونية لتنفيذ عقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف"

بحث مستخرج من رسالة دكتوراه

مقدم من الباحث

علي حسين علي الشمري

تحت إشراف

أ.د. علاء التميمي عبده

استاذ ورئيس قسم القانون التجاري

٢٠٢٢

المقدمة

أولاً: موضوع البحث:

يبحث المستثمر عادةً عن بيئة آمنة لاستثماراته، ولا يشعر المستثمر بالأمان إلا إذا كان استثماره في سوق يسهل تحويل استثماره من مجال ما إلى مجال آخر، وهذا يمكن تحقيقه إذا تعددت خيارات الاستثمار في السوق المالية، إلى جانب السيولة العالية التي يجب أن تتمتع بها هذه الأسواق، 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، فهناك تعاملات تعتمد على الهامش تعطي المستثمر القدرة على أن يتاجر بأموال تفوق مقدرته المالية، ويكون لها دور كبير في توفير السيولة لسوق الأوراق المالية، والتي من أبرز صورها عقد الشراء بالهامش وعقد البيع على المكشوف، إلا أن هذه العقود تواجه العديد من العقبات أهمها عدم تنظيم هذه العقود على مستوى التشريعات.

ولا يكفي مجرد إقرار تلك العقود قانونياً فحسب، بل لابد من إحاطتها بإطار قانوني محكم، يكرس الحماية اللازمة لأطراف هذه المعاملات من المخاطر التي تتعلق بها، فمن السمات البارزة لهذه العقود هي كثرة المخاطر المحيطة بها، وتحديدًا المخاطر الناتجة عن الإخلال بالتزامات التي تفرضها طبيعة هذه العقود، وهذه الحماية يمكن توفيرها بالنسبة لأطراف هذه العقود، من خلال توافر قدرًا كافيًا من الوسائل القانونية الضامنة لحقوق أطراف هذه العقود، وبالتالي طمأننتهم من الدخول في هذه المعاملات التي قد تحقق أهدافهم الاستثمارية، مما قد تعكس نسبة الإقبال العالية نسبيًا على إبرام هذه العقود وتنفيذها على النحو الذي تقره التشريعات أثرها الإيجابي على الاقتصاد الوطني.

لذا سوف ينصب موضوع البحث على بيان الضمانات التي تقوم عليها عقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف، ومدى فاعليتها في حماية أطراف العقد من الإخلال بما تفرضه هذه العقود من التزامات، تجاه بعضهم البعض.

ثانياً: أهمية البحث:

تتجسد أهمية دراسة موضوع البحث بما يلي:

-تفرض حداثة التنظيمات القانونية لهذه العقود في القوانين المقارنة (خصوصاً في الدول العربية) ضرورة التعرف على الضمانات التي توفرها التشريعات لأطراف العقد، وأثارت السؤال عن مدى فاعليتها في حماية حقوقهم.

-كثرة المخاطر المحيطة بهذه العقود وتعدد مصادرها وتنوعها، خصوصاً أن هذه العقود عادةً ما تستخدم للحصول على فروق الأسعار وليس الأصول المالية التي ترد عليها، الأمر الذي يدفع بأطرافها إلى التنصل من الالتزامات الناتجة عنها، إذا ما علم بأن توقعه الذي حمله على إبرامها غير صحيح، بأن سارت الأسعار بعكس المتوقع.

-تنوع الالتزامات وكثرتها خصوصاً المالية منها، قد يجعل من تنفيذها أمراً صعباً بالنسبة لأحد أطرافها، وبالتالي ضياع أو تأثر حقوق الطرف الآخر، خصوصاً مع غياب الضمانات الكافية.

- الفراغ التشريعي لتنظيم هذه العقود في القوانين العراقية المنظمة للعمل في سوق الأوراق المالية، رغم ذبوعها عالمياً، وأهميتها في كونها تلعب دوراً في توازن الأسعار في السوق، تحديداً إذا ما تم تنظيم كل من عقد الشراء بالهامش والبيع على المكشوف مع بعضهما، وأحسن تنظيمهما قانونياً.

-لفت نظر المشرع العراقي عند تنظيمه لهذه العقود، إلى التركيز على الضمانات التي يجب أن تقوم عليها هذه العقود، وما تمثله من حماية حقيقية لأطراف هذه العقود.

ثالثاً: مشكلة البحث:

تتركز إشكالية البحث في الفراغ التشريعي التام لعقدي الشراء بالهامش والبيع على المكشوف في القوانين المنظمة للعمل في سوق الأوراق المالية في العراق، وكثرة التساؤلات التي تثيرها هذه العقود، خصوصاً ما يتعلق منها بضمانات تنفيذ هذه العقود، ودورها في حمل أطراف العقد على الوفاء.

رابعاً: منهج البحث:

يتبع في هذه الدراسة المنهج التحليلي المقارن، وذلك بتحليل الأحكام والضوابط التي تتضمنها التشريعات المقارنة كالشريع المصري والكويتي، فضلاً عن التشريعات الأمريكية، المتعلقة بموضوع الدراسة، للوصول قدر الإمكان إلى ملامح وتفصيلات تنظيم قانوني للضمانات التي يجب توفيرها لأطراف عقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف.

خامساً: خطة البحث:

تتقسم خطة الدراسة لما يلي:

المبحث الأول: الضمانات العامة ومدى فعاليتها في عقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف.

المطلب الأول: الضمانات المقررة في القواعد لكل طرف من أطراف العقد.

المطلب الثاني: ضمانات حماية المستثمر في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الضمانات الخاصة بعقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف.

المطلب الأول: تحديد الضمانات الخاصة.

المطلب الثاني: أحكام استمرار الضمانات الخاصة وتسييلها.

المبحث الأول

الضمانات العامة ومدى فعاليتها في عقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف

نقصد بالضمانات العامة بأنها الضمانات القانونية التي لا تختص بالتداول من خلال الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية وإنما تشمل أي عملية تداول أخرى للأوراق المالية تتم في سوق الأوراق المالية.

حيث تمتع أطراف العقد تجاه بعضهم بضمانات قررتها القواعد العامة، تتمثل بالدفع بعدم التنفيذ والمقاصة، بالإضافة إلى ذلك هناك ضمانات أخرى قررتها القوانين المنظمة لسوق الأوراق المالية إلا أنها قاصرة على المستثمر، أي مقررّة لحماية المستثمر في تلك الأسواق.

وما يهمنا في هذا الصدد هو بيان مدى إمكانية توافر هذه الضمانات في عقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف، ومدى فعاليتها في مواجهة الأخطار التي تحيط بأطراف تلك العقود الناتجة عن الإخلال بما تفرضه هذه العقود من التزامات، وسوف نتطرق لبيان ذلك وفقاً لما يلي:

المطلب الأول: الضمانات المقررة في القواعد العامة لكل طرف من أطراف العقد.

المطلب الثاني: ضمانات حماية المستثمر في سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول

الضمانات المقررة في القواعد لكل طرف من أطراف العقد

تقر القواعد العامة للعقد سواءً المنظمة في القوانين المدنية أم المنظمة في قوانين أسواق الأوراق المالية، ضمانات يتمتع بها كل طرف في العقد إذا ما أحل الطرف الآخر بالتزاماته قبله، تتمثل بالدفع بعدم التنفيذ والمقاصة، وهذه الضمانات سوف نتناولها تباعاً وكما يلي:

الفرع الأول

الدفع بعدم التنفيذ

الدفع بعدم التنفيذ وسيلة قانونية يلجأ إليها المتعاقد في العقود التبادلية للضغط على المتعاقد الآخر وحمله على تنفيذ التزامه الحال، وذلك تلافياً لطلب فسخ العقد، إذ هو بهذا يحمل الدائن على التنفيذ من

خلال موقف مؤقت يمهّد إلى تنفيذ العقد أو إلى فسخه^(١)، وهي بمنزلة ضماناً خاصاً لكل دائن يكون مديناً في الوقت ذاته لدائنه، فيمتنع عن تنفيذ التزامه، حتى يستوفي الدين الذي له في ذمة دائنه^(٢).

وتجد ضمانّة الدفع بعدم التنفيذ مجالاً لها في إطار عقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف؛ لتقابل اللتزامات الناشئة عن هذه العقود، بحيث يكفل القانون هذه الضمانة لأطراف هذه العقود، لكن ما هو مدى هذه الضمانة؟

في الشراء بالهامش يفترض تقابل اللتزامات، بحيث تلتزم الشركة الممولة بتمويل جزء من ثمن شراء الأوراق المالية للمستثمر الذي يلتزم برد هذا الدين في الموعد المحدد، وكذلك الحال في عملية البيع على المكشوف، بحيث يلتزم المقرض بتسليم البائع المقرض الأوراق المالية محل الصفقة إلى المشتري في الموعد المحدد لتسوية عملية البيع، في مقابل التزام المقرض برد الأوراق المالية للمقرض في الموعد المحدد، بالإضافة إلى اللتزامات أخرى تقع على عاتق كل طرف من أطرافه، لذلك إخلال أحد أطراف العقد باللتزامات يمكن الطرف الآخر من الدفع بعدم تنفيذ اللتزامات.

وقد تجد ضمانّة الدفع بعدم التنفيذ تطبيقاً صريحاً لها في حالة امتناع العميل المدين عن تلبية الاستدعاء الهامشي، فيمكن للشركة أن توقف اللتزامات وتتخذ كل الإجراءات اللازمة لمواجهة إخلال العميل المدين باللتزامه هذا، منها بيع الأوراق المالية المرهونة لتخفيض مديونيته.

وأيضاً على سبيل المثال تلتزم شركة الوساطة بالمتابعة اليومية للضمانات المقدمة من العميل، مع اللتزامها بإخطاره في حالة انخفاض قيمتها السوقية عن النسب المقررة، وإخلال الشركة باللتزامها هذا يستطيع أن يتمسك به المستثمر ويمتنع عن تنفيذ اللتزامه بزيادة قيمة ضماناته، وبالتالي يمكن القول أن الدفع في عدم التنفيذ تجد لها مجالاً لها في هذه الحالة.

ولكن ضمانّة الدفع بعدم التنفيذ قد تواجهها بعض الصعوبات التي قد تحد من فاعليتها كضمانة يتمتع بها أطراف العلاقة العقدية، منها قيام أحد أطراف العقد بتنفيذ اللتزامه، وامتناع الآخر عن تنفيذ اللتزامه، فالطرف الذي ينفذ اللتزامه أولاً قد لا تسعفه ضمانّة الدفع بعدم التنفيذ لاستيفاء حقه من الطرف

١ أنور سلطان، النظرية العامة للالتزام - مصادر اللتزام، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٧، ص ٢٨٢ وما بعدها.
٢ محمد حسن قاسم، القانون المدني اللتزامات المصادر العقد المجلد الأول، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠١٨، ص ٥٧٣.

المدين، ولا يكون أمامه سوى فسخ العقد والمطالبة بالتعويض، وقد يتعذر عليه الحصول على التعويض خصوصاً في حالة إفلاس الطرف المدين وتزام الدائنين على الأموال المتبقية للمفلس.

ولو نظرنا لهذه المسألة من زاوية أخرى نجد أن الدفع بعدم التنفيذ قد تكون لها فائدة، أي يمكن أن تكون الدفع بعدم التنفيذ وسيلة ضمان في هذه الحالة؛ وتحديداً لو كان على عاتق الطرف الذي بدء في تنفيذ التزامه أولاً التزامات أخرى مستمرة، ففي هذه الحالة يمكن له الدفع بعدم التنفيذ ويمتدح عن القيام بتنفيذ هذه الالتزامات؛ ليؤمن على نفسه ضد خطر افلاس الطرف الآخر، إذ لو لم يستعمل المتعاقد الدفع في هذه الحالة، ونفذ التزاماته الأخرى المستمرة فإنه من الممكن أن يشهر إفلاس الطرف الآخر؛ فيضيع على الطرف الموفي كل ما أوفى أو جزءً كبيراً منه^(٣)، فوسيلة الدفع بعدم التنفيذ وإن لم تمنع الضرر كلياً إلا أنها قد تساهم في تقليل أو الحد من الأضرار التي قد تلحق بأحد أطراف العقد.

وأيضاً من الصعوبات التي تواجهها، أنه في حالة إجراء المقاصة الدورية بين التزامات أطراف العقد، ونتج عنها التزام واحد بأداء مالي من أحدهما للآخر، لا تجد الدفع بعدم التنفيذ أي مجال لها إذا ما رفض الملتمزم بالأداء المالي بناءً على المقاصة أداء ما عليه من التزامات^(٤).

ولكي لا يدفع الطرف المقابل للتمسك بعدم التنفيذ تحرص بعض التشريعات على تجنب إخلال أحد الأطراف في تنفيذ التزاماته في العقود التجارية^(٥)، إذ تقر مبادئ "UNIDROIT" للعقود التجارية الدولية لفكرة تقضي: بأنه يجوز للمدين أن يقوم على نفقته الخاصة بكل تدبير ضروري بهدف تصحيح عدم التنفيذ، تسمى بـ "التصحيح من قبل المدين" بالشروط الآتية^(٦):

- (١) قيام المدين من دون تأخير غير مبرر بإخطار الدائن بكيفية وموعد التصحيح.
- (٢) أن يكون التصحيح مناسب للظروف.

(٣) في نفس المعنى: أحمد سلامة، مذكرات في نظرية الالتزام مصادر الالتزام، مؤسسة دار التعاون للطبع والنشر، ص ٢٠١.

(٤) آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الاسكندرية، ٢٠٠٣، ص ١٠٥.

(٥) علاء التميمي عبده، التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم المالية - دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة، بحث منشور في مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة الاسكندرية، العدد الأول، ٢٠١٧، ص ٦٠٧.

6 Article 7.1.4, Principles of International Commercial Contracts, UNIDROIT 2016.

See; <https://www.unidroit.org/wp-content/uploads/2021/06/Unidroit-Principles-2016-English-bl.pdf>

(٣) ليس للدائن مصلحة مشروعة في رفض التصحيح.

(٤) أن يتم التصحيح دون تأخير.

كما تنص هذه المبادئ على أن قيام الدائن بتوجيه إخطار بالفسخ لا يؤثر على حق التصحيح، وعند الإخطار بالتصحيح يتم تعليق حقوق الدائن التي لا تتوافق مع أداء المدين حتى انتهاء وقت التصحيح، ويجوز للدائن الامتناع عن أداء التزاماته لحين التصحيح، مع حق الأخير بالتعويض عن التأخير وعن أي ضرر سببه الإخطار بالتصحيح.

وتهدف المادة السابقة إلى المحافظة على العقد، وما تتضمنه يعكس سياسة تقليل الهدر الاقتصادي، من خلال تطبيق مبدأ تخفيف الضرر ومبدأ حسن النية المنصوص عليهما في هذه المبادئ^(٧).

وإذا كانت لفكرة التصحيح من المدين أهمية في عقود مشتقات الأسهم - كما يشير إلى ذلك البعض^(٨)، في استمرار العقد وتجنب إفلاس المدين، خصوصاً إذا كان عدم التنفيذ يعود لأسباب مؤقتة، يمكن التغلب عليها من قبل المدين ويواصل تنفيذ التزاماته في العقد، فأنها تكون لها نفس الأهمية في مجال عقدي الشراء بالهامش والبيع على المكشوف، فمثلاً يمكن استخدامها من قبل المدين الذي لم يلبي الاستدعاء الهامشي خلال المدة المحددة له، ويبادر إلى استعداده لتلبيته خلال مدة معينة، وفقاً لتلك الفكرة.

الفرع الثاني

المقاصة

طبقاً للقواعد العامة يقصد بالمقاصة: انقضاء دينين متقابلين في حال تساويهما أو في حال تفاوتهما بمقدار الأقل منهما، فيكفي تلاقي دين واجب الأداء مع دين مستحق الوفاء لتقع المقاصة بين الدينين بمقدار الأقل منهما، في حال التفاوت، أو سقوطهما معاً في حال التساوي، فيفترض فيها وجود شخصين كل منهما دائن ومدين في نفس الوقت للآخر، وبدلاً من أن يوفي كل منهما دينه للآخر ينقضي الدينان بمقدار

7International Institute for the Unification of Private Law, UNIDROIT, Principles of International Commercial Contracts, 2016, p. 231, Comment on the Article 7.1.4.

<https://www.unidroit.org/wp-content/uploads/2021/06/Unidroit-Principles-2016-English-i.pdf>

٨ عطاء التميمي عبده، المرجع السابق، ص ٦٠٧.

الأقل منهما، وما زاد يبقى ديناً في ذمة المدين، واجبا للأداء، فتكون بذلك انقضاء وسقوط الدين بالدين المتقابل في الجنس والوصف بمقدار الأقل منهما^(٩).

وتلعب المقاصة دوراً مزدوجاً فهي تعتبر أداة وفاء، ذلك لأن كل من المدينين يكون قد أوفى بالدين الذي عليه، وذلك مقابل الدين الذي له، وعلى هذا الأساس تكون المقاصة سبباً من أسباب انقضاء الالتزام^(١٠)، وتحول دون الوفاء المزدوج إذ تقضي على الدين الأقل وتقضي جزئياً على الدين الأكبر وتغني عن تسلم وتسليم الأوراق المالية، فلا يوفى من الدينين إلا ما لا ينقضي بالمقاصة^(١١).

وهي أداة ضمان، ذلك لأن الدائن يضمن استيفاء حقه مقدماً عن باقي الدائنين^(١٢)؛ وكما قيل: "وأما أن المقاصة أداة ضمان، فذلك ظاهر أيضاً من أن الدائن الذي يستوفي حقه من الدين الذي في ذمته لمدينه، إنما يختص بهذا الدين الذي في ذمته دون غيره من دائني المدين، فيستوفي حقه منه متقدماً عليهم جميعاً، وهو وإن كان دائناً عادياً في حكم الدائن المرتهن أو الدائن ذي حق الامتياز، والدين الذي في ذمته في حكم المال المرهون المخصص لوفاء حقه، ومن ثم تكون المقاصة من شأنها أن تقدم للدائن تأميناً، فهي في هذا الوجه أداة ضمان"^(١٣).

وتفترض المقاصة وجود شخصين كل منهما مدين ودائن للآخر، وبدلاً من أن يوفى كل منهما دينه للآخر، ينقضي الدين بالقدر الأقل منهما، فيكون المدين بالدين الأقل قد وفى دينه ببعض حقه، ويكون المدين بالدين الأكبر قد وفى بعض دينه بحقه ويجب عليه الوفاء بالقدر الزائد وفاءً عادياً^(١٤).

والمقاصة تلعب دوراً مهماً في إطار أسواق الأوراق المالية، إذ يتم من خلالها تسوية المراكز القانونية الناشئة عن عمليات التداول في البورصة^(١٥).

٩ عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني الجديد الجزء ٣، بيروت، الطبعة الثالثة، ٢٠٠٠، ص ٨٧٣-٨٧٤.

١٠ عبد الرزاق السنهوري، المرجع السابق، ص ٨٧٤.

١١ توفيق حسن فرج، مصطفى الجمال، مصادر وأحكام الالتزام، منشورات الحلبي الحقوقية، طبعة أولى، ٢٠٠٨، ص ٦٣٣.

١٢ حسن علي الذنون، النظرية العامة للالتزامات، المكتبة القانونية، بغداد، ٢٠١٢، ص ٤٦٢.

١٣ عبد الرزاق السنهوري، المرجع السابق، ص ٨٧٥.

١٤ محمد حسين منصور، النظرية العامة للالتزام (أحكام الالتزام)، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٦، ص ٥٢١.

١٥ طاهر شوقي مؤمن، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٢٠٧.

ووصفت بأنها إحدى الإجراءات لضمان تسوية آمنة وفعالة لعملية تداول الأوراق المالية، تهدف إلى تحديد صافي حقوق والتزامات كل من أطراف العقد، بحيث يحدد بالضبط ما يلقاه الطرف المقابل في عملية التداول تمهيداً لتسويتها، ويترتب على عملية المقاصة تحديد ما إذا كان الوسيط مستملاً أو مُسلماً للورقة المالية محل التعامل وتحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتبة على عمليات التداول^(١٦).

وتعرف بأنها: جميع الإجراءات المتعلقة بتحديد صافي الدائنية والمديونية لكل المتعاملين المشتركين في عملية تصفية المراكز القانونية الناشئة عن هذه العمليات تداول الأوراق المالية وإلغاء المراكز القانونية المتقابلة لكل متعامل^(١٧)، كما عرفت^(١٨) بأنها: "العملية التي يتم من خلالها تسوية الأوراق المالية بما في ذلك تصفية العقود بين الأطراف وتسليم الأوراق المالية".

وللمقاصة مزايا؛ إذ تعد وسيلة للحد من المخاطر المتعلقة بعملية الوفاء بالتزامات المالية التي تحدثها تقلبات الأسعار، الأمر الذي قد يؤدي إلى إفلاس أحد الأطراف بعد استلامه لمستحقته المالية وقبل تنفيذ التزامه، كما أنها تحمي السيولة المالية لأطراف العقد، بحيث تحصر المديونية على طرف واحد، يلتزم بأداء الفارق بين ما له وما عليه^(١٩).

والمقاصة قد تكون نهائية عند انقضاء العقد بصورة مبتسرة -كحالة طلب رد الأوراق المالية المقترضة، وقد تكون دورية، وهي التي تستخدم لتقليل مقدار اللتزامات المالية بين أطراف العقد، وحصرها في اداء مالي واحد يلتزم به أحد الأطراف قبل الآخر، والأخيرة هي التي تعتبر من الضمانات للحصول على الحقوق المالية المستحقة للأطراف خلال فترة تنفيذ العقد^(٢٠).

١٦ محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات المقاصة والتسوية في الأسواق المالية ونظرات في أبعادها الفقهية، دراسة أعدت ضمن مشروعات اللجنة العلمية لدراسات الأوراق المالية في مركز البحوث في الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، ص ١٧.

١٧ ماهر مصطفى محمود، النظام القانوني الخاص لشركات السمسرة في الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعه حلوان، ٢٠٠٨، ص ١٥٥.

١٨ ريان هاشم حمدون، التنظيم القانوني للتداول الإلكتروني للأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، الطبعة الاولى، ٢٠١٣، ص ١٥٣.

١٩ آمال كامل عبد الله، المرجع السابق، ص ١٠٦.

٢٠ آمال كامل عبد الله، المرجع السابق، ص ١٠٦.

ويمكن القول بأن الهدف من المقاصة الدورية يتطابق نوعاً ما مع الهدف من عملية التقييم اليومية للضمانات المقدمة من قبل المستثمر لإبرام صفقة شراء بالهامش أو بيع على المكشوف، لتحديد اتجاه المديونية وتقدير قيمتها، حيث تهدف إلى تحديد الموقف المالي للمستثمر ما إذا كان دائناً أو مديناً، والوصول إلى النسب المقبولة للمديونية، وهذه العملية من شأنها التأكد من قدرة المستثمر على الوفاء بالتزاماته ولو بصورة جزئية، لكونها تضمن وضع حداً لمزيد من التدهور في الموقف المالي للمستثمر المدين، من خلال اتخاذ الإجراءات اللازمة كبيع الأوراق المالية المرهونة للوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر.

كما تلعب المقاصة دوراً بالغ الأهمية في عقد الشراء بالهامش والبيع على المكشوف، التي غالباً ما يكون هدف المستثمر منها استلام فروق الاسعار، وليس الأصل المالي محل العملية، فتكون تسويتها من خلال إجراء المقاصة، كما أنها تشكل ضماناً لأطراف كل من هذين العقدين عندما يكون كل منهما دائن ومدين في نفس الوقت، فالمستثمر قد تباع أوراقه المالية المشتراة بالهامش سواء بإرادته أم بدونها، فتجري المقاصة بين حصيلة البيع ومقدار الدين في ذمته لمصلحة الشركة الممولة؛ لتحديد مركزه المالي ما إذا كان مدين أم دائن، وبالتالي تستطيع أن تستوفي الشركة الممولة حقها كلياً أو جزئياً بعد إجراء المقاصة، وفي البيع على المكشوف قد تتم المقاصة لتحديد حقوق والتزامات البائع على المكشوف، فمثلاً يمكن إجراء المقاصة بين حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة والضمانات المقدمة من قبله، وبين المقدار اللازم لشراء مثل الأوراق المالية المقترضة لردها إلى المقرض في حالة إخلال المقرض بالتزامه بالرد عند الطلب أو في الموعد المقرر للرد.

ورغم أهمية المقاصة إلا أن الأمر لا يخلو من بعض الصعوبات، إذ أنها قد لا تكون وسيلة ضمان كافية لأطراف العقد خصوصاً في الحالات الآتية^(٢١):

(أ) عندما لا يكون كل من الدينين مستحق الأداء في نفس الوقت، وبالتالي يتعذر إجرائها.

(ب) في حالة إفلاس أحد أطراف العقد، وكان دين المفلس لم يحل أجله بعد، فيكون الطرف الموسر الذي يكون دينه حالاً في موقف محرج، حيث يكون عليه الوفاء بالتزامه مع عدم تأكده من استيفاء حقوقه من الطرف المفلس.

٢١ أمال كامل عبد الله، المرجع السابق، ص ١٠٧.

نضيف إلى ذلك أنه في حالة إجراء المقاصة ونتج عنها التزام مالي واحد على عاتق أحد أطراف العقد وامتنع عن الوفاء به، ففي هذه الحالة قد لا تكفل هذه الوسيلة للطرف الآخر (الدائن) استيفاء حقه على الرغم من أنها ساهمت في الوفاء ولو بصورة جزئية.

المطلب الثاني

ضمانات حماية المستثمر في سوق الأوراق المالية

لجوء المستثمر للشركات العاملة في سوق الأوراق المالية، أمر لا مفر منه، نتيجة احتكار هذه الشركات للعمل في هذه الأسواق وبالتالي، تعمل التشريعات على حماية المستثمر من إخلال هذه الشركات بالواجبات الملقاة على عاتقها، من خلال إقرارها لبعض الضمانات التي تهدف لتغطية أو تلافى الأضرار التي قد تلحق بالمستثمر بسبب هذه الشركات.

وهذه الضمانات تتمثل بضمانات التسوية، والضمان الذي توفره صناديق حماية المستثمر.

الفرع الأول

ضمانات التسوية

أن ضمان تنفيذ الالتزامات الناتجة عن تداول الأوراق المالية في المواعيد المحددة، والتشجيع على زيادة الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، وتغطية المخاطر الناتجة عن عدم التزام الوسيط، استلزم استحداث نظام لإجراء التسويات والتعويض يقوم على أساس إنشاء صندوق ضمان، لمواجهة إخلال العضو بالتزاماته، ولتغطية العجز الذي يحصل في حالة عدم قيام العضو بالتزاماته سداد، فإذا أظهرت عمليات المقاصة رصيماً سلبياً لم يقم العضو بتغطيته فإن هذا الصندوق يتدخل لتغطية العجز في حساب الوسيط المالي ثم يرجع عليه بعد ذلك بقيمة ما غطاه وفقاً للقواعد والإجراءات المنظمة لعمل هذا الصندوق^(٢٢).

ومن المعروف أن أي تغيير سلبي في الموقف المالي لأي طرف في العقد يؤثر على قدرة ذلك الطرف على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر، وكيف الحال إذا حصل التغيير في المقدرة المالية للوسيط الذي يكون طرفاً في كثير من العقود داخل السوق المالية ويزداد الأمر سوء إذا ما أدى التغيير

٢٢ عصام حنفي محمود، شركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ص ١٥٨.

إلى إفلاس^(٢٣) الوسيط المالي وبالتالي عجزه عن الوفاء بالتزاماته، حيث إن إفلاس الوسيط بطبيعة الحال سيرتد سلباً على العمليات التي يقوم بها نيابة عن العملاء، لأن من يشهر إفلاسه ستغل يده عن إدارة أمواله ومن ثم تبدأ سلسلة من الإجراءات تتوالى حلقاتها لتنتهي بتصفية المشروع وتقسيم ناتج هذه التصفية على الدائنين قسمة غرماء^(٢٤).

ولما تقتصر المخاطر على ذلك فحسب، بل أنه من أهم المخاطر التي ينبغي للمشرع العمل على وضع حلول لها و ضمانات هي المخاطر المتعلقة بحالات الفشل في التسوية، وتعتبر صناديق الضمان، من أهم الآليات أو الضمانات التي من شأنها الحد من مخاطر التسوية المتعلقة بالشراء بالهامش والبيع على المكشوف^(٢٥).

ويعتبر نظام الطرف المقابل المركزي أو ما يسمى بالمؤسسة المركزية المناظرة، أيضاً من الضمانات المهمة لعمليات التسوية، وتعرف بأنها: "مؤسسة تتولى الصفقة بعد إتمامها بين البائع المشتري للأوراق المالية وتصبح هي البائع لكل مشتري لتلك الأوراق والمشتري من كل بائع^(٢٦).

وتضمن هذه المؤسسة أداء الصفقة لكلاً من أطرافها، حيث بإمكان البائع الاعتماد عليها لإتمام الصفقة واستلامه الثمن، كما يمكن للمشتري أن يعتمد عليها باستلام الأوراق المالية^(٢٧).

ووفقاً للنظام الأمريكي تلعب شركة اليداع والمقاصة DTCC دور الطرف المقابل المركزي، ومن مزاياها أن نظام التسوية الإلكتروني لهذه الشركة في حالة الفشل في التسليم يؤدي إلى التسليم الفوري للأوراق المالية إلى المشتري في يوم التسوية من خلال الافتراض التلقائي للأوراق المالية محل الصفقة

٢٣ الإفلاس هو أسلوب نص عليه القانون للتنفيذ على أموال المدين نتيجة توقيفه عن أداء ديونه بقصد تصفية أمواله تصفية جماعية لصالح دائنيه، وتحقيق المساواة بينهم حيث تتم التصفية لتوزيع ناتجها على الدائنين قسمة غرماء طالما تساوت مراكزهم القانونية. أنظر: سميحة القليوبي، أحكام الإفلاس، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨، ص ٣.

٢٤ قضت محكمة التمييز العراقية بقرارها بالعدد ٢٣٨ الهيئة الموسعة الأولى، في ١١/٣/١٩٨٤ بأن: يكون المفلس ممنوعاً من إدارة أمواله والتصرف فيها بمجرد صدور الحكم بإشهار إفلاسه استناداً إلى الفقرة (١) من المادة (٦٠٣) من قانون التجارة رقم ١٤٩ لسنة ١٩٧٠.

٢٥ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠٠٧، ص ٩٩.

٢٦ برايان كويل، التمويل المالي للأسهم، ترجمه دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، القاهرة، الطبعة العربية الأولى، ٢٠٠٧، ص ٧٩.

٢٧ المرجع السابق، في ذات الموضوع.

من المقرضين، وفي حال لم تتوافر تلك الأوراق، يكون لوسيط المشتري خياران: إما فرض التسليم فوراً من خلال شراء الأسهم، أو القيام بإقراض الأوراق المالية وتسليمها للمشتري بمعدلات خصم صفرية^(٢٨).

وللتقليل من حدة آثار إفلاس الوسطاء تدخلت القوانين لضمان حصول المستثمر المتعاقد معه على حقوقه، من خلال ضمان تسوية العمليات التي يتم تنفيذها في سوق الأوراق المالية، بنحو لا يتأثر الطرف الآخر، فلا تتأثر الصفقات التي يدخل فيها الوسيط بصدور حكم الإفلاس، ولا يدخل في تفليسة الدائنين إلا ما نتج عن تسوية الصفقة^(٢٩).

وتطبيقاً لذلك نصت المادة سابعاً من القسم التاسع من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ على: "لن يوفر أي تمويل يستخدم لضمان تسوية الأعمال أو التمويل لأغراض أخرى من قبل الإيداع أو السوق أو ليخضع لمطالبات دائنيهم، عدا المطالبات الناشئة عن قوانين المساهمة في ذلك أو شروط صيانة تلك القوانين، هذا القسم يبطل قانون الإفلاس".

إن المشرع العراقي أشار في هذا النص إلى أن أي تمويل يستخدم لغرض إتمام عمليات التسوية لا يخضع لمطالبات الدائنين، وأن هذا النص سيعطل النصوص الخاصة بالإفلاس وجاء النص بصيغة الإطلاق أي أنه سيطل أحكام الإفلاس بشكل مطلق دون أن يحدد المشرع وقت الإعلان عن الإفلاس سواء قبل دخول الوسيط في عملية التسوية أو لا، ويلاحظ أيضاً أن المشرع أشار إلى أن هذا النص سيطل قانون الإفلاس والمعروف أن المشرع العراقي عندما ألغى قانون التجارة لعام ١٩٧٠ فقد أبقى أحكام الإفلاس ولم يلغها على الرغم من صدور قانون جديد أو قوانين أخرى أشارت إلى أحكام الإفلاس فأبي قانون يقصده المشرع هل أحكام الإفلاس بشكل عام أو أحكام الإفلاس الواردة بالقانون الملغى عام ١٩٧٠ فقط؟^(٣٠).

^{٢٨} الاقتراض يتم تلقائياً وبمعدلات خصم صفرية من المقرضين الطوعيين في إطار برنامج (DTCC Stock Borrow Program) أو اقتراض الأسهم جبرياً بمعدلات خصم صفرية من أي وسيط يتم تعيينه عشوائياً مع مركز شراء في الأسهم. See; Veljko Fotak, Vikas Raman, Pradeep K. Yadav, Fails-to-deliver short selling and market quality, Journal of Financial Economics, vol 114, issue 3, 2014, p. 495.

^{٢٩} عبد الحميد منصور عبد العظيم، شركة الإيداع المركزي للأوراق المالية في سوق رأس المال المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، ٢٠١٢، ص ١٨٦؛ عصام حنفي محمود، المرجع السابق، ص ١٩٦.

^{٣٠} عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية -دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، الطبعة الأولى، ٢٠٠٩، ص ٥٢١.

وبالنسبة للمشرع المصري فقد نص في المادة ٥٢ من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ على أنه: "عند إفلاس أحد أعضاء الإيداع المركزي، تقوم الشركة بإتمام المقاصة والتسوية للعمليات التي كان هذا العضو طرفاً فيها قبل الحكم بإشهار إفلاسه، وتكون تلك العمليات نافذة قبل الكافة، ومع ذلك يجوز للهيئة إبطال تلك العمليات أو بعضها من تلقاء نفسها أو بناءً على طلب من أمين تغطية العضو المفلس، إذا تبين إجرائها بسوء نية".

والنص يتضمن الخروج عن القواعد العامة التي تقضي بأن صدور حكم الإفلاس كفيل بمنع التاجر من إدارة أمواله والتصرف فيها ويمنع غيره أيضاً من إدارتها، وجاء القانون بنص يقضي بإتمام عمليات المقاصة والتسوية تجاه الكافة بالنسبة للعمليات التي كان الوسيط عضواً فيها، وأن صدر حكم بإشهار إفلاس بشرط أن يكون الدخول في عملية التداول كان قبل الحكم بشهر إفلاس الوسيط.

وبالتالي فإن إفلاس شركة الوساطة لا يؤثر على عقود الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف التي كانت الشركة المفلسة طرفاً فيها، حيث تتولى شركة الإيداع والقيود المركزي إتمام عمليات المقاصة والتسوية لها وتنفيذ ما ينتج عنها.

الفرع الثاني

صناديق حماية المستثمر (أنظمة التأمين ضد المخاطر غير التجارية)

عملت تشريعات بعض الدول في سبيل حماية عملاء شركات السمسرة إلى تقرير نظام تأمين تبادلي، بين جميع شركات السمسرة الأعضاء في البورصة، الذي يضمن فيه اتحاد السمسرة سداد ديون شركة السمسرة^(٣١).

ويقوم نظام التأمين من المخاطر غير التجارية، على فكرة مفادها: الزام كل من الشركات المصدرة للأوراق المالية المقيدة في جداول أسواق الأوراق المالية والشركات المرخص لها مزاوله الأنشطة في هذه الأسواق، الاشتراك لتأسيس صندوق بقيامها بسداد اشتراكات ومساهمات دورية تمثل قسط التأمين،

٣١ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، ص ١٥٦.

يعمل على التعويض العادل للمستثمرين من المخاطر غير التجارية الناتجة عن تحقق مسؤوليتها القانونية^(٣٢).

ولم يتولى المشرع العراقي تنظيم هذا النظام, عكس الحال في مصر, حيث يوجد صندوق حماية المستثمر من المخاطر غير التجارية الذي جرى إعادة تنظيمه بموجب قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٣٣٩ لسنة ٢٠١٩ بشأن إعادة تنظيم صندوق تأمين المتعاملين من المخاطر غير التجارية عن أنشطة الشركات المقيدة لها أوراق أو أدوات مالية بالبورصات المصرية أو العاملة في مجال الأوراق المالية والأدوات المالية^(٣٣).

والصندوق شخص اعتباري مستقل, لا يهدف للربح, يتولى إدارته مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يصدر بتعيينهم قرار من مجلس الوزراء بناء على اقتراح رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية^(٣٤). ويضم في عضويته الشركات المقيدة لها أوراق أو أدوات مالية بالبورصات المصرية, والشركات العاملة في مجال الأوراق والأدوات المالية التي تباشر أياً من الأنشطة التالية: المقاصة والتسوية, الإيداع والقيود المركزي, تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية, إدارة صناديق الاستثمار, السمسرة, التعامل والوساطة والسمسرة في السندات, أمناء الحفظ^(٣٥).

وعن نطاق الحماية التي يوفرها صندوق حماية المستثمر المصري, فأنها تتمثل بما يلي^(٣٦):

١- بالنسبة لعملاء الاعضاء من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية, تتمثل بتغطية الخسارة المالية الفعلية, ضد المخاطر غير التجارية الناشئة عن نشاط العضو في الأوراق المالية المقيدة بداول البورصات المصرية, وتشمل الحماية الأخطار التالية فقط:

٣٢ سماح حسين الركابي, مازن عبد الله التميمي, التأمين من المخاطر غير التجارية في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة, بحث منشور في مجلة المحقق الحلبي للعلوم القانونية والسياسية, كلية القانون, جامعة بابل, العدد الثالث, السنة ١٣, ٢٠٢١, ص ٨٠٤ وما بعدها.

٣٣ الجريدة الرسمية, العدد ٣٩ مكرر (ج) في أول أكتوبر سنة ٢٠١٩.

٣٤ أنظر في المواد ١ و ٦ من القرار رقم ٢٣٣٩ لسنة ٢٠١٩.

٣٥ المادة ٣ من القرار رقم ٢٣٣٩ لسنة ٢٠١٩.

٣٦ المادة ٩ من القرار السابق, والموقع الإلكتروني صندوق حماية المستثمر المصري الآتي:

- إفلاس أو تعثر عضو الصندوق، وتحدد حالة التعثر وبدايتها بقرار يصدره مجلس إدارة الصندوق وفقاً للتقرير الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالي في هذا الشأن.

- خطأ أو إهمال أو غش أو احتيال العضو أو ممثله القانوني أو القائم بالإدارة الفعلية له أو العاملين لديه سواء بنفسه أو بالاشتراك مع الغير، وذلك وفقاً لنتيجة التحقيقات التي تجريها الهيئة العامة للرقابة المالية أو الجهات القضائية أو الرقابية الأخرى.

٢- بالنسبة لمساهمي الأعضاء من الشركات المقيد لها أوراق أو أدوات مالية بالبورصات المصرية، متضمنة حق الاكتتاب إذا تم شطبه قبل مواعده، تتمثل المخاطر المغطاة بالآتي:

- إفلاس عضو الصندوق أو صدور أحكام نهائية لصالح مالكي الأوراق المالية حرة التداول ضد إدارة العضو في حالات التدليس أو الإهمال الجسيم.

- الشطب الإجباري للأوراق المالية للعضو من جداول البورصات المصرية، بقرار نهائي من إدارة البورصة، فيما عدا الحالات التي تخرج عن إرادة العضو، إذا كان الشطب ناتج عن تقصير أو إهمال إدارة العضو، كما لو تم قيدها بناءً على بيانات مضللة أو مستندات مزورة.

فإذا أدى إفلاس العضو أو خطؤه أو إهماله أو غشه أو احتياله، إلى خسارة مالية حقيقية تلحق بالعميل الذي يستثمر من خلال آلية الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف، فإن الصندوق يلتزم بتعويض العميل عن الخسارة التي لحقت به.

فمثلاً لو أهملت شركة السمسرة التزامها بالقيام بعملية تقييم يومية للضمانات المقدمة من العميل لتحديد مديونيته، ونتج عن هذا الإهمال خسارة مالية فعلية تصيب العميل المدين أو العميل الدائن بسبب انخفاض قيمة ضمانات الدين، فإن الصندوق يقوم بتعويض العميل المضرور.

وفي مقابل ذلك لا يلتزم الصندوق بالتعويض عن العديد من المخاطر^(١)، ما يهمنها منها المسؤولية التي تنشأ عن امتناع العضو أو أي من موظفيه عن تقديم أو الاستمرار في التمويل أو الامتناع عن تنفيذ

١ وهذه المخاطر هي:

- أي مطالبة تحتوي على أو تنشأ من أي تصرف أو خطأ أو سهو أو عملية أو واقعة، يكون أياً من ذلك قد وقع أو مدعى بوقوعه كلياً أو جزئياً خارج جمهورية مصر العربية.

- أي مسؤولية تقع على العضو في الحالات التالية:

التزام فعلى أو ضمنى لعمل أو استمرار أي قرض أو عملية لها طبيعة القرض أو السلفة أو تحديد ائتمان سواء كان هذا الالتزام الفعلي أو الضمني مصرح به أم لا.

ولما كان الشراء بالهامش والبيع على المكشوف يتضمنان التمويل أو القرض، فبالتالي فإن الصندوق لا يتحمل أي خسارة قد تلحق بالعمل نتيجة لإخلال العضو بالتزامه بتقديم التمويل أو القرض أو الاستمرار فيه أو حتى القيام بعمل لعمل أو استمرار أي قرض أو أي عملية لها طبيعة القرض.

-
- (أ) بموجب أحكام وشروط أي عقد أو اتفاق أو تعهدات أو ضمانات للغير استناداً إلى شروط تتضمن اعفاء أي طرف ثالث من المسؤولية، وذلك في ما عدى حالات قيام مسؤولية العضو حتى في غياب مثل هذه الشروط.
- (ب) أي مسؤولية عن فقد أو ضياع أي ممتلكات أو أموال تكون مملوكة للعضو أو في حيازته تحت أي صفة أو التي يكون مسؤولاً عنها فعلياً أو ضمناً، وذلك بخلاف أموال العملاء التي تتعلق بنشاط العضو في سوق المال المصري.
- (ج) أي مسؤولية تنشأ عن ظرف أو حالة تكون نتيجتها مطالبة أي طرف ثالث - بخلاف عملاء العضو - للعضو بما يمكن التعويض عنه، بصرف النظر عن قيمتها.
- أي مطالبة تتم بمعرفة أو نيابة عن أو بناء على تعليمات طرف آخر يلتزم العضو بتنفيذ تعليماته أو يعتقد أنها واجبة النفاذ، أو تكون له سلطة فعلية عليه، أو أي طرف آخر يكون للعضو أو للمسؤولين أو للموظفين لديه أي صفة تنفيذية أو قيادية فيه.
- أي مطالبة تكون نتيجة لفعل أو خطأ أو سهو أو عملية أو حالة يتبين أنها وقعت فعلياً أو ضمناً في تاريخ سابق على تاريخ بدء عمل الصندوق.
- أي مطالبة تنشأ عن ظرف أو حالة يكون العلم بها كافياً لاعتقاد الشخص العادي بأنه يمكن أن يترتب عليها مطالبة.
- أي غرامات أو جزاءات أو عقوبات أو تعويضات مضاعفة وذلك فيما عدا القيمة التعويضية الأصلية للاضرار التي تسبق هذا التضاعف.
- أي مطالبة تتم بمعرفة أو نيابة أو بناء على تعليمات أي جهة أو كيان حكومي أو تابع للحكومة، وذلك فيما عدا الإجراءات التي تتم بصورة مستقلة بالإصالة عن أحد العملاء.
- أي مسؤولية تنشأ عن أرجاء العمليات أو تأجيل السداد بسبب عدم قيام العميل بسداد قيمة العمليات للعضو.
- أي خسارة أو حرمان من الدخل أو الرباح بما في ذلك ضياع الفوائد أو عوائد الأسهم أو الاتعاب أو العمولات أو ما شابهها. أي خسارة ناشئة عن الأوامر أو الرسائل المرسلة للعضو والتي تستقبل على أجهزة الحاسب الآلي له أو أي جهاز تكنولوجي لاستقبال البيانات أو طباعتها أو عرضها على شاشة الحاسب الآلي أو أيس جهاز مشابه، وذلك فيما عدا الخسائر المغطاة وفقاً لقواعد العمل بالصندوق.
- جميع ما يتحملة العميل من اتعاب أو نفقات أو مصروفات لإثبات وجود أو لتحديد قيمة الخسارة المغطاة.
- أي خسارة ناتجة عن الحوادث المفاجأة أو القوة القاهرة أو الظروف الطارئة أو القرارات السيادية.
- راجع: الموقع الإلكتروني لصندوق حماية المستثمر المصري الآتي:

<https://ipf.eg/cms.php?id=356693594>

والتعويض الذي يقدمه الصندوق يكون وفق الضوابط الآتية^(١):

١- يكون التعويض بحد أقصى خمسمائة ألف جنيه لكل عميل أو لكل مساهم مالك ورقة مالية حرة التداول.

٢- يشمل التعويض بالنسبة لعميل العضو من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية:

- الأوراق والأدوات المالية التي يتعامل عليها العميل لدى العضو.

- الرصيد النقدي الدائن بالحساب الناتج عن تعاملات العميل في الأوراق المالية لدى العضو بما لا يتعدى مائة ألف جنيه.

٣- في جميع الأحوال لا يجوز أن يتجاوز التعويض لعملاء أو مساهمي العضو في الحالة الواحدة ١٠% من موارد الصندوق وفقاً لآخر قوائم مالية سنوية أو دورية صادرة بتقرير مراقبي حسابات الصندوق.

وإذا تتجاوز كافة التعويضات المسددة خلال السنة المالية إجمالي إيرادات الصندوق من الاشتراكات المسددة الدورية مضافاً إليها كافة عوائد أموال الصندوق.

٤- في حالة زيادة قيمة التعويض على المبالغ المتاحة يتم توزيع قيمة المبالغ المتاحة لكل عضو على جميع عملاء ومساهمي العضو كل بمقدار قيمة الأوراق والأدوات المالية والرصيد النقدي الخاص به.

٥- يجوز تعويض عملاء الأعضاء من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بشراء الأوراق والأدوات المالية لهم بقيمة التعويض المستحق لهم.

٦- يكون تعويض مساهمي الأعضاء المالكين للأوراق المالية حرة التداول بما يعادل متوسط أسعار إقبال الورقة المالية خلال آخر ثلاثة أشهر تم التداول فيها على الورقة المالية، وأن يكون التعويض بالقيمة العادلة التي يحددها مستشار مالي مستقل.

٧- يراعى عند تحديد قيمة التعويض أية مبالغ حصل عليها العميل أو المساهم من العضو أو الغير بسبب الخطر محل التعويض، كما يراعى عند صرف التعويض خصم أية مبالغ مستحقة للعضو لدى العميل.

١ أنظر: المادة ١٠ والمادة ١٢ من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٣٣٩ لسنة ٢٠١٩.

٨- يجب صرف التعويض خلال مدة لا تزيد عن ٣٠ يوماً من تاريخ البت بالطلب بثبوت حقه في التعويض.

٩- يعتبر التعويض بمثابة تسوية نهائية لمستحقات العميل أو المساهم في مواجهة الصندوق عن الواقعة محل التعويض، كما يحق للعميل أو المساهم الرجوع على العضو للمطالبة بالتعويض فيما يجاوز ما أداه إليه الصندوق من تعويض.

ويبدو لنا أهمية الحماية التي يوفرها نظام التأمين من الأخطار غير التجارية للمستثمر في عملية الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف، نظراً لكثرة المخاطر التي تحيط بالمستثمر عند ممارسة هذه الأنشطة، لكثرة الالتزامات الناتجة عنها وتعقدها، ولكنه أيضاً يقتصر مداه على أخطاراً معينة ولا يمتد لغيرها من الأخطار، كما أن التعويض الممنوح عن طريق هذه الصناديق محدد وقد لا يغطي جميع الأضرار، أي أن التعويض محدد بحدود معينة لا يمكن تجاوزها مهما بلغ حجم الضرر أو الخسارة.

المبحث الأول

الضمانات الخاصة بعقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف

يتميز كل من عقد الشراء بالهامش وعقد البيع على المكشوف، بتعدد الالتزامات الناتجة عنهما خصوصاً ذات الطبيعة المالية، وكثرة الأخطار المحيطة بهما، لذا كان لزاماً على التشريعات المنظمة لهذه العقود أن تنص على ضمانات خاصة بها.

وخصوصية هذه الضمانات تأتي من إلزام التشريعات بتقديمها، باعتبارها شرطاً لإبرام هذه العقود، وهي محددة لا يمكن الاستعاضة عنها بضمانات أخرى، وإن كانت التشريعات لا تمنع من تقديم ضمانات أخرى، ولا يكفي مجرد تقديمها لحظة إبرام العقد، وإنما يجب استمرارها على الوجه المقرر قانوناً طالما كان العقد قائماً. وتتمثل هذه الضمانات بـ: الهامش الذي يلتزم المستثمر بإيداعه لدى الوسيط، والرهن المقرر على الأوراق المالية محل الصفقة أو التي يتضمنها حساب الهامش.

وستنولى بيان أنواع هذه الضمانات والأحكام المترتبة عليها، من خلال الآتي:

المطلب الأول: أنواع الضمانات الخاصة.

المطلب الثاني: الأحكام المترتبة على تقديم الضمانات الخاصة.

المطلب الأول

أنواع الضمانات الخاصة

إن الضمانات التي غالباً ما تشترطها التشريعات على المستثمر الراغب في عملية الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف تكون على نوعين، الأول، يكون مبلغاً من النقود أو أوراق مالية تودع في حساب خاص يسمى بحساب الهامش، والثاني، الرهن المقرر على الأوراق المالية التي يتضمنها ذلك الحساب. وكلاً من النوعين سنوضحه تباعاً.

الفرع الأول

الهامش

تشترط التشريعات على المستثمر الراغب في عقد صفقة شراء بالهامش أو بيع على المكشوف أن يودع لدى الوسيط الذي يتعامل معه مبلغ معين أو أوراق مالية في حساب خاص بالمستثمر لدى الوسيط، يسمى بالهامش، وسوف نتولى تعريف الهامش وبيان أنواعه وكيفية سداده، وفقاً لما يلي:

(١) تعريف الهامش:

يعد الهامش أحد العناصر الأساسية لأي عملية تداول للأوراق المالية من خلال الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف، ولا تختلف ماهية الهامش في الشراء بالهامش عن البيع على المكشوف إلا من حيث الملتزم بدفعه، ونسبته.

ويعرف الهامش بأنه: "ما يضعه العميل لدى السمسار من مال في حساب خاص يسمى حساب الهامش كجزء من كامل مبلغ يرغب في استثماره، ويكون هذا المال بمثابة التأمين في حال خسارة العميل"^(١)، ويعرف أيضاً بأنه: مبلغ يودعه العميل لدى الوسيط عند الاقتراض لشراء الأوراق المالية^(٢).

١ ياسر بن ابراهيم بن محمد الخضير، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية دراسة فقهية، رسالة ماجستير، كلية الشريعة، جامعة الامام محمد بن سعود، ١٤٢٨ - ١٤٢٩، ص ٦٤.

2 John Downes, Jordan Elliot Goodman, Dictionary of and Investment Terms -Fifith Edition, Barron's Educational Series, New York, 1998, P. 343.

وذهب القضاء الأمريكي في أحد أحكامه لتعريف الهامش بكونه ضمان للوسيط، حيث جاء فيه:
الهامش هو إيداع في حساب العميل، لحماية الوسيط من الخسائر الناجمة عن التقلبات اليومية في ذلك الحساب^(٣).

والوظيفة الأساسية للهامش هي درء الخسران عن القرض (المعتمد على الحد الائتماني) في حال اتجاه الأسعار إلى غير ما توقع المستثمر وانخفضت الأسعار كان الهامش الحد الأعلى لما يمكن أن يلحق بالمستثمر من خسارة^(٤)، فالغرض من الهامش هو التأكد أن الخسران إذا وقع يتحملة العميل في ماله الخاص، ويبقى مقدار القرض سالمًا في ذمته^(٥)، أي أن الهامش في المتاجرة بالهامش يعتبر أمانًا للقرض الذي يأخذه المستثمر من السمسار أو البنك^(٦)، أو أي مقرض آخر.

ويعد عنصرًا أساسياً في عملية البيع على المكشوف، كون أن هذه العملية تتم عبر فتح نوع خاص من الحسابات يسمى حساب الهامش، وهو ما يضعه المستثمر لدى الوسيط من أموال (أوراق مالية أو نقدية) في حساب خاص يسمى حساب الهامش؛ ليتمكن من استثمار الأوراق المالية التي اقترضها، والهامش المطلوب إيداعه في عملية البيع على المكشوف إنما يعتبر ضمانًا للوفاء بالتزامات الملقاة على عاتق المستثمر.

وبخصوص الملتمزم بدفع الهامش؛ ففي عملية الشراء بالهامش يكون المستثمر المشتري هو الملتمزم بدفعه، أما في البيع على المكشوف فإن البائع هو من يلتزم بدفعه، وفي كلا العمليتين تودع الأموال المقدمة كهامش لدى الوسيط الذي يتعاقد معه المستثمر لإبرام الصفقة.

وتجدر الإشارة إلى أنه يجب مراعاة الأمور التالية في تنظيم الهامش^(٧):

3 "a margin is a deposit in a customer's account to protect the broker from losses caused by the daily fluctuations in the account". US District Court for the Middle District of Louisiana - 577 F. Supp. 1466 (M.D. La. 1984) January 11, 1984.

See; <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/577/1466/1497515/>

^٤ محمد علي القرني، تجارة الهامش، أعمال وبحوث الدورة الثامنة عشر للمجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، رابطة العالم الإسلامي، مجلد ١، ٢٠٠٦، ص ٦.

^٥ المرجع السابق، ص ٨.

^٦ محمد عثمان شبير، المتاجرة بالهامش، أعمال وبحوث الدورة الثامنة عشر للمجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، رابطة العالم الإسلامي، مجلد ١، ٢٠٠٦، ص ١٦.

^٧ محمد الصيرفي، المرجع السابق، ص ٩٩ وما بعدها.

- يلعب الهامش دوراً في حراسة الأمن المالي وسلامة الأسواق المالية، ويجب أن تكون متطلبات الهامش كافية لتغطية التداول المكشوف المحتمل.

- يجب أن يتم مراجعة متطلبات الهامش دورياً.

- يجب أن تصمم مستويات الهامش وإجراءاته لتقليل تعرض أطراف السوق للخطر، وتحديدًا خطر عدم السداد الناتجة عن تغير نمط حركة السوق سواءً في ورقة مالية معينة أو في السوق ككل.

- يجب أن يؤخذ في الحسبان تكلفة الهامش، في منافع تقليل الخطر، فمثلًا المستوى العالي للهامش قد يزيد من تكلفة التداول لأداة معينة، وبالتالي يؤثر في المنفعة الاقتصادية لتلك الأداة.

- يجب أن يؤخذ في الاعتبار الهامش المزدوج (الهامش المبدئي، هامش الصيانة).

(٢) أنواع الهامش: الهامش على نوعين:

(أ) الهامش المبدئي أو الابتدائي: يمثل الحد الأدنى الذي يجب على المستثمر إيداعه لدى الوسيط بعد فتح الحساب لديه وقبل الشروع في عقد أي صفقة شراء.

ويعرف بأنه: "ملكية العميل من مبالغ نقدية، أوراق مالية مودعة في حساب التداول بالهامش كنسبة من القيمة السوقية للأوراق المالية المراد شراؤها، وتكون هذه النسبة محددة في اتفاقية التداول بالهامش"^(٨).

ويعرف أيضاً بأنه: "مبلغ يودعه كل طرف من أطراف التعاقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، لإثبات الجدية وحسن النية، وأيضاً لحماية الطرف الآخر"^(٩).

٨ الكتاب الأول/ التعريفات من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية. متاح عبر الموقع الإلكتروني لهيئة أسواق المال الكويتية الآتي:

https://www.cma.gov.kw/pdfviewer/?file=/documents/55799/1043178/CMA+1+AR+2022+R5_7.pdf/96d28de7-3609-a017-9097-84bd572faf76?t=1650536177785#page=1&zoom=page-fit,-22,849

٩ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات الجزء الثاني، ٢٠٠٣، ص ٥٨٢.

كما يعرف بأنه: "الحد الأدنى الذي يشترط أن يدفعه المشتري من ماله الخاص, عند إرادة الشراء"^(١).

الشراء"^(١).

وتختلف نسبة هذا الهامش من نظام قانوني لآخر, ففي مصر يلتزم العميل الراغب في الشراء بالهامش أن يسدد نقداً ما لا يقل عن ٥٠% من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحسابه وبما لا يقل عن ٢٠% بالنسبة للسندات الحكومية, مع اعطاء الحق للهيئة العامة للرقابة المالية تعديل النسبة المذكورة في ضوء أوضاع السوق بناءً على اقتراح من البورصة المصرية^(٢), وفي حالة البيع على المكشوف فإن العقد المبرم بين المستثمر والشركة يحدد الهامش الذي يودعه المستثمر على أن لا يقل عن ٥٠% من القيمة السوقية للأوراق المالية قبل اقتراضها وبيعها, وتكون هذه النسبة بما لا يقل عن ٢٠% من القيمة السوقية للسندات الحكومية^(٣), ويتم تقييم القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة محسوباً على آخر سعر إقفال للورقة المالية^(٤).

وحددت نسبة هذا الهامش في الولايات المتحدة الأمريكية بـ ٥٠% من قيمة الأوراق المالية محل

الصفقة"^(٥).

وتشدد المشرع الكويتي بتحديد نسبة الهامش المودع من المستثمر في عملية البيع على المكشوف, بأن لا يقل الضمان النقدي عن (١٠٠%) من قيمة الأوراق المالية المقترضة^(٦), أما في حال الشراء

^١ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان, أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة الجزء الأول, كنوز أشبيليا للنشر والتوزيع, الرياض, الطبعة الأولى, ٢٠٠٥, ص ٦٨٨.

^٢ المادة ٢٩٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

^٣ المادة ٢٩٩ مكرر البند ٣ من ذات اللائحة.

^٤ المادة ١/٦ من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ بشأن تنظيم مزاوله عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع. متاح على موقع البورصة المصرية عبر الرابط الآتي:

<https://www.egx.com.eg/getdoc/85fbaa46-2db5-4409-9641-299e21d84133/Decree-268-for-2019-Securities-Lending-and-Borrowi.aspx>

5 Regulation T, 220- 12, Supplement: margin requirements, (A).

متاح على موقع قانون اللوائح الفيدرالية الحكومي عبر الرابط الآتي:

<https://www.ecfr.gov/current/title-12/chapter-II/subchapter-A/part-220?toc=1>

^٦ المادة ٢/٦ من قواعد الإقراض والاقتراض المركزي الكويتية لسنة ٢٠٢١, ونصت المادة ٥/٦ من نفس القواعد على أنه: "يجب أن يكون الضمان النقدي المطلوب مساوياً لقيمة الأوراق المالية المراد اقتراضها وقت تنفيذ العملية".

متاحة على موقع الشركة الكويتية للمقاصة عبر الرابط الآتي:

https://www.maqasa.com/ar/documents/11/SLBRuleBook_ar6.3.pdf

بالهامش حدد نسبة هذه النوع من الهامش بما لا يقل عن نسبة ٥٠% من القيمة السوقية للأوراق المالية المراد تمويلها بالهامش. ويجوز لمقدم الخدمة أن يضع نسبة أعلى للهامش الأولي ضمن اتفاقية التداول بالهامش^(١).

جدير بالذكر أن النسب سالفة الذكر تمثل الحد الأدنى الذي لا يجوز للشركات التي تزاول عمليات الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف أن تنزل عنه، وعلى هذا يجوز للشركات أن ترفع نسبة الهامش، ويظهر هذا جلياً من نص المادة ٢٩٥ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(ب) هامش الوقاية: لما كانت المخاطر المحيطة بأطراف العقد تتغير زيادةً ونقصاناً مع كل ارتفاع أو انخفاض في قيمة الأوراق المالية، حيث تتضاءل عندما تتسم الصفقة بالاستقرار، أما إذا تعرضت الأوراق المالية لانخفاض في قيمتها السوقية، فإن نسبة الهامش الفعلي سوف تنخفض إلى مستوى أقل من الهامش المبدئي، وتظهر في الأفق المخاطر التي تهدد المقرض، وهنا كشفت الهندسة المالية عن قدراتها، إذ يشترط في مثل هذه الصفقات ألا تقل نسبة الهامش المبدئي في أي لحظة عن هامش وقاية^(٢).

وفي ضوء ما سبق يمكن القول بأن الهامش الفعلي أو الحقيقي يكون مساوياً للهامش المبدئي عند إصدار أمر الشراء، بينما يكون عرضة للتغير فيما بعد على حسب اتجاهات السوق، ومن أجل حماية السمسار من هذه التقلبات في القيمة السوقية للأوراق المالية يُطلب من المستثمرين أن يحافظوا على حد أدنى من الهامش الحقيقي، وهو ما يعرف باسم هامش الوقاية^(٣).

ويعرف هامش الوقاية بأنه: "هو الذي يتعلق بالقرض لشراء الأوراق المالية (أسهم، سندات) أو العملات لما بعد اليوم الاول"^(٤)، كما يعرف بأنه: "الحد الأدنى للهامش المحدد في اتفاقية التداول بالهامش

١ المادة ١٦/٨-٢ من الكتاب الحادي عشر لللائحة التنفيذية للقانون الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

٢ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات الجزء الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص ٢٤٥.

٣ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠، ص ٣٢.

٤ محمد عثمان شبير، المرجع السابق، ص ١٩.

كنسبة لملكية العميل من القيمة السوقية للأوراق المالية في حساب التداول بالهامش في أي وقت بعد تاريخ الشراء"^(١).

أو أنه: "الحد الذي بعده يكون لشركة السمسرة إجراء استدعاء هامشي"^(٢).

وهامش الصيانة يعتبر وسيلة أمان، كونه يضمن التغطية ضد احتمال عدم قدرة المستثمر على تغطية الخسائر بما يحقق الحماية للمقرض، ويوصف بأنه آلية ذاتية للتغطية"^(٣)، وتحدد القوانين المعمول بها نسبته، وقد يكون للسمسار هامش صيانة خاص به يزيد عن متطلبات القانون"^(٤).

وعن نسبة هامش الصيانة في القانون المصري، في الشراء بالهامش على شركة السمسرة في حال انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الشراء بالهامش أن مديونية العميل تجاوزت ٦٠% من القيمة السوقية للأوراق المالية بسعر الإقفال المعلن من البورصة و٨٥% بالنسبة للسندات الحكومية، وجب عليها إخطار المستثمر بتخفيض هذه النسبة سواء بالسداد النقدي أو بتقديم ضمانات إضافية"^(٥)، وبالتالي تكون نسبة هامش الصيانة هي ٤٠% بالنسبة للأوراق المالية و١٥% بالنسبة للسندات الحكومية.

وفي عملية البيع على المكشوف في حالة انخفاض قيمة الضمانات إلى نسبة ١٤٠% من القيمة السوقية للأوراق المالية وإلى نسبة ١١٥% من القيمة السوقية بالنسبة للسندات الحكومية، يجب على الشركة إنذار العميل بضرورة تقديم ضمانات إضافية أو تغذية الحساب لزيادة قيمة الضمانات إلى ١٥٠% بالنسبة للأوراق المالية وإلى ١٢٠% بالنسبة للسندات الحكومية"^(٦).

١ الكتاب الأول/ التعريفات من اللائحة التنفيذية للقانون الكويتي رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

2 Frank J. Fabozzi, Harry M. Markowitz, The Theory and Practice of Investment Management: Asset Allocation, Valuation, Portfolio Construction, and Strategies", 2nd Edition, Wiley & Sons, New Jersey, 2011, p. 136.

٣ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الجزء الأول، المرجع السابق، ص ٢٤٨.

٤ محمد علي القري، المرجع السابق، ص ٦.

٥ المادة ١/٨ من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم مزاوله شركات السمسرة في الأوراق المالية وامناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش. متاح على الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية:

https://fra.gov.eg/wp-content/uploads/fra_live_data/pdfs/UG32366UG32367.pdf

٦ المادة ٨/ رابعاً البند ٢ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩.

أما في القانون الأمريكي فقد حددته سلطة تنظيم الصناعة المالية (FINRA) بنسبة ٢٥% من قيمة الأوراق المالية المودعة في حساب التمويل على الهامش كضمان^(١).

وشركات الوساطة في أحوال كثيرة قد تقوم برفع نسبة هامش الوقاية عن الحد الأدنى المقرر قانوناً، بحسب نوع الأوراق المالية المشتراة^(٢).

وحدد المشرع الكويتي نسبة هامش الصيانة في عمليات الشراء بالهامش بما لا يقل عن نسبة ٢٥% من القيمة السوقية للأوراق المالية في حساب التداول بالهامش في أي وقت بعد تاريخ التعامل. ويجوز لمقدم الخدمة أن يضع نسبة أعلى لهامش الصيانة ضمن اتفاقية التداول بالهامش^(٣).

ويتم حساب الهامش الحقيقي في حساب المستثمر الذي يقوم بعملية الشراء الهامشي بقسمة حقوق الملكية (المتثلة في الهامش المبدئي الذي اودعه المستثمر) على القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة^(٤).

ويمكن تحرير مثال يوضح كيفية حماية هامش الصيانة للمقرض، وكما يلي:

نفترض أن الهامش المبدئي يصل إلى ٥٠% وهامش الصيانة يصل إلى ٢٥% فإنه يكون بإمكان العميل الذي يودع في حسابه مبلغ مليون دينار، يحصل على قرض يساوي مليوناً آخر، فإذا أشتري أسهماً قيمتها مليوني دينار، تودع جميعها في حسابه توثيقاً للدين (أي رهنها)، فإذا قلنا أن هامش الصيانة هو ٢٥% معنى ذلك أن انخفاض أسعار الأسهم المودعة في الحساب عن مليون وخمسمائة الف، يترتب عليه مبادرة السمسار بتصفية تلك الأسهم جميعاً واسترداد قرضه البالغ مليوناً، ما لم يبادر العميل إلى زيادة قيمة تلك الضمان بما يتلاءم مع حدودها الدنيا^(٥).

(٣) سداد الهامش:

1 FINRA rules, 4210. Margin Requirements, (c) Maintenance Margin.

See: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/4210>

٢ محمد عبد المقصود محمد غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مركز الدراسات العربية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ٢٠١٩، ص ١١٨.

٣ المادة ١٦/٨-٢ من الكتاب الحادي عشر لللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

٤ محمد عبد المقصود محمد غانم، المرجع السابق، ص ١١٣ هامش رقم (١).

٥ محمد علي القري، المرجع السابق، ص ٢٠.

يمكن تسديد النسبة المطلوبة للهامش من خلال النقد أو الأوراق المالية المقبولة كضمان، فإذا كان الأصل أن يتم سداد الهامش نقداً، لكن بالإضافة الى السداد النقدي أجاز المشرع المصري في إطار الشراء بالهامش للعميل أن يقوم بسداد نسبة الهامش المطلوب بغير طريق السداد النقدي، وذلك بأن يقدم للشركة ويضع تحت تصرفها أحد الضمانات التالية على أن تكون قيمتها ٥٠% من ثمن الأوراق المالية المشتراة و ٢٠% بالنسبة للسندات الحكومية^(١):

أ- خطابات ضمان مصرفية غير مشروطة صادرة لصالح الشركة من أحد البنوك أو فروع البنوك الأجنبية الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري.

ب- ودائع لدى أحد البنوك أو فروع البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري، بشرط أن يتم تجميدها لدى البنك لصالح الشركة وأن يجوز تسجيلها عند طلب الشركة دون اشتراط موافقة العميل، على ان يتم تقييمها بنسبة ٩٠% من أصل مبلغ الوديعة.

ويجوز للمستثمر تقديم الأوراق المالية التالية كضمان للشركة على ألا تقل قيمتها السوقية في تاريخ تقديمها عن ١٠٠% من ثمن الأوراق المالية المشتراة^(٢):

أ- سندات حكومية مصرية بشرط رهنها لصالح الشركة على أن يتم تقييمها بنسبة ١٠٠% من قيمتها السوقية.

ب- الأوراق المالية التي تتوافر بها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة العامة للرقابة المالية وتقبلها الشركة كضمان على أن يتم تقييمها بنسبة ١٠٠% من قيمتها السوقية.

جدير بالذكر أن سماح المشرع المصري للعميل بسداد الهامش بنوعيه (المبدئي، الوقاية) بالسداد النقدي أو بتقديم أحد الضمانات المنصوص عليها جاء على سبيل الحصر^(٣).

وفي ذات الوقت سمح المشرع المصري للشركة تحديد الأوراق المالية المقبولة كضمان لديها، حيث ألزم شركات السمسرة في الأوراق المالية أو أمين الحفظ بإخطار الهيئة والبورصة مسبقاً بقائمة

١ المادة ١/٥ من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤.

٢ المادة ٢/٥ من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤.

٣ محمد عبد المقصود محمد غانم، المرجع السابق، ص ٢٠٣.

بالأوراق المالية المقبولة لديها كضمان من بين الأوراق المالية المسموح بالتعامل عليها بالشراء بالهامش وفقاً للمعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة، وذلك وفقاً لما يلي^(١):

- ١- أن يصدر بتحديد هذه الأوراق ونسبة الضمان لكل ورقة مالية قرار من مجلس إدارة الشركة أو العضو المنتدب في حالة أمين الحفظ من البنوك.
- ٢- التزام الشركة بقبول هذه الأوراق المالية من جميع عملائها.
- ٣- قيام الشركة بإتاحة قائمة بهذه الأوراق المالية ونسبة الضمان لكل ورقة مالية بشكل ظاهر في مقرها الرئيسي وفي جميع فروعها وعلى موقعها الإلكتروني.
- ٤- إخطار الهيئة والبورصة المصرية بشكل مسبق بكافة القرارات المتعلقة بالأوراق المالية التي تتعامل عليها بهذه الآلية.

وتلتزم شركة السمسرة في الأوراق المالية أو أمين الحفظ في حالة قيامه بتعديل القائمة المشار إليها أو نسبة الضمان لأي ورقة مالية بما يلي:

- ١- الالتزام بمراعاة كافة الأحكام الواردة بالفقرة السابقة.
- ٢- إخطار المتعاملين معها بالية شراء الأوراق المالية بالهامش بالقائمة الجديدة، مع إعطاء مهلة لعملائها باستبدال الأوراق المالية المقبولة كضمانة بالأوراق المالية التي خرجت من القائمة خلال مدة لا تقل عن شهرين أو تقديم ضمانات إضافية طبقاً لما هو وارد بالمادة الخامسة من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤.

وعليه فإن القواعد الحالية تقلل من وصاية الهيئة العامة للرقابة المالية على الشركات بشأن اختيار الأوراق المالية المقبولة لديها كضمان لديها وتتيح أكبر قدر ممكن من المرونة^(٢)، بمعنى أن الشركات تتمتع بشيء من الحرية في تحديد الأوراق المالية المقبولة كضمان لديها.

١ المادة السابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤.

٢ محمد عبد المقصود، المرجع السابق، ص ٢٨٢.

وفي إطار البيع على المكشوف فإن المستثمر المقترض ملزم بدفع الهامش نقداً^(١), وفي ذات الوقت سمح المشرع المصري لشركة السمسرة أن تقبل تسديد النسبة المحددة للهامش من خلال تقديم أحد الضمانات المنصوص عليها في المادة ٢٩٤ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢^(٢), أي بصورة غير نقدية.

والقانون الأمريكي يسمح بسداد الهامش المبدئي, وكذلك تخفيض نسبة المديونية في هامش الوقاية, بطريقة السداد النقدي المباشر أو تقديم الأوراق المالية المستوفاة للمعايير^(٣).

وعكس ما ذهب إليه المشرع المصري والأمريكي كان موقف المشرع الكويتي, إذ اشترط أن يكون الضمان المقدم في عملية البيع على المكشوف نقداً فقط, حيث نصت المادة ١/٦ من قواعد الإقراض والافتراض المركزي الكويتية لسنة ٢٠٢١ على أن: "يكون الضمان النقدي فقط هو الضمان المقبول من المقاصة مقابل اقتراض الأوراق المالية".

أما في عملية الشراء بالهامش فإنه يجوز أن تكون الضمانات المقبولة في حساب التداول بالهامش, أوراق مالية أو أرصدة نقدية مودعة في حساب التداول بالهامش, واستثناءً يجوز لمقدم خدمة التداول بالهامش قبول ضمانات إضافية في حساب التداول بالهامش وذلك في الحالتين التاليتين:

أ- الانخفاض المستمر في القيمة السوقية للورقة المالية في حساب التداول بالهامش جراء ظروف غير اعتيادية تطرأ على الورقة المالية أو البورصة.

ب- وقف تداول الورقة المالية بالهامش لأكثر من خمسة أيام عمل^(٤).

مما يمكن القول معه بأن المشرع الكويتي منح الشركات حرية تحديد الأموال التي يتضمنها حساب الهامش.

١ المادة ١/٦ من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩.

٢ المادة ٢/٦ من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩.

3 Regulation T, 220- 4, Margin account, (C) 2.

٤ المادة ١٧/٨ من الكتاب الحادي عشر لللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

الفرع الثاني

رهن الأوراق المالية

يعد رهن الأوراق المالية من الأسس التي يقوم عليها تنظيم عمليات شراء الأوراق المالية بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع^(١).

ويتقرر الرهن في عملية الشراء بالهامش لمصلحة الشركة الممولة لعملية شراء الأوراق المالية بالهامش، ضماناً لحقها المتمثل بمبلغ التمويل الممنوح للعميل، أما في إطار عملية البيع على المكشوف فإن الرهن يتقرر لمصلحة مقرض الأوراق المالية محل البيع على المكشوف، ضماناً له لما يترتب بذمة المقرض الذي يبيع الأوراق المالية على المكشوف من التزامات.

ومحل الرهن في عملية الشراء بالهامش هو الأوراق المالية المشتراة بالهامش، بالإضافة إلى ما يقدمه العميل كضمان من أوراق مالية في حساب الهامش، أما في البيع على المكشوف فإن الرهن يرد على حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة، يضاف إلى ذلك الأوراق المالية الأخرى -إن وجدت- التي يتقدم بها العميل كضمان لتنفيذ التزاماته.

وعلى الرغم من أن المشرع المصري لم ينص صراحةً على الرهن في عملية الشراء بالهامش إنما يمكن أن يستشف من خلال الزام المشرع المصري شركة السمسرة بإبلاغ شركة الإيداع والقيود المركزي بعملية الشراء بالهامش في ذات يوم تنفيذها؛ كي تقوم الأخيرة بحجز هذه الأوراق المالية المشتراة بحساب العميل لدى أمين الحفظ لصالح شركة السمسرة^(٢).

وبالتالي تعد الأوراق المالية المشتراة بالهامش مرهونة لمصلحة شركة السمسرة، والمستثمر لا يملك حرية اختيار رهنها من عدمه؛ حيث إن اللائحة التنفيذية قد أوجبت على شركة الإيداع حجز هذه الأوراق لصالح شركة السمسرة، بمجرد قيام الأخيرة بإخطار شركة الإيداع بعملية الشراء بالهامش^(٣).

١ حسين الماحي، الشركات التجارية وقواعد سوق الأوراق المالية الكتاب الثاني قواعد سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الثانية، ٢٠٢١، ص ٤٥٥.

٢ المادة ٣/٢٩٤ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

٣ حسين الماحي، المرجع السابق، ص ٤٥٨.

وبالإضافة إلى ذلك يكون هناك رهن للأوراق المالية التي يقدمها العميل كضمان لتنفيذ التزاماته في عملية الشراء بالهامش^(١).

ويتضح أنه توجد مسألتين مهمتين في عملية رهن الأوراق المالية في عملية الشراء بالهامش، الأولى: أن شركة السمسرة ليست مخريرة في قبول الرهن من عدمه، فالمشرع لم يترك الحرية للدائن في أخذ الرهن من عدمه، والثانية: هو أن لا تنزل قيمة الرهن عن الحدود المبينة في القوانين والأنظمة، ومن يخالف ذلك سوف يعرض الدائن للعقوبات الإدارية وللجزاء المدني إن ترتب على ذلك ضرر لأي شخص^(٢).

وفيما يتعلق بالرهن في عملية بيع الأوراق المالية المقترضة، الزم المشرع المصري العميل بإيداع الضمان النقدي في حساب مستقل خاص بعملية الاقتراض بغرض البيع لدى شركة السمسرة، والزم شركة السمسرة باستلام حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة إلى أن يتم رد هذه الأوراق المالية إلى نظام الإقراض، وأن يتم استقطاع الحقوق المالية والمزايا الأخرى التي تنتجها الورقة المالية من حساب الضمان النقدي للمقترض لدى شركة السمسرة لمصلحة العميل المقترض^(٣)، كما أنه أجاز للشركة أن تقبل أوراقاً مالية كضمان لديها^(٤)، وأجاز لها الاتفاق مع العميل المقترض استثمار الضمان النقدي المقدم منه^(٥).

وبالتالي يمكن القول بأن حساب العميل المقترض لدى شركة السمسرة بما يتضمنه من أموال نقدية أو عينية (أوراق مالية) يكون مرهوناً لمصلحة العميل المقترض، بحيث يمكن استخدامه في حال إخلال العميل المقترض بالتزامه برد الأوراق المالية المقترضة^(٦).

١ المرجع السابق، في ذات الموضوع.

٢ محمود فكري عبد الصادق الشاهد، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية -دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٩، ص ١٠٠.

٣ المادة ٢٩٩ مكرر/١ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

٤ المادة ٢/٦ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩.

٥ المادة ٥/٤ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩.

٦ أنظر: المادة ٨/٨ ثالثاً من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩.

وهناك قوانين تنص صراحة على الرهن في عملية الشراء بالهامش كالقانون الكويتي، حيث تنص المادة ٢١/٨ من الكتاب الحادي عشر لللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ على أن: "يتمتع مقدم خدمة التداول بالهامش بحق الرهن على الأوراق المالية التي اشتراها العميل عن طريق التداول بالهامش ويكون له حق التقدم باستيفاء ما ترتب له من حق بتلك الأوراق المالية على غيره من دائني عميله حتى وإن كان لهم حق امتياز خاص أو عام"، ويلزم في المادة ٨/٤-٣ من نفس اللائحة مقدم خدمة التداول بالهامش بالتأكد من تقديم العميل للإقرارات أو التعهدات التي من ضمنها رهن الأوراق المالية والرصيد النقدي في حساب التداول بالهامش والضمانات الإضافية -إن وجدت- لصالح مقدم الخدمة، ضماناً لسداد المبالغ المستحقة على العميل نتيجة التداول بالهامش.

وإذا كان رهن الأوراق المالية بصورة عامة يعرف بأنه: "عقد يلتزم به شخص ضماناً لدين عليه أو على غيره، بتمكين دائنه أو أجنبي يعينه المتعاقدان من حق عيني على أوراق مالية للراهن، من اقتضاء حقه بالأولوية عن طريق بيع الأوراق المالية المرهونة أو المستحوز عليها في أي يد تكون"^(١).

غير أن رهن الأوراق المالية في الشراء بالهامش يعرف بأنه: "عقد به يلتزم شخص بأن يضع أوراقاً مالية لدى الدائن أو لدى شخص ثالث يعينه المتعاقدان لضمان الدين الذي عليه أو على غيره الذي ترتب على الشراء بالهامش، ويلزم الدائن بأخذ الرهن والمحافظة عليه على وفق الحدود المبينة في القوانين والأنظمة، وحبسه لديه إلى نهاية العقد، على أن يستوفي حقه من ثمن تلك الأوراق في حال بيعها مقدماً على الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في المرتبة"^(٢).

ومما سبق يتضح أن رهن الأوراق المالية محل الصفقة والأوراق المالية الموجودة في حساب الهامش، ليس بالعملية الاختيارية، بل هو ضمان إجباري في الشراء بالهامش والبيع على المكشوف، له بعض الخصوصيات، من حيث أن أخذ الرهن من المستثمر ليس أمراً متروكاً للوسيط، بل إن القانون يلزمه بذلك، أي أن الوسيط ليس مخولاً بأن يحبس الأوراق المالية المرهونة لحين استيفاء الدين، بل هو ملزم به، كما أن المستثمر ليس له إرادة في تقرير الرهن من عدمه، فهو مجبر بالقانون، فيتحول أخذ

١ حسين الماحي، المرجع السابق، ص ٤٤٧.

٢ محمود فكري عبد الصادق الشاهد، المرجع السابق، ص ٩٩ وما بعدها.

الرهن من مجرد حق يتمتع به الدائن إلى التزام أساسه القوانين والأنظمة المنظمة لعقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف.

المطلب الثاني

الأحكام المترتبة على تقديم الضمانات الخاصة

إيداع الهامش وتقرير الرهن في عملية الشراء بالهامش والبيع على المكشوف، ينتج عنه واجبات ينبغي مراعاتها، وحقوق لكل طرف من أطراف العلاقة العقدية، بالإضافة إلى أنه في حالات معينة يكون إجراء عملية بيع للأوراق المالية المرهونة أمر ضروري، لدرء الخسائر أو إيقافها، لذلك ينبغي التعرض تلك الأحكام وفقاً لما يلي:

الفرع الأول

أحكام متابعة الضمانات

تتطلب عملية متابعة الضمانات القيام بما يلي:

أولاً: إجراء عملية تقييم دورية للضمانات:

ذكرنا سابقاً أن الضمانات الخاصة شرط ضروري وأساسي لإبرام عقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف، وهو شرط بدء واستمرار، بمعنى أنه استمرار تلك الضمانات بنسبها المحددة طالما كان العقد قائماً، واستمرارها يستلزم القيام وبصورة يومية بعملية تقييم لهذه الضمانات، طوال الفترة التي يكون العقد فيها قائماً.

ولما كانت القيمة السوقية للضمانات ليست ثابتة، بل عرضة للتغير المستمر ارتفاعاً أو انخفاضاً، وإن الحدود الموضوعية من قبل للمشرع لهذه الضمانات مرتبطة بقيمتها السوقية، الأمر الذي يعني أن تلك الحدود قد تتغير أيضاً مع أي تغيير يصيب القيمة السوقية لتلك الضمانات، لذا يجب متابعة قيمة تلك الضمانات، لضمان عدم نزولها عن الحدود الدنيا التي بينها المشرع أو التي تم الاتفاق عليها، على أنه في كل الأحوال يجب أن لا تقل عن الحد الأدنى الذي وضعه المشرع. وعادةً تقوم بيوت السمسرة بحساب

نسبة الهامش الفعلي يومياً على أساس سعر الإقفال، لتحديد موقف حساب كل عميل، مع كل تغيير في سعر الورقة المعنية، لاتخاذ الإجراء المناسب في الوقت المناسب^(١).

والمشرع المصري ألزم شركة السمسرة أو أمين الحفظ -بحسب الأحوال- أن تعيد تقييم الأوراق المالية محل الشراء بالهامش في نهاية كل يوم عمل وفقاً لقيمتها السوقية^(٢)، وألزم شركة السمسرة أن تعيد تقييم الأوراق المالية المقترضة في نهاية كل يوم عمل وفقاً لقيمتها السوقية بسعر الإقفال بالبورصة ومقارنة القيمة السوقية لهذه الأوراق المالية بالضمان النقدي المقدم من العميل. ويدخل في حساب قيمة الضمان النقدي الهامش المودع من العميل وفقاً للبند ٣ من المادة ٢٩٩ مكرر من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وقيمة حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة^(٣).

وتقوم شركة السمسرة بإعداد النظم الآلية اللازمة لمتابعة وتقييم الضمانات وقواعد الاضافة إليه والخصم منه، وتقوم شركة السمسرة بإعادة تقييم الأوراق المالية المقترضة (Market to market) في نهاية كل يوم عمل على أساس آخر سعر إقفال بمقارنة القيمة السوقية لهذه الأوراق بالضمانات المقدمة من العميل المقترض^(٤).

وكذلك الحال ألزم المشرع الكويتي مقدم خدمة التداول بالمراجعة المستمرة لحساب التداول بالهامش لكل عميل واحتساب القيمة السوقية للحساب في نهاية كل يوم عمل، وإخطاره فوراً إذا كان هناك انخفاض في النسبة المحددة لهامش الصيانة^(٥).

كما ألزم مقدم خدمة التداول بالهامش بأن يشكل لجنة مخاطر تختص بإدارة المخاطر المتعلقة بتقديم خدمة التداول بالهامش، وبالأخص متابعة التزامات الملقاة على عاتقه ومنها متابعة نسب الهامش الأولي وهامش الصيانة لكل عميل^(٦). أما متابعة الضمانات في عملية البيع على المكشوف فأنها تكون

١ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات الجزء الأول، المرجع السابق، ص ٢٤٦.

٢ المادة ١/٢٩٥ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

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

٤ الفقرة رابعاً من المادة ٨ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩.

٥ المادة ١٥/٨ البند ٤ والمادة ١٩/٨ البند ١ من الكتاب الحادي عشر لللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

٦ المادة ١٦/٨-١ من الكتاب الحادي عشر لللائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

من اختصاص الشركة الكويتية للمقاصة، وفي ذلك تنص المادة ١٠/٦ من قواعد الإقراض والاقتراض المركزي الكويتية لسنة ٢٠٢١ بأن: "تقوم المقاصة بعملية تقييم الضمان المستخدم بصورة يومية".

ونرى أن العهد بمهمة متابعة الضمانات لجهة محايدة، كالجهة التي تتولى المقاصة والتسوية أمر حسن، إذ من شأن عنصر الحياد والاستقلالية في أداء الأعمال المتوافر في تلك الجهة، أن يضمن حقوق كل طرف من أطراف العقد، ويضمن عدم المبالغة في عملية تقييم الضمانات أو التقليل منها.

ولا تخلو نتيجة المتابعة من واحدة من ثلاث حالات، على النحو الآتي^(٧):

١- ارتفاع نسبة الهامش الفعلي عن الهامش المبدئي: ويحصل عندما ترتفع القيمة السوقية للأوراق المالية المرهونة، عن السعر الذي اشترت به، وفي هذه الحالة، فإن بإمكان العميل أن يفعل أحد الأمرين:
- اقتراض مبلغ جديد من السمسار يتصرف به كما يشاء، على أن لا تقل نسبة الهامش الفعلي عن الهامش الابتدائي المطلوب نتيجة الاقتراض الجديد.

- شراء أسهم جديد، تمويل بقرض جديد يحصل عليه العميل من السمسار.

٢- وقوع الهامش الفعلي بين الهامش المبدئي وبين هامش الوقاية، وهذا يحصل عندما تنخفض القيمة السوقية للأسهم المملوكة للمشتري، لكن بقدر لا يقل معه الهامش الفعلي عن هامش الوقاية، وفي هذه الحالة لا يحق للسمسار مطالبة العميل بدفع مبالغ إضافية كما لا يتمكن العميل من سحب أي مبلغ من حسابه لدى السمسار أو شراء أسهم جديدة على أساس غير نقدي، ويكون حساب العميل في هذه الحالة حساباً مقيداً^(٨).

٣- انخفاض الهامش الفعلي عن هامش الوقاية، وهذا يحصل عندما تنخفض القيمة السوقية للأسهم المرهونة انخفاضاً كبيراً، وفي هذه الحالة على مالك الأسهم (المقترض) أن يفعل واحداً من أمرين:
الأول: دفع مبلغ إضافي يودع في حسابه لدى السمسار أو يستخدم لتسديد جزء من القرض، والثاني: بيع جزء من الأسهم، واستخدام ثمنها في سداد جزء من القرض، ويترتب على ذلك انخفاض مبلغ القرض،

٧ أنظر: مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص ٦٩٠-٦٩٣.

٨ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، ١٩٩٩، ص ١٣٨.

ومن ثم ارتفاع نسبة حقوق الملكية إلى القيمة السوقية للأسهم، لينبني على ذلك ارتفاع نسبة الهامش الفعلي إلى مستوى هامش الوقاية.

ثانياً: أحكام استخدام الضمانات والتصرف فيها خلال فترة العقد:

يشير الفقه إلى أن السمسار قد يقوم بإعادة رهن ما رهنه، بمعنى أن السمسار قد يقوم بالافتراض من البنوك أو أي مؤسسة أخرى بسعر فائدة أقل، أي أن السمسار يستخدم الأوراق المالية المرهونة لديه كغطاء أو ضمان للقرض المتحصل عليه من البنوك أو المؤسسات الأخرى^(٩).

ولا يوجد حكم خاص في النظام المصري يتطرق لمسألة التصرف بالأوراق المالية أو رهنها لمصلحة دائن آخر غير الوسيط أو المقرض، بينما يجيز القانون الأمريكي التصرف في الضمانات المرهونة في حساب الهامش بنقلها من قبل صاحب الحساب إلى آخر، ويستخلص هذا الحكم من نص المادة ii 7-220.4 من Regulation T التي قضت بأن: حساب الهامش الذي يحول من عميل إلى آخر، كجزء من صفقة، ولم يتم إجراء التحويل لمخالفة متطلبات هذه الجزء يمكن معاملته كما لو كان قد تم الاحتفاظ به لحساب المحول إليه من تاريخ إنشائه، إذا قبل الدائن بحسن نية.

وتحويل حساب الهامش بما يحتويه من رصيد دائن ومدين من أوراق ونقود، يتضمن في طبيعته تصرفاً بالأوراق المالية المرهونة في الحساب الذي يتم تحويله من عميل إلى آخر^(١٠)، لكنه اشترط لجواز التحويل قبول الدائن.

ولم يكتفي المشرع الكويتي في تقرير الرهن على الأوراق المالية الممولة بالهامش لمصلحة مقدم خدمة التداول بالهامش، بل وتأكيداً منه على انفراد مقدم خدمة التداول بالهامش بهذا الضمان، لا يجيز المشرع رهن هذه الأوراق المالية لشخص آخر غير مقدم خدمة التداول بالهامش، كما لا يجوز نقل الأوراق المالية محل الشراء بالهامش من حساب التداول بالهامش إلى أي حساب آخر للعميل إلا بعد موافقة مقدم خدمة التداول بالهامش^(١١).

٩ أنظر في ذلك: عبد الله بن محمد بن حسن السعيد، المتاجرة بالهامش دراسة تصويرية فقهية، ضمن أعمال وبحوث الدورة الثامنة عشر للمجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، رابطة العالم الإسلامي، مجلد ١، ٢٠٠٦، ص ١٥.

١٠ محمود فكري عبد الصادق الشاهد، المرجع السابق، ص ١٠٧.

١١ المادة ١٧/٨ من الكتاب الحادي عشر للائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

ويحظر القانون الكويتي استخدام حساب التداول بالهامش للاكتتاب في الإصدارات الجديدة للأوراق المالية، دون الإخلال بحق الاكتتاب في زيادة رأس مال الشركات مصدرة الأوراق المالية الموجودة في حساب التداول بالهامش^(١٢).

وأيضاً يحظر على مقدم خدمة التداول بالهامش استخدام أموال العميل لتقديم تسهيلات التداول بالهامش لعميل آخر أو لنفسه حتى ولو حصل مقدم خدمة التداول بالهامش على موافقة العميل بذلك^(١٣).

ولكن يسمح النظام المصري -كغيره من التشريعات- للمستثمر استبدال الأوراق المالية المقدمة كضمان بأوراق مالية أخرى تقبلها الهيئة العامة للرقابة المالية^(١٤)، ونرى أنه لا مانع يحول دون قيام المستثمر باستبدال الأوراق المالية المقدمة كضمان بمبالغ نقدية.

ويلزم المشرع المصري شركة السمسرة باستثمار حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة من تاريخ الإقراض، على أن يتم توجيه عوائد الاستثمار بالكامل للعميل المقرض بعد خصم العمولات والمصاريف المقررة^(١٥). وفي ذات الوقت إباح لشركة السمسرة الاتفاق مع العميل المقترض على استثمار الضمان النقدي المقدم منه، على أن يتضمن الاتفاق كيفية توزيع عائد الاستثمار طوال مدة استغلاله للأوراق المالية المقترضة^(١٦).

وحدد المشرع المصري أوجه الاستثمار في أدوات الاستثمار ذات العائد الثابت المتمثلة بـ: ودائع بنكية، أدون خزانة، شهادات إيداع البنك المركزي، وهذا ما يتضح من المادة الأولى من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩ بتعريفها لعائد الاستثمار بأنه: "هو العائد الناتج عن استثمار حصيلة البيع والضمان النقدي في أدوات الاستثمار ذات العائد الثابت (ودائع بنكية، أدون خزانة، شهادات إيداع البنك المركزي)".

١٢ المادة ١٨/٨ من الكتاب الحادي عشر للائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

١٣ المادة ١٥/٨ من الكتاب الحادي عشر للائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

١٤ البند (ز) من المادة ١/٢٩٦ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

١٥ المادة ٤/٤ من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩.

١٦ المادة ٥/٤ من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩.

وعن حكم الزيادة في قيمة الضمانات, يجيز القانون المصري للمستثمر سحب ما يزيد عن النسبة المطلوبة للضمانات, كما له الحق في أن يستخدمه للحصول على تمويل إضافي, أي استخدامها كضمان في صفقة شراء بالهامش جديدة^(١٧).

ثالثاً: إجراء الاستدعاء الهامشي لزيادة الضمانات:

أفرزت الهندسة المالية آلية لتغطية المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المقرض, في حالة إذا ما انخفضت نسبة الهامش الفعلي عن هامش الوقاية يطلب السمسار من العميل دفع مبلغاً إضافياً خلال مدة معينة, أو أن يقوم ببيع جزء من الأوراق المالية محل الصفقة, لزيادة الهامش الفعلي إلى مستوى هامش الصيانة^(١٨).

فإذا نتج عن عملية تقييم القيمة السوقية للضمانات المقدم من قبل المستثمر انخفاض عن النسب المحددة في القوانين, فعلى الشركة أن تبادر إلى إخطار المستثمر بضرورة زيادة قيمة الضمانات للوصول بها إلى الحد المقبول, وهذه الإجراء يسمى بالاستدعاء الهامشي.

ويعرف الاستدعاء الهامشي في التشريع الأمريكي بأنه: مطالبة الدائن للعميل بإيداع مبالغ نقدية أو أوراق مالية إضافية, لإزالة أو تقليل النقص في الهامش كما هو محدد في هذا الجزء^(١٩).

وعادةً يلتزم المستثمر في الشراء بالهامش برفع مستوى الهامش عندما تبدأ أسعار الأوراق المالية في السوق بالانخفاض, ويصبح الهامش المودع منخفضاً بحيث لا يغطي المخاطر المرتبطة بالانتماء الذي حصل عليه, أما في البيع على المكشوف يتم مطالبة المستثمر برفع مستوى الضمان عندما ترتفع الأسعار ويصبح الهامش المودع غير كافٍ للوفاء بالتزاماته^(٢٠).

وبين المشرع المصري حدود الانخفاض في قيمة الضمانات التي يجب عن الوصول إليها إجراء الاستدعاء الهامشي, ففي حالة الشراء بالهامش إذا تبين لشركة السمسرة أو أمين الحفظ نتيجة لانخفاض

١٧ البند ز من المادة ٢/١ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

١٨ منير إبراهيم هندي, أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية, منشأة المعارف, الاسكندرية, ١٩٩٩, ص ٢٤٦.

19 Regulation. T. 220.2, Definitions.

٢٠ نهى خالد عيسى, أحكام البيع القصير في سوق الأوراق المالية -دراسة مقارنة, بحث منشور في مجلة جامعة بابل للعلوم الإنسانية, المجلد ٢٨, العدد ٧, ٢٠٢٠, ص ٢٤٣.

القيمة السوقية للأوراق المالية محل الشراء بالهامش أن مديونية العميل قد تجاوزت (٦٠%) من قيمتها السوقية بسعر الإقفال المعلن من البورصة؛ وجب عليها إخطار العميل بتخفيض هذه النسبة سواء بالسداد النقدي أو بتقديم ضمانات إضافية، وعليها اتخاذ هذا الإجراء إذا بلغت النسبة (٨٥%) بالنسبة للسندات الحكومية^(٢١).

وفي حالة اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع إذا انخفضت القيمة السوقية للضمانات إلى نسبة ١٤٠% للأوراق المالية وإلى نسبة ١١٥% للسندات الحكومية، وجب على شركة السمسرة إنذار العميل المقترض Margin Call بضرورة تقديم ضمانات إضافية أو تغذية حسابه لدى الشركة لزيادة قيمة الضمانات إلى ١٥٠% للأوراق المالية أو إلى ١٢٠% للسندات الحكومية^(٢٢).

والإجراءات التي يتضمنها الاستدعاء الهامشي تتمثل من خلال مطالبة العميل بما يلي^(٢٣):

- إيداع نقدٍ، أو أسهم في حساب الهامش تجبر النقص، وتعيد نسبة الهامش إلى ما هو مقرر.
 - سداد جزءٍ من قيمة القرض بحيث تعود نسبة الهامش إلى ما هو مقرر.
 - بيع بعض الأوراق المالية الموجودة في حساب الهامش، وإيداع حصيلتها في الحساب نفسه، لتعود النسبة إلى ما هو مقرر.
- ويذكر البعض أنه يمكن استخدام آلية الشراء بالهامش المتعدد^(٢٤) في تغطية الانخفاض في الهامش، حيث يمكن استخدام ارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية معينة في تعويض انخفاض القيمة السوقية لورقة مالية أخرى، على نحو يمنع هبوط الهامش الفعلي دون هامش الوقاية أو يمنع وقوعه بين الهامش المبدئي وهامش الصيانة^(٢٥).

٢١ المادة ١/٨ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤.

٢٢ البند ٢ من الفقرة رابعاً من المادة ٨ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩.

٢٣ عبد الله بن محمد بن حسن السعيد، المرجع السابق، ص ١٣.

٢٤ يقصد بالشراء بالهامش المتعدد القيام بالشراء لأكثر من سهم. أنظر: منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ١١٧.

٢٥ المرجع السابق، ص ١١٩.

الفرع الثاني

أحكام بيع الأوراق المالية المرهونة

يوقع المستثمر اتفاقية مع شركة الوساطة تتضمن إعطاء الوسيط الحق في تصفية مركز المستثمر المالي أو استثماراته ببيع الأوراق المالية محل الصفقة إذا انخفضت قيمتها السوقية عن النسبة المحددة في العقد، وهذه النسبة تختلف من وسيط إلى آخر، وذلك بعد أن يشعر الوسيط المستثمر بذلك ويطلب منه تعزيز ورفع نسبة الضمانات.

كما أن البنك أو الوسيط قد يقوم بتصفية استثمارات العميل عند إخلال الأخير، بالشروط المتفق عليها في العقد^(٢٦).

ويمثل حق الشركة في بيع الأوراق المالية أو كما يسمى بـ: "تسييل الضمانات" المقدمة الضمانة الأكثر أماناً لها^(٢٧).

وتجيز المادة ٢/٨ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤ للشركة بيع الأوراق المالية وتسييل الضمانات المقدمة من العميل للوصول للحدود الدنيا لنسب مديونيته.

وعادةً ما يتضمن العقد المبرم بين الشركة والعميل نصاً صريحاً يخول الشركة في حالة عدم التزام العميل بأحكام العقد أو مخالفته لشروط وأحكام التداول بالهامش الواردة في القوانين اتخاذ الإجراءات اللازمة نحو التصرف في الأوراق المالية محل التداول بالهامش أو المقدمة كضمان دون التقيد بأي أحكام أو إجراءات منصوص عليها في أية قوانين أخرى، ويوافق العميل على تفويض وتوكيل الشركة ببيع أوراقه المالية في حالة إخلالها بالتزاماته قبلها^(٢٨).

وستنطبق للحالات اللازمة لبيع الأوراق المالية المرهونة وشروطها وبيان القواعد التي يجب مراعاتها عند القيام بتسييل الضمانات:

٢٦ محمد عثمان شبير، المرجع سابق، ص ٢٦.

٢٧ محمد عبد المقصود محمد غانم، المرجع السابق، ص ٢٨٣.

٢٨ على سبيل المثال أنظر: البند السادس والبند العاشر وتابع البند العاشر من نموذج عقد شراء أوراق مالية بالهامش الخاص بشركة هيرميس، متاح عبر الموقع الإلكتروني للشركة الآتي:

<https://www.efghermesone.com/Library/Files/Uploaded%20Files/Egypt/Institutions%20Arabic%20Margin%20agreement%2011-10-2020.pdf>

أولاً: حالات بيع الأوراق المالية المرهونة وشروطها:

لا يجوز تسهيل الضمانات إلا في حالات محددة نص عليها المشرع أو وفق ما تم الاتفاق عليه بين أطراف العلاقة العقدية.

فبموجب القانون المصري، في حالة الشراء بالهامش يكون لشركة السمسرة أو أمين الحفظ - بحسب الأحوال - اتخاذ إجراءات بيع الأوراق المالية المرهونة للوصول بنسبة مديونية العميل إلى (٥٠%) من القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة بالهامش أو (٨٠%) بالنسبة للسندات الحكومية في الحالات التالية^(٢٩):

(أ) إذا لم يتم العميل بتخفيض نسبة مديونيته عن النسبة المشار إليها في الفقرة السابقة وذلك بعد مرور يومي عمل من إخطاره وفقاً للآلية المتفق عليها بالعقد المبرم بينهما ولم يقدم ضمانات إضافية.

(ب) إذا بلغت نسبة مديونية العميل (٧٠%) من القيمة السوقية للأوراق المالية أو (٩٠%) من القيمة السوقية للسندات الحكومية.

وذلك ما لم يتضمن عقد شراء الأوراق المالية بالهامش مع العميل نسباً أقل لتسهيل الضمانات المقدمة منه، وبعد إخطار العميل وفقاً لحكم البند (أ).

ويتضح من الفقرة الأخيرة أن النسب أعلاه لا تمثل حداً أدنى لا يجوز النزول عنه، بل للطرفين الاتفاق على نسب أقل لتسهيل الضمانات^(٣٠).

ويفهم أيضاً من البند (ب) أنه لا يشترط إخطار العميل إذا ما بلغت المديونية النسب المشار إليها.

(ج) ويكون لشركة السمسرة في الأوراق المالية أو أمين الحفظ التصرف بالبيع في الأوراق المالية التي خرجت من قائمة الأوراق المالية المقبولة لديها كضمان وذلك عند وصول نسبة مديونية العميل للنسبة التي تجيز التصرف بالبيع وعدم قيام العميل بتقديم ضمانات إضافية^(٣١).

وفي حالة اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها فإن المشرع المصري لم ينص صراحةً على حق الدائن ببيع الأوراق المالية المقدمة من المستثمر المدين كضمان، وإنما جاءت الإشارة ضمناً إليه عندما

٢٩ المادة ٢/٨-٣ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤.

٣٠ محمد عبد المقصود محمد غانم، المرجع السابق، ص ٢٨٣.

٣١ المادة ٤/٧ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤.

الزم شركة السمسة في حال إخلال المستثمر بالتزامه برد الأوراق المالية إلى المقترض في الموعد المحدد، بشراء تلك الأوراق خصماً على حساب العميل المقترض لدى الشركة، وإخطاره بذلك واحتساب قيمتها السوقية يوم التسوية بسعر إقفال يوم الشراء وإنهاء عملية الاقتراض^(٣٢)، وبديهي أن كانت النقود التي يتضمنها حساب العميل المقترض غير كافية فإنه يتم بيع الأوراق المالية التي يتضمنها الحساب، لشراء الأوراق المالية المقترضة وردها للمقرض.

كما أنه تقوم الشركة بشراء الأوراق المالية المقترضة وردها إلى المقرض دون الرجوع للعميل المقترض في حالتين^(٣٣):

(أ) حالة انخفاض القيمة السوقية للضمانات المقدمة إلى نسبة ١٤٠% بالنسبة للأوراق المالية وإلى نسبة ١١٥% بالنسبة للسندات الحكومية، ولم يتم العميل خلال يومي عمل على إخطاره بضرورة زيادة الضمانات، بزيادة قيمة الضمانات إلى نسبة ١٥٠% بالنسبة للأوراق المالية وإلى نسبة ١٢٠% بالنسبة للسندات الحكومية.

(ب) إذا انخفضت قيمة الضمان النقدي إلى ١٣٠% من قيمتها السوقية بالنسبة للأوراق المالية أو ١١٠% بالنسبة للسندات الحكومية.

يتضح مما سبق أنه في حالة قيام الشركة بشراء الأوراق المالية وردها إلى المقرض في حالة انخفاض قيمة الضمانات ولم يقوم العميل المقترض بزيادة قيمتها؛ إنما يعني ذلك إنهاء عملية اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها. فالشركة لا تقوم بتخفيض نسبة مديونية العميل إلى النسب المقررة كما هو الحال في عملية الشراء بالهامش وإنما ملزمة بإنهاء عملية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع.

وهذا الأمر نص عليه صراحةً المشرع الكويتي في المادة ١١/٦ من قواعد الإقراض والاقتراض المركزي الكويتية لسنة ٢٠٢١ في حال انخفاض قيمة الضمان النقدي عن قيمة الأوراق المالية المقترضة تقوم المقاصة بالتالي: ... في حال عدم إيداع المبلغ الإضافي للضمان يتم إنهاء عقد الاقتراض إجبارياً.

وعلى المستوى العملي، غالباً ما تعطي الشركات لنفسها الحق في بيع الأوراق المالية ليس فقط في حالة الفشل في تلبية نداء الهامش، بل قد يمتد إلى حالات أخرى؛ فعلى سبيل المثال قد يتضمن العقد

٣٢ الفقرة ثلثاً من المادة ٨ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٦٨ لسنة ٢٠١٩.

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

المبرم بين الشركة والمستثمر نصاً صريحاً بحق الشركة ببيع الأوراق المالية طبقاً لسلطتها التقديرية المطلقة في أي وقت، ويشمل ذلك حدوث أي من الحالات التالية: إذا قدم بحق العميل طلب شهر إفلاس أو تعيين حارس قضائي، وكذلك توقيع حجز بشأن أي حساب للعميل لدى الشركة أو موت العميل أو فقده للأهلية أو الحجر عليه، وأخيراً، إغلاق حساب العميل لدى الشركة^(١).

وفي القانون الكويتي يجوز لمقدم خدمة التداول بالهامش في حالة إخلال العميل بالتزاماته القيام ببيع الأوراق المالية المرهونة في حساب التداول بالهامش وفق القواعد المعمول بها^(٢).

واشترط المشرع المصري لممارسة الشركة حقها في بيع الأوراق المالية؛ وجوب إخطار العميل بتخفيض نسبة مديونيته، والتزام الشركة بعدم البدء في اتخاذ إجراءات البيع إلا بعد مرور يومي عمل من تاريخ هذا الإخطار، مع مراعاة حق الشركة في اتخاذ إجراءات البيع بالرغم من عدم انقضاء المدة المحددة وذلك في حالة استمرار انخفاض أسعار هذه الأوراق إلى النسب المنصوص عليها^(٣).

ثانياً: القواعد الواجب مراعاتها في كيفية بيع الأوراق المالية:

يثير الحق في بيع الأوراق المالية عدة تساؤلات منها ما يتعلق بكمية الأوراق المالية التي يتم بيعها، وكيفية اختيار الأوراق المالية لبيعها، وإذا ما كان بيعها يخضع للقواعد العامة المنظمة لرهن الأوراق المالية أم لا؟

إن النصوص التي يتضمنها النظام المصري التي منحت شركة السمسرة أو أمين الحفظ الحق في بيع الأوراق المالية المشتراة أو تسهيل الضمانات قيدت حق الشركة بقيد موضوعي؛ وهو أنه يجب على الشركة وهي تمارس حقها في بيع الأوراق المالية أن يكون البيع لغاية محددة وهي العودة بنسبة مديونية العميل إلى النسب المنصوص عليها، ومن ثم ينصب البيع على ما يكفي لتحقيق هذه الغاية دون ما عداها^(٤).

١ محمد عبد المقصود محمد غانم، المرجع السابق، ص ٣٠٠، عن نموذج عقد شركة Vanguard للشراء بالهامش.

٢ المادة ٨/٢٠ من الكتاب الحادي عشر للائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

٣ المادة (٨) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤.

٤ تنص المادة ٨/٢ من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤ على أنه: "ويكون لشركة السمسرة في الأوراق المالية أو أمين الحفظ اتخاذ إجراءات بيع الأوراق المالية وتسهيل الضمانات المقدمة من العميل للوصول بنسبة

وفي ذات الوقت لم تضع قيماً يتعلق بكيفية اختيار الأوراق المالية أو الضمانات المراد بيعها وإنما يحق للشركة أو أمين الحفظ اختيار أيًا من هذه الأوراق المالية للوصول بنسبة مديونية العميل إلى النسبة المتفق عليها، وبعبارة أخرى تتمتع شركة السمسرة أو أمين الحفظ بسلطة تقديرية مطلقة في طريقة اختيار الأوراق المالية المراد بيعها؛ ويفهم ذلك من المادة ٢/٨ من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤، حيث تنص على أنه: "ويكون لشركة السمسرة في الأوراق المالية أو أمين الحفظ اتخاذ إجراءات بيع الأوراق المالية وتسييل الضمانات المقدمة من العميل..."، فالنص على حاله هذا يعطي الحق للشركة في اتخاذ إجراءات البيع إذا تحققت إحدى الحالات المنصوص عليها، أو أنها يمكن ألا تمارس هذا الحق انتظاراً لصعود الأسهم في القريب العاجل بدلاً من البيع بخسارة شديدة.

وبموجب القانون الكويتي لا يجوز أن يشمل البيع إلا ما يكفي للوفاء بحق مقدم خدمة التداول بالهامش، ويجب عليه لدى بيعه للأوراق المالية المرهونة أن يبذل العناية الواجبة في التصرف في ماله، وفي حالة وقوع حجز على الأوراق المالية المرهونة لمصلحة شخص آخر (حالة التزام)، منح المشرع الكويتي مقدم خدمة التداول بالهامش حق الأفضلية على غيره من الدائنين، من خلال نصه على أنه لا يمنع الحجز الذي يقع بعد تاريخ شراء الأوراق المالية بالهامش من البيع، وفي هذه الحالة يتم الوفاء بحق مقدم خدمة التداول بالهامش في حدود ما يفي بدينه وينتج الحجز أثره بالنسبة لما زاد عن حق مقدم خدمة التداول بالهامش^(١).

وعادة ما تحتفظ الشركة لنفسها في الرجوع على العميل في حالة عدم تغطية البيع أو تسييل الضمانات للرصيد النقدي المدين وذلك للوفاء بباقي الدين، مع تحمله كافة الأعباء المترتبة على ذلك^(٢).

ولا يحق للمستثمر اختيار الأوراق المالية التي تم بيعها فإذا كان العميل قد اشترى أو قدم للشركة أكثر من ورقة مالية، ولم يقم بالسداد أو تقديم الضمانات الإضافية المطلوبة منه عند إخطاره بذلك، فإن

مديونيته إلى ٥٠% أو أقل من القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة بالهامش، أو ٨٠% أو أقل بالنسبة للسندات الحكومية".

١ المادة ٨/٢٠ من الكتاب الحادي عشر للائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

٢ البند التاسع من اتفاقية التداول بالهامش الخاصة بشركة الدولية للأوراق المالية الاماراتية.

الشركة ستقوم ببيع بعض من أوراقه المالية دون أن يكون له الحق في الاعتراض على ما يتم اختياره للبيع من أوراقه المالية، أو أن يطلب الإبقاء على أوراق بعينها وبيع الأوراق الأخرى^(١).

والبيع بموجب القانون الكويتي لا يخضع للقواعد العامة التي تنظم عملية بيع الأوراق المالية المرهونة، وهذا ما صرح به القانون الكويتي الذي اجاز لمقدم خدمة التداول بالهامش بيع الأوراق المالية المرهونة في حساب التداول بالهامش دون التقيد بالأحكام المنصوص عليها في المواد ٢٣١ إلى ٢٣٣ من قانون التجارة، وكذلك الأحكام المنصوص عليها في الكتاب الثالث من قانون المرافعات المدنية والتجارية^(٢)، ولم يتضمن القانون المصري مثل هذا الحكم.

١ محمود فكري عبد الصادق الشاهد، المرجع السابق، ص ٩٠.

٢ المادة ٨/٢٠ من الكتاب الحادي عشر للائحة التنفيذية للقانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠.

الخاتمة

من خلال هذه الدراسة توصلنا لعدد من النتائج والتوصيات, نجلها تباعاً:

أولاً: النتائج:

(١) إن الضمانات الخاصة تعتبر عناصر موضوعية أساسية تشترطها التشريعات لإبرام عقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف, لضمان الجدية في إبرام تلك العقود والالتزام بتنفيذها إضافة إلى أنها تعتبر بادرة حسن نية للإقدام على هذه العقود, وهي مقررّة لحماية الطرف الدائن فقط, وهو الطرف المقرض سواءً في حالة الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف, وهي على نوعين, الهامش والرهن المقرر على الأوراق المالية محل العقد أو الموجودة في حساب العميل, ولا يعتبر كل منهما من قبيل الضمانات الاختيارية, حيث أن تقديم الهامش وأخذ الرهن ليس أمراً متروكاً للوسيط, كما أن المستثمر ليس له إرادة في تقديم الهامش أو تقرير الرهن من عدمه, فهو مجبر بالقانون.

(٢) الضمانات العامة للتداول المتمثلة بالدفع بعدم التنفيذ والمقاصة وضمان التسويات والتعويض من قبل صندوق حماية المستثمر في أحوال كثيرة قد لا تكون كافية لمنع الضرر كلياً, إذ لا تكفي لحماية أطراف العقد من إخلال الطرف الأخر بالتزاماته, مع أنها قد تساهم في الحد أو التقليل من الأضرار, كما قد تساهم في الوفاء الجزئي لحقوق أطراف العقد.

ثانياً: التوصيات:

(١) نوصي المشرع العراقي عند تصديده لتنظيم عقود الشراء بالهامش والبيع على المكشوف أن يولي موضوع الضمانات الخاصة المتمثلة بالهامش والرهن أهمية كبيرة وأن يراعي خصوصيات هذه الضمانات من حيث كيفية تقديمها ومقاديرها وأحكام استمرارها والتصرف فيها.

(٢) نوصي المشرع العراقي بتبني نظام التأمين من المخاطر غير التجارية, من خلال تأسيس صندوق لحماية المستثمر, وإلزام الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية والشركات التي تقدم خدماتها في هذا السوق من الاشتراك في هذه الصندوق لتأمين الأضرار الناتجة عن أخطاء هذه الشركات التي قد تصيب المستثمرين.

قائمة المراجع والمصادر

أولاً: المراجع العربية:

(أ) المراجع القانونية العامة:

- (١) أحمد سلامة، مذكرات في نظرية الالتزام مصادر الالتزام، مؤسسة دار التعاون للطبع والنشر.
- (٢) أنور سلطان، النظرية العامة للالتزام - مصادر الالتزام، دار الجامعة الجديدة، ٢٠٠٧.
- (٣) توفيق حسن فرج، مصطفى الجمال، مصادر وأحكام الالتزام، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، الطبعة الأولى، ٢٠٠٨.
- (٤) حسن علي الذنون، النظرية العامة للالتزامات، المكتبة القانونية، بغداد، ٢٠١٢.
- (٥) حسين الماحي، الشركات التجارية وقواعد سوق الأوراق المالية الكتاب الثاني قواعد سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الثانية، ٢٠٢١.
- (٦) عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني الجديد الجزء ٣، بيروت، لبنان، الطبعة الثالثة، ٢٠٠٠.
- (٧) محمد حسن قاسم، القانون المدني للالتزامات المصادر العقد المجلد الأول، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ٢٠١٨.
- (٨) محمد حسين منصور، النظرية العامة للالتزام (أحكام الالتزام)، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، ٢٠٠٦.

(ب) المراجع المتخصصة:

- (١) برايان كويل، التمويل المالي للأسهم، ترجمه دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، القاهرة، الطبعة العربية الأولى، ٢٠٠٧.
- (٢) ريان هاشم حمدون، التنظيم القانوني للتداول الإلكتروني للأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، الطبعة الأولى، ٢٠١٣.
- (٣) سميحة القليوبي، أحكام الإفلاس، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨.
- (٤) طاهر شوقي مؤمن، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٧.
- (٥) عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، الطبعة الأولى، ٢٠٠٩.
- (٦) عبد الحميد منصور عبد العظيم، شركة الإيداع المركزي للأوراق المالية في سوق رأس المال المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، ٢٠١٢.
- (٧) عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة.

- ٨) عصام حنفي محمود، شركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة.
- ٩) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة الجزء الأول، كنوز أشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، ٢٠٠٥.
- ١٠) محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠٠٧.
- ١١) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠.
- ١٢) محمد عبد المقصود محمد غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مركز الدراسات العربية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ٢٠١٩.
- ١٣) منير إبراهيم هندي:

- أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، ١٩٩٩.

- الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، ١٩٩٩.

- الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات الجزء الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية.

- الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات الجزء الثاني، ٢٠٠٣.

(ج) الرسائل العلمية:

١) أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مقايضة الأصول المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة الاسكندرية، ٢٠٠٣.

٢) ماهر مصطفى محمود، النظام القانوني الخاص لشركات السمسرة في الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعه حلوان، ٢٠٠٨.

٣) محمود فكري عبد الصادق الشاهد، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠١٩.

٤) ياسر بن ابراهيم بن محمد الخضير، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية دراسة فقهية، رسالة ماجستير، كلية الشريعة، جامعة الامام محمد بن سعود، ١٤٢٨ - ١٤٢٩ هـ.

(د) البحوث العلمية:

١) سماح حسين الركابي، مازن عبد الله التميمي، التأمين من المخاطر غير التجارية في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة، بحث منشور في مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، كلية القانون، جامعة بابل، العدد الثالث، السنة ١٣، ٢٠٢١.

٢) عبد الله بن محمد بن حسن السعيدى، المتاجرة بالهامش دراسة تصويرية فقهية، ضمن أعمال وبحوث الدورة الثامنة عشر للمجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، رابطة العالم الإسلامي، مجلد ١، ٢٠٠٦.

٣) علاء التميمي عبده، التنظيم القانوني لعقود مشتقات الأسهم المالية - دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة، بحث منشور في مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة الاسكندرية، العدد الأول، ٢٠١٧.

٤) محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات المقاصة والتسوية في الأسواق المالية ونظرات في أبعادها الفقهية، دراسة أعدت ضمن مشروعات اللجنة العلمية لدراسات الأوراق المالية في مركز البحوث في الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل.

٥) محمد عثمان شبير، المتاجرة بالهامش، أعمال وبحوث الدورة الثامنة عشر للمجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، رابطة العالم الإسلامي، مجلد ١، ٢٠٠٦.

٦) محمد علي القرني، تجارة الهامش، أعمال وبحوث الدورة الثامنة عشر للمجمع الفقهي الإسلامي بمكة المكرمة، رابطة العالم الإسلامي، مجلد ١، ٢٠٠٦.

٧) نهى خالد عيسى، أحكام البيع القصير في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة، بحث منشور في مجلة جامعة بابل للعلوم الإنسانية، المجلد ٢٨، العدد ٧، ٢٠٢٠.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- 1) Frank J. Fabozzi, Harry M. Markowitz, "The Theory and Practice of Investment Management: Asset Allocation, Valuation, Portfolio Construction, and Strategies", 2nd Edition, Wiley & Sons, New Jersey, 2011.
- 2) International Institute for the Unification of Private Law, UNIDROIT, Principles of International Commercial Contracts, 2016.
- 3) John Downes, Jordan Elliot Goodman, Dictionary of and Investment Terms - Fifth Edition, Barron's Educational Series, New York, 1998.
- 4) Veljko Fotak, Vikas Raman, Pradeep K. Yadav, Fails-to-deliver short selling and market quality, Journal of Financial Economics, vol 114, issue 3, 2014.

ثالثاً: المواقع الإلكترونية:

١- موقع هيئة أسواق المال الكويتية الآتي:

https://www.cma.gov.kw/pdfviewer/?file=/documents/55799/1043178/CM_A+1+AR+2022+R57.pdf/96d28de7-3609-a017-9097-84bd572faf76?t=1650536177785#page=1&zoom=page-fit,-22,849

٢- موقع الشركة الكويتية للمقاصة:

https://www.maqasa.com/ar/documents/11/SLBRuleBook_ar6.3.pdf

٣- موقع البورصة المصرية الآتي:

<https://www.egx.com.eg/getdoc/85fbaa46-2db5-4409-9641-299e21d84133/Decree-268-for-2019-Securities-Lending-and-Borrowi.aspx>

٤- موقع الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية:

https://fra.gov.eg/wp-content/uploads/fra_live_data/pdfs/UG32366UG32367.pdf

٥- موقع صندوق حماية المستثمر المصري:

<https://ipf.eg/cms.php?id=356693593>

٦- موقع FINRA الامريكية:

<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/4210>

٧- موقع قانون اللوائح الفيدرالية الامريكية:

<https://www.ecfr.gov/current/title-12/chapter-II/subchapter-A/part-220?toc=1>

٨- موقع شركة هيرميس:

<https://www.efghermesone.com/Library/Files/Uploaded%20Files/Egypt/Institutions%20Arabic%20Margin%20agreement%2011-10-2020.pdf>

٩- موقع شركة الدولية للأوراق المالية الاماراتية.

https://www.intlsecurities.ae/resources/ss-files/SS_Account_Opening_Form_Margin_Individual.pdf

١٠- موقع unidroit:

<https://www.unidroit.org/wp-content/uploads/2021/06/Unidroit-Principles-2016-English-bl.pdf>