

الجوانب القانونية لشراء الأوراق المالية
بالحامش وتأثيرها على طرفي العقد الحامشي
(دراسة مقارنة)

الدراسة

إلهام عبدالحليم محمد مبروك

مدرس القانون التجاري
كلية الحقوق - جامعة القاهرة

٢٠٢٤م

المخلص

الجوانب القانونية لشراء الأوراق المالية بالهامش وتأثيرها على طرفي العقد الهامشي (دراسة مقارنة)

اتجه المستثمرون في مصر حديثاً للتفكير في طرق بديلة عن البنوك لتوفير السيولة، فكان الحل هو الاتجاه إلى أسواق المال، وحتى تنجح هذه الأسواق في تداول رؤوس الأموال الممثلة في الأوراق المالية، فإن الأمر يحتاج لتعاون بين الوسطاء الماليين والعملاء سواء أكانوا من الأشخاص الطبيعيين أم الاعتباريين؛ لذا كانت نشأة نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش (الشراء الهامشي) المحفز لزيادة السيولة في السوق ولزيادة التداول على الأوراق المالية.

وعليه، ففي هذا البحث سنسلط الضوء على تعريف الشراء الهامشي والطبيعة القانونية لعقد الشراء الهامشي في كلٍّ من مصر والولايات المتحدة الأمريكية، وبيان الأصل التاريخي للشراء الهامشي والهيكل التشغيلي، وصور الأنشطة المتشابهة مع الشراء الهامشي؛ كالبيع القصير، كما سيتناول البحث حقوق والتزامات الوسيط المالي وأهم الأخطار المرتبطة به، كما يتضمن هذا البحث تعريف الوسيط المالي، ووضع القانون في التشريع المصري، بالإضافة إلى بيان الحقوق التي يجنيها من مزاوله النشاط والالتزامات القانونية المفروضة عليه، والدور الرقابي للهيئة العامة للرقابة المالية على عمله، وأخيراً يُبين البحث أهم أنماط العملاء، ويتطرق إلى حقوق العميل والالتزامات المفروضة عليهم عند مزاوله الشراء الهامشي، وأهمها: تقديم الضمانات عند ارتفاع نسب المديونية.

Abstract

The Legal Aspects of Margin Buying and Their Impact on the Parties to the Margin Contract

(A Comparative Study)

Investors in Egypt are currently looking for alternative ways to banks to provide liquidity, and the solution has been to turn to the financial markets. For these markets to successfully trade capital represented by securities, there needs to be cooperation between financial intermediaries and clients, whether they are individuals or legal entities. Therefore, the emergence of the activity of buying securities on margin ("margin buying") has been a catalyst for increasing market liquidity and trading volume.

Hence, in this research, we will highlight the definition of margin trading, the legal nature of margin trading contracts in Egypt and the United States, the historical origins of margin trading, the operational structure, and activities similar to margin trading, such as short selling. The research will also cover the rights and obligations of financial intermediaries and the main risks associated with them. This research will include a definition of financial intermediaries, their legal status under Egyptian legislation, the rights derived from engaging in the activity, the legal obligations imposed on them, and the supervisory role of the Financial Regulatory Authority over their operations. Finally, the research will outline the main types of clients and discuss their rights and obligations when engaging in margin trading, especially the provision of collateral when debt ratios increase.

مقدمة

اتجه المستثمرون في مصر حديثاً للتفكير في طرق بديلة عن البنوك لتوفير السيولة، فكان الحل هو الاتجاه إلى أسواق المال، وحتى تنجح هذه الأسواق في تداول رؤوس الأموال الممثلة في الأوراق المالية، فإن الأمر يحتاج لتعاون بين (الوسطاء الماليين) و(العملاء)، سواء أكانوا من الأشخاص الطبيعيين أم الاعتباريين؛ لذا كانت نشأة نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش (الشراء الهامشي) المحفز لزيادة السيولة في السوق، وكذلك لزيادة التداول على الأوراق المالية.

وقد عرّف المشرّع المصري بقانون سوق رأس المال نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش بأنه^(١): «الاتفاق بين الشركة وأحد عملائها على أن تتولى الشركة توفير التمويل اللازم لسداد جزء من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحساب هذا العميل»، ويعتبر الشراء بالهامش هو أحد الأدوات المالية الناتجة عن الهندسة المالية التي تهدف إلى ابتكار حلول جديدة لإدارة التمويل باستخدام الروافع المالية Financial Leverages.

ووفقاً للمعمول به في مصر، فإن الهامش المبدئي هو (٥٠٪) من ثمن الأسهم المشتراة و(٢٠٪) للسندات الحكومية؛ حيث يتعين على العميل تقديم المبالغ والضمانات للحصول على التمويل من شركة السمسرة، وعندما تزيد نسبة المديونية للعميل لتصل إلى (٦٠٪) بالنسبة للأسهم و(٨٥٪) بالنسبة للسندات الحكومية، وفي هذه الحالة يُطلق عليه نسبة هامش الوقاية؛ حيث تقوم شركة السمسرة بإخطاره (الطلب الهامشي) بتخفيض المديونية سواء نقدًا أو عن طريق تقديم ضمانات إضافية لخفض المديونية لتصل إلى نسبة الهامش المبدئي، وفي حال عدم قيام العميل باستكمال الضمانات لمدة يومين من تاريخ إخطاره أو إذا ما تعدّت نسبة المديونية نسبة (٧٠٪) فإن شركة السمسرة في هذه الحالة لها الحق في بيع الأوراق المالية المشتراة أو المقدمة من العميل كضمان للحصول على مستحقاتها.

كما يقوم العميل بإصدار توكيل لصالح شركة السمسرة لتنفيذ عمليات شراء الأسهم وبيعها باسمه، على أن تتولى شركة السمسرة إدارة حساباته بيعاً وشراءً، ويكون هذا التوكيل في حدود الأوراق المالية المشتراة بالهامش أو المقدمة من العميل كضمان، كما تكون الأوراق المشتراة محفوظة لدى أمين الحفظ المتفق عليه بينهما، ويكون أمين الحفظ مخوَّلاً بإيداع الأوراق المالية لدى شركة مصر المقاصة والإيداع والقيّد المركزي، ووضع إشارة الرهن على الأوراق المالية الضامنة لصالح شركة السمسرة.

وعليه، يسلط البحث الضوء على الجوانب القانونية لأطراف عقد الشراء الهامشي، ويركز **المبحث الأول** على: تعريف الشراء الهامشي والطبيعة القانونية لعقد الشراء الهامشي في مصر والولايات المتحدة الأمريكية باعتباره من التجارب الرائدة في مزاولة النشاط، كذلك سنوضح الأصل التاريخي للشراء الهامشي وأهميته وأثره الإيجابي والسلبي على أسواق المال والهيكل التشغيلي، وصور الأنشطة المتشابهة مع الشراء الهامشي كالبيع القصير.

ويأتي **المبحث الثاني**: ليتناول حقوق والتزامات الوسيط المالي وأهم الأخطار المرتبطة به. ويتضمن هذا المبحث تعريف الوسيط المالي، ووضعه القانوني في التشريع المصري، بالإضافة إلى الحقوق التي يجنيها من مزاولة النشاط والمتمثلة أساساً في الحصول على الأرباح والفوائد والعمولات، كذلك سنتعرف على الطبيعة القانونية للعلاقة الائتمانية بين الوسيط المالي والعميل في الشراء الهامشي، بالإضافة إلى التطرق إلى عدد من الالتزامات التي ينبغي على الوسيط المالي القيام بها حتى يتسنى له الاستمرار في مزاولة النشاط. وأهم هذه الالتزامات هو: تنفيذ الأوامر، وفتح الحسابات، وإمساك سجلات منتظمة للعملاء، كما يوضح المبحث الثاني علاقة الوسيط المالي بالمالك المسجل، وتنفيذ البيع والشراء للأوراق المالية بذات الجلسة، وينتهي المبحث ببيان الدور الرقابي للهيئة العامة للرقابة المالية على عمل

(١) المادة ٢٨٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

الوسيط المالي (الهيئة).

كما يتناول **المبحث الثالث**: أهم أنماط العملاء ويتطرق إلى حقوق العميل والالتزامات المفروضة عليه عند مزاوله الشراء الهامشي، وأهمها: تقديم الضمانات عند ارتفاع نسب المديونية.

أولاً: إشكالية البحث:

تكمن إشكالية البحث في التطرق لمسألة اختلاط الحقوق والواجبات لأطراف عقد الشراء الهامشي، وعدم وضوح أخطار الاستثمار، والمتسبب فيها، وعبء تحملها حال حدوثها.

ثانياً: منهج البحث:

يعتمد هذا البحث على المنهج المقارن بين ما جاء بالقوانين السارية بجمهورية مصر العربية التي تنظم نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش، وما جاء بتشريع الولايات المتحدة الأمريكية، كما يعتمد على المنهج الوصفي والتحليلي وكذلك منهج التنبؤ في استنتاج الفرضيات.

ثالثاً: أهمية موضوع الدراسة:

تنقسم أهمية البحث إلى أهمية علمية وأخرى عملية، تتمثل فيما يأتي:

١- **الأهمية العلمية:** إلقاء الضوء على القواعد القانونية المطبقة وما طرأ عليها من تعديلات بشكل يؤثر على التزامات وحقوق طرفي عقد شراء الأوراق المالية بالهامش، كما يعد البحث إضافة للمكتبة العربية؛ لأن أغلب الدراسات المتعلقة بدراسة نشاط الشراء بالهامش صدرت بلغات أجنبية.

٢- **الأهمية العملية:** نشر الوعي بأهمية نشاط الشراء بالهامش، الذي أصبح آلية مستحدثة الاستخدام من قبل شركات السمسرة في جمهورية مصر العربية مقارنة مع القواعد المطبقة منذ زمن بعيد بالولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من الدول، كما أن البحث يوضح الأسس القانونية التي يجب أن يتعامل بموجبها المستثمرون (العملاء) والشركات المزاولة للنشاط في سوق الأوراق المالية تجنّباً لأخطار وقوع خسارة فادحة.

رابعاً: خطة البحث:

المبحث الأول: ماهية نشاط الشراء بالهامش وطبيعته القانونية.

المبحث الثاني: حقوق والتزامات الوسيط المالي والأخطار العملية المرتبطة بعملها.

المبحث الثالث: حقوق والتزامات العمل (المستثمر) والأخطار المرتبطة باستثماره.

المبحث الأول ماهية نشاط الشراء بالهامش وطبيعته القانونية

يتناول هذا المبحث دراسة المقصود بالهامش الذي يرتبط بأكثر من نشاط في مجال سوق رأس المال، ويسلط الضوء على تعريف نظام شراء الأوراق المالية بالهامش، وبيان الأصل التاريخي لنشأة النظام والعمل به، وطريقة تنظيمه بالولايات المتحدة الأمريكية على مر السنين لتلافي أخطاره والاستفادة من مميزاته في توفير السيولة وزيادة التداول في سوق الأوراق المالية، كما يوضح هذا المبحث أهمية نظام شراء الأوراق المالية بالهامش وهيكلة التشغيل والطبيعة القانونية لعقد الشراء الهامشي، وأخيرًا يعرض مقارنة بين الأنشطة المالية المتشابهة مع نظام شراء الأوراق المالية بالهامش.

أولاً: تعريف المقصود بالهامش وشراء الأوراق المالية بالهامش:

استقر المُشرّع المصري على تسمية النشاط بـ (الشراء بالهامش) في حين تبنّى بعض الفقهاء وبعض التشريعات تسميات أخرى كـ: الشراء الهامشي^(١)، أو التمويل أو الشراء النقدي الجزئي للمشتريات^(٢)، أو الشراء الائتماني الهامشي^(٣)، أو الشراء بجزء من الثمن^(٤)، أو التعامل بالهامش^(٥)، أو الشراء بالحد^(٦).

كما هو ملاحظ فإن جميع هذه التسميات تستخدم كلمة الهامش Margin الذي عرّفه البعض^(٧) بأنه: الفارق في أي لحظة معينة بين السعر الحالي للأسهم المشتراة أو المودعة كضمان والديون النقدية للعميل، أو هو المبلغ النقدي الذي يملكه العميل كجزء من قيمة صفقة أكبر ويلتزم بسداده للوسيط^(٨).

وتتعدد المعاملات الائتمانية المرتبطة بالـ Margin بخلاف شراء الأوراق المالية بالهامش حيث يوجد البيع القصير الذي ينصب على اقتراض الأوراق المالية وبيعها ثم إعادة شرائها للمُضاربة على انخفاض ثمنها في المستقبل كما يرتبط الهامش Margin بعقود المشتقات مثل عقود الاختيار والعقود المستقبلية^(٩).

وقد أرجع البعض نظام شراء الأوراق المالية بالهامش إلى ثلاثة مفاهيم أساسية؛ هي:

القرض الهامشي Margin Loan: وهي مقدار القرض الذي يحصل عليه العميل.

والوديعة الهامشية Margin Deposit: وهي مقدار المال الذي يودعه العميل في الحساب الهامشي - يُفْتَح بإيداع المال أو الأوراق المالية، ويُفرض فائدة خلال فترة التشغيل، وعند بيع أو شراء

(١) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠، ص ٢٨.
(٢) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٧، ص ١٣٥.
(٣) سعد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، بدون دار نشر، ٢٠٠١، ص ١٥١.
(٤) محمد بن سليمان محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيلية، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٥، ص ٦٨٧.
(٥) شعبان محمد البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، ٢٠٠٢، ص ١٨٦.
(٦) سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ١٩٩٦، ص ٣٢٨.
(٧) Smith, E. Irving. "Margin Stocks." Harvard Law Review, vol. 35, no. 5, 1921-1922, p.486.

(٨) محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، كلية الحقوق، القاهرة، ٢٠١٩، ص ١٥.

(٩) المرجع السابق، ص ٦.

الأوراق المالية، يتم تحديد مبلغ الرصيد^(١).

ومتطلبات الهامش Margin Requirement: تتمثل في الحد الأدنى من مقدار مساهمة العميل بأمواله لشراء الأسهم، التي عادة ما يعبر عنها بنسبة مئوية أكبر أو مساوية لمتطلبات الهامش^(٢).

وهناك أنواع من الهامش مرتبطة بنشاط شراء الأوراق المالية بالهامش فيوجد ما يسمى بـ: الهامش المبدئي Initial Margin: وهو الحد الأدنى الذي يلزم على العميل سداؤه؛ وهو ٥٠٪ بالنسبة للأسهم و ٢٠٪ بالنسبة للسندات الحكومية.

وهناك Maintenance Margin هامش الوقاية: ولم يعرفه المشرع المصري أو الأمريكي بينما اتجه التشريع الأردني لتعريفه بأنه: «الحد الأدنى لمساهمة العميل في القيمة السوقية للأوراق المالية في حساب التمويل على الهامش في أي وقت بعد تاريخ الشراء»^(٣)، وقد أعطى المشرع المصري لشركة السمسرة الحق في رفع نسبة هامش الوقاية بحسب ما ترتئيه مع عملائها، وبموجب ذلك فقد تتفق شركة السمسرة مع العميل على نسب أقل لتسهيل الضمانات المقدمة منه^(٤).

وقد عرّف المشرع المصري نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش بأنه: «الاتفاق بين الشركة وأحد عملائها على أن تتولى الشركة توفير التمويل اللازم لسداد جزء من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحساب هذا العميل»^(٥)، والشراء بالهامش هو أحد الأدوات المالية الناتجة عن الهندسة المالية التي تهدف إلى ابتكار حلول جديدة لإدارة التمويل باستخدام الروافع المالية^(٦) Financial Leverages^(٧).

كما عرّف المشرع الفلسطيني شراء الأوراق المالية بالهامش بأنه: «تمويل شركة الأوراق المالية العضو المرخصة لنسبة من القيمة السوقية للأوراق المالية؛ وذلك بضمان الأوراق المالية الموجودة في حساب التمويل على الهامش و/أو ضمانات مالية أخرى، علماً بأن المشرع الفلسطيني حصرها في أربع حالات منصوص عليها بالقانون بشكل حصري»^(٨).

وعرّف البعض^(٩) الشراء بالهامش بأنه: «قيام العميل المشتري بتقديم جزء من المال واقتراض الجزء الآخر من الوسيط المالي، ثم يقوم بعدها العميل بسداد القرض على صورة أقساط شهرية بفوائد مُتفق عليها، وهذا المال المُقترض يُمكن العميل من شراء أكبر قدر من الأدوات المالية المطروحة ببورصة الأوراق المالية».

وقد عرّفت المحكمة الاقتصادية بمصر في أحد أحكامها الشراء بالهامش بأنه: «اقتراض العميل لمبلغ من المال من شركة السمسرة التي يتعامل معها بغرض تمويل شراء أسهم، واستخدام استثماره في تلك الأسهم كضمان للمديونية، وعادة ما يقوم المستثمرون باللجوء إلى الشراء بالهامش بغرض زيادة

(1) Cohn, Henry S. "Margin Accounts under Article Eight of the Uniform Commercial Code." Connecticut Law Review, vol. 5, no. 1, Summer 1972, p. 12.

(٢) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، القاهرة، مركز الدراسات العربية، ٢٠١٩، ص ١٠٧.

(٣) المادة (٢) من تعليمات التمويل على الهامش لسنة ٢٠٠٦ بالأردن.

(٤) المادة الثامنة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤ وفق آخر تعديلاته بتاريخ ٢٠٢٢/٨/٣١.

(٥) المادة ٢٨٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٦) تكون الرافعة المالية بمثابة سلاح ذي حدين حيث يمكنها تضخيم الأرباح بشكل كبير، كما يمكنها في الوقت ذاته تضخيم الخسائر.

(٧) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٩١ و ١٣٠.

(٨) دولة فلسطين، تشريع ثانوي، تعليمات رقم (٧) لسنة ٢٠١٣ بشأن التمويل على الهامش، المنشور في العدد ١٠٤ من الوقائع الفلسطينية، بتاريخ ١/٥/٢٠١٤، ص ٩٦.

(٩) حسن السوسي، نظرة حول نظام المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، مجلة المنارة للدراسات القانونية والإدارية، ٢٠١٨، ص ٤٤٤.

القوة الشرائية المتاحة لهم ليحصلوا على عدد أكبر من الأسهم دون أن يُسدوا كامل قيمة تلك الأسهم؛ أملاً في تحقيق عائد أعلى من قيمة استثماراتهم النقدية في حالة ارتفاع سعر تلك الأسهم»^(١).

ووفقاً لهذه التعاريف، ووفقاً للمعمول به في مصر، فإن الهامش المبدئي هو (٥٠٪) من ثمن الأسهم المشتراة و(٢٠٪) للسندات الحكومية؛ حيث يتعين على العميل تقديم المبالغ والضمانات للحصول على التمويل من شركة السمسرة، وعندما تزيد نسبة المديونية للعميل لتصل إلى (٦٠٪) بالنسبة للأسهم و(٨٥٪) بالنسبة للسندات الحكومية، وفي هذه الحالة يُطلق عليه نسبة هامش الوقاية؛ حيث تقوم شركة السمسرة بإخطاره (الطلب الهامشي) بتخفيض المديونية، سواء أكان نقداً أم عن طريق تقديم ضمانات إضافية لخفض المديونية لتصل إلى نسبة الهامش المبدئي، وفي حال عدم قيام العميل باستكمال الضمانات لمدة يومين من تاريخ إخطاره أو إذا ما تعدت نسبة المديونية نسبة (٧٠٪)، فإن شركة السمسرة في هذه الحالة لها الحق في بيع الأوراق المالية المشتراة أو المقدمة من العميل كضمان للحصول على مستحقاتها.

ثانياً: الأصل التاريخي لتعاملات الشراء بالهامش:

يرجع ظهور نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش في الأسواق المالية بأمريكا للقرن التاسع عشر؛ حيث أقامت شركة للمصرفيين ووسطاء الأوراق المالية، وهم أعضاء في بورصة نيويورك دعوى على بعض عملاء لاسترداد رصيد حساب ما بين الفترة من ١٨٨٨ وحتى ١٨٩٣، وهو ناشئ عن عمليات مضاربة بنظام الهامش^(٢)، ومن قبل هذا التاريخ استخدم الهامش في التمويل في أسواق السلع الآجلة؛ فقد اعتمدت بورصة شيكاغو للتجارة قاعدة تنص على الهوامش، وكان ذلك في وقت مبكر من عام ١٨٦٥^(٣). كما طبق في سوق الأوراق المالية بهولندا منذ القرن السابع عشر، وفي عام ١٧١٩ تم التعاقد على شراء أسهم شركة الهند الشرقية بالآجل^(٤)، وهناك من أرجع صفقات الشراء بالهامش لفترة مبكرة منذ حوالي ٣٠٠ سنة قبل الميلاد؛ حيث استخدم Thales هذا النظام للسيطرة على معاصر الزيتون.

كما انتشر نظام شراء الأوراق المالية بالهامش بشكل واسع وازدهر بالاقتصاد الأمريكي بعد الحرب العالمية الأولى؛ حيث كان السماسرة يحددون متطلبات الهامش بأنفسهم، ثم بدأت بورصة نيويورك قليلاً في التدخل في تنظيم نسبة الهامش في عام ١٩١٣ عندما اعتمدت قاعدة مفادها: أن الهوامش التي لا تكون (ملائمة وكافية) يمكن أن تكون ضارة للبورصة^(٥)، وقد أكدت بورصة نيويورك في هذا السياق أن حجم القروض على الهامش لا يمكن تحديده بعامل واحد أو صيغة نسبية، بل يجب أن تُراعى عدة عوامل؛ مثل: القيمة السوقية، وتقلب الأوراق المالية، والحالة العامة للسوق وبعد النظر في هذه العوامل يتم تحديد مبلغ الائتمان^(٦).

وقد وصلت نسبة الهامش في عام ١٩٢٢ إلى حوالي (١٧٪)، وفي يونيو ١٩٢٩ فرضت بورصة نيويورك نسبة هامش ٢٥٪؛ وعليه بدأ السماسرة في تمويل المستثمرين بنسبة (٧٥٪) من قيمة الأموال المطلوبة لشراء الأوراق المالية بالهامش، وكانت زيادة نسب التمويل بالهامش سبباً في الكساد

(١) المحكمة الاقتصادية، الطعن رقم ٨٠ لسنة ٢٠١٣ بتاريخ ٢٠١٣/٥/٧.

(2) Norton, Eliot. "On the Right to Pledge Securities Carried on a Margin." American Lawyer, 5, 1897, p. 573.

(3) Markham, Jerry W. "Federal Regulation of Margin in the Commodity Futures Industry - History and Theory." Temple Law Review, vol. 64, no. 1, 1991, p. 66.

(٤) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٩٢.

(٥) هو فيلسوف يوناني من مدينة ميليس في آسيا الصغرى، ويعد واحداً من الحكماء السبعة لليونان ويمكن معرفة معلومات تفصيلية عنه من خلال (www.famousscientists.org)

(6) Furbush, Dean, and Annette Poulsen. "Harmonizing Margins: The Regulation of Margin Levels in Stock Index Futures Markets." Cornell Law Review, vol. 74, no. 5, 1988-1989, pp. 875.

(7) Markham, Jerry W. "Federal Regulation of Margin in the Commodity Futures Industry - History and Theory.", Supra, p. 104

الكبير في عام ١٩٣٠، حيث وصلت حينها نسبة الهامش إلى (٩٠٪) على أن يسدد العميل نسبة (١٠٪) من ثمن الأسهم المشتراة، وقد أدى ذلك إلى زيادة الطلب على الأسهم؛ ومن ثم ارتفاع أسعارها^(١)، وبما أن العميل كان يقتصر بضمان الأسهم المشتراة من شركات السمسرة التي بدورها كانت تقتصر من البنوك بضمان الأسهم المشتراة^(٢)، فإنه بحلول أكتوبر ١٩٢٩ فقد انخفضت قيمة أسهم الضمان، وترتب على ذلك اندفاع المستثمرين إلى بيع الأسهم بسرعة لسداد القروض، كذلك قامت شركات السمسرة ببيع الأسهم جبراً لعدم قدرة العملاء على خفض قيمة الائتمان الممنوح لهم؛ مما أدى لزيادة المعروض من الأسهم، ومن ثم انخفاض ثمنها؛ وأدى ذلك إلى تدهور السوق وحدث الكساد العظيم^(٣).

ورداً على ذلك، فقد أقر الكونجرس قواعد الشراء بالهامش في قانون بورصة الأوراق المالية لعام ١٩٣٤ Securities Exchange Act of 1934^(٤) للحد من استخدام الائتمان الزائد، وتنشيط الاقتصاد^(٥)، كما أسند تنظيم قواعد الشراء بالهامش للجنة الـ The Securities and Exchange Commission (SEC)، وأعطى لها الحق في مراقبة السوق، خاصة بعد الأزمة المالية التي حدثت ما بين عامي ١٩٨٧ و١٩٨٩^(٦).

وخلال الفترة ما بين عامي ١٩٣٦ و١٩٧٤، قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بتغيير معدلات الهامش خمسة وعشرين مرة^(٧)؛ حيث تراوحت الأسعار بين مستوى منخفض بنسبة ٤٠٪ في أواخر الثلاثينيات إلى مستوى عالٍ بنسبة ١٠٠٪ بعد الحرب العالمية الثانية، ولكن عموماً تم الاحتفاظ بنسبة الـ ٧٥٪ في عام ١٩٧٤، ثم انتهى مجلس الاحتياطي الفيدرالي The Federal Reserve Board إلى أن تكون معدلات الهامش عند ٥٠٪ ولم يبق بتغييرها منذ ذلك الحين^(٨).

ونؤيد الرأي الذي انتهى إلى وجود عوامل خارجية أخرى يكون لها تأثير في الانهيارات؛ مثل نوع الأشخاص الذين يستثمرون في سهم معين، ومقدار المعلومات التي يمتلكونها، بخلاف نسب الشراء الهامشي، إضافة إلى ذلك فإن انتشار آليات التداول الآلي والتحوط (مثل التداول البرمجي أو أوامر وقف

(١) محمد عبد المقصود غاتم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٩٦.

(2) Sullivan, John J. "Application of Margin Rules to Tender Offers by Foreign Investors." North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation, vol. 8, no. 1, 1982-1983, p.18

(٣) وإلى جانب العامل الأساسي لانهيار المتمثل في الاستخدام الواسع للائتمان والمضاربة على أسعار الأسهم التي انخفضت قيمتها بالبيع الجماعي للأوراق المالية لتلبية نداءات الهوامش مع وجود عامل آخر وهو التلاعب في الأسعار من قبل مجموعات من المصدرين وإدارتهم المشتركة في التداول قصير المدى باستخدام المعلومات الداخلية، إلى جانب الفشل في إفصاح الشركات المدرجة في البورصات للمعلومات المادية للمستثمرين كل هذه الأسباب ساهمت بشكل كبير في انهيار من خلال غمر السوق بالأوراق المالية التي لا قيمة لها أو قيمتها كانت قليلة مذكور لدى: Demaray, C. Drew. "When is a Security Not a Security--Promissory Notes, Loan Participations, and Stock in Close Corporations." Washington and Lee Law Review, vol. 39, no. 3, Summer 1982, p.1129.

(4) Brodsky, William J. "The Globalization of Stock Index Futures: A Summary of the Market and Regulatory Developments in Stock Index Futures and the Regulatory Hurdles which Exist for Foreign Stock Index Futures in the United States." Northwestern Journal of International Law & Business, vol. 15, no. 2, Winter 1995, p.279.

(5) Humphries, William M. "Leveraged ETFs: The Trojan Horse Has Passed the Margin-Rule Gates." Seattle University Law Review, vol. 34, no. 1, Fall 2010, pp. 310&311.

(6) Markham, Jerry W. "Federal Regulation of Margin in the Commodity Futures Industry- History and Theory.", Supra, p.60.

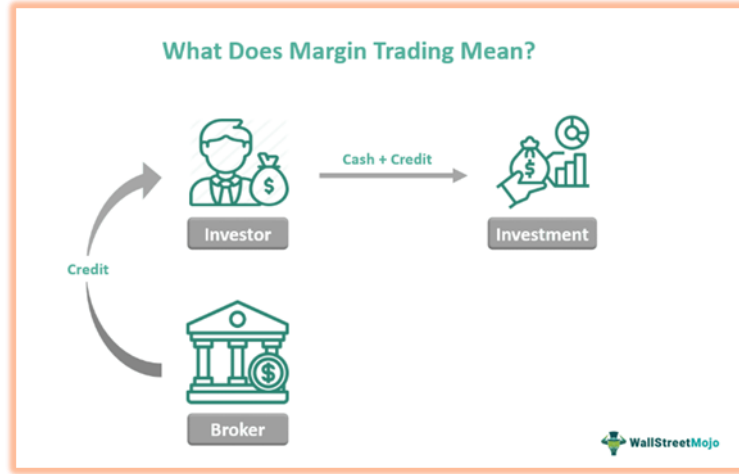
(7) Gikas A. Hardouvelis & Stavros Peristiani, " Do margin requirements matter? Evidence from U.S. and Japanese stock markets," Quarterly Review, Federal Reserve Bank of New York, vol. 14 (Win), 1989 pages 16.

(8) Karmel, Roberta S. "Mutual Funds, Pension Funds, Hedge Funds and Stock Market Volatility - What Regulation by the Securities and Exchange Commission Is Appropriate." Notre Dame Law Review, vol. 80, no. 3, March 2005, p.937.

الخسارة) تُزيد من الخسائر في بعض الأحيان، كذلك فإن تقدير الأضرار الناتجة عن الأسعار بعد الانهيار في كثير من الأحيان يكون مُبالغاً فيها بشكل كبير^(١).

وعلى الرغم من الركود الكبير في عام ١٩٣٠، إلا أن الاستثمارات على الهامش لم تتوقف، ولكن تم تنظيمها بموجب قواعد^(٢)؛ لأن أي انخفاض في نسب التمويل بالهامش تؤدي إلى توجيه رأس المال بعيداً عن الاستثمار في أسهم أكثر إنتاجية، كما ستؤدي إلى خفض حجم التداول وتضرر السيولة^(٣)، كما سيتضرر المستثمرون غير المؤهلين^(٤)، كما يؤدي انخفاض نسب الهامش لتشجيع المضاربة المزعزعة لاستقرار السوق^(٥)، وعلى العكس فقد استقر رأي على أن التمويل بالهامش لشراء الأوراق المالية لم يكن سبباً للأزمات المالية^(٦)، وعزز هذا الرأي الأخير من انتهى إلى انتفاء العلاقة بين تحديد نسب الهامش وتقلب أسعار الأسهم في السوق أو تأثيرها على أعداد المضاربين في السوق^(٧)؛ وذلك بسبب أساسها النظري غير المتين^(٨).

ثالثاً: هيكل نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش:



- (1) Lev, Baruch, and Meiring de Villiers. "Stock Price Crashes and the 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis." Stanford Law Review, vol. 47, no. 1, November 1994, p. 10.
- (2) Humphries, William M. "Leveraged ETFs: The Trojan Horse Has Passed the Margin-Rule Gates.", Supra, p.300.
- (3) Brodsky, William J. "The Globalization of Stock Index Futures: A Summary of the Market and Regulatory Developments in Stock Index Futures and the Regulatory Hurdles which Exist for Foreign Stock Index Futures in the United States.", Supra, p.279.
- (4) Markham, Jerry W. "Federal Regulation of Margin in the Commodity Futures Industry - History and Theory.", Supra, p. 109.
- (5) Stout, Lynn A. "The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation." Michigan Law Review, vol. 87, no. 3, December 1988, p630.
- (6) Furbush, Dean, and Annette Poulsen. "Harmonizing Margins: The Regulation of Margin Levels in Stock Index Futures Markets .", Supra,p.876.
- (7) Furbush, Dean, and Annette Poulsen. "Harmonizing Margins: The Regulation of Margin Levels in Stock Index Futures Markets .", Supra, pp.898& 901.
- (8) Malloy, Robert J. "Margin Regulations: The Stock Market Crash of 1987." Rutgers Law Journal, vol. 20, no. 3, Spring 1989, pp. 696.

يوضح الشكل البياني^(١) هيكل شراء الأوراق المالية بالهامش، المبني على قيام وسيط مالي بفتح حساب لعميل يقوم بسداد جزء من ثمن الأوراق المالية عند الشراء، وتأجيل سداد باقي الثمن، على أن تقوم شركة السمسرة التي يتعاقد معها بموجب اتفاق بتمويله وتدبير الأموال اللازمة لتسوية عملية الشراء في المواعيد المقررة، وفي مقابل ذلك تحصل شركة السمسرة على كافة الضمانات من العميل إلى جانب حصولها على فائدة وعمولة في بعض الأحيان تجاوز مبلغ الشراء مقابل الهامش^(٢).

والمعمول به سواء في القانون الأمريكي أو القانون المصري هو أن يقوم العميل بفتح حسابين مع شركة السمسرة: أحدهما عادي؛ لتنظيم تعاملات الشراء النقدية، والآخر هامشي؛ لتنظيم شراء الأسهم بالهامش، وتظهر في الحساب الأخير القيم التي يسدها العميل نقدًا وقيم الأوراق المالية المشتراة أو المقدمة من العميل كضمانات مقدرة بقيمتها السوقية على النحو الذي تحدده قرارات الهيئة، كما يكون لشركة السمسرة الحق في حوالة النقود من الحساب النقدي للحساب الهامشي عند رغبة العميل في شراء أوراق مالية بنظام الهامش أو لسداد أي مديونية مستحقة عليه متجاوزة نسبة هامش الوقاية الذي يعادل ٦٠٪ أو أكثر من القيمة السوقية للأوراق المالية المقدمة من العميل كضمان، وبعد ذلك حقًا تعاقدًا تم الاتفاق عليه بين شركة السمسرة والعميل في عقد الشراء الهامشي، إلى جانب رهن سندات أو أسهم أخرى أو حسابات بنكية لأموال مملوكة للعميل لصالح شركة السمسرة وذلك لضمان أموالها.

كما يقوم العميل بإصدار توكيل لصالح شركة السمسرة لتنفيذ عمليات شراء الأسهم وبيعها باسمه، على أن تتولى شركة السمسرة إدارة حساباته بيعًا وشراءً، ويكون هذا التوكيل في حدود الأوراق المالية المشتراة بالهامش أو المقدمة من العميل كضمان، كما تكون الأوراق المشتراة محفوظة لدى أمين الحفظ المتفق عليه بينهما، ويكون أمين الحفظ مخوّلًا بإيداع الأوراق المالية لدى شركة مصر المقاصة والإيداع والقيّد المركزي، ووضع إشارة الرهن على الأوراق المالية الضامنة لصالح شركة السمسرة^(٣)، وبموجبها يكون القرض الممنوح للعميل مرتبطًا برهن هذه الأوراق المالية لصالح الوسيط المالي كضمان لسداد القرض عند التعثر في السداد، وهو ما كيّفه البعض على أنه عقد قرض مُمهد للشراء^(٤).

وقد أضاف البعض أن تسجيل الأوراق المالية المشتراة بالهامش يكون باسم شركة السمسرة وليس باسم المشتري^(٥)؛ وذلك يختلف بحسب ما إذا كان ضمان شراء الأوراق المالية بالهامش نقدًا أو بإيداع أوراق مالية أخرى كضمان؛ ففي الحالة الأولى فإن الهامش النقدي يعني تملك شركة السمسرة له مع تعهدها بسداد مثله عند وفاء العميل بالسداد بما في ذمته، أما بالنسبة للحالة الثانية -وفيها تكون الضمانة الأوراق المالية المشتراة بنظام الهامش أو التي قدمها العميل ابتداءً كضمان- فإنها ترهن باسم شركة السمسرة على أن تظل ملكية هذه الأوراق المالية باسم العميل لدى أمين الحفظ، ويكون لشركة السمسرة الحق في استيفاء حقوقها من هذه الضمانات الخاصة قبل الدائنين العاديين أو التالبيين لها في المرتبة؛ وذلك لنشوء علاقة شخصية بين المدين والدائن^(٦)، ويختلف هذا النظام عمّا هو مطبّق في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تكون الأوراق المالية باسم شركة السمسرة وليس العميل.

وبعد شراء أو بيع الأوراق المالية تقوم شركة السمسرة بتنفيذ عمليات البيع والشراء من خلال

(1) [Margin Trading - What Is It, Explained, Examples, Pros & Cons \(wallstreetmojo.com\)](http://wallstreetmojo.com/Margin-Trading-What-Is-It-Explained-Examples-Pros-&-Cons)

(2) Pan, Eric J. "Single Stock Futures and Cross-Border Access for U.S. Investors." Stanford Journal of Law, Business & Finance, vol. 14, no. 1, Fall 2008, p.240

(٣) محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٠.

(4) Jay-Goldman, M. "The Relationship between Investment Dealer and Margin Client: A Canadian Perspective." Manitoba Law Journal, vol. 19, no. 2, 1990, p.268.

(٥) سعاد محمد عبد الجواد البلتاجي، المعاملات الصورية في سوق الأوراق المالية، البيع على المكشوف نموذجًا، دراسة فقهية مقارنة، الجزء الأول، الإسكندرية، مكتبة بحر العلوم للنشر والتوزيع، ٢٠١٧، ص ١٨.

(٦) عبد الرازق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء العاشر والأخير في التأمينات الشخصية والعينية، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، ص ٦.

شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي^(١) فور انتهاء الجلسة، التي بدورها تقوم بتسليم أمناء الحفظ عمليات الشراء المتعلقة بهم؛ وبهذا يستطيع العميل مضاعفة حجم استثماراته في البورصة بمساعدة شركة السمسرة التي تتفق مع العميل وتقاضي إما نسبة ٢,٥٪ كعمولات على كل عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، أو ١,٥٪ يدفعها العميل كل شهر حتى انتهاء المعاملة^(٢).

رابعًا: أهمية نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش وهدفه:

وضَّح البعض^(٣) أهمية التعاملات الهامشية؛ لأنه يستخدم لتنشيط سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك بخفض نسبة الهامش لتشجيع المستثمرين على الإقبال على الحصول على قروض لتمويل شراء الأوراق المالية، وفي حال ارتفاع الأسعار بصورة غير طبيعية يمكن زيادة نسبة الهامش، وبالتالي ينخفض الطلب على الاقتراض، ومن ثمَّ ينخفض التعامل على شراء الأوراق المالية.

وهدف القواعد المحددة لنسب الهامش، حماية شركة السمسرة من الخسارة التي قد يتعرض لها العميل^(٤)؛ لأن شراء الأوراق المالية بالهامش هو منح ائتمان من شركة السمسرة لشراء الأوراق المالية بناء على تعليمات العميل الذي يوافق على رهن الأوراق المالية المشتراة لصالح شركة السمسرة حتى تستوفي مستحقاتها من العميل، سواء بدفع المديونية أو بتقديم ضمانات إضافية؛ وذلك وفق اتفاق صريح بين شركة السمسرة والعميل أو عن طريق العُرف^(٥)، وقد وصف البعض^(٦) الضمانات المقدمة بالغطاء المسبق، سواء عن طريق الوفاء النقدي أو العيني.

يهدف نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش إلى ضخ السيولة عن طريق إعطاء فرصة للمستثمر للمضاربة بأموال أكبر من إمكانياته، وهو ما يساعد في تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية، وقد رأى البعض على الوجه الآخر أن هذا النوع أدى إلى انحراف أداء أسواق المال عن مسارها الطبيعي؛ وبالتالي خلق الأزمات المالية، مثل: أزمة ١٩٢٩، وأزمة أكتوبر ١٩٨٧، وأزمة ٢٠٠٨^(٧).

خامسًا: الطبيعة القانونية لعقد شراء الأوراق المالية بالهامش:

يعد عقد شراء الأوراق بالهامش من العقود الرضائية حتى مع طلب المشرع المصري أن يكون مكتوبًا، ومن البين أنها ليست كتابة رسمية يستلزم إبرامها أمام موثق؛ حيث لم يرتب المشرع البطلان كجزاء في حال عدم كتابته، وعليه تكون الكتابة مطلوبة لسهولة إثبات أحكام وشروط العقد حال وجود أي نزاع ناشئ بسببه أو بمناسبته.

إلى جانب ذلك طلب المشرع أن يكون عقد الشراء الهامشي الذي تستخدمه شركات السمسرة مُعدًّا وفقًا للنماذج الاسترشادية الصادرة من الهيئة^(٨)، كذلك حظر المشرع قيام شركة السمسرة بإدخال التعديلات على العقد بمفردها مخالفة في ذلك ما جاء بالنموذج الاسترشادي للعقد ما لم يكن البند

(١) يكون دور شركة المقاصة والإيداع والقيود المركزي هو تسوية عمليات الدفع والتسليم للأوراق المالية وتحديد حجم الدائنية والمديونية بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية. وتلعب شركات السمسرة دور رئيس في عمليات الشراء بالهامش حيث تكون مفوضة من عملائها بتسوية عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية. ووفق المشرع المصري فإن الاعتماد يكون على المقاصة الصافية بين وسيط مالي وآخر وفقًا لما نصت عليه المادة ١٤ من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠.

(٢) شوقي إبراهيم علام، شراء الأوراق المالية بالهامش، ٢٠١٩/٩/١١، «شراء الأوراق المالية بالهامش - الفتاوى - دار الإفتاء المصرية - دار الإفتاء» (dar-alifta.org) (٢٠٢٤/٣/٣٠)، فتاوى دار الإفتاء المصرية.

(٣) محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٧٣-٧٤.

(٤) Wharton, Francis. "Stock-Brokerage." Southern Law Review (New Series), vol. 2, no. 2, July 1876, p. 332.

(٥) McCamic, Jay T. "Rights of Margin Customers in Brokers' Failures." West Virginia Law Quarterly & The Bar, vol. 32, no. 1, December 1925, p. 50.

(٦) عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، دراسة مقارنة بين القانون المصري والفرنسي وبعض القوانين العربية، كلية حقوق بني سويف، دار النهضة العربية، ١٩٩٥، ص ٦١.

(٧) حسن السوسي، نظرة حول نظام المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٤٤٢.

(٨) المادة ٢٩٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

المضاف في صالح العميل^(١)، وعمومًا لا تستطيع الشركة استخدام العقد إلا بعد الحصول على موافقة الهيئة عليه^(٢)، وأهمية العقد تكمن في تنظيم العلاقة بين العميل وشركة السمسرة^(٣)، كذلك نرى أن وجود عقد نموذجي معتمد من الهيئة شيء ضروري؛ لأن التعامل في مجال شراء الأوراق المالية بالهامش سريع حيث يمكن إجراء عملية شراء لأوراق مالية من أول مصافحة بين العميل وشركة السمسرة.

ويرى البعض^(٤) أن تمويل شركات السمسرة للعميل يعد عملاً تجاريًا، وهذا الاتجاه أخذ به المشرع المصري^(٥)، إلى جانب ذلك يمكن أن تمول شركة السمسرة العميل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، وذلك إذا كان التمويل بقروض خالية من الزيادة الربويّة؛ كما هو الحال في البنك السعودي البريطاني، أو التمويل بالبيع بالأجل عن طريق المراجعة للأمر بالشراء؛ كما هو مطبق بالبنوك الإسلامية، مثل مصرف الرّاجحي.

وهناك من يرى أن الطبيعة القانونية للشراء بالهامش هو أنه عقد قرض؛ لأن الوسيط المالي يقوم بتقديم المال للمستثمر الذي يستخدمه في شراء الأوراق المالية، ويتعين عليه فيما بعد سداد القرض كاملاً مضافاً عليه الفوائد والعمولات المتفق عليها، وهو ما يعني أن القرض يرد على المال وليس على الأوراق المالية محل القرض.

وقد أضاف رأي^(٦) أن القرض هنا مشروط بغرض واحد وهو شراء الأوراق المالية، كما اتجه البعض إلى أنه عقد قرض معلق على شرط واقف بحيث لا ينعقد عقد الشراء الهامشي إلا بموجبه^(٧)، وقد اتجه رأي آخر إلى أنه عقد بيع عادي^(٨)؛ وذلك لأن المستثمر يطلب من الوسيط المالي شراء أوراق مالية بعينها ويدفع جزءاً من ثمنها ويحتفظ الوسيط المالي بهذه الأوراق في حوزته لحين سداد المستثمر لكامل ثمنها، ولم يحدد المشرع مقابل شراء الأسهم؛ فقد يكون المقابل نقدًا أو عينًا عن طريق تقديم أوراق مالية أخرى، وذلك اتساقاً مع تفسير الفقهاء التجاريين^(٩) لمفهوم الشراء المنصوص عليه بالمادة الرابعة من القانون التجاري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩.

وهناك رأي اتجه إلى توصيف عقد الشراء الهامشي بأنه عقد رهن؛ حيث يكون عقد شراء الأوراق المالية بالهامش حقاً تبعياً لعقد القرض المبرم بين المستثمر والوسيط المالي بحيث توضع الأوراق المالية تحت يد الوسيط رهناً لحين سداد قيمة القرض^(١٠).

وقد اتجه بعض الفقهاء إلى أن عقد الشراء الهامشي هو عقد بيع وعقد قرض في وقت واحد، أو إنه تطبيق معاصر لعقد بيع الوفاء وهذا التوصيف الأخير قد انتقد؛ لأن عقد الشراء الهامشي أساسه إعطاء شركة السمسرة قرضاً للمستثمر لشراء الأوراق المالية لحسابه ورهنها لصالحها، وفي حالة ما

(١) كتاب دوري رقم (٥) لسنة ٢٠٢٠ بشأن الالتزام بنموذج العقد الاسترشادي لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش.

(٢) المادة ٢٩٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(3) Jay-Goldman, M. "The Relationship between Investment Dealer and Margin Client: A Canadian Perspective." , Supra, p.264.

(٤) محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٧٦.
(٥) ويعد نشاط السمسرة من الأنشطة التجارية إذا كانت مزاولتها على وجه الاحتراف وفقاً لنص المادة (٥) من قانون التجارة المصري رقم (١٧) لسنة ١٩٩٩. وطبقاً لما ورد بالمادة (٨) من ذات القانون " ١- الأعمال التي يقوم بها التاجر لشئون تتعلق بتجارته تعد أعمالاً تجارية، ٢- كل عمل يقوم به التاجر يعد متعلقاً بتجارته ما لم يثبت غير ذلك".

(٦) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٠٦.

(٧) محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٣.

(8) Alain Couret et Herve le Nabasque, le droit financier, 2eme edition, Dalloz, p 843

مشار لدى حسن السوسي، نظرة حول نظام المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، مرجع سابق ص ٤٤٧.

(٩) محمد فهمي الجوهري، القانون التجاري، نظرية الأعمال التجارية-التاجر-المحل التجاري، دار أبو المجدا للطباعة، ٢٠٠٧، ص ٣٢. سامي عبد الباقي أبو صالح، قانون الأعمال، القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠٢١، ص ٦٤. محمد بهجت عبد الله قايد، القانون التجاري، القاهرة، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، ٢٠٠١، ص ٥٩.

(١٠) حسن السوسي، نظرة حول نظام المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ص ٤٤٥-٤٤٦.

إذا استوفت شركة السمسرة مبلغ القرض فإنها لا يمكنها استعادة الأوراق المالية المشتراة من العميل^(١)، كما كيّفه آخر^(٢) بأنه عقد شراء تقليدي للأوراق المالية وقرض ورهن ووكالة، وهناك من رأي^(٣) بأن هناك تشابهاً بين عقد البيع والوكالة إذا كان من يقوم بعمل قانوني لحساب آخر، وبموجب الاتفاق يستطيع أن يدعي لنفسه حقاً على المال محل هذا العمل القانوني، وفي هذه الحالة يكون المعول عليه في تكيف العقد قصد العاقدين، فإذا انتهت إرادتهما إلى أن ينقل المالك حقه إلى الطرف الآخر بحيث يصبح مالكا حقيقيا لهذا الحق، فالعقد يتم تكيفه على أنه عقد بيع، وإلا فهو وكالة، والفرق بين تكيف العقد بأنه وكالة أم بيع تظهر في ترتيب الأثر الجنائي؛ حيث تعد عقود الوكالة من عقود الأمانة وبموجبها يكون هناك محل لاتهام الوكيل بخيانة الأمانة.

وإذا تساءلنا عن: ما هي معايير الرهن التي يمتلكها الوسيط المالي على الأوراق المالية الضامنة لعمل الشراء الهامشي؟ وما هي القيود المفروضة على الوسيط المالي بشأنها؟

قبل الحديث عن الرهن ينبغي معرفة قيمة الضمان المقرر للأوراق المالية للتعامل على نظام الشراء بالهامش، فنسجد أن هيئة البورصة حددته وفق قرارها^(٤) بنسبة ١٠٠٪ من قيمة الأوراق المالية المقدمة من العملاء، وذلك إذا كانت متوافقة مع المعايير المنصوص عليها بالمجموعة (أ)، وقبول أوراق مالية أخرى كضمان بنسبة ٨٠٪ من قيمتها إذا كانت متوافقة مع المعايير المنصوص عليها بالمجموعة (ب)، علماً بأن قائمة الأوراق المالية التي تحددها الهيئة للتعامل عليها بنظام الشراء بالهامش يتم تجديدها بصفة مستمرة؛ للتأكد من استيفائها للمعايير المدرجة بالمجموعتين (أ) و(ب)، ويحق لشركات السمسرة إعداد قائمة خاصة بها تشمل الأوراق المالية التي ترغب في التعامل عليها بنظام الشراء بالهامش على أن تكون من ضمن القائمة التي تصدرها الهيئة العامة للرقابة المالية وهيئة البورصة المصرية وذلك كله وفق تحليل الأخطار لدى كل شركة سمسرة حاصلة على موافقة الهيئة بمزاولة نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش.

وحيث قضت المادة (١١٩) من قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ بتجارية الرهن بالنسبة للمدين فيما يتعلق بمنقول قدمه للدائن كضمان لدينه، وقياساً على ما جاء بهذه المادة، فإن رهن الأوراق المالية في الشراء الهامشي بالنسبة للعميل وشركة السمسرة يكون تجارياً، كما تطبق عليه قواعد الرهن التجاري الواردة في ذات القانون^(٥)؛ حيث تنتقل فيه الحيازة إلى الدائن المرتهن ويمتنع على المدين مؤقتاً مباشرة حق الاستعمال والاستغلال^(٦)، كما تسري على هذا الرهن الأحكام الواردة بقانون الإيداع والقيّد المركزي^(٧)، وحيث خلا القانون من تعريف دقيق لرهن الأوراق المالية، فقد عرّفه الفقه بأنه: «عقد به يلتزم شخص ضماناً لدين عليه أو على غيره، أن يُسلم إلى الدائن أو إلى أجنبي يعينه المتعاقدان أوراقاً مالية يرتب عليها للدائن حقاً عينياً يخوله حبس هذه الأوراق لحين استيفاء الدين، وأن يتقدم الدائنون العاديون أو الدائنون التالون له في المرتبة في اقتضاء حقه من ثمن هذه الأوراق في أي يد تكون»^(٨)، وحق الحبس المقرر لشركة السمسرة هو حق مؤقت يزول إما بقيام العميل بتنفيذ ما بذمته أو بالتنفيذ

-
- (١) عيسى أبو حاج، تمويل الأوراق المالية بالهامش في ظل التعليمات رقم (٧) لسنة ٢٠١٣ الصادرة عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعمقة، مركز جيل البحث العلمي، دار المنظومة، ص ١٠٥.
- (٢) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٩٩.
- (٣) سليمان مرقص، شرح القانون المدني، العقود المسماة، عقد البيع، الطبعة الرابعة، دار عالم الكتب، ١٩٨٠، ص ٢٧.
- (٤) وفق قرار هيئة البورصة المصرية رقم ١٣٣٧ لسنة ٢٠١٨ الذي وضع معايير الأوراق المالية فقد تم تقسيمهم إلى مجموعتين (أ) و(ب).
- (٥) المادة (٣٢٤) و(٣٢٥) من القانون التجاري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩.
- (٦) سميحة القليوبي، الوسيط في شرح القانون التجاري المصري، الجزء الأول، نظرية الأعمال التجارية والتاجر، دار النهضة العربية، طبعة ٢٠١٩، ص ٣٩٦.
- (٧) المواد أرقام ٤٢ و ٤٣ باللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيّد المركزي للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠.
- (٨) عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني لرهن الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨، ص ١٧-١٨.

عليه من خلال بيع أوراقه المالية في السوق^(١).

وهناك رأي^(٢) أفاد بأنه طبقاً للمعمول به في الواقع العملي، فإن الأوراق المالية المشتراة بنظام الهامش أو المقدمة من العميل كضمان، لا يتم رهنها باسم شركة السمسرة؛ حيث إن الرهن يأخذ كوداً مختلفاً بشركة الإيداع والقيّد المركزي، وإنما يتم تجنيب الأسهم باسم العميل الهامشي لصالح شركة السمسرة التي يكون لها وفق قواعد الشراء الهامشي الحق في رفع التأشير بالتجنيب لدى شركة الإيداع والقيّد المركزي وبيع الورقة المالية في السوق إذا وصلت مديونية العميل الهامشي لأكثر من هامش الوقاية ٦٠٪ وفوات مدة اليومين دون تقديم العميل لضمانات إضافية، أو إذا وصلت مديونية العميل لنسبة الـ ٧٠٪ فأكثر.

ومن سابق مع ذكر بشأن توصيف عقد الشراء الهامشي، فسند أن عقد يحتوي على قواعد مرتبطة بعقد البيع، مع الاختلاف بأنه عقد زمني وليس فوراً كعقد البيع وعقد الرهن وعقد القرض والوكالة؛ ومن ثم فهذا يجعلنا ننتهي إلى أن هذا العقد مُركّب؛ لاشتماله على قواعد كثيرة لعقود مُسماة، وهو ما جعل المُشرعين المصري أو الأمريكيّ يعملان على تنظيم قواعد هذا العقد وبيان الواجبات والالتزامات الخاصة بأطرافه بالتفصيل بالقوانين المختصة؛ وعليه ننتهي إلى إنه عقد من نوع خاص قائم بذاته، ولا بد من معاملته وفق الغاية منه لتمييزه عن باقي العقود المسماة؛ حيث تحدد أحكام الشراء الهامشي الأحكام الخاصة بكل من عقد البيع والقرض والرهن والوكالة، ومن الممكن أيضاً الرجوع إلى العقود المسماة وتطبيق ما جاء بالقواعد العامة عند خلوّ القوانين المنظمة للشراء الهامشي من تنظيم مسألة من المسائل المتعلقة بالنشاط.

ونتفق مع الرأي الذي اتجه إلى أن الالتزامات الشخصية أو الحقوق الشخصية لا حصر لها، ووفق مبدأ سلطان الإرادة يسمح للأشخاص أن يُنشئوا ما يشاؤون من التزامات، ومحاولة تصنيف أي عقد جديد إلى فصول معينة لن يفيد، والفارق بين العقود المسماة وغير المسماة مرجعه كثرة تداول الأولى وما بلغته من أهمية عملية كبيرة وقت وضع التقنين المدني^(٣).

سادساً: قواعد الشراء بالهامش المطبقة بالولايات المتحدة الأمريكية:

ينظم قواعد تداول الأدوات الاستثمارية المرتبطة بالهامش بالبورصات في الولايات المتحدة في القسم ٧ (أ) من قانون الأوراق المالية والبورصات لعام ١٩٣٤، (Securities Exchange Act of 1934)، وعلى الرغم من أن القانون كان يتطلب أن تكون نسبة الاقتراض لشراء الأوراق المالية ٥٥٪ من قيمتها السوقية إلا أن القسم ٧ (أ) و(ب) من القانون فوّض الهيئة الاحتياطية الفيدرالية Federal Reserve Board (FRB) بتحديد اللوائح المتعلقة بالشراء الهامشي، وقد حددت نسبة الـ Initial Margin بـ ٥٠٪، والهدف من تحديد نسب التمويل بالهامش هو ألا يؤثر المستثمرون سلبياً بشكل كبير على أسعار السوق بأكثر من ملاءتهم المالية، ولضمان حصول شركات السمسرة على مستحقاتها قبل أن تصبح قيمة الأوراق المالية الضامنة أقل من سعرها نتيجة لتقلب أسعار السوق^(٤)، كما أنطأ القانون الأمريكي مراقبة تطبيق نسب الشراء الهامشي لهيئة الـ SEC وأعطى سلطة مراقبة نسب الهامش في العقود الآجلة إلى لجنة تداول السلع الآجلة (CFTC) Commodity Futures Trading.

(١) محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص ١١٠.

(٢) اجتماع ومناقشة مع مسؤول حوكمة في شركة من شركات السمسرة التي تزاوّل نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش.

(٣) سليمان مرقص، شرح القانون المدني، العقود المسماة، عقد البيع، مرجع سابق، ص ٢.

(4) Humphries, William M. "Leveraged ETFs: The Trojan Horse Has Passed the Margin-Rule Gates.", Supra, pp.310 & 319.

وقد حظر المشرع الأمريكي بالقسم (7-C) قيام أي عضو في بورصة الأوراق المالية الوطنية أو أي وسيط من التمديد أو المحافظة على الائتمان بطريق مباشر أو غير مباشر، على الأوراق المالية لصالح أي عميل أو على ضمانات أخرى غير الأوراق المالية، إلا وفقًا لقواعد وتنظيمات مجلس الاحتياطي الفيدرالي، كما فرض بالقسم (7-D) على الجهات الدائنة الأخرى الالتزام بعدم ترتيب قواعد للتمديد أو المحافظة على الائتمان تكون متعارضة مع قواعد وتنظيمات مجلس الاحتياطي الفيدرالي، كما أصدر مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عام ١٩٣٤ برنامجًا تنظيميًا ووضع العبء في الامتثال به على الجهات الدائنة؛ وذلك بموجب التنظيم (T) الذي يدير تمديد الائتمان من قبل أي وسيط أو تاجر، وفي عام ١٩٣٦ وضع التنظيم (U) الذي يدير تمديد الائتمان من قبل البنوك، وفي عام ١٩٦٨ وضع التنظيم (G) الذي يدير تمديد الائتمان من قبل الأشخاص الذين ليسوا بنوكًا أو وسطاء أو تجارًا^(٢)؛ وهم على سبيل المثال: شركات التأمين^(٣).

سابعًا: صور الأنشطة المتشابهة مع نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش:

يختلف شراء الأوراق المالية بالهامش عن البيع القصير، سواء أكان على المكشوف Naked Short selling أو بيعًا قصيرًا مغطى Covered Short، في أن الأول ينصب على اقتراض العمل للأموال من شركة السمسرة بهدف شراء الأوراق المالية، بينما يهدف البيع القصير إلى اقتراض العمل لأوراق مالية من شركة السمسرة، ثم يقوم العميل ببيعها أملًا أن ينخفض سعرها في المستقبل فيقوم بشرائها مرة أخرى وإعادتها للوسيط المالي، ويربح العميل في هذه الحالة فرق قيمة بيع الأوراق المالية المقترضة وقيمة شراء الأوراق المالية بثمن أقل فيما بعد^(٤).

وقد لخص البعض الفرق بين البيع على المكشوف (البيع القصير) والشراء على المكشوف (الشراء بالهامش) في أن الأول يتعاقد على مبيع لا يملكه^(٥) ويضارب على شرائه بعد ذلك بثمنٍ منخفض في سوق هابط Bear Market، وتكون الخسارة غير محدودة في حين تكون الأرباح محدودة، أما بالنسبة للشراء بالهامش فإن البائع يتعاقد على شراء أوراق مالية مملوكة له جزئيًا ويضارب على بيعها بثمن مرتفع في سوق صاعد Bull Market وفيه تكون الخسارة محدودة والأرباح لا حدود لها^(٦)، ويتشابه النظامان في ضرورة فتح حساب هامشي Margin Account.

ويرى البعض أن البيع القصير محظور في كثير من الأسواق المالية؛ لأنه يؤدي إلى خلق حالة من التلاعب ويخلق الآثار السلبية على التداول^(٧)؛ حيث يقوم البائع ببيع أسهم لا يملكها ولم يقدّم

(1) Brodsky, William J. "The Globalization of Stock Index Futures: A Summary of the Market and Regulatory Developments in Stock Index Futures and the Regulatory Hurdles which Exist for Foreign Stock Index Futures in the United States.", Supra, p.279.

(2) Sullivan, John J. "Application of Margin Rules to Tender Offers by Foreign Investors.", Supra, pp. 20&21.

(3) Blencowe, Paul S. "Checklist for Repurchases by a Corporation of Its Common Stock." Bulletin of the Section on Corporation, Banking & Business Law, vol. 21, no. 1, November, 1983, p.13.

(4) Branson, Douglas M. "More Muscle behind Regulations Sho - Short Selling and the Regulation of Stock Borrowing Programs." Virginia Law and Business Review, vol. 5, no. 1, Fall 2010, p.3

(٥) هناك من يرى أن العميل يملك الأوراق المالية بموجب عقد القرض. محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٩.

(٦) سعاد محمد عبد الجواد البلتاجي، المعاملات الصورية في سوق الأوراق المالية، البيع على المكشوف نموذجًا، مرجع سابق، ص ١٩.

(٧) عيسى أبو حاج، تمويل الأوراق المالية بالهامش في ظل التعليمات رقم (٧) لسنة ٢٠١٣ الصادرة عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، مرجع سابق، ص ١٠٢.

باقتراضها من الغير، ووصفت بأنها عملية تدخل في نطاق بيع ملك الغير^(١)، وقد سمح المشرع المصري بتنظيم البيع القصير عندما عرّفه بأنه^(٢): «يقصد باقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، الاتفاق بين شركة السمسرة وأحد عملائها على أن تقوم الشركة نيابة عن العميل باقتراض أوراق مالية مملوكة لطرف آخر (مقرض) من خلال نظام إقراض الأوراق المالية، وذلك بغرض بيع هذه الأوراق المالية وإعادتها في وقت لاحق بالشروط التي يتم الاتفاق عليها»^(٣).

وعملياً تختص شركة مصر للمقاصة والإيداع المركزي بالتعامل مع أمناء الحفظ من خلال مجمع التسليف^(٤)، وهو نظام على الرغم من تنظيمه لم يطبق في السوق المصرية؛ للخوف من تأثير المعاملات الأجنبية على مستويات الأسعار وإحداث التلاعب والخلل في السوق المصرية من خلال البيع القصير^(٥).

ونتفق مع الرأي الذي انتهى إلى: أن عملية إقراض الأموال لشراء الأوراق المالية تحقق استقراراً في السوق؛ لأن جميع الحقوق المرتبطة بالورقة المالية كالتصويت والحصول على أرباح تكون لصالح العميل، على عكس البيع على المكشوف حيث لا يكون العميل مالِكاً للأوراق المالية بل يقترضها من سمسار أو أي شخص آخر، وفي حالة التصويت المادي ينبغي على الوسيط المالي استرجاع الورقة المالية؛ لأنه مالك لها، وله وحده الحق في الحصول على أرباحها إضافة إلى عمولة مقابل أدائه لخدماته^(٦).

كما يختلف الشراء بالهامش للأسهم عن الهامش المتعلق بالعقود الآجلة؛ لأن هوامش الأسهم تتمثل في سداد دفعة أولية عند شراء الأوراق المالية القائمة، وبالتالي فهو تمديد للائتمان الممنوح من الوسيط المالي للعميل. أما هوامش العقود الآجلة، فهي عبارة عن كفالات أداء؛ وذلك لأن عملية بيع أو شراء عقد أجل ليست نقلاً للأصول، وبالتالي لا تتضمن أي تمديد للائتمان. كما تُستخدم هوامش العقود الآجلة كوديعة يتم طلبها من قبل البورصات لضمان أداء عقد أجل^(٧).

(١) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٤٠.
(٢) المادة (٢٨٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ وتسمية البيع القصير هو مسمى من مسميات البيع على المكشوف وقد أطلق عليه البعض أيضاً تسميات أخرى مثل: البيع بالعجز أو البيع المسبق أو بيع النسبنة أو عمليات بيع الممتلكات المستعارة. سعاد محمد عبد الجواد البلتاجي، المعاملات الصورية في سوق الأوراق المالية، البيع على المكشوف نموذجاً، مرجع سابق، ص ١٠.

(٣) المادة ٢٨٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
(٤) هو عبارة عن مجمع واحد لدى شركة مصر للمقاصة والإيداع المركزي تتجمع به كميات من الأسهم المتاحة للإقراض من كل أمناء الحفظ.

(٥) محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص ٣٧.

(٦) سعاد محمد عبد الجواد البلتاجي، المعاملات الصورية في سوق الأوراق المالية. البيع على المكشوف نموذجاً، مرجع سابق، ص ١٥.

(7) Brodsky, William J. "The Globalization of Stock Index Futures: A Summary of the Market and Regulatory Developments in Stock Index Futures and the Regulatory Hurdles which Exist for Foreign Stock Index Futures in the United States.", Supra,280.

المبحث الثاني حقوق والتزامات الوسيط المالي والأخطار العملية المرتبطة بعملها

يتناول هذا المبحث تعريف الوسيط المالي وبيان طبيعة عمله القانوني، كما يوضح المبحث بالتفصيل أهم الحقوق والواجبات المرتبطة بعمل الوسيط المالي وفق عقد الشراء الهامشي؛ حيث يعرض أهم حقوقه المتمثلة في: الحصول على الفائدة والعمولات، والحق في البيع الجبري للأوراق المالية المشتراة بالهامش حال زيادة مديونية العميل على نسبة هامش الـ ٧٠٪ المحددة قانوناً، كذلك يتناول أهم الالتزامات الملقة على عاتق الوسيط المالي، ومنها: الالتزام بمعايير الملاءة المالية، وتقييم الضمانات المقدمة من العملاء دورياً قبل إجراء البيع الجبري، وضرورة التزامه بتطبيق قواعد الهامش وقواعد التعامل على الأوراق المالية بذات الجلسة، وبتنفيذ الأوامر وفتح الحسابات للعملاء وإمساك السجلات، والالتزام بالتبصير والإفصاح عن أخطار النشاط وتجنب تعارض المصالح، كما يوضح المبحث بعض المسائل المرتبطة بعمل الوسيط المالي، ومنها: علاقته بالمالك المسجل وأخطار تمويل نشاطه برأس مال أجنبي، وأخيراً يوضح المبحث الدور الرقابي الذي تقوم به الهيئة العامة للرقابة المالية للتأكد من أن الوسيط المالي يزاوّل نشاطه بما لا يخالف القانون والضوابط المعمول بها.

أولاً: التعريف بالوسيط المالي وطبيعة عمله:

أجاز التشريع الأمريكي أن يكون السمسار فرداً طبيعياً أو شخصاً اعتبارياً، وعلى العكس حظر المشرع المصري قيام الأفراد بمزاولة نشاط السمسرة حيث قصره على شركات المساهمة، ثم قصر نشاط الشراء بالهامش على شركات السمسرة الأعضاء بالبورصة المصرية^(١)، على أن تكون حاصلة على ترخيص مزاولة من الهيئة^(٢)، وإلى جانب شركات السمسرة، فقد أقر المشرع المصري إمكانية قيام أحد أمناء الحفظ بمزاولة نشاط الشراء بالهامش^(٣)، وأمين الحفظ وفقاً للتشريع المصري يمكن أن يكون بنكاً من البنوك المسجلة لدى البنك المركزي المصري أو الشركات الأجنبية التي تمارس مهنة أمين الحفظ بشرط خضوعها للرقابة وفق المعايير المعتمدة لدى مجلس إدارة الهيئة أو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أو الشركات التي تزاوّل نشاط المالك المسجل.

وقصر المشرع مزاولة نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش على الشركات؛ لأنها قادرة على تجميع رؤوس الأموال الذي يعد الضمان العام للدائنين إلى جانب ضمانه أخرى، وهي قيام شركات السمسرة بدفع تأمين لمزاولة النشاط لضمان الأخطار التجارية^(٤).

ووفقاً للقانون الأمريكي فإن المادة (7-T) من قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ تنظم ضوابط الشراء بالهامش للوسيط المالي أو التاجر بما في ذلك كل عضو في بورصة الأوراق المالية الوطنية ووفقاً لقانون ١٩٣٤ يُعرّف (الوسيط) Broker في الفقرة ٣ (أ) (٤) بأنه: «أي شخص يعمل في مجال إجراء المعاملات في الأوراق المالية لحساب الآخرين، ولكنه لا يشمل البنوك» كما يُعرّف (التاجر) Dealer في الفقرة ٣ (أ) (٥) بأنه: «أي شخص يعمل في مجال شراء وبيع الأوراق المالية لحسابه الخاص» باستثناء البنوك. ويقصد بمصطلح (البنك) وفقاً للفقرة ٣ (أ) (٦): «المؤسسات المصرفية

(١) المادة ٨٩ مكرراً من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة ٢٨٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٣) المادة ٢٩٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢. ووفقاً لهذه المادة إذا كان أمين الحفظ بنكاً فإنه يلزم لمزاولة النشاط أن يخصص البنك لعمليات الشراء بالهامش مبلغاً لا يقل عن خمسة ملايين جنيه مصري. كما نصّت المادة ١/٣٠ من قانون الإيداع والقيّد المركزي على أنه «لا يجوز لغير البنوك والجهات التي تحددها اللائحة التنفيذية أن تمارس نشاط أمناء الحفظ...».

(٤) عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١١٢.

المنظمة بموجب قوانين الولايات المتحدة، والتي يتم مراقبتها وفحصها من قبل السلطات المختصة أو الفيدرالية»^(١).

وفي بداية التعامل في مصر بالشراء بالهامش كانت العلاقة ثلاثية بين شركة السمسرة وأمين الحفظ والعميل، ثم أدخل المشرع تعديلاً على القانون بموجبه أعطى صلاحية مزاوله نشاط الشراء بالهامش لأمناء الحفظ، ويرى البعض أن هذا التعديل يعد إضافة أثمرت عن تنشيط الاستثمار في نشاط الشراء بالهامش؛ لأن أمين الحفظ^(٢) إلى جانب قيامه بتمويل العميل، فهو المخول بإيداع الأوراق المالية لدى شركة المقاصة والإيداع والقيد المركزي، وكذلك وضع شارة الرهن على الأوراق المالية المقدمة من العميل كضمان^(٣).

وقد استلزم المشرع المصري ألا يقل رأس مال شركة السمسرة المصدر وألا يقل صافي حقوق المساهمين بها عن خمسة ملايين جنيه مصري، وفي حالة ما إذا كانت الشركة تباشر نشاطي الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية معاً، فيجب ألا يقل صافي حقوق المساهمين بالشركة عن عشرة ملايين جنيه مصري^(٤)، ويعد الحد الأدنى المطلوب لرأس مال الشركة وحقوق المساهمين شرط ابتداء وشرط استمرار للشركة، وعليه إذا فقدت الشركة هذا الشرط فيكون للهيئة الحق في سحب الترخيص الممنوح لها وفق ضوابط حددها القانون^(٥)، ويتمشى تحديد حدٍّ أدنى لرأس مال هذه الشركات مع المبدأ رقم (٣٠)^(٦) المنصوص عليه صراحة وفق مبادئ المنظمة الدولية لهيئات رأس المال والذي قضى بوجود وجود متطلبات لرأس المال ولرأس المال العامل لشركات الوساطة تعكس الأخطار التي يمكن أن تتعرض لها الشركة.

ثانياً: حقوق الوسيط المالي:

أ. الحق في الحصول على الفائدة والعمولات:

تتلخص المزايا المقررة لشركة السمسرة في حصولها على فارق بين سعر الفائدة المفروضة عليها من البنوك أو المؤسسات المالية المقرضة -أجنبية أو محلية- ونسبة الفائدة التي تفرضها على عميلها مقابل إقراضه الأموال لشراء الأوراق المالية، هذا إلى جانب حصولها على عمولات البيع والشراء للأوراق المالية محل الشراء الهامشي^(٧)، وعلى الرغم من أن المشرع المصري حدد نسباً محددة للعمولة إلا إنه ترك أمر تحديد قيمتها بالاتفاق بموجب عقد الشراء الهامشي، وذلك الاتجاه يتسق مع ما هو مقرر في البورصات العالمية؛ مثل: بورصة نيويورك ولندن وطوكيو وباريس^(٨)، وعموماً يقلل من المبالغة في تحديد هذه العمولات عوامل مثل ظروف العرض والطلب والمنافسة المشروعة بين شركات السمسرة لجذب العملاء، ولا يستحق السمسار عمولة عن العمليات التي لم ينفذها فهو ضامن

(1) Karmel, Roberta S. "The Applicability of the Margin Regulations to Foreign Financial Institutions." International Lawyer (ABA), vol. 4, no. 3, April 1970, pp. 501.

(٢) نصت المادة (٤٥) من اللائحة التنفيذية من قانون سوق رأس المال على أنه «يقصد بنشاط أمناء الحفظ كل نشاط يتناول حفظ الأوراق المالية والتعامل عليها وإدارتها بما في ذلك حسابات الأوراق المالية باسم ولصالح المالك أو باسم المالك المسجل ولصالح المالك المستفيد وذلك كله في حدود تعليمات العميل.

(٣) محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٦٨.
(٤) المادة ٢٩٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢. وبموجب هذه المادة يتم معرفة حقوق المساهمين وفقاً لآخر قوائم مالية سنوية معتمدة أو قوائم مالية دورية تالية لها وسابقة للتقدم للحصول على موافقة الهيئة.
(٥) المادة ٢٩١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢. ووفق هذه المادة فإن الهيئة تقوم بإخطار الشركة التي تزاوّل نشاط الشراء بالهامش عن الحد الأدنى المطلوب، وعلى الشركة خلال خمسة أيام على الأكثر زيادة صافي رأس المال السائل إلى الحد الأدنى المقرر. وفي حالة عدم الالتزام بذلك يتم منع الشركة من مزاوله العمليات وإلغاء الموافقة الصادرة من الهيئة في هذا الشأن واتخاذ ما يلزم من إجراءات.

(6) IOSCO, "Objectives and principles of securities regulation".

(٧) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٢٥.

(٨) عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٦٦.

لتنفيذ العملية، وقد اتجه القضاء المصري^(١) إلى استحقاق شركة السمسرة للعمليات عن الصفقات التي تبطل لاحقاً ولا تكون سبباً في هذا البطلان.

وقد سمحت الهيئة لشركة السمسرة التي تزاوِل نشاط الشراء بالهامش أن تقوم بتخصيم حقوقها المالية المستحقة من عملائها لدى شركات التخصيم^(٢)؛ وذلك لضخ السيولة لشركات السمسرة ومن ثم تعظيم قدرتها على أداء أعمالها، وذلك على الرغم من أن مجال الشراء الهامشي تحفُّه الأخطار العالية، كما يؤثر النشاط بشكل سريع ومباشر على العلاقة بين المدين والمحيل، ولكن في نطاق بحثنا لم نستدل على صفقات تخصيم فعلية تمت في جمهورية مصر العربية بعد صدور هذا القرار.

ب. الحق في بيع الأوراق المالية جبرياً:

وتعد إمكانية البيع الجبري للأوراق المالية المخول لشركة السمسرة مخالفاً للقواعد العامة التي قضت بالتنبيه على المدين واتباع الإجراءات القانونية بشأن بيع المال المرهون، وهو أمر منطقي؛ فلا يمكن تطبيق ما جاء بالقواعد العامة على بيع الأوراق المالية المرتبطة بالنشاط الهامشي، حيث تستلزم عمليات البورصة السرعة لضمان انتظام السوق، وهو ما حرص عليه المشرع المصري الذي أعطى لشركة السمسرة الحق في البيع الجبري للأوراق المالية وقبل بيعها أتاح لها قبض أي أرباح ناتجة عنها وتسلم الأسهم المجانية أو الناتجة عن تجزئة السهم أو أي حقوق أخرى مرتبطة بالأوراق المالية محل الشراء الهامشي للسعي لحصول الشركة على مستحقاتها لتخفيض مديونية المستثمر. وفي كل الأحوال يكون المستثمر ملتزماً بتعويض الشركة عن أي أضرار تلحق بها^(٣). وهناك رأي اتجه إلى أن حق شركة السمسرة في رهن الأسهم الضامنة لا يجعل العلاقة بين شركة السمسرة والعميل علاقة مدين ودائن ولكن تكون شركة السمسرة في هذه الحالة بمثابة الأمين على هذه الأسهم Trustee^(٤).

بالإضافة إلى حق شركة السمسرة في بيع الأوراق المالية جبرياً إذا لم يَقم العميل بتنفيذ التزاماته لتخفيض نسب المديونية في الوقت المحدد قانوناً، وهو ما يستوجب على الوجه الآخر قيام شركة السمسرة بمراعاة مصلحة العميل وتعمل على بيع الأسهم بأعلى سعر لها^(٥).

والسؤال الذي يطرح نفسه أيضاً: هل تستطيع الشركة بيع الأسهم المرهونة لنفسها أو لعميل آخر بالشركة بدلاً من البيع الحر وفق قواعد السوق؟

وفقاً للقواعد العامة يحق للمدين الراهن الحصول على عرض لممتلكاته مع طلب الدفع قبل أن يتم إجراء بيع من قبل الدائن المرتهن، ووفق القواعد العامة^(٦) يحق للعميل الحصول على إخطار بالوقت والمكان الذي سيتم فيه البيع، ويستلزم الأمر وجود تنازلٍ محددٍ من العميل عن الحق في الإخطار بالبيع لسداد المديونية، وفي حالة عدم وجود هذا الإقرار فإن شركة السمسرة التي تقوم بتصفية الأوراق المالية المرهونة دون موافقة العميل وإخطاره بموعد ومكان البيع، ستكون مسؤولة عن انتهاك العقد، لكن في مجال الشراء بالهامش خرج المشرع المصري عما ورد بالقواعد العامة حيث أعطى لأمين الحفظ وشركة السمسرة صلاحية بيع الأوراق المرهونة^(٧)، وهذا ما اتجه إليه أيضاً المشرع الأمريكي^(٨)؛ لتلافي سلوك

(١) نقض ٢٧ فبراير ١٩٤٥، مجموعة أحكام النقض في خمسة وعشرين عاماً، بند ١ ص ٦٨١، نقض ١٣ يونيو ١٩٦٨ مجموعة أحكام النقض، السنة ١٩ ص ١١٧٣. مشار لدى عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٦٧.

(٢) القرار رقم (٢٥) لسنة ٢٠٢١ المعدل للقرار رقم (١٦٣) لسنة ٢٠١٨.

(٣) قرار رئيس الهيئة رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٨ وتضمنه البند السادس من عقد الشراء الهامشي الاسترشادي.

(4) Smith, E. Irving. "Margin Stocks.", Supra, pp.499-501.

(5) Smith, E. Irving. "Margin Stocks.", Supra, p. 504.

(٦) المادة ٤٠٠ من قانون المرافعات المصري والتي تنص على أنه «تباع الأسهم والسندات وغيرها مما نص عليه في المادتين السابقتين بواسطة أحد البنوك أو السماسرة أو الصيارفة يعينه قاضي التنفيذ بناء على طلب يقدمه إليه الحاجز ويبين القاضي في أمره ما يلزم اتخاذه من إجراءات الإعلان».

(٧) المادة ٢٩٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

الإجراءات المنصوص عليها بالقواعد العامة. وهذا يتماشى مع الرأي^(١) الذي انتهى إلى أنه في حالة الشراء الهامشي فإن الأسهم المقدمة من العميل كضمان لا تكون مرهونة لشركة السمسرة التي تزاوّل النشاط، ولكن يتم التأشير عليها بالتجنّب لصالح شركة السمسرة التي يمكنها بيع هذه الأوراق في حالة ارتفاع مديونية العميل وعدم قدرته على تخفيض المديونية في الوقت المناسب قانوناً. وبالنسبة لإمكانية البيع للنفس أو لعمل آخر بالشركة فهذا محظور حيث إن البيع والشراء يستلزمان أن يتمّ وفق قواعد السوق.

ثالثاً: التزامات الوسيط المالي:

أ. الالتزام بمراعاة معايير الملاءة المالية:

تتطلب الهيئة أن تتوافر معايير الملاءة المالية لشركات السمسرة التي تزاوّل نشاط الشراء بالهامش بهدف التأكد من قدرتها على مواجهة الأخطار المرتبطة بأنشطتها وأنشطة عملائها والأوراق المالية التي تتعامل فيها مثل أخطار السوق والتسوية والانتماء والتشغيل والسيولة، وتتمثل هذه المعايير في احتفاظ الشركة بصافي رأس مال لا يقل عن ١٠٪ من إجمالي التزاماتها، كما تلزم الشركة بتقديم تقارير يومية^(٢) ورُبّع سنوية وسنوية للهيئة لتتمكن من تفعيل الرقابة الدورية على مدى توافر السيولة المطلوبة لشركة السمسرة والتأكد من مدى قدرتها على سداد التزاماتها. ووفق هذه المعايير يتضح أن ارتفاع مديونية عملاء الشراء بالهامش عن النسبة المقررة قانوناً وهي ٥٠٪ من القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة أو المقدمة منهم كضمان، أو الزيادة في رصيد كل عميل من عملاء الشراء بالهامش عن الحد الأقصى المقرر للعميل الواحد أو المجموعة المرتبطة به تؤثر سلباً على الملاءة المالية لشركة السمسرة - وهو ما يفسر ما ذكره البعض بأن تنظيم قواعد الهامش شرع العمل بها في الولايات المتحدة لحماية شركات السمسرة^(٣) - ووفق التشريع المصري يتم احتساب أي انخفاض في نسب الشراء بالهامش عما هو منصوص عليه قانوناً ويعد كالتزامات بنسبة ١٠٠٪ تقع على عاتق الشركة^(٤)، وهذا التحمل لا يعفيها من ارتكابها مخالفة لإخلالها بقواعد الهامش المطبقة في السوق خاصة إذا كانت الشركة لديها شريحة كبيرة في سوق التعامل بنظام شراء الأوراق المالية بالهامش.

كذلك تلزم شركة السمسرة ببذل عناية الرجل الحريص قبل منح التمويل للتأكد من الملاءة المالية لعملائها وأهدافهم الاستثمارية، والتحقق من مصادر التمويل المتاحة لهم، والتعرف على نمط تعاملاتهم السابقة من الجهات التي تحددها الهيئة وتحليل هذه البيانات^(٥)، وذلك لمعرفة المستثمر النهائي تطبيقاً لمبدأ (اعرف عميلك) وللحوط من حدوث جرائم غسل الأموال^(٦)؛ وذلك لأن التعامل في البورصة من أكثر الطرق المستخدمة لغسل الأموال^(٧)، كما يتعين على شركة السمسرة، الاستعلام عن المجموعات المرتبطة من العملاء، ومدى تعرضهم خلال الفترة السابقة لعدم القدرة على سداد الالتزامات المرتبطة

(8) Code of Federal Regulation, title 12 Banks and Banking, Chapter II Federal Reserve System, Subchapter A – Board of Governance of the Feral Reserve System, Part 220 – Credit by brokers and dealers -Reg. T margin account.

(١) اجتماع ومناقشة مع مسؤول حوكمة في شركة من شركات السمسرة التي تزاوّل نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش.
(٢) في الواقع العملي تلزم شركات السمسرة التي تزاوّل نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش باحتساب المبلغ المُجْتَب لل شراء بالهامش في التقرير الهامشي الذي ترسله يومياً إلى هيئة البورصة وذلك بعد حساب رأس مال الشركة + القروض المساندة + أرباح الفترة.

(3) Markham, Jerry W. "Federal Regulation of Margin in the Commodity Futures Industry - History and Theory.", Supra, p.99.

(٤) قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١٤) لسنة ٢٠١٧ بشأن معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وفقاً لآخر تعديل بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٧٧) بتاريخ ٢٠١٧/٦/٦.

(٥) قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية بتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم مزاوله شركات السمسرة في الأوراق المالية وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش.

(٦) المادة (٢) من قرار مجلس الإدارة رقم (٨٧) لسنة ٢٠٠٨.

(٧) عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٩١.

بعمليات الشراء بالهامش، وهذا الالتزام متجدد، حيث تلتزم الشركة بإعادة تقييم العميل بحد أدنى مرة واحدة كل اثني عشر شهرًا^(١).

ب. الالتزام بتنفيذ الأوامر وفتح الحسابات وإمساك السجلات:

تلتزم شركة الأوراق المالية بفتح حساب هامشي باسم العميل لتسوية عمليات البيع والشراء للأوراق المالية، وتقديم مبلغ القرض للمستثمر، وفتح الائتمان لديها، وفي هذا الحساب الهامشي تقوم بقيد كل الأموال التي يسدها العميل خاصة المبالغ المبدئية Initial Margine التي حددها المشرع المصري بـ ٥٠٪ من قيمة الأوراق المالية التي يرغب العميل في امتلاكها وفق نظام الشراء الهامشي، كذلك تقوم بإمسك دفاتر وحسابات مستقلة لتسجيل العمليات^(٢)، ويختلف الحساب الهامشي عن الحساب النقدي، إذ لا تستطيع شركة السمسرة تنفيذ عمليات البيع أو الشراء النقدية إلا إذا تأكدت أن العميل يحتفظ بالرصيد الكافي لتنفيذ العملية في الحساب النقدي أو وافق على تهيئة الرصيد الكافي عند تنفيذ العملية^(٣)، بينما في الحساب الهامشي يمكنها تنفيذ العمليات مكثفية بتقديم العميل للـ Initial Margin.

كما يجب على الشركة أن تتسلم الأوامر هاتفيًا وفق تعليمات العميل، وفي حال غياب تعليمات العميل يكون التنفيذ وفقًا للعرف ولقواعد التعامل^(٤)، ويكون تلقي الأوامر متاح بكافة وسائل الاتصال الحديثة المتفق عليها مع المستثمر، كما يتعين على الشركة تسجيل أوامر العملاء آليًا وبطريقة مميزة عن باقي الأوامر المعتادة وبطريقة مؤمنة^(٥)، على أن يكون التسجيل فور ورود الأوامر، ويتضمن التسجيل مضمون الأمر، واسم مصدره وصفته وساعة وكيفية ورودها، موضحًا الثمن الذي يرغب العميل التعامل به^(٦). وتستطيع الشركة بعد استيفائها لبعض المتطلبات والتجهيزات تلقي الأوامر إلكترونيًا باستخدام شبكة الإنترنت حيث يتم الربط بصورة آلية بين الشركة والبورصة وشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي للتأكد من تنفيذ أوامر العملاء من عدمه^(٧)، كما تلتزم شركة المقاصة والإيداع والقيود المركزي بمتابعة شركات السمسرة والتأكد من عدم تخطيها للحد الأقصى لعمليات الشراء بالهامش، وفي حال مخالفة شركات السمسرة أو أمناء الحفظ تقوم شركة المقاصة والإيداع والقيود المركزي بإخطار الهيئة بهذا التجاوز^(٨).

وفي كل الأحوال تلتزم شركة السمسرة بإرسال رسالة نصية إلى عملائها بشأن ما تقوم بشرائه من أوراق مالية وبيعها فور إتمام الصفقة التي أمر بها العميل، وذلك هو المتبع والمنصوص عليه بقوانين الأوراق المالية الكندية والأمريكية وغيرها حيث ينبغي إرسال إشعار التأكيد إلى كل عميل بسرعة بعد كل معاملة، موضحًا بها تفاصيل التداول الذي تم تنفيذه^(٩). وهو ما يحدث فعليًا من قبل شركات السمسرة حيث يتم إرسال رسائل نصية عبر وسائل الاتصال الحديثة ومنها رسائل SMS المرسلة إلى أرقام الهواتف المحمولة للعملاء والموضحة بعقد الشراء الهامشي، وفي مصر هناك شركات اتصالات متخصصة تقوم بإرسال هذه الرسائل بطريقة آلية بمجرد إتمام البيع والشراء أو

(١) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم مزاوله شركات السمسرة في الأوراق المالية وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش وفقًا لآخر تعديل بتاريخ ٢٠٢٢/٨/٣١.

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

(٣) وهذا الأمر أقره التشريع الأمريكي Regulation T, 220.8.

(٤) سعاد محمد عبد الجواد البلتاجي، المعاملات الصورية في سوق الأوراق المالية، البيع على المكشوف نموذجًا، مرجع سابق، ص ٢٤.

(٥) الكتاب الدوري الصادر من الهيئة العامة للرقابة الإدارية رقم (٤٣) بتاريخ ٢٠٠٨/٣/٣٠.

(٦) المادة ٩١ من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٧) قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٦٨) لسنة ٢٠١٢، وقد استبدل وصف التجهيزات بما ورد بملحق القرار رقم ١٠٠٥ لسنة ٢٠١٣.

(٨) المادة ٤ و ٩ و ١٠ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤.

(9) Jay-Goldman, M. "The Relationship between Investment Dealer and Margin Client: A Canadian Perspective.", Supra, p. 271.

لإخطار العميل بوصوله لهامش الوقاية أي نسبة ٦٠٪ فأكثر.

كذلك يتعين على شركة السمسرة عرض أوامر العملاء خلال المدة وبالشروط المحددة بأوامرهم، وإذا لم يحدد العميل أجلاً لتنفيذ الأمر وجب على الشركة عرضه في أول جلسة تالية لوروده، ويجب على الشركة تنفيذ الأوامر التي تُعطى لممثليها أثناء التداول وفقاً لأولوية ورود تلك الأوامر^(١). فإذا قامت بتنفيذ أي عملية على خلاف أوامر العملاء أو على ورقة مالية غير جائز تداولها قانوناً أو محجوز عليها، ينبغي على الشركة أن تقوم بتسليم ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة وإلا وجب عليها تعويض العميل، وذلك دون إخلال بحقوقها في الرجوع على المتسبب بالتعويض^(٢).

كما يجوز للعميل أن يتنازل بالعقد عن حقه في التعويض عن الأضرار التي تحدث له نتيجة إخلال السمسار بالتزاماته العقدية طبقاً للقواعد العامة بالقانون المدني التي تنص على: «وكذلك يجوز الاتفاق على إعفاء المدين من أية مسؤولية تترتب على عدم تنفيذ التزامه التعاقدى إلا ما ينشأ عن غشه أو عن خطئه الجسيم...»^(٣) ولكن هذا الإعفاء يحده كما جاء بالمادة: الغش والخطأ الجسيم، ونضيف على ذلك أنه لا يمكن إعفاء الشركة عند إخلالها بالتزامات فرضها قانون سوق رأس المال أو لائحته التنفيذية أو قضت به الهيئة بقراراتها المنظمة التي تأخذ قوة القانون؛ وذلك لأنه سيكون إعفاءً من المسؤولية المترتبة على العمل غير المشروع لصريح ما نصت عليه المادة ٣/٢١٧ من القانون المدني، ويقع باطلاً كل شرط يقضي بالإعفاء من المسؤولية المترتبة على العمل غير المشروع.

كذلك ينبغي على شركة السمسرة عند تنفيذها لأوامر العملاء، أن يكون أحد أنواع الأوامر التي وضعتها هيئة البورصة في دليل قواعد وإجراءات التداول بالبورصة المصرية، وبموجبه تصنف الأوامر من حيث السعر أو طريقة التنفيذ أو مدة صلاحية الأمر^(٤)، ويكون تصنيف الأوامر وفق سعرها إما أن يكون أمراً محدد السعر Limit Price Order وهو أمر بيع أو شراء يتم تغذيته بسعر معين من قبل المنفذ بناء على ما ورد في أمر العميل، أو أمراً بسعر السوق Market Price Order وهو أمر بيع أو شراء يتم تنفيذه عن طريق اختيار كلمة MKT عند إدخال الأمر، مما يعني أن الأمر سوف يتم تنفيذ كميته بالأسعار المسجلة في السوق، يضاف إلى ذلك أنه في هذه الحالة سوف تكون مدة صلاحية الأمر على نظام التداول لحظية Immediate ولا يمكن تحديد مدة صلاحية أخرى للأمر^(٥).

وبالنسبة لتصنيف الأوامر وفقاً لطريقة التنفيذ فهو إما أن يكون أمراً عادياً Regular وهو أمر غير مشروط بأي شرط خاص، أو أمراً ذا اشتراطٍ خاص Special Term Order وذلك لتلبية احتياجات المتعاملين وللتيسير عليهم حيث يتوقف تنفيذ الأوامر بتحقيق شرط معين^(٦) حيث يتم تنفيذ جزء على الأقل (كمية الشرط) من كمية أمر العميل على أي عدد من العمليات والكمية التي ستبقى من الأمر دون تنفيذ سوف تتحول تلقائياً إلى أمر عادي Regular^(٧).

وبالنسبة لتصنيف الأوامر من حيث مدة صلاحية الأمر، فإما أن يكون الأمر صالحاً لمدة يوم تداول DAY أو أمر صالح لحين الإلغاء Good Till Cancelled أو أمر صالح حتى تاريخ محدد Good Till Date أو أمر صالح حتى وقت محدد Goll Till Time أو أمر لحظي Immediate أو

(١) المادة ٩٥ من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة ٩٦ من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٣) المادة ٢/٢١٧ من القانون المدني المصري.

(٤) المادة (٣٨) أنواع وأوامر تنفيذ التعاملات من دليل قواعد وإجراءات التداول بالبورصة المصرية.

(٥) المادة (٣٩) أنواع وأوامر تنفيذ التعاملات من دليل قواعد وإجراءات التداول بالبورصة المصرية.

(٦) والاشتراطات هي شرط التغذية "FAK" Fill And Kill حيث يقوم النظام في لحظة تسجيل الأمر بالبحث آلياً عن مدى إمكانية تنفيذ كامل أو جزئي من الكمية أما إذا لم يكن التنفيذ ممكناً سيتم إلغاء الأمر آلياً أو الجزء المتبقى منه دون تنفيذ. أو

شرط التغذية "AON" All Or None والغرض من هذا الشرط هو تنفيذ كمية الأمر بالكامل أو لا شيء على الإطلاق على

أي عدد من العمليات دفعة واحدة أو شرط التغذية "MF" Minimum Fill وبموجبه قد يطلب أحد العملاء من المنفذ أن يتم

تنفيذ جزء من كمية الأمر على الأقل، وفي هذه الحالة يتم تغذية الأمر بهذا الشرط.

(٧) المادة (٤١) أنواع وأوامر تنفيذ التعاملات من دليل قواعد وإجراءات التداول بالبورصة المصرية.

أمر صالح حتى نهاية الجلسة Session^(١).

كذلك يمكن أن يكون الأمر من الأوامر المركبة مثل أمر إيقاف خسارة البيع "SL" Stop Loss أو أمر إيقاف خسارة الشراء "SB" Stop Buy أو الأمر المركب "ST" Stop limit Order^(٢)؛ لذا فإن مخالفة شركة السمسرة لصور هذه الأوامر يترتب عليه الإخلال بتطبيق القانون لاتباعها أوامر لا تتفق مع المنصوص عليه والمسموح بها في تداول الأوراق المالية بالبورصة، ومن ثم تتعرض للمسؤولية القانونية المدنية والجنائية؛ لأنها تخل بمصلحة العميل وتضيع استثماراته.

وتحديد الأوامر من قبل البورصة جاء للحفاظ على حقوق العملاء من سطوة شركات السمسرة التي كانت تطلب من عملائها الراغبين في مزاوله نشاط الشراء بالهامش، توقيع أوامر بيع على بياض؛ لتمكين شركة السمسرة من تداول الأوراق المالية نيابة عنهم، وهو ما انتهت إليه الهيئة وبأصدار قرارٍ مانع لذلك الأمر مع حرصها على ضرورة تأكد العميل من الكمية المطلوبة وسعر الورقة وتاريخ صلاحية الأمر^(٣).

وعموماً فقد تراجع ذلك الأمر مع إحلال الميكنة، وانتشار إمكانية إعطاء الأوامر بطريقة آلية، والاعتماد على التسجيل الهاتفي لأوامر العملاء، وإعطاء الأوامر على بياض يعني أن العميل قد قام بالتوقيع على عدة أوامر بدون تحديد كمية الأسهم أو أسعارها أو توقيت التنفيذ. وتوقيع الأوامر على بياض على الرغم من حظر الهيئة لها قد يلجأ إليه المستثمرون إذا كانت هناك علاقة ثقة ناتجة عن التعاملات السابقة مع الشركة؛ لأن العميل يرغب في إتمام صفقات معينة وقد لا يتاح له الوجود أو الاتصال بشركة السمسرة لإتمامها، وبالطبع فإن قبول شركة السمسرة لهذا الاستثناء يعرضها لمخالفة القانون^(٤)؛ لأنه غير مرخص لها بمزاوله نشاط إدارة المحافظ نيابة عن العملاء وفق تعليماتهم والحظر التام على توقيع العملاء على أوامر على بياض.

ج. الالتزام بالتبصير والإفصاح وتجنب تعارض المصالح:

يرى البعض^(٥) أن هناك التزاماً على شركة السمسرة بتبصير المستثمر بشأن عقد الشراء الهامشي المبرم معه، كما يتعين عليها أن تقدم النصح له بشأن بيع وشراء الأوراق المالية. ونرى أن هذا الرأي خالفه الصواب في جزء منه؛ لأن نشاط الشراء بالهامش لا يلزم السمسار بتقديم النصح لشراء أو بيع أوراق مالية بعينها، بل إن النشاط قائم على إعطاء العميل كامل الحرية في اختيار الورقة المالية من بين القائمة التي توافق عليها شركة السمسرة، كما نرى أن نصيحة السمسار قد تنطوي على غشٍ لزيادة التعاملات يهدف لتعظيم العمولات وحتى إن كان رأيه لا ينطوي على الغش فهو في كثير من الأحيان يفتقر للخبرة والمعرفة ولا يكون مؤهلاً للقيام بالتخطيط المالي للعميل، وعلى الجانب الآخر يكون الوسيط المالي أو مدير المحفظة هو المسؤول عن تقديم النصح للعميل بشأن التعامل على محفظته، وذلك وفقاً لما قضى به المشرع المصري من أحكام تلزم بها شركات السمسرة بوجه عام^(٦).

ومن الجدير بالذكر أن نصح مدير المحفظة ليس التزاماً عليه، ولكن يأتي في سياق عمله مع

(١) المادة (٣٨) أنواع وأوامر تنفيذ التعاملات من دليل قواعد وإجراءات التداول بالبورصة المصرية.

(٢) المادة (٤٢) أنواع وأوامر تنفيذ التعاملات من دليل قواعد وإجراءات التداول بالبورصة المصرية.

(٣) كتاب دوري رقم (٥٠) الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٨ صادر من الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن أخطار توقيع المستثمرين المتعاملين مع شركات السمسرة في الأوراق المالية على أوامر البيع والشراء على بياض.

(٤) مخالفة المادة (٢٧) و(٢٨) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ وهو حظر مزاوله النشاط بدون الحصول على التراخيص والموافقات اللازمة من الهيئة العامة للرقابة المالية.

(٥) سعاد محمد عبد الجواد البلتاجي، المعاملات الصورية في سوق الأوراق المالية، البيع على المكشوف نموذجاً، مرجع سابق، ص ٢٥. حسن السوسي، نظرة حول نظام المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٤٥٠.

(٦) المادتان (٢٢١) و(٢٥٨) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

العميل إلا أن النصح المقدم منه يجب تأسيسه على دراسات علمية، وهناك من اتجه^(١) إلى أن السمسار في هذه الحالة عليه اتخاذ كافة التدابير والإجراءات لإعفائه من المسؤولية كضرورة إبرام الصفقات وفق أوامر موقع عليها من العملاء، وهناك من أيد قيام شركة السمسرة بتقديم النصح للعميل خاصة إذا كان من غير المؤهلين مستندًا على مبدأ حُسن النية Good Faith والأمانة في التعامل، وواجب الولاء والإخلاص (2)Duty of loyalty.

ونؤيد الرأي^(٣) الذي اتجه إلى أن النصح يقتصر على التبصير بطبيعة العقد الهامشي والأخطار المرتبطة بالاستثمار بطريق الشراء بالهامش، وأن تقوم الشركة بتقديم معلومات حقيقية وتتمسك بمبدأ حُسن النية والشفافية في التعاقد^(٤). وهذا ما قصده المشرع المصري حيث ألزم شركة السمسرة عند إبرام العقد الهامشي مع العميل أن تقدم للعميل بيانًا موضحًا فيه على وجه التفصيل مفهوم الشراء بالهامش أو اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع -بحسب الأحوال- والإجراءات والمزايا والأخطار والأحكام الأساسية لهما، وللحفاظ على الاستدامة في التبصير، أوجب المشرع أن تقوم شركات السمسرة بإرسال هذا البيان لكل عميل من العملاء مرة واحدة على الأقل سنويًا وفور حدوث أية تعديلات في الأحكام الأساسية التي تضمنها البيان المُسلم للعميل^(٥).

والوسيط يكون هو الملزم بتطبيق قواعد الإفصاح والشفافية التي تنشرها الجهات الرقابية كهيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية^(٦)(SEC). وإذا قامت شركة الأوراق المالية بدور السمسار المنفذ لأوامر المستثمرين، ففي هذه الحالة يحظر عليها اتباع سياسة أو إجراء عمليات من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم كما يحظر عليها عقد عمليات لحسابها الخاص^(٧)، وينبغي على شركة السمسرة تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح المفروضة عليها لمزاولتها نشاط الشراء بالهامش ويتمشى ذلك مع القواعد التي صدرت من هيئة الـSEC^(٨) لتنظيم عمل المتخصصين 240.11b-1 Regulation of specialists^(٩)؛ وذلك لأن الشفافية قد حسّنت السيولة في بورصات الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وقللت من هجرة المتعاملين الكبار إلى بورصات بديلة^(١٠).

ويجب على شركة السمسرة إمساك السجلات والمستندات الدالة على التعامل مع العملاء بشفافية ومساواة بحيث لا تقوم بحجب أي حقائق أو معلومات جوهرية على نحو يؤثر على سلامة اتخاذ العملاء

-
- (١) عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٤٤.
(٢) سعيد سعد عبد السلام، الالتزام بالإفصاح في العقود، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ١٩٩٩، ص ٣.
(٣) عيسى أبو حاج، تمويل الأوراق المالية بالهامش في ظل التعليمات رقم (٧) لسنة ٢٠١٣ الصادرة عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعقدة، مركز جيل البحث العلمي، ٢٠٢١، ص ١٠٠.
(٤) عيسى أبو حاج، تمويل الأوراق المالية بالهامش في ظل التعليمات رقم (٧) لسنة ٢٠١٣ الصادرة عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، مرجع سابق، ص ١٠٨.
(٥) المادة ٢٩٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
(6)Ke, Xu. "Research on the Separation of Shareholder Interests in Derivatives Area and Its Regulation in China." China Legal Science, vol. 7, no. 4, July 2019, p.113.
(٧) المادة ٩٠ من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
(8) Cornell Law School, 17 CFR § 240.11b-1 - Regulation of specialists, < [17 CFR § 240.11b-1 - Regulation of specialists](https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/subchapter-B/part-240/subpart-1/section-240.11b-1). | [Electronic Code of Federal Regulations \(e-CFR\)](https://www.e-cfr.gov/) | [US Law | LII / Legal Information Institute \(cornell.edu\)](https://www.llii.com/)> (2/4/2024).
(9) Colesanti, J. Scott. "Not Dead Yet: How New York's Finnerty Decision Salvaged the Stock Exchange Specialist." St. John's Journal of Legal Commentary, vol. 23, no. 1, Spring 2008, p.5.
(10) John Board, Charles Sutcliffe, Stephen Wells, Transparency and Fragmentation (electronic resource), 2002, p.225.

لقراراتهم الاستثمارية أو إحداث تضليل أو التباس لديهم. ففي قضية^(١) Shapiro V. Merrill lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc انتهى القضاء الأمريكي إلى «حتى ولو امتنعت شركة السمسرة عن التعامل على الأوراق المالية حال توافر معلومات بشأنها غير معلنة في السوق أو غير متاحة لسائر المتعاملين فيه، فإنها تبقى رغم ذلك مسؤولة عن تعويض الأضرار التي قد تسببت فيها نتيجة تمريرها هذه المعلومات غير المعلنة إلى بعض عملائها».

وحتى تتأكد الهيئة من الحد من تعارض المصالح، فقد وافقت على تعامل المديرين والعاملين وأقاربهم حتى الدرجة الثانية بشركات السمسرة بنظام الشراء العادي من خلال الشركة التي ينتمون إليها أو من خلال شركة سمسرة أخرى شريطة الحصول على موافقة الهيئة بعد الحصول على موافقة مجلس إدارة كلا الشركتين^(٢). وبالنسبة للشراء الهامشي تحظر الهيئة قيام العاملين أو المدراء بشركة السمسرة وأقاربهم حتى الدرجة الثانية من التعامل بنظام الشراء الهامشي من خلال الشركة التي يعملون بها، واستثناءً تسمح بتعاملهم بنظام الشراء الهامشي من خلال شركة سمسرة أخرى شريطة الحصول على موافقة مجلس إدارة كلا الشركتين.

ولتحديد المسؤوليات على العاملين بنشاط الشراء بالهامش داخل شركة السمسرة، فقد تطلبت الهيئة أن تبين الشركة أسماء المديرين المسؤولين عن عمليات الشراء بالهامش وخبراتهم، وكذلك أسماء أي عاملين آخرين بالوحدة التنظيمية المختصة بالشراء بالهامش^(٣) وهي بيانات واجب على الشركة تقديمها حتى تحصل على الترخيص بمزاولة النشاط، كما أن شركة السمسرة هي التاجر المتوافر بحقه ركن الاحتراف وتنصب عليها كافة الحقوق والالتزامات المرتبطة بالوساطة في الأوراق المالية وبالتالي فهو مسؤولة عن موظفيها طبقاً للقواعد العامة^(٤) حيث يكون المتبوع مسؤولاً عن الضرر الذي يحدثه تابعه بعمله غير المشروع، متى كان واقعاً منه في حال تأدية وظيفته أو بسببها. وتقوم رابطة التبعية، ولو لم يكن المتبوع حرّاً في اختيار تابعه متى كانت له عليه سلطة فعلية في رقيبته وفي توجيهه.

وبالنسبة لمزاولة عمليات الطرف الآخر يحظر على شركة السمسرة أن تكون الطرف الآخر أمام عملائها سواء في شراء أو بيع الأوراق المالية على وجه العموم^(٥)، وبالنسبة لنشاط الشراء الهامشي سنجد أن الشركة عندما تقوم بالشراء والبيع لأوراق مالية محددة فإنه لا يتصل علمها بهذا الشراء أو البيع لذات الورقة المالية أثناء التداول حيث تطرح شركة السمسرة طلبات الشراء من عملاء، وطلبات البيع من عملاء آخرين لتتقابل هذه الطلبات من خلال إدارة البورصة، وبعد التنفيذ مباشرة أو في نهاية يوم التداول يتحقق علم شركة السمسرة بمقدار الأسهم التي اشترتها ومقدار الأسهم التي باعتها لعملائها من ذات الورقة المالية وذلك بعد التسوية من خلال أمناء الحفظ بعد تسوية العمليات لدى شركة الإيداع والقيود المركزي.

د. الالتزام بتقييم الضمانات دورياً قبل إجراء البيع الجبري:

تلتزم شركة السمسرة بإعادة تقييم الأوراق المالية محل الشراء بالهامش في نهاية كل يوم عمل Marking to Market لمعرفة القيمة السوقية وفق سعر الإقفال المعلن من البورصة، فإذا تبين انخفاض القيمة السوقية بموجب سعر الإقفال المعلن من البورصة وترتب على ذلك تجاوز مديونية العميل لنسبة (٦٠٪) لقيمة الأوراق المالية أو (٨٥٪) لقيمة السندات الحكومية وجب عليها إخطار العميل ليقوم بتخفيض قيمة المديونية المستحقة إما نقداً أو بتقديم ضمانات إضافية، وللشركة الحق في اتخاذ إجراءات بيع الأوراق المالية وتسجيل الضمانات المقدمة من العميل للوصول بنسبة مديونيته إلى

(١) هشام أحمد زغلول، المسؤولية المدنية لشركات السمسرة في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ٢٠١٣، ص ٦٠٢.

(٢) كتاب دوري رقم (٢) لسنة ٢٠١٣ وذلك وفقاً لنص المادة (٢٣٦) والمادة (٢٣٧).

(٣) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم مزاولة شركات السمسرة في الأوراق المالية وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش وفق آخر تعديل بتاريخ ٢٠٢٢/٨/٣١. قرار رئيس الهيئة رقم (٢٤) لسنة ٢٠٠٧.

(٤) المادة (١٧٤) من القانون المدني المصري.

(٥) المادة ٩٠ من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٥٠٪) من القيمة السوقية للأوراق المشتراة بالهامش أو (٨٠٪) بالنسبة للسندات الحكومية في الحالات التالية:

أ. إذا لم يتم العمل بتخفيض نسبة مديونيته عن النسبة المشار إليها بعد مرور يومي عمل من إخطاره وفقاً للآلية المتفق عليها بالعقد المبرم أو لم يقدم ضمانات إضافية.

ب. إذا وصلت نسبة مديونية العمل لنسبة (٧٠٪) من القيمة السوقية للأوراق المالية أو (٩٠٪) من القيمة السوقية للسندات الحكومية.

وذلك حتى تستوفي الشركة مستحقاتها من العمل، ما لم يتضمن عقد شراء الأوراق المالية بالهامش مع العمل نسباً أقل لتسهيل الضمانات المقدمة منه شريطة الالتزام بإخطار العمل^(١).

وفي كل الأحوال تستطيع شركة السمسرة استيفاء حقها من اتخاذ إجراءات البيع بالنسبة للأوراق المالية المقدمة من العملاء كضمان ويكون انتقاء الأوراق المالية التي ستبيعها في السوق الحر وفق سلطة الشركة التقديرية ولا يحق للعمل في هذا المقام التدخل واختيار الأوراق المالية التي يرغب في تسيلها لسداد مديونيته. وحق الشركة في البيع الجبري يجد أساسه القانوني وفق ما قضت به المادة ٢٩٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، وكذا الإجراءات المتفق عليها في العقد المبرم بينها وبين العمل، ومن تفويض وتوكيل العمل لها لبيع الأوراق المالية لتغطية التزاماتها قبلها، وذلك بعد أن تقوم شركة السمسرة بإخطار شركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية بمحو التأشير على الأوراق المالية المقدمة من العملاء كضمان وفك الحجز بغرض اتخاذ إجراءات بيعها وذلك وفق الترتيب الذي تراه شركة السمسرة وذلك بما لا يخل بالأوامر والقرارات والأحكام القضائية، وبما في ذلك المتعلقة بالمنع من التصرف أو الحجز التحفظي أو التنفيذي، وفي حال استيفاء شركة السمسرة لكامل المديونية المستحقة لها طرف العمل، فإنها تلتزم بإخطار شركة الإيداع والقيود المركزي لمحو التأشير على باقي الأوراق المالية السابق تقديمها كضمان وفك الحجز فوراً وبعد أقصى جلسة تداول يوم العمل التالي، ويسري ذلك الحكم في حالة استبدال الأوراق المالية المقدمة كضمان^(٢).

وفي هذا الصدد إذا قامت الشركة باحتساب القيمة السوقية للأوراق المالية لعملها عقب كل جلسة خلال اليوم أو قامت بالتصرف في الأوراق المالية دون إخطار العمل وإعطائه فترة اليومين كمهلة لتقليل حجم مديونيته فإن ذلك يعد مخالفة من الشركة؛ لأن المشرع حدد موعد احتساب القيمة السوقية للورقة المالية بسعر الإقفال المعلن من البورصة في نهاية اليوم لاحتساب زيادة قيمتها على مدار اليوم وهو ما يمكن العمل من تقليل حجم مديونيته وكذلك إخطاره مع إمهاله ليومين. ويرى رأي أن هذا الإخطار Margin Call هو وسادة حقوق الملكية التي تمنع من التصفية القسرية للأوراق المالية^(٣).

والسؤال: ما هو العمل في حال انخفاض وانحدار قيمة الورقة المالية قبل فوات مهلة اليومين؟

قد لا تستطيع شركة السمسرة استيفاء مستحقاتها من الضمانات المقدمة من العمل قبل فوات المهلة، حيث كان يتعين على الهيئة أن توضح على سبيل لا يدعو للشك سواء بقرار أو بالقانون أو لائحته بأن مهلة اليومين المعطاة للعمل لتخفيض مديونيته مرتبطة بالخسارة الفعلية وليست منصبّة فقط على المدة المقررة كمهلة للعمل، فقد تقوم شركة السمسرة بإخطار العمل عندما تصل مديونيته لـ ٦٠٪ في نهاية اليوم، وتزداد المديونية على العمل في فترة اليومين إلى نسبة تفوق الـ ٧٠٪. ونرى أنه في هذه الحالة يحق لشركة السمسرة تفعيل البيع الجبري عقب الوصول لنسبة الـ ٧٠٪ بدون انتظار مدة اليومين. ويفهم ذلك ضمناً من قرارات الهيئة^(٤).

وفي كل الأحوال فإن الهيئة تملك تعديل الضمانات التي يمكن قبولها من عملاء الشراء بالهامش

(١) المادة السابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٣٦) لسنة ٢٠١٤، والمادة الثامنة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ وفقاً لآخر تعديلاته في ٢٠٢٢/٨/٣١.

(٢) المادة الثامنة مكرراً من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ المعدل بموجب القرار رقم ٢٤٥ لسنة ٢٠٢٣.

(3) Sullivan, John J. "Application of Margin Rules to Tender Offers by Foreign Investors.", Supra, p. 20.

(٤) الفقرة (ب) من المادة الثامنة من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤.

أو وضع نسب معينة لتقييمها طبقاً لأوضاع السوق أو بناء على اقتراح من البورصة^(١) لتمكين العميل من سرعة تخفيضه للمديونية. كما يرى البعض^(٢) أن هناك بورصات تسمح بالبيع الجبري بعد حساب المديونية أثناء الجلسة دون الانتظار لاحتساب المديونية في نهاية اليوم، وذلك في حالة التغيرات العنيفة لأسعار الأسهم في السوق وكذلك لا تكون شركات السمسرة مخالفة إذا قامت بالبيع دون إخطار. ويؤيد ذلك ما اتجه إليه رأي انتهى إلى أن مسؤولية مراقبة الهامش تقع على العميل وحده ولا محل لتحمل الشركة بالمسؤولية إذا لم تقم بإخطار العميل بموجب أي استدعاء هامشي^(٣).

كما تلتزم شركة السمسرة بمراقبة الحساب الهامشي لعملائها حتى تتأكد من كفاية مبلغ الانتماء مقارنة بالضمانات المقدمة من عملائها، وفي حال زيادة هذه المبالغ فللعامل الحق في استرداد مبلغ الزيادة (الربح) أو شراء أسهم جديدة. ويعد التزام شركة السمسرة بالمراقبة الائتمانية Fiduciary Duty سلوكاً إيجابياً؛ لأنها ستحد من حجم خسارة عملائها، لذلك ألزمتها المشرع المصري بأن تُعيد تقييم الأوراق المالية محل الشراء بالهامش في نهاية كل يوم عمل وفقاً لقيمتها السوقية، وذلك لاتساع حجم التداولات على الأسهم^(٤)، كما ينبغي على الشركة أن تتبع الإجراءات والقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة في حالات انخفاض القيمة السوقية للأوراق المشتراة والضمانات المقدمة من المستثمر ومن هذه الإجراءات التحقق من: (١) الحد الأقصى لنسب مديونية المستثمر التي يجب على الشركة مطالبتها بتخفيضها وتوقيات هذه المطالبات. (٢) الحالات التي يجوز فيها للشركة تسهيل الضمانات المقدمة، أو اتخاذ إجراءات ببيع الأوراق المملوكة لعملائها^(٥).

وللحد من الأخطار المترتبة على زيادة حجم مديونية العملاء بما لا يتناسب مع الضمانات المقدمة منهم، فقد كانت الهيئة^(٦) تلزم شركات السمسرة ألا يزيد إجمالي التمويل للورقة المالية الواحدة للعميل الواحد عن ٣٠٪ من الحد المسموح به له وفقاً للضمانات المقدمة منه، ثم تعدلت هذه النسبة حيث أجازت الهيئة ألا تزيد نسبة التركيز للورقة المالية الواحدة من الأوراق المالية شريطة استيفائها للمعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة عن ٧٥٪ من الحد الأقصى المتاح لمحفظة العميل في تاريخ الشراء^(٧). كما يجب ألا تتجاوز مديونية العميل الواحد ١٥٪ من الأموال المتاحة للشركة لعمليات الشراء بالهامش وبشرط ألا تتجاوز النسبة ٢٠٪ للعميل والمجموعة المرتبطة به^(٨)، وقد تم تعديل نسب مديونية العميل الواحد لتصبح (١٠٪) من إجمالي المبلغ المجنب شريطة ألا تتجاوز النسبة (١٥٪) للعميل

(١) المادة (٢٩٥) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(2) Furbush, Dean, and Annette Poulsen. "Harmonizing Margins: The Regulation of Margin Levels in Stock Index Futures Markets.", Supra, p.855.

(٣) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٩٧-٢٩٨.

(4) Karmel, Roberta S. "Mutual Funds, Pension Funds, Hedge Funds and Stock Market Volatility - What Regulation by the Securities and Exchange Commission Is Appropriate.", Supra, p928.

(٥) المادة ٢٩٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٦) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٣٦) لسنة ٢٠١٤ وقد حلّ محله قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ وفق آخر تعديلاته في ٢٠٢٢/٨/٣١.

(٧) البند (٤) من المادة السادسة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ وفق آخر تعديلاته في ٢٠٢٢/٨/٣١.

(٨) يقصد بالمجموعة المرتبطة وفق قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٣٦) لسنة ٢٠١٤ «كل مجموعة من العملاء تكون خاضعة للسيطرة الفعلية لنفس الأشخاص الطبيعيين أو لذات الأشخاص الاعتبارية أو يجمع بينها اتفاق على التنسيق عند التصويت في اجتماعات الجمعيات العامة للشركات أو مجالس إدارتها». ومن الملاحظ أن الهيئة قصدت بالمجموعة المرتبطة وفق القرار رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤ وفق آخر تعديل له في ٢٠٢٢ بأنها «كل مجموعة من العملاء تكون خاضعة للسيطرة الفعلية لنفس الأشخاص الطبيعيين أو لذات الأشخاص الاعتبارية» وبالتالي فقد استبعدت التنسيق المسبق عند التصويت في اجتماعات الجمعيات العامة للشركات ومجالس الإدارة مع العلم بأهمية ذلك الأمر؛ لأن التنسيق المسبق هو أمر واقع ودال على وجود المجموعة المرتبطة وكان يتعين على الهيئة الإبقاء عليه في تعريف المقصود بالمجموعة المرتبطة. ولكنها عادت وعُدلت تعريف المجموعة المرتبطة بموجب القرار رقم ٢٤٥ لسنة ٢٠٢٣ ليصبح «كل مجموعة من العملاء تكون خاضعة للسيطرة الفعلية لذات الأشخاص الطبيعيين أو ذات الأشخاص الاعتبارية، ويعد من الأشخاص المرتبطة الأشخاص الطبيعيين وأي من أقاربهم حتى الدرجة الثانية، والأشخاص الاعتبارية المكونة من شخصين أو أكثر التي تكون غالبية أسهم أو حصص إحداها مملوكة مباشرة أو بطريق غير مباشر للطرف الآخر، أو يكون مالكها شخصاً واحداً والشركات القابضة والتابعة والشقيقة بحسب الأحوال».

ومجموعته المرتبطة^(١).

ووفقاً للقرارات الحالية، فقد قررت الهيئة أن يكون الحد الأقصى لعمليات الشراء بالهامش على الورقة المالية للشركة (٣٠٪) من أسهم الشركة حرة التداول أو (١٥٪) من إجمالي أسهم الشركة أيهما أعلى، كما يكون الحد الأقصى لعمليات الشراء بالهامش للعميل الواحد ومجموعته المرتبطة على الورقة المالية (٥٪) من أسهم الشركة حرة التداول أو (٣٪) من إجمالي أسهم الشركة أيهما أعلى^(٢).

وفي حالة قيام شركة السمسرة أو أمين الحفظ بتعديل القائمة أو نسبة الضمان لأي ورقة مالية فينبغي عليها مراعاة كافة الأحكام وإخطار المتعاملين معها بآلية شراء الأوراق المالية بالهامش وفق القائمة الجديدة مع إعطاء مهلة لعملائها باستبدال الأوراق المالية المقبولة كضمانة للأوراق المالية التي خرجت من القائمة الجديدة خلال مدة لا تقل عن شهرين أو قيام العملاء بتقديم ضمانات إضافية مع أحقية شركة السمسرة في القيام ببيع الأوراق المالية التي خرجت من القائمة عند وصول نسبة مديونية العميل للنسبة التي تجيز التصرف بالبيع وعدم قيام العميل بتقديم ضمانات إضافية^(٣). ونؤيد الرأي^(٤) أن لشركة السمسرة سلطة تقديرية في أمرين: أولاً: تحديد قائمة الأوراق المالية وذلك وفقاً للبند ٢/٢ من العقد الاسترشادي، ثانياً: موافقتها على الأوراق المالية المقدمة كضمان من العميل، كما تتقلص سلطاتها هذه بالنسبة للسندات الحكومية حيث تلتزم الشركة بقبولها من جميع العملاء وبنسبة ١٠٠٪ من قيمتها.

وعلى شركة السمسرة القيام بتخفيض مديونية عملائها عن طريق تحصيل الأرباح والعوائد المرتبطة بالأوراق المالية المشتراة بالهامش أو المقدمة منهم كضمان شريطة تضمين عقد الشراء بالهامش لنص صريح بموجبه تستطيع شركة السمسرة التعامل نيابة عن العميل في صرف هذه الأرباح والعوائد لتخفيض المديونية المستحقة عليه. كما يكون لشركة الإيداع والقيود المركزي في هذه الحالة إلزام شركة السمسرة طالبة الصرف تقديم إقرار موقع منها بكمية الأوراق المشتراة لعملائها بنظام الشراء بالهامش أو المقدمة منهم كضمان وما يفيد أن عقدها مع العميل يتضمن موافقته الصريحة على صرف عوائده وأرباحه لتخفيض المديونية المستحقة عليه وفقاً لنظام الشراء بالهامش^(٥)، وقرار الهيئة من تضمين العقد لهذا التفويض الصريح لا يتماشى مع ما جاء بلائحة قانون سوق رأس المال^(٦) التي نصت على «... التزام أمين الحفظ باستقطاع ما يعادل قيمة الحقوق المالية والمزايا الأخرى التي تنتجها الورقة المالية المقترضة في تاريخ استحقاقها من رصيد حساب المقترض ما لم يتم الاتفاق على غير ذلك في اتفاق القرض بموافقة المقرض «أو ما نصَّ عليه القانون التجاري»^(٧) على الدائن المرتهن أن يستعمل لحساب بالمدين جميع الحقوق والإجراءات المتعلقة بالمرهون وأن يقبض قيمته وأرباحه وفوائده، وغير ذلك من المبالغ الناتجة منه على أن يُخصم ما يقبضه من الدَّين الموثق بالرهن. وعليه نرى أنه وإن خلا العقد الهامشي من هذا النص الصريح الذي تطلبه قرار الهيئة حماية للمستثمرين، فإن قيام شركة السمسرة أو أمين الحفظ بالاستقطاع، لا يعد مخالفاً للقانون.

هـ. الالتزام بتطبيق قواعد الشراء بالهامش:

وفي كل الأحوال لا يجوز للشركة أن تجري عمليات الشراء بالهامش إلا على الأوراق المالية

- (١) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٢٤٥ لسنة ٢٠٢٣ بتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم مزاوله شركات السمسرة في الأوراق المالية وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش.
- (٢) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦١) لسنة ٢٠٢١ بتاريخ ٢٠٢١/٤/٢٧ بتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم مزاوله شركات السمسرة في الأوراق المالية وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش.
- (٣) المادة السابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ وفقاً لآخر تعديلاته في ٢٠٢٢/٨/٣١.
- (٤) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٧٨ و ١٧٩.
- (٥) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٨٤) لسنة ٢٠١٧ بتعديل بعض أحكام مجلس إدارة الهيئة رقم (٦١) لسنة ٢٠١٧ بشأن إجراءات تعزيز حماية حسابات المتعاملين مع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.
- (٦) المادة ٤/٢٩٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٩.
- (٧) المادة ١٢٥ من قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩.

التي تتوفر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة^(١) -وتكون هذه الأسهم موضحة عبر الموقع الإلكتروني للبورصة^(٢) - والهدف من تحديد القائمة هو منع تداول الأوراق المالية التي تكون أكثر عرضة للتلاعب والالتزام بالتعامل على الأوراق المالية التي على درجة عالية من السيولة^(٣)، كما يمكن للعمل القيام بتقديم أوراق مالية لا تتوفر فيها المعايير المنصوص عليها بالمادة (٢٩٣) من اللائحة التنفيذية، ولكن في هذه الحالة تستلزم قبول أمين الحفظ لهذه الأوراق المالية كضمانة وأن يتم تقييمها بنسبة لا تتجاوز (٦٠٪) من قيمتها السوقية، وفي كل الأحوال تملك الشركة استبعاد أية أوراق مالية مقدمة كضمان إذا انخفضت قيمتها السوقية^(٤).

وتلتزم شركة السمسرة بإبلاغ شركة الإيداع والقيود المركزي في ذات يوم تنفيذ العمليات، وحجز الأوراق المالية المشتراة بحساب العميل لدى أمين الحفظ المسؤول، على أن يتم التصرف في هذه الأوراق بواسطة شركة السمسرة^(٥)، ويسمح التشريع الأمريكي بأن تكون الورقة المالية محل الشراء بالهامش هي الورقة الصادرة عن الشركة ذات الغرض الوحيد للاستحواذ Special Purpose Acquisition Company (SPAC) حيث صوّتت بالموافقة على ذلك مجلس إدارة محافظي الاحتياطي الفيدرالي^(٦) the Board of Governors of the Federal Reserve System ويفهم ضمناً أن الهيئة العامة للرقابة المالية لن توافق على شراء أسهم شركة SPAC لسابق إقرارها بعدم جواز التعامل على حقوق الاكتتاب من خلال آلية الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف^(٧).

وهذه المسألة تحتاج توضيحاً وتغطية من جانب الهيئة العامة للرقابة المالية لاحقاً؛ لأن الأوراق التي تطرحها شركة SPAC هي أسهم لشركة مؤسسة على الرغم من أنها شركة فارغة - Shell Company - تستخدم للاستحواذ على شركة أخرى في خلال سنتين، وإذا فشلت في تحقيق هذا الهدف يستلزم الأمر تصفية الشركة وإعادة أموال المُكتتبين إليهم مرة أخرى. ونرى أن المشرع المصري لم يطرح فكرة إمكانية شراء أسهم شركة SPAC عن طريق شراء الأوراق المالية بالهامش؛ وذلك لأنه يتعامل مع الأسهم النشطة التي تنسم بالسيولة العالية لتجنب أخطار الخسارة من التعامل على أسهم غير نشطة في مجال محفوف بالأخطار العالية.

ومن الجدير بالذكر أن أسهم شركة SPAC لم تكن موجودة على أرض الواقع بشكل مؤثر، فمنذ تنظيم الهيئة لأحكامها وإقرارها بالسوق المصرية في عام ٢٠٢٠ إلا إنها لم تدخل حيز التنفيذ والوجود الفعلي حتى تاريخه، وربما يتناولها المشرع المصري بالتفصيل في المستقبل إذا أثبتت نجاحها، وأصبحت أسهمها مستوفاة للمعايير المطلوبة لتداول الأوراق المالية بنظام الشراء الهامشي.

وإذا ما كان شراء الأوراق المالية بالهامش محله السوق المالية المصرية، فهل يجوز أن يقدم العميل أسهمًا أو سندات لشركات أجنبية متداولة بأسواق مالية خارج مصر لتخفيض قيمة مديونيته؟ وفي هذه الحالة فما هي إجراءات الوسيط لبيع هذه الأوراق جبراً في حالة ارتفاع نسب مديونية العميل الهامشي عن النسب القانونية؟ إلى جانب ذلك هل سيقوم بها الوسيط المالي المصري بنفسه أم يجب عليه التعامل مع وكيل في السوق الأجنبية التي تداول فيها هذه الأسهم والسندات؟ ولأنه يصعب الرد على كل هذه الأسئلة أو التعامل مع المشاكل المالية والقانونية المرتبطة بتقديم الأوراق المالية الأجنبية كضمان

- (١) المادة ٢٩٣ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
- (٢) النظر في موقع هيئة البورصة www.egx.com.eg لمعرفة الأسهم المتعامل عليها مع مراعاة ما جاء من توجيهات في دليل المستثمر لشراء الأوراق المالية الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية في ٢٠١٠.
- (٣) محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص ٤٩.
- (٤) المادة ٢٩٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
- (٥) قرار رئيس الهيئة رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٨. البند الخامس من عقد الشراء الهامشي الاسترشادي.
- (٦) Pate, Sarah Beth. "Applying the Federal Reserve Board's Margin Lending Rules to Restrict the Use of Junk Bonds in Hostile Corporate Takeovers." Washington and Lee Law Review, vol. 43, no. 3, Summer 1986, p1090.
- (٧) المادة (١/٧) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٨٢ لسنة ٢٠١٢.

في عمليات شراء الأوراق المالية بالهامش؛ لهذا فإن المشرع المصري أثر السلامة للحفاظ على السوق المحلية ولتجنب القوانين المفروضة في أسواق أخرى لا يعلمها المختصون المحليون نراه لم يسمح مطلقاً بتقديم ضمانات عبارة عن أوراق مالية لأسهم أو سندات متداولة ببورصة خارج مصر، ولكن هذا الحظر لم يشمل شهادات الإيداع المصرية المتداولة بسوق الأوراق المالية المصري حال استيفاء هذه الشهادات للمعايير المطلوبة في الورقة المالية المقدمة من عملاء الشراء الهامشي كضمان.

وعلى غرار المطبق في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يكون لهيئة الـ SEC والبنك الفيدرالي سلطة إخضاع المؤسسات المالية الأجنبية لبعض أنواع القيود الانتمائية في تعاملاتها في الأوراق المالية الأمريكية^(١) ويتمشى ذلك مع اتجاه المشرع المصري الذي يُخضع المؤسسات الأجنبية وفروع البنوك الأجنبية التي تتعامل بنظام الشراء الهامشي لذات القيود المفروضة على الشركات المحلية التي تزاول نشاط شراء الأوراق المالية بنظام الهامش.

و. الالتزام بتنفيذ القواعد بشأن التعامل على الأوراق المالية بذات الجلسة:

لتجنب الأخطار المترتبة على الشراء بالهامش ونظام التداول في ذات الجلسة Intra Day Trading فقد تطلبت الهيئة استيفاء شركات السمسرة لبعض المعايير حتى تستطيع القيام ببيع وشراء الأوراق المالية بذات الجلسة، ومن هذه المتطلبات أن تكون من الفئة (أ) من درجات التصنيف الخاصة بشركة مصر للمقاصة والإيداع المركزي في شأن أخطار التسوية، وأن تقدم ما يفيد تنفيذها لقواعد الحوكمة، كما يجب أن يكون سجل شركة السمسرة خالياً من أية جزاءات أو تدابير صدرت ضدها من رئيس الهيئة، وأن تقوم بإيداع تأمين لا يقل عن ٢٥٪ من متوسط قيمة تعاملات الشركة وبحد أدنى مليون جنيه مصري أو تقدم خطاب ضمان مصرفي لصالح شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي بذات القيمة إلى جانب متطلبات أخرى موضحة بقرار الهيئة رقم (٢٠) لسنة ٢٠١٤.

ومن الأخطار المرتبطة بالشراء بالهامش عند تعامل العميل بنظام التداول في ذات الجلسة Intra Day Trading هو نظام يتطلب إبرام العميل لعقد منفصل مع شركة السمسرة وفق النموذج المُعد من الهيئة^(٢) بنفسه، فلا يستطيع العميل توكيل غيره في التوقيع على هذا العقد، كما يسمح بتوقيع الممثل القانوني عن العميل إذا كان شخصاً اعتبارياً وهذا الأمر متطلب أيضاً بالنسبة لتوقيع العميل على نموذج الإفصاح عن الأخطار المرتبطة بالشراء بالهامش والتداول في ذات الجلسة^(٣). ولم تسمح الهيئة العامة للرقابة المالية^(٤) مطلقاً كذلك بجواز تنفيذ عمليات شراء الأوراق المالية بالهامش أو التعامل في ذات الجلسة من خلال التوكيل وذلك ما لم يكن ثمن شراء الأوراق المالية المتعامل عليها في ذات الجلسة مُسدداً بالكامل. ويرى البعض^(٥) أنه في ظل هذا المنع فإنه لا يسمح باستخدام التوكيل الرسمي العام أو الخاص في إجراء عمليات البيع والشراء للأوراق المالية وإيداع وسحب الشيكات والنقدية والإقرار بصحة التصرفات والبيانات والتصديق على كشوف الحسابات لصريح ما جاء بالمادة رقم ١٢ من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦١ لسنة ٢٠١٧ والتي أعطي بموجبها مهلة للعمل بالتوكيلات السارية حتى ١ يناير ٢٠١٨.

وعلى الرغم من إمكانية قيام عميل الشراء بالهامش بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية الخاصة به إلا أن هناك حدوداً لهذه العمليات، فيجب ألا تزيد كمية أمر حجز الرصيد المتاح من شراء

(1) Karmel, Roberta S. "The Applicability of the Margin Regulations to Foreign Financial Institutions.", Supra, p. 549.

(٢) ووفق قرار الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٢ فإنه يسمح ببيع كل أو جزء مما تم شراؤه من أوراق مالية في ذات جلسة التداول، أو شراء كل أو جزء مما تم بيعه من الأرصدة المتاحة للعميل في ذات جلسة التداول، وتتولى البورصة المصرية تنظيم عمليات التعامل في ذات الجلسة والتدخل لإلغاء العمليات المخالفة وإخطار الهيئة بها، ويجب أن يتم التعامل بيعاً وشراءً على الأوراق المالية من خلال ذات شركة السمسرة.

(٣) المادة الثانية من القواعد التنفيذية لمزاولة آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة بموجب القرار رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٢.

(٤) المادة الثانية من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦١) لسنة ٢٠١٧ بشأن إجراءات تعزيز حماية حسابات المتعاملين مع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وفقاً لآخر تعديل بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٨٤) لسنة ٢٠١٧.

(٥) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٩٠.

ذات اليوم للعميل الواحدة على (١ / ١٠٠٠٠ واحد على عشرة آلاف) من عدد الأسهم المقيدة للشركة بالبورصة، وللهيئة في الأحوال التي تحددها، تعديل النسب المذكورة بما يحقق صالح السوق والمتعاملين فيها، كما يجوز للعميل تكرار التعامل على ذات الورقة لأكثر من مرة في ذات الجلسة بذات الحد الأقصى لكمية الأمر بشرط إتمام بيع الكمية المحجوزة مما تم شراؤه في ذات الجلسة^(١).

ويختلف هذا النظام عن آلية البيع في اليوم التالي للشراء (T+1) حيث يكون على البورصة المصرية وشركة الإيداع والقيود المركزي استخدام الربط الآلي بين نظام التداول ونظام الإيداع المركزي لحجز الكميات المطلوب بيعها، بحيث لا يتم السماح بإدراج أي من أوامر البيع وفقاً لهذه الآلية إلا بعد التأكد من حجز الكميات المطلوب بيعها من ضمن الرصيد تحت التسوية^(٢).

ويزيد من خطورة نظام التداول في ذات الجلسة على العميل الذي يمتلك الأوراق المالية بنظام الشراء الهامشي، زيادة معدلات الأخطار وحدث خسائر فادحة له في حال اتجاه تلك الأوراق نحو الانخفاض، ومن ثم تآكل أمواله الذاتية وكذلك الأموال التي اقتترضها من شركة السمسرة، ويزيد من تلك الأخطار أهمية غلق المراكز المكشوفة^(٣) خلال ذات الجلسة. وتزيد الأحداث العامة من خطورة هذا النظام مثل الإعلان عن أحداث اقتصادية سواء أكانت إيجابية أو سلبية؛ لأن هذه الأحداث يترتب عليها تقلبات سعرية حادة تساهم في زيادة الأرباح أو الخسائر التي يحققها العميل^(٤).

ومن الأخطار الإضافية المترتبة هو وقف التعامل إلكترونياً بحدود الإيقاف المؤقت Circuit Break على تداول السهم إذا بلغت نسبة الانخفاض أو الارتفاع في السعر المرجح للتداول نسب ١٠٪ أو ٢٠٪ وذلك قد لا يمكن العميل من إغلاق المركز المكشوف خلال الجلسة في حالة الشراء بالهامش مما يسبب تعاضد الخسائر إذا ما اتجه تأثير هذه الأحداث في شكل معاكس للمراكز المالية المفتوحة، بعكس حال تكوين العميل لمراكز مالية طويلة الأجل Long Position؛ لأن التحويل يكون من خلال الأموال المملوكة للعميل^(٥).

إلا أن البعض^(٦) يرى أن من إيجابيات دوائر الفصل Circuit Break التي تعتمد على مؤشرات السوق المنتظمة هو وقف التداول تلقائياً مؤقتاً عند وجود تقلبات كبيرة أو تقلبات متطرفة في أسعار الأسهم لكي تعطي للمستثمرين إشارة لكي يتأكدوا من معلوماتهم فيما يخص تصرفاتهم في بيع أو شراء الأسهم المعنية للحفاظ على استمرار انتظام السوق، وعليه فإن استخدام هذه الآلية يحد من التقلبات بدلاً من الاعتماد على ضوابط الشراء بالهامش.

وعموماً لم تترك الهيئة لشركات السمسرة تنفيذ التداول في ذات الجلسة للعملاء بدون ضوابط، حيث اشترطت الهيئة ضرورة قيام الشركة بإيداع تأمين تحت حساب تسوية معاملاتها النقدية بواقع مبلغ لا يقل عن ٢٥٪ من متوسط قيمة تعاملاتها لدى أحد بنوك المقاصة المعتمدة لدى شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي بحد أدنى مليون جنيه مصري أو تقديم خطاب ضمان مصرفي لصالح شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، وتتم معالجة هذا التأمين بمعامل ترجيح بنسبة ١٠٠٪ عند

(١) المادة الثانية من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٩٦) لسنة ٢٠١٨ بشأن تعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٢ بشأن آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة (Intra Day Trading).

(٢) المادة الثانية من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٧٤) لسنة ٢٠١٥ بشأن آلية التعامل على الأوراق المالية في اليوم التالي للشراء.

(٣) والمراكز المكشوفة في الشراء بالهامش تعني ضرورة وجود الأسهم التي سبق للعميل شراؤها من السوق وذلك لتسليمها للمشتري الجديد.

(٤) كتاب دوري رقم (٥١) بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٢٦ بشأن قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ٢٤ لسنة ٢٠٠٨ بشأن نشاط التداول في ذات الجلسة والمتضمن لنموذج العقد الاسترشادي لهذا النشاط.

(٥) نموذج الإفصاح عن الأخطار الاستثمارية المتعلقة بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة الصادر بموجب القرار رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٢.

(6) Malloy, Robert J. "Margin Regulations: The Stock Market Crash of 1987." Rutgers Law Journal, vol. 20, no. 3, Spring 1989, p. 720.

احتساب صافي رأس المال السائل، كذلك تلتزم شركة السمسرة بألا تزيد قيمة التعاملات اليومية للعميل الواحد عن ١٠٠٠٠/١ (واحد على عشرة آلاف) من عدد الأسهم المقيدة للشركة بجدول البورصة^(١).

رابعاً: الطبيعة القانونية لالتزام الوسيط المالي:

السمسرة هي الوساطة في الأعمال ويقوم بها شخص يُسمَّى سمساراً يأخذ في مقابل ذلك أجرًا عبارة عن عمولة، وأساس عمله يقوم على تقريب وجهتي نظر البائعين والمشتريين في سوق الأوراق المالية. وعليه فإن السمسار الذي يقوم بعملية شراء وبيع الأوراق المالية محل عقد الشراء الهامشي لا يتصف بصفة التاجر؛ لأن عمله من قبيل الأعمال المدنية أو المهن الحرة غير التجارية التي لا تعتمد على المضاربة^(٢). ونرى أن هذا الرأي على جانب كبير من الصواب إذا كنا نتحدث عن السمسار التابع لشركة السمسرة حيث يعمل كموظف باسم شركة السمسرة ولحسابها ويعتمد في عمله على الخبرة والتأهيل الخاص بينما لا يمكن وصف عمل شركة السمسرة بأنه عمل مدني؛ لأنها تكتسب صفة التاجر فور تأسيسها^(٣).

والسمسار سواء أكان شركة سمسرة أم أمين حفظ يتصرف كوسيط مالي في علاقة قانونية لها أبعاد ثلاثية، أولاً: في شراء السهم كوكيل، ثم في تقديم الأموال للعملاء لشراء الأوراق المالية كدائن، وأخيراً: في حيازة الأوراق المالية لضمان أموالها فتكون الأوراق المالية مرهونة لصالحه كمرتهن^(٤). ولم يعرّف المشرع المصري السمسار في قانون سوق رأس المال، ولكنه عرّف السمسرة في قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ بأنها: «عقد يتعهد بمقتضاه السمسار لشخص بالبحث عن طرف ثانٍ لإبرام عقد معين والتوسط في إبرامه»^(٥).

ويمكن تكييف عمل شركة السمسرة إلى جانب أنها مقرض للعميل أنها وكيل عنه؛ لأنها تنفذ أوامر العميل سواء بشراء الأوراق المالية أو بيعها وذلك في إطار ما جاء بعقد الشراء الهامشي، وهي وكالة من نوع خاص؛ لأن العقد مقتصر على الأحكام والشروط المتفق عليها بين الشركة والعميل^(٦).

وقد كان كثير من الفقهاء سابقاً يكيف عمل السمسار بأنه عمل مادي وهو ما يبعد عنه وصف الوكيل^(٧)، ولكن هذا الأمر لم يُقره القضاء^(٨) الذي وصف السمسار بأنه وكيل، ومن جانبنا نؤيد هذا الاتجاه؛ لأن شركة السمسرة عند مزاولتها لنشاط الشراء بالهامش لا تعتمد فقط على تقريب وجهات نظر البائعين والمشتريين في السوق، ولكن تقوم كذلك بتنفيذ تعليمات العميل وبإتمام وتنفيذ عمليات الشراء أو البيع بحسب الأحوال باسم العميل ولحسابه. واتجه رأي^(٩) إلى أن شركة السمسرة تزاول

(١) البند (٧) من المادة الأولى، المادة (٣)، المادة (٨) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٢١) لسنة ٢٠٠٩ المعدلة بموجب قرار الهيئة رقم (١٠٦) لسنة ٢٠١١ بشأن الموافقة على العمل بنظام تداول الأسهم في ذات الجلسة. علماً بأن قرار الهيئة رقم (٢١) لسنة ٢٠٠٩ قد تم إلغاؤه بموجب قرار الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٢.

(٢) عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٣.

(٣) المادة (١٠) من قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ «يكون تاجراً: ١-... ٢- كل شركة تتخذ أحد الأشكال المنصوص عليها في القوانين المتعلقة بالشركات أيّاً كان الغرض الذي أنشئت الشركة من أجله».

(4) Jay-Goldman, M. "The Relationship between Investment Dealer and Margin Client: A Canadian Perspective.", Supra, p.264.

(٥) المادة رقم ١٩٢ من قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩.

(٦) ماري سعد عطا الله، المركز القانوني لسمسار الأوراق المالية، مجلة المال والقانون، نادي التجارة، ١٩٩٤، دار المنظومة، ص ٣٦، ٣٧.

(٧) عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٤-٥. د/ محمود سمير الشرفاوي، القانون التجاري، الجزء الأول، دار النهضة العربية، ١٩٨٩، ص ٧٦. د/ علي جمال الدين عوض، العقود التجارية، دار النهضة العربية، ١٩٨٢.

(٨) نقض مصري في ٧ يناير ١٩٧٥، مجموعة أحكام النقض السنة ٢٦ ص ١٢٤. والنقض الصادر في ٢٧ ديسمبر ١٩٤٥، مجموعة أحكام النقض في خمسة وعشرين عاماً بند ١، ص ٦٨١.

(٩) محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص ١٣٠.

وكالة مختلفة عن الوكالة بالعمولة وفق أحكام العقد الهامشي لصريح ما جاء بالمادة ٢٥٦ بقانون سوق رأس المال التي نصّت على «التزام الشركة بشراء وبيع الأوراق المالية باسم ولحساب العميل» وعليه يمكن تطبيق قواعد الوكالة المنصوص عليها بالقانون المدني التي تقضي بتنفيذ الوكالة دون أن يجاوز الوكيل حدودها المرسومة^(١)، كذلك أن يوافي الوكيل الموكل بالمعلومات الضرورية عما وصل إليه في تنفيذ الوكالة، وأن يقدّم له حساباً عنها^(٢).

والسؤال: هل التزام شركة السمسرة بتحقيق نتيجة أم ببذل عناية؟

وللرد على السؤال ساق الفقه اتجاهاين الأول منهما: اتجه إلى أن التزام شركة السمسرة بتحقيق نتيجة وليس الالتزام ببذل عناية وهو ما يتماشى مع ما جاء بالقواعد العامة» أن يلتزم المدين بعمل معين على وجه الدقة لا يبرأ منه إلا بتنفيذه^(٣)، والاتجاه الآخر: فرّق بين السمسار الضامن والسمسار العادي، فالأخير يقتصر دوره على البحث عن متعاقد آخر وعليه فهو لا يتدخل في إبرام العقد ولا في تنفيذه، وعليه تكون مسؤولية الأخير قائمة على أساس الخطأ الواجب إثباته ويكون التزامه في هذه الحالة التزاماً ببذل عناية^(٤).

ونرى أنه إذا تعلق الأمر بشركة السمسرة عند مزاولة نشاط الشراء الهامشي، فإن التزامها سيكون التزاماً ببذل عناية تأسيساً على أنها مسؤولة عن تسجيل أوامر عملائها فور ورودها ولا دخل لها إذا حدث أي فعل خارجي كإصدار الهيئة أمراً بوقف التعامل على الورقة المالية على سبيل المثال، كما يتحول التزامها إلى تحقيق نتيجة في حالة قيامها بشراء أوراق مالية ثم انخفضت قيمتها وهو ما يؤدي إلى انخفاض قيمة الضمانات المقدمة من عملائها عن هامش الصيانة ٦٠٪ وهو ما تتحملة الشركة على عاتقها وذلك وفق قرار الهيئة^(٥)؛ حيث يدخل ضمن التزاماتها غير المدرجة بالمركز المالي وتحسب بنسبة ١٠٠٪ ويموجبها تتحمل شركة السمسرة قيمة الزيادة في نسبة مديونية كل عميل من عملاء الشراء بالهامش عن الحد الأقصى المقرر وفقاً للباب التاسع من اللائحة التنفيذية.

خامساً: علاقة الوسيط المالي بالمالك المسجل:

إذا كان العميل مالاً مستفيداً ويقوم بالتعامل مع شركة السمسرة من خلال مالك مسجل، فإنه يتعين على الأخير تقديم إقرار للهيئة موضحاً لكافة بيانات عميله، وكذلك صفته القانونية للتعامل نيابة عن عميله بالبورصة^(٦). وهذا يستدعي من شركة السمسرة أن تقوم بالاحتفاظ بكافة السجلات والمستندات لمدة خمس سنوات من تاريخ إقفال الحساب مع العميل مع توفير طريقة تتيح استرجاعها عند طلبها دون تأخير^(٧).

وهناك رأي^(٨) لا يعطي للمالك المسجل الحق في شراء الأوراق المالية بالهامش نيابة عن المالك المستفيد استناداً على ضرورة إبرام شركة السمسرة للعقد الهامشي مع العميل نفسه وليس وكيله كذلك قيام شركة السمسرة بقيد الأوراق المالية المرهونة باسم العميل ولصالحها لدى أمين الحفظ مع حقها في إدارة حساباته بيعاً وشراءً، وبالتالي فإن الشراء بالهامش له طابع خاص، وعليه لا يمكن للمالك المسجل

(١) المادة (٧٠٣) من القانون المدني المصري.

(٢) المادة (٧٠٥) من القانون المدني المصري.

(٣) محمود جمال الدين زكي: الوجيز في النظرية العامة للالتزامات، مطبعة جامعة القاهرة، ١٩٧٨، ص ١٧١.

(٤) عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٠١.

(٥) البند ثالثاً، فقرة (١٥) من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١٤) لسنة ٢٠١٧ بشأن معايير الملاعة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وفقاً لآخر تعديل بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٧٧) بتاريخ ٢٠١٧/٦/٦.

(٦) كتاب دوري رقم (٦) الصادر بتاريخ ٢٠١٠/٤/٢٦.

(٧) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٨٧) لسنة ٢٠٠٨، الفقرة رقم (٢) من البند خامساً.

(٨) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٠٩-٢١٠.

أن يحل محل المالك المستفيد فيه لصراحة ما جاءت به قواعد الهيئة المنظمة للنشاط. ونختلف مع هذا الرأي؛ لصريح ما نص عليه المشرع المصري عند تعريفه لدور أمين الحفظ: «يقصد بنشاط أمناء الحفظ كل نشاط يتناول حفظ الأوراق المالية والتعامل عليها وإدارتها، بل في ذلك حسابات الأوراق المالية باسم ولصالح المالك المستفيد أو باسم المالك المسجل ولصالح المالك المستفيد، وذلك كله في حدود تعليمات العميل»، وهذا يتماشى مع ما قضى به المشرع المصري^(١)؛ حيث أجاز للمالك المسجل رهن الأوراق المالية المملوكة لملاك مستفيدين لديه أو ترتيب أي حق عليها أو الاقتراض بضمانها شريطة الحصول على الموافقة الكتابية من هؤلاء الملاك المستفيدين.

وعليه فلا محل للقول بعدم صلاحية المالك المسجل للتعامل نيابة عن الملاك المستفيدين في مزاوله الشراء بالهامش؛ لأنه يتعامل كمالك ائتماني قانوني ومن ثم فلا محل لإثارة أمر التوكيل وعدم جواز التعامل به قانوناً؛ لأن اتباعه لتعليمات المالك المستفيد هو علاقة تعاقدية بينهما. كما أقر المشرع بوجه عام أن أمناء الحفظ لهم أن يتعاملوا مع مالك الأوراق المالية ومع المالك المسجل لصالح المالك المستفيد، وذلك في حدود تعليمات العميل^(٢).

وبناء على ما سبق فإن المالك المسجل يتعامل باسمه ولا يظهر اسم المالك المستفيد أمام شركة السمسرة ولا البورصة إنما يقتصر ظهوره في سجلات شركة الإيداع والقيود المركزي، وذلك عندما يقوم المالك المسجل بعمليات تخصيص الأسهم المشتراة أو المبيعة بأسماء الملاك المستفيدين، وعموماً فإن المالك المسجل يكون المسؤول عن التأكد من عدم خضوع أي من الملاك المستفيدين التابعين له لأية إجراءات تحظر عليهم التعامل في السوق المصرية كالأعمال المرتبطة بالإرهاب وغسل الأموال.

سادساً: أخطار التمويل الأجنبي لنشاط الوسيط المالي

هناك أخطار استثمارية تنشأ إذا كانت الجهة الممولة لشركات السمسرة المحلية لمزاوله النشاط أجنبية فقد تنطوي التعاملات الأجنبية على خطورة تتمثل في سيطرة المؤسسات الأجنبية الدائنة على عمل شركات السمسرة الوطنية، ومن ثم التلاعب والتأثير السلبي على استقرار سوق الأوراق المالية، ومجابهة هذا الخطر يتطلب المراقبة وبوجه عام يكون للدول الحق في التدخل بالتنظيم والوقف لهذه المؤسسات المالية الأجنبية إذا استدعى الأمر وفقاً للمبدأ الدولي (الحماية) Protective Principle الذي بموجبه يحق للدولة معاقبة غير المقيمين الأجانب على أعمال ارتكبوها خارج حدودها، إذا كان لهذه الأعمال تأثير سلبي محتمل على الأمن القومي أو الوظائف الحكومية^(٣).

ونرى أن المشرع المصري وافق على وجود مؤسسات أجنبية تزاوّل نشاط الشراء الهامشي بمصر، ولكنه لم ينظم بشكل مفصل حدود هذا التمويل المرتبط بخطورة التأثير السلبي على استقرار السوق المالية المحلية. وعلى العكس سنجد أن المشرع الأمريكي تناول هذا الأمر بعين مُتبصرة وُضِع التنظيم لمراقبة الجهات الأجنبية للتأكد من قيامها بتطبيق قواعد الهامش على الاستحواذ على الشركات في عام ١٩٦٨^(٤) ففي القضية المعروفة بـ Metro-Goldwyn-Mejer v. Transamerica Corp مترو-غولدوين-ماير ضد ترانس أمريكا كورب؛ حيث كانت هذه القضية تتعلق بمحاولة استحواذ من قبل شركة كيرك كيركوريان Kirk Kerkorian وكان تمويل الاستحواذ سيتم بشكل شبه حصري من خلال الاقتراض من البنوك الدولية باليورو دولار من الخارج، وحينها اعتبرت الشركة المستهدفة- Metro-Goldwyn-Mejer - أن التمويل المقترح للاستحواذ من هذه الجهات الدائنة الأجنبية ينتهك قواعد الهامش G، وعليه فإن العرض غير قانوني.

(١) المادة (٤٣) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠.

(٢) المادة (٤٥) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠.

(3) Karmel, Roberta S. "The Applicability of the Margin Regulations to Foreign Financial Institutions.", Supra, pp. 512&513.

(4) Karmel, Roberta S. "The Applicability of the Margin Regulations to Foreign Financial Institutions.", Supra, p.496.

وقد رفضت المحكمة هذه الحجة حيث انتهت المحكمة إلى أن هذه الجهات الدائنة الأجنبية تخضع للقيود على الهامش القائمة، مشيرة إلى أنه لا يوجد شيء في قانون عام ١٩٣٤ - أو في أي من اللوائح التي صدرت بموجبه، بما في ذلك لائحة G - يشير بأي شكل من الأشكال إلى محاولة أو نية لتنظيم أفعال المؤسسات الدائنة الأجنبية، ورغم ذلك فإنه في عام ١٩٧٠، أقر الكونجرس العنوان الثالث من قانون سجلات البنك والمعاملات الأجنبية لعام ١٩٧٠، بتعديل القسم ٧ من قانون التبادل الأمني لتنظيم معاملات الهامش الذي ينظم كذلك تمويل الاستحواذ؛ لأن تصميم هذه اللوائح مُعد ك مجموعة فنية من لوائح الائتمان الأمنية للتجزئة^(١)، وقد أضيفت الفقرة (f) التي وجهت للأشخاص الأمريكيين والأشخاص الأجانب الذين يتحكمون فيهم أو يتصرفون نيابة عن شخص أمريكي وأدخل هذا التعديل لمنع المستثمرين الأمريكيين من استخدام حسابات بنكية أجنبية سرية لتجنب متطلبات الهامش^(٢).

وقد أثار تقرير اللجنة القانونية في مجلس الشيوخ حينها القلق التشريعي من زيادة استخدام الحسابات الأجنبية من قبل المواطنين الأمريكيين لأنشطة غير قانونية حيث يستطيع المقترضون الأمريكيون تجاوز القوانين الأمريكية من خلال الحصول على الائتمان من الخارج بزيادة عن اللوائح الأساسية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي. وانتهى الكونجرس إلى ضرورة التركيز على أفعال المقترض من خلال حظر استلام القروض من قبل المستثمرين الأمريكيين بالمخالفة للوائح الهامش.

وذلك نظرًا للصعوبات العملية في ممارسة الولاية الشخصية، وتنفيذ الأحكام على الجهات الدائنة الأجنبية المانحة للائتمان^(٣).

سابعًا: دور الجهات الرقابية تجاه الوسيط المالي:

للد من الأخطار المرتبطة بالشراء بالهامش، وللحفاظ على الضمانات المقدمة من عملاء شركة السمسرة، يجوز للهيئة وفقًا لنتائج تحليل الأخطار المرتبطة بحجم التمويل الممنوح ومدى تأثيره الحالي على استقرار التعاملات بالسوق، وفي ضوء تركيز عمليات الشراء بالهامش على مستوى الورقة المالية أو على مستوى العملاء والمجموعات المرتبطة أو على مستوى الشركات المانحة للتمويل اتخاذ أي من التدابير الآتية:

(١) استبعاد ورقة مالية أو أكثر من قائمة الأوراق المالية المسموح عليها بعمليات الشراء بالهامش، (٢) تخفيض نسبة الاعتماد بالأوراق المالية المنصوص عليها كضمان لعمليات الشراء بالهامش. (٣) تخفيض نسبة الحدود السعرية المسموح بها للتعامل على الأوراق المالية المنصوص عليها. وذلك كله مع عدم الإخلال بالمراكز القانونية القائمة قبل تاريخ اتخاذ أي من التدابير المشار إليها^(٤).

ولإحكام الرقابة اللحظية فمن المتطلبات الملقة على عاتق شركة السمسرة أن يكون هناك خط اتصال إلكتروني مباشر بينها وبين الهيئة والبورصة؛ وذلك لتمكين الجهات الإدارية المختصة من الحصول على كافة المستندات والبيانات المتعلقة بعمليات الشراء بالهامش^(٥).

ونظرًا لأن نشاط الشراء بالهامش محفوف بالأخطار، ولضمان حقوق المتعاملين في هذا المجال، فإن الهيئة تلزم الشركات بأن تُخطر كل من الهيئة والبورصة في أول يوم عمل من كل أسبوع أو عند

(1) "The Impact of the Federal Reserve Margin Regulations on Acquisition Financing." Business Lawyer (ABA), vol. 35, no. 2, January 1980, p. 520.

(2) Thomas, Kenneth R. "Extending Margin Requirements to Foreign Investors: Proposed Amendments to the Securities Exchange Act of 1934." George Washington Journal of International Law and Economics, vol. 16, no. 3, 1982, p. 16.

(3) Sullivan, John J. "Application of Margin Rules to Tender Offers by Foreign Investors.", Supra, pp. 27-29.

(٤) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ وفق آخر تعديلاته في ٢٠٢٢/٨/٣١.

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

طلب الهيئة أو البورصة بيان بوضوح: (١) قيمة المبالغ المتاحة للتعامل بالهامش ومصادرها وقيمة عمليات الشراء بالهامش التي قامت بتنفيذها، (٢) إجمالي المبالغ المستحقة من العملاء، (٣) إجمالي القيمة السوقية للضمانات المقدمة من العملاء، (٤) نسبة مجموع المبالغ المستحقة من العملاء إلى إجمالي القيمة السوقية للضمانات المقدمة منهم، (٥) قيمة الأوراق المالية التي تم بيعها وقيمة خطابات الضمان التي تم تسيلها خلال الشهر ومديونية العملاء الذين تم بيع أو تسيل هذه الضمانات لحسابهم^(١)، كما يجب على الشركة عمومًا الالتزام بمتطلبات الملاءة المالية الصادرة من الهيئة.

ومن الجدير بالذكر أن الهيئة تملك إلغاء الموافقة الصادرة لأي من شركات السمسرة للتعامل بنظام الشراء بالهامش وذلك في الحالات التي تقدرها حفاظًا على استقرار التعاملات، وعدم الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه أو المتعاملين مع هذه الشركات^(٢)، كذلك تتمتع لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) بسلطة رفع دعاوى قضائية أمام محكمة مقاطعة فيدرالية لطلب الحجز القضائي ضد انتهاكات شركات السمسرة للقانون. بالإضافة إلى ذلك، يمكن لـ SEC بدء إجراءات إدارية لسحب تسجيل وسيط أو تعليقه أو طرده من البورصة أو من جمعية الوسطاء في الأوراق المالية (NASD) the National Association of Securities Dealer، كما ينص قانون الأوراق المالية والبورصات الصادر في عام ١٩٣٤ على أن البورصات يجب أن تصدر قواعد لتأديب الأعضاء قبل التسجيل لدى هيئة الـ SEC، كما أصدرت جمعية الوسطاء في الأوراق المالية (NASD) أيضًا قواعد لإلزام الأعضاء بمتطلبات الهامش الأولية أو الصيانة وفي حال انتهاك هذه القواعد فإن الجمعية يمكنها توقيع جزاءات على أعضائها كاللوم، أو الغرامة، أو التعليق، أو الطرد^(٣).

وتجنبًا لمغالاة شركات السمسرة في طلب الضمانات، فإن الهيئة ألزمتها بإخطار الهيئة والبورصة مسبقًا بقائمة الأوراق المالية المقبولة لديها كضمان من بين الأوراق المالية المسموح بالتعامل عليها بالشراء بالهامش وفقًا للمعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة ويُطلق عليها Margin Stock^(٤)، وعلى وجه التحديد ألزمتها بـ: (١) أن يصدر تحديدًا بهذه الأوراق ونسبة الضمان لكل ورقة مالية بموجب قرار من مجلس إدارة الشركة أو العضو المنتدب في حالة أمين الحفظ إذا كان بنكًا. (٢) التزام الشركة بقبول هذه الأوراق المالية من 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.

وعومًا فهناك حظر عام على شركة السمسرة للاستمرار في نشاط الشراء بالهامش وذلك إذا انخفضت صافي حقوق المساهمين بالشركة عن خمسة ملايين جنيه مصري أو إذا استخدمت شركة السمسرة أو أمين الحفظ لكامل المبلغ المجنب لعمليات الشراء بالهامش أو إذا انخفض صافي رأس مال الشركة عن الحد المشار إليه وفق معايير الملاءة المالية الصادرة عن الهيئة مع إعطائها مهلة لمدة خمسة أيام لزيادة رأس المال السائل إلى الحد الأدنى المقرر وإلا تعرضت شركة السمسرة للمنع من مزاوله العمليات وإلغاء ترخيصها بمزاولة النشاط^(٥). كذلك تملك الهيئة في حال ثبوت مخالفة شركة السمسرة وقيامها بأفعال من شأنها تهديد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين بالشركة أو المتعاملين معها أن تقوم باتخاذ ما تراه من تدابير تبدأ بالتنبيه وتنتهي بإلزام الشركة المخالفة بزيادة

(١) المادة ٢٩٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة العاشرة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٣٦) لسنة ٢٠١٤ وقد حل محله قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ وفق آخر تعديلاته في ٢٠٢٢/٨/٣١.

(3) Sullivan, John J. "Application of Margin Rules to Tender Offers by Foreign Investors.", Supra, pp. 25&26.

(4) Margin stock" is a defined term in the margin regulations that includes publicly traded equity securities, debt convertible into publicly traded equity securities, and rights to purchase publicly traded equity securities.

Widen, William H. "Enron at the Margin." Business Lawyer (ABA), vol. 58, no. 3, May 2003, p.970.

(٥) المادة السادسة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤ وفق آخر تعديل له في ٢٠٢٢/٨/٣١.

التأمين المودع منها^(١).

وحرصًا على أموال المستثمرين في نشاط الشراء بالهامش لا تملك شركة السمسرة تصفية نشاطها إلا بعد حصولها على موافقة من الهيئة العامة للرقابة المالية ببراءة ذمتها نهائيًا من التزاماتها وفقًا للشروط والإجراءات التي يحددها مجلس إدارة الهيئة^(٢)، كما تملك الهيئة العامة للرقابة المالية إذا تأكدت من قيام شركة السمسرة بانتهاكات القانون ولائحته التنفيذية تحريك الدعوى الجنائية طبقًا للجرائم المنصوص عليها في القانون وذلك بناء على طلب يصدره رئيس الهيئة^(٣) وأكدت على ذلك المعنى المادة (١٦) من القانون رقم (١٠) لسنة ٢٠٠٩. وفي كل الأحوال يجوز لرئيس الهيئة التصالح عن هذه الجرائم في أي حالة تكون عليها الدعوى مقابل أداء مبلغ للهيئة لا يقل عن مثلي الحد الأدنى للغرامة ويترتب على هذا التصالح انقضاء الدعوى الجنائية التي تم التصالح بشأنها، وتأمّر النيابة العامة بوقف تنفيذ العقوبة إذا حصل الحكم أثناء تنفيذها ولو كان الحكم باتًا.

ثامنًا: المسؤولية الجنائية للوسيط المالي:

طبقًا لقانون سوق رأس المال تُرفع الدعوى الجنائية على المسؤول عن الإدارة الفعلية.

وهنا يطرح السؤال: هل المسؤول الذي يُلاحق جنائيًا في هذا الشأن رئيس مجلس الإدارة أم العضو المنتدب؟

ونرى أنه وفقًا للقرار الصادر من الهيئة رقم (٢٤) لسنة ٢٠٠٧^(٤)، لا يكون رئيس مجلس إدارة شركة السمسرة مسؤولاً مسؤولية جنائية عن الأعمال التنفيذية للشركة المتمثلة في تلقي وتسجيل أوامر العملاء، وبالنسبة لمسؤولية العضو المنتدب فوفقًا لقرار الهيئة الذي تقضي بأن العضو المنتدب هو الشخص المسؤول عن اقتراح وتنفيذ وتقييم السياسات العامة والخطة الإستراتيجية للشركة، وهو المشرف على الإدارة العليا بالشركة وتحقيق كل إدارة للأهداف الموضوعة لها، ومفاد ذلك: انحسار مسؤولية عضو مجلس الإدارة المنتدب في اقتراح وتنفيذ وتقييم السياسات الاستثمارية للشركة بما يتفق مع الاتجاهات التي وضعها مجلس الإدارة، كما أنه يُمثل الشركة في التعاملات مع الجهات الرقابية والحكومية وغيرها. وهو المشرف على الإدارة العليا بالشركة.

الأمر الذي يتبين معه أنه وفقًا للاختصاص المذكور بقرار رئيس الهيئة رقم ٢٤ لسنة ٢٠٠٧ لا يمكن توجيه الاتهام كذلك للعضو المنتدب حال انقطاع صلتة بالخطأ في تلقي الأوامر من العملاء؛ لأن المسؤول عن ذلك مدير الحساب والمراقب الداخلي وذلك لأن مدير الحساب مسؤول مسؤولية مباشرة عن تلقي الأوامر وتنفيذ تعليمات العملاء والاتصال بهم، وإرسال هذه الأوامر فور تلقيها إلى المكتب الخلفي لتسجيلها والتعامل معها وفق نظم العمل الداخلية والمعتمدة من الهيئة. كما يكون كذلك المراقب الداخلي لشركة السمسرة مسؤولاً إذا أُخلّ بالتأكد من تطبيق مدير الحساب للوائح والقوانين وغاب دوره الرقابي الدوري عن مراجعة ومتابعة سجل أوامر العملاء ومراجعة الفواتير والتأكد من وجود كافة عمليات البيع/الشراء اليومية على كشف حساب العميل ووجود ملف لكل عميل لدى الشركة.

ويلاحظ أن العقوبات المنصوص عليها في قانون سوق رأس المال^(٥) تُوقع ما لم يكن هناك عقوبات أشد منصوص عليها في قانون آخر وعمومًا فإن الغرامات المالية تضمنها الشركة أما الحبس فيحكم به على الأشخاص الطبيعيين ممثلي الشركة المسؤولين عن ارتكاب هذه الجرائم.

(١) انظر نص المادة (٣١) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) المادة (٣٣) من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٣) المادة ٦٩ مكرراً من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٤) قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٢٤ لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط الترخيص للعاملين بالشركات العاملة في مجال السمسرة في الأوراق المالية.

(٥) المواد من ٦٣ إلى ٦٩ من قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

المبحث الثالث

حقوق والتزامات العميل (المستثمر) والأخطار العملية المرتبطة باستثماره

يتناول هذا المبحث تعريف العميل الهامشي، كما يوضح بالتفصيل أهم حقوق العميل الهامشي المتمثلة في حقه في التبصير بأخطار الشراء بالهامش وضرورة إبرامه لعقد الشراء الهامشي مع الوسيط المالي قبل البدء في الاستثمار، كما يتناول المبحث أهم الواجبات الملقة على عاتق العميل، ومنها: التزامه بإنابة الوسيط المالي في إدارة تعاملاته الهامشية، وتقديم الضمانات سواء عند بدء التعامل أو عند ارتفاع نسب مديونيته عن النسب الهامشية المقررة قانوناً، كما يوضح المبحث أهم الأخطار الاستثمارية التجارية وغير التجارية التي يتعرض لها العميل.

أولاً: التعريف بالعميل الهامشي:

منذ قديم العهد وصفت محكمة ماساتشوستس العليا للقضاء العميل الهامشي بأنه: (شريك عادل مشترك)^(١)؛ لذا يحق له الحصول على الأرباح حال تحققها، كما يحق له الحصول على كافة المعلومات الجوهرية للوقوف على أخطار الشراء الهامشي التي قد تجعل المستثمر يدفع أكثر من المبلغ الذي دفعه أو الذي اقترضه من شركة السمسرة لتجنب البيع الإجباري للأوراق المالية المشتراة بنظام الهامش. ولا يناسب هذا الاستثمار العملاء محدودي الاستثمارات أو هؤلاء الذين لا يسعون لتحمل درجة عالية من الأخطار؛ لأنه نظام رغم نجاحه في سوق الأوراق المالية إلا إنه يلحق الخسارة الكبيرة بالعملاء ويكبدهم مصاريف وتكاليف مرتفعة.

ومن المتصور أن يكون العميل كذلك قاصراً حال وفاة مُورثه وقد تدخلت الهيئة بحماية هذا القاصر من خلال إلزامها شركات السمسرة بأن تستوفي المستندات المطلوبة للتحقق من سلامة التعاقدات والتعاملات التي تتم على الأوراق المالية أو الأرصدة والحسابات الخاصة بالقصر وفق أحكام قانون الولاية على المال وغيره من القوانين ذات الصلة والتأكد من أن تكون الأوامر والتعاقدات الصادرة من الوصي مشمولة بإذن المحكمة المختصة أو النيابة الحسبية بحسب الأحوال^(٢).

ونرى أن الحصول على إذن المحكمة والنيابة الحسبية يستغرق وقتاً طويلاً في الواقع العملي، وينبغي على الهيئة تنظيم هذه المسألة بشكل مُفصل وسريع تماشياً مع سرعة نشاط الشراء الهامشي نظراً لاحتمال انخفاض قيمة الأوراق المالية المملوكة للقاصر وارتفاع مديونيته، ومن ثم تحقق الخسارة الفادحة إذا طالت المدة للانتهاج من الإجراءات المطلوبة وتنفيذ شركة السمسرة للبيع الجبري يكون بعد إخطار الوصي حين الوصول لهامش الوقاية ٦٠٪ وحينها سنجد الوصي مغلول الأيدي ولا يمكنه التصرف من أموال القاصر لتخفيض المديونية دون الحصول على الإذن المطلوب من المحكمة المختصة.

ولخص رأيي^(٣) أنماط المستثمرين على النحو التالي:

١. **المستثمرون المُطلعون:** أشخاص مثل المحللين الماليين وعمالئهم، إلى جانب اهتمامهم بسعر السهم يكون لديهم القدرة على الوصول إلى بعض المعلومات ذات الصلة بالأوراق المالية.
٢. **صانعو السوق:** وهم خبراء على أرض البورصة يراقبون باستمرار معلومات حول التداول، بما في ذلك تدفق طلبات التداول ومصادرها، وكذلك توقيت وحجم العروض الجديدة للأسهم وغالباً ما

(1) Smith, E. Irving. "Margin Stocks.", Supra, p.487.

(٢) المادة (٦) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦١) لسنة ٢٠١٧.

(3) Lev, Baruch, and Meiring de Villiers. "Stock Price Crashes and the 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis.", Supra, p.14.

تكون هذه المجموعة صغيرة نسبيًا.

٣. المستثمرون غير المطلعين: هؤلاء المستثمرون يلاحظون فقط سعر السهم وغير مدركين لأي معلومات إضافية مرتبطة بالسهم، ويندرج معظم المستثمرين الأفراد ضمن هذه الفئة.

وليس كلُّ المستثمرين المؤهلين قادرين على الاستثمار في الشراء بالهامش؛ فقد وضع المشرع المصري قيدًا على مدير استثمار صندوق الاستثمار، حيث لم يُجْزَ له القيام بأي عمليات إقراض أو تمويل نقدي مباشر أو غير مباشر، كذلك عدم جواز تنفيذ عمليات اقتراض أوراق مالية بغرض بيعها أو الشراء بالهامش أو الاستحواذ من خلال المجموعات المرتبطة وفقًا لأحكام الباب الثاني عشر^(١)؛ وذلك لأن أي خسارة تلحق بهم ستكون خسارة غير مباشرة لمساهمي هذه الشركات وخسارة مباشرة للمستثمرين أصحاب وثائق الاستثمار.

إلا إنه في إطار تعزيز تداول وثائق الاستثمار والتعامل عليها بنظام الشراء بالهامش، فقد تقدمت البورصة بمقترح للهيئة في ضوء دراسة تجارب دولية بتضمين وثائق صناديق المؤشرات ضمن الأوراق المالية المسموح لها بالتعامل بالهامش بنسبة ١٠٠٪ وقد وافقت الهيئة على السماح بتداولها وفقًا لآلية الشراء بالهامش بنسبة ٨٠٪، والهدف من ذلك هو المساعدة على توفير مزيد من السيولة لتلك الوثائق^(٢).

ولم ينظم القانون المصري حسابات الأفراد العملاء بشكل مُفصل، كما لم يتعرض لأخطارها المتمثلة في سهولة تمويلها؛ لأن الأفراد ليس عليهم رقابة من الهيئة كالعميل المؤسسي ومن ثم يمكن لهذه الحسابات الفردية التحكم في السوق وخلق الأزمات، وتلك المشكلة قد تناولها مسؤول في مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الذي وجَّه اتهامًا بأن حجم التداول على الهامش في الولايات المتحدة من قِبَل الحسابات الصغيرة يجعل التلاعب أسهل لإتمامه حيث يسهل للمتلاعب رفع الأسعار، وبالتالي زيادة الهوامش من قِبَل التجار الصغار الذين بدورهم سيقومون بضمان ديونهم بممتلكاتهم، وفيما بعد، يمكن للمتلاعبين خفض سعر الأسهم واستنزاف الهوامش بحيث يتعين على التجار الصغار بيع أسهمهم لتغطية مديونياتهم اختياريًا أو جبرًا^(٣).

ثانيًا: حقوق العميل الهامشي:

أ. الحق في إبرام عقد الشراء الهامشي:

نصَّ المشرع المصري على ضرورة إبرام عقد شراء هامشي بين العميل وشركة الأوراق المالية، وهذا العقد لا يقوم على تعارض المصالح كباقي العقود الأخرى، بل يكون قائمًا على تحقيق مصلحة ائتمانية مشتركة بين العميل وشركة السمسرة وهو ما يعبر عنه بحق (التبصير)، ولا يختلف تطبيق هذا الحق إذا كان المستثمر مؤهلًا أو غير مؤهلًا أو إذا كان شخصًا معنويًا أو طبيعيًا، لأنه حق عام فرضته جميع التشريعات التي أدخلت نظام الشراء الهامشي في نظامها^(٤)، وهناك من وصف هذا العقد^(٥) بأنه عقد إذعان إذا قامت شركة السمسرة برفع نسب الهامش وضمنت العقد بندًا يعطيها الحق في إنهاء العقد في أي وقت تشاء.

ونختلف مع هذا الرأي؛ لأنه لا خلاف على أن العقد الهامشي رضائي وأنه مُلزم للجانبين إضافة

(١) المادة ٦/١٧٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) التقرير السنوي للبورصة المصرية لعام ٢٠١٧، ص ١٨.

(3) Markham, Jerry W. "Federal Regulation of Margin in the Commodity Futures Industry - History and Theory.", Supra, p.104.

(٤) عيسى أبو حاج، تمويل الأوراق المالية بالهامش في ظل التعليمات رقم (٧) لسنة ٢٠١٣ الصادرة عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، مرجع سابق، ص ١٠٩.

(٥) محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مرجع سابق، ص ١٢٨.

إلى ذلك فإن الهيئة تراقب بنود هذا العقد منذ إعداده، وتستمر هذه الرقابة على أي تعديل لأي بند من بنوده تُدخله الشركة، وللهيئة قبوله أو رفضه إذا كان لا يحقق مصلحة العميل.

ب. الحق في الحصول على مستحقاته:

أجاز كل من المشرع المصري^(١)، والمشرع الأمريكي^(٢) للمدين الراهن سحب ما يزيد عن نسبة المديونية المطلوبة واستخدامها للحصول على ائتمان إضافي، ومن الشائع أن يتنازل عملاء الهامش عن معظم حقوقهم حيث يكون لشركة السمسرة الحق في استخدام الأوراق المرهونة لصالحها وذلك لسداد المديونية المستحقة على العميل.

يبغي العميل من التعامل الهامشي حصوله على عدة مزايا منها زيادة قوته الشرائية، وزيادة القدرة على البقاء في السوق، إلى جانب تحقيقه للعوائد العالية في حالة ارتفاع قيمة الأوراق المالية المشتراة عن أسعارها وقت شرائها، وأخيرًا فإن هذا النظام يجعله يقتصر بأسعار تنافسية؛ لأن الأسهم التي يشتريها تكون فور شرائها ضمانًا لشركة السمسرة حتى تستوفي مستحقاتها^(٣)، إلى جانب حقه في استلام الأوراق المالية بالهامش وحقه في استرداد الضمانات حال سداها لمبلغ القرض المستحق في ذمته لشركة السمسرة وحقه في التعويض عن أي أضرار تصيبه جراء إخلال شركة السمسرة بالتزاماتها تجاهه^(٤).

وقد حددت الهيئة طرق صرف العميل لأرباحه بالنسبة للتعامل على الأوراق المالية وهي إما عن طريق التحويل على الحساب المصرفي بأحد البنوك أو إصدار شيك مصرفي باسم العميل لا يُصرف إلا للمستفيد الأول ومن خلال بطاقة الصرف الآلي المخصصة لصرف توزيعات الأوراق المالية.

ج. حق العميل في التبصير:

قد اهتم المشرع المصري^(٥) بأن يحوي عقد الشراء الهامشي الاتفاق على أهم الحقوق والالتزامات بشأن المستثمر ومنها حقه في التبصير، وحماية مصالحه أثناء تنفيذ العقد المبرم مع الشركة، فمن حق العميل أن يعرف مقدمًا ما سيدفعه من مصروفات وعمولات ومقابل تكلفة التمويل المستحقة عليه.

كما أن التبصير يساعد المستثمر على معرفة موقفه الانتمائي، ومن ثم الحفاظ على حقه في الوفاء بباقي ثمن الأوراق المالية إذا كان مدينًا، أو استبدالها شريطة قبول شركة السمسرة للأوراق المالية الجديدة ويحق للعميل استرداد الأوراق المالية أو إعادة تقديمها كضمان في عمليات شراء جديدة^(٦).

والتبصير كذلك يستلزم تسلم العميل لبيان موضح فيه على وجه التفصيل مفهوم الشراء بالهامش، والإجراءات والمزايا والأخطار والأحكام الأساسية لهما، كما يجب أن تُرسل شركة السمسرة هذا البيان للعميل مرة واحدة على الأقل سنويًا وفور حدوث أية تعديلات في الأحكام الأساسية التي تضمنها البيان الذي استلمه عند الاتفاق^(٧).

(١) المادة ٤٠٠ من قانون المرافعات المصري والتي تنص على أن «تباع الأسهم والسندات وغيرها مما نص عليه في المادتين السابقتين بواسطة أحد البنوك أو السماسرة أو الصيارفة يعينه قاضي التنفيذ بناء على طلب يقدمه إليه الحاجز ويبين القاضي في أمره ما يلزم اتخاذه من إجراءات الإعلان».

(2) See Reg. T, 220.3 general provision (e).

(٣) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٢٤-١٢٥.

(٤) سامي عبد الباقي أبو صالح، الآليات القانونية المستخدمة لاستغلال صعود وهبوط مؤشر البورصة (دراسة خاصة في اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها - الشراء بالهامش) مجلة القانون والاقتصاد، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ملحق العدد (٨٨)، ٢٠١٥، ص ٩٩.

(٥) المادة ٢٩٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٦) وبموجب القرار رقم (٣٦) لسنة ٢٠١٤ قد تطلبت الهيئة ألا تزيد القيمة للورقة المالية المقدمة كضمان عن ٨٠٪ من قيمتها السوقية، وأن يصدر بتحديد هذه الأوراق ونسبة الضمان لكل ورقة مالية قرارًا من مجلس إدارة الشركة أو العضو المنتدب في حالة أمين الحفظ من البنوك وأن تكون هذه الأوراق مقبولة من جميع عملاء الشركة. وقد حل محله قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ وفق آخر تعديلاته في ٢٠٢٢/٨/٣١.

(٧) الفقرة (٣) من المادة الرابعة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٧٢ لسنة ٢٠٢٢ بتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٤ بشأن تنظيم مزاوله شركات السمسرة في الأوراق المالية وأمناء الحفظ لعمليات شراء الأوراق المالية بالهامش.

ولأهمية تبصير العميل بأخطار الشراء بالهامش، فقد طرح موقع Securities and Exchange Commission^(١) مجموعة من الأسئلة ينبغي أن يجيب عليها العميل بنفسه قبل البدء في الاستثمار في شراء الأوراق المالية بالهامش:

- ١- هل تعلم أن حسابات الهامش تنطوي على أخطار أكبر بكثير من الحسابات النقدية؛ حيث تدفع بالكامل ثمن الأوراق المالية التي تشتريها؟
- ٢- هل أنت على علم بأنه يمكن أن تخسر أكثر من المبلغ الذي استثمرته في البداية عند الشراء على الهامش؟
- ٣- هل يمكنك تحمل خسارة مالية أكبر من المبلغ الذي قمت بالاستثمار فيه؟
- ٤- هل قمت بقراءة اتفاقية الهامش وفهم مضمونها؟
- ٥- هل طرحت أسئلة لوسيطك حول كيفية عمل حساب الهامش وما إذا كان مناسباً بالنسبة لك للتداول على الهامش؟
- ٦- هل قام وسيطك بشرح شروط وأحكام اتفاقية الهامش؟
- ٧- هل أنت على علم بالتكاليف التي ستفرض عليك على الأموال التي تقترضها من شركتك، وكيف تؤثر هذه التكاليف على عائدك الإجمالي؟
- ٨- هل أنت على علم بأن شركة الوساطة الخاصة بك يمكن أن تبيع الأوراق المالية الخاصة بك دون إخطارك عندما لا تكون لديك الضمانات الكافية في حساب الهامش؟

كما يجب أن يقر العميل بأنه اطلع على كافة الأخطار المرتبطة بالشراء بالهامش، وأنه يعلمها على نحو تفصيلي؛ لأن الخسائر المرتبطة بالنشاط قد يكون أثرها فادحاً على العميل مع احتمالية خسارة كل أمواله، فعلى سبيل المثال: عند شراء العميل ٢٠٠ سهم بسعر ٥٠ جنيهاً فإنه سيقوم بسداد ٥٠٠٠ جنيه ثم يطلب من شركة السمسرة تمويله في باقي ثمن شراء الأسهم بـ ٥٠٠٠ جنيه المتبقية، وفي حالة انخفاض سعر السهم إلى ٣٠ جنيهاً فإن الأسهم ستباع بقيمة ٦٠٠٠ جنيه، وفي هذه الحالة يكون لزاماً على العميل سداد ٥٠٠٠ جنيه لشركة السمسرة قيمة التمويل إلى جانب عمولة شركة السمسرة^(٢) وهو ما يعني أن العميل خسر تقريباً كل أمواله^(٣). وللحفاظ على أموال شركة السمسرة فإن القانون ألزم العميل بالتعهد بالسداد النقدي أو بتقديم ضمانات إضافية عند زيادة مديونيته إلى القيمة السوقية للأوراق المالية محل الشراء عن الحدود المبينة في المادة ٢٩٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

ثالثاً: التزامات العميل بالهامش:

أ. الالتزام بإنابة الوسيط المالي في إدارة تعاملاته الهامشية:

أعطت الهيئة لشركة السمسرة صلاحيات استثنائية لاستيفاء مستحقاتها حيث يحق لها التحصيل في نظام الشراء بالهامش إذا توافر شرطان: أن تكون أرباح وعوائد العميل ناتجة عن أوراق مالية مشتراة لحساب العميل بالهامش أو مقدمة منه كضمان لهذا الشراء، وأن يتضمن عقد الشراء بالهامش نصاً صريحاً مُتفقاً عليه مع العميل على القيام بذلك الأمر بهدف تخفيض مديونيته^(٤).

كما يتعهد المستثمر بإنابة الشركة في إدارة حساباته بيعاً وشراءً بالنسبة للأوراق المالية محل الشراء بالهامش أو المقدمة منه كضمان. وهذا يعني أن شركة السمسرة لا بد أن تراعي نسبة Initial

(1) US Securities and Exchange commission, Investors publication, Margin: Borrowing money to pay for stocks, 10/6/2021, <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_marginaccount>(30/3/2024).

(٢) عمولة شراء وبيع الأوراق المالية بنظام الهامش يتم الاتفاق عليها في العقد الهامشي المبرم بين شركة السمسرة والعميل أو يمكن تطبيق ما جاء بالمادة ٢٤ من قانون سوق رأس المال بعد تعديلها بموجب القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ «... بما لا يجاوز سنوياً اثنين في الألف من قيمة الأسهم والأدوات المالية المرتبطة بها والمطلوب قيدها بحد أقصى مقداره خمسمائة ألف جنيه، وخمسون ألف جنيه كحد أقصى للسندات وصكوك الدين وأدوات الدين الأخرى...».

(3) Charles Schwab, Margin: How does it work?, 1/3/2023 <<https://www.schwab.com/learn/story/margin-how-does-it-work>>, (30/3/2024).

(٤) المادة الخامسة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٦١) لسنة ٢٠١٧.

Margin ٥٠٪ عند البيع الجبري للأوراق المالية لتخفيض مديونية العميل، ومن ثم فللعميل الحق في الرجوع على الشركة إذا ما ترتب على البيع الجبري انخفاض المديونية إلى نسبة أقل من ٥٠٪ وهذا تطبيقاً لما قضى به المشرع^(١) «... وفي جميع الأحوال لا يجوز أن يشمل البيع إلا ما يكفي للوفاء بحق الدائن المرتهن». ويرى البعض^(٢) أنه لإثبات انتهاك الهامش، يحتاج الادعاء العام فقط إلى إظهار السلوك العمد من قبل المُدَّعى عليه. كما بين البعض أن العميل يمكنه الرجوع على شركة السمسرة في حالة إهمالها أو تعرضه لأضرار نتيجة لذلك، وعلى العميل في هذه الحالة تحمل عبء إثبات مسؤولية شركة السمسرة، وإثبات قيام علاقة سببية بين الخطأ والضرر، وأن شركة السمسرة انتهكت شروط عقد الشراء الهامشي^(٣).

وفي بعض الأحيان تسمح شركات السمسرة للعميل ذاته بإجراء عمليات البيع والشراء من خلال البرامج المخصصة للتداول الإلكتروني والمعمول به واقعياً هو تمكين العميل من الشراء والبيع إذا كانت مديونيته لم تتخط الـ ٥٠٪ نسبة الهامش أما إذا ارتفعت مديونيته وانخفضت نسبة الهامش ففي هذه الحالة تحظر شركة السمسرة العميل من القيام بعمليات شراء الأوراق المالية الجديدة وتعطي للعميل فقط الحق في بيع الأوراق المالية أو متابعة حساباته.

ونرى أنه إذا استخدم العميل الطرق التكنولوجية في البيع فلا يمكن إلزام شركة السمسرة بمتابعة نسب الهامش بل يعد التزاماً على العميل ذاته لسهولة وصوله للبيانات عبر التطبيقات الإلكترونية الحديثة.

وإذا كانت الشركة التي تباشر الشراء بالهامش شركة سمسرة، فيلزم على المستثمر أن ينقل الأوراق المالية التي يقدمها كضمان إلى أمين الحفظ الذي تحدده الشركة على أن يفوضها العميل كتابة بإدارة عمليات البيع والشراء للأسهم محل الشراء الهامشي، وتصدر الموافقة الكتابية لقيام البورصة وشركة السمسرة بالاطلاع على حساباته لدى أي جهة كانت للوقوف على ملائته المالية ومدى قدرته على تنفيذ تعهداته^(٤)؛ وبالتالي فإن العميل لا يملك اللجوء بنفسه إلى أمين الحفظ ولكن تنحصر حريته على اختيار شركة السمسرة التي بدورها تختار أمين الحفظ^(٥)، على أن يكون من الجهات المرخص لها بمزاولة نشاط أمناء الحفظ.

ب. التزام العميل بتقديم ضمانات الاستثمار الهامشي:

من المفترض أن العلاقة بين العميل وشركة السمسرة هي علاقة مدين ودائن، كذلك تقوم شركة السمسرة بنقل ملكية الأوراق المالية المشتراة باسم العميل، ولكن تطلق له الحرية في التصرف في الأوراق المالية المشتراة حتى يتم دفع كامل ثمنها لشركة السمسرة، وفي مرحلة ما قبل السداد لا يمكن إهمال أن العميل لديه مصلحة في الأوراق المالية المشتراة وهو ما يجعل شركة السمسرة كالوصي على تملك العميل للأوراق المالية المشتراة^(٦).

وقد ألزم المشرع المصري المستثمر في الشراء بالهامش بسداد مبلغ لا يقل عن ٥٠٪ من قيمة الأوراق المالية المشتراة ولا تقل هذه النسبة عن ٢٠٪ بالنسبة للسندات الحكومية وهو ما يطلق عليها مصطلح الـ Initial Margin^(٧).

(١) المادة ١٢٧ من قانون التجارة المصري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩.

(2) Widen, William H. "Enron at the Margin.", Supra, p. 972.

(3) Jay-Goldman, M. "The Relationship between Investment Dealer and Margin Client: A Canadian Perspective.", Supra, p273.

(٤) قرار رئيس الهيئة رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٨، البند الثالث في عقد الشراء الهامشي الاسترشادي.

(٥) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٦٦.

(6) McCamic, Jay T. "Rights of Margin Customers in Brokers' Failures.", Supra, p. 51.

(٧) قرار رئيس الهيئة رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٨ البند الثالث في عقد الشراء الهامشي الاسترشادي.

ونرى أن وضع المشرع المصري لهذه الحدود والضوابط هدفه ضمان استقرار سوق الأوراق المالية، ولضمان الحفاظ على قدرة المستثمر على سداد المبالغ المستحقة عليه لشركة السمسرة في حالة انخفاض قيمة الأوراق المالية محل الشراء الهامشي، وقد تطلب المشرع أن يضع العميل تحت تصرف شركة السمسرة أحد الضمانات سواء عند التعامل لأول مرة بنظام الشراء بالهامش أو لتخفيض نسبة مديونيته لتتناسب مع النسب الهامشية التي حددتها الهيئة، وهذه الضمانات نصَّ عليها المشرع المصري على سبيل الحصر وليس المثال حيث لا يجوز لشركة السمسرة تحرير شيكات آجلة من العملاء، أو تقرير أي ضمانات أخرى بخلاف الموضحة بالقانون^(١) وذلك على النحو التالي:

(أ) خطابات ضمان مصرفية غير مشروطة صادرة لصالح شركة السمسرة أو أمين الحفظ 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 شركة السمسرة أو أمين الحفظ، وأن يجوز تسيلها عند الطلب دون اشتراط موافقة العميل، على أن يتم تقييمها بنسبة (٩٠٪) من أصل مبلغ الوديعة.

ويجوز أن يضع العميل تحت تصرف شركة السمسرة أو أمين الحفظ الأوراق المالية التالية كضمان على ألا تقل قيمتها السوقية في تاريخ تقديمها عن (١٠٠٪) من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحسابه:

(أ) سندات حكومية مصرية بشرط رهنها لصالح شركة السمسرة أو أمين الحفظ، على أن يتم تقييمها بنسبة (١٠٠٪) من قيمتها السوقية. (ب) الأوراق المالية التي تتوافر بها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة وتقبلها شركة السمسرة أو أمين الحفظ كضمان على أن يتم تقييمها بنسبة (١٠٠٪) من قيمتها السوقية.

ومن الملاحظ أن نسب تقييم الضمانات الإضافية الواردة بالمادة (٢٩٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ منخفضة عما هو مقرر بموجب قرارات الهيئة اللاحقة، حيث نجد أن اللائحة التنفيذية كانت تتطلب تقييم هذه الضمانات بنسبة (٨٠٪) من قيمتها السوقية، ومن المرجح أن قيام الهيئة بزيادة قيمة الضمانات كانت لأسباب لها وجاهاتها إلى جانب أن سلطة تعديل هذه النسب تدخل في اختصاصات الهيئة بموجب اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال التي أقرت جواز قيام الهيئة بتعديل النسب المذكورة في ضوء أوضاع السوق وبناء على اقتراح من البورصة.

كذلك يتعين على العميل أن يستبدل الورقة المالية إذا ما خرجت من قائمة الأوراق المالية التي يعتمدها مجلس إدارة شركة السمسرة وذلك خلال مدة لا تقل عن شهرين أو إلزام العميل بتقديم ضمانات أخرى طبقاً لما هو وارد بالمادة (٢٩٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال. وبكل حال من الأحوال يحق لشركة السمسرة التصرف في الأوراق المالية التي خرجت من القائمة عند وصول نسبة مديونية العميل للنسبة التي تُجيز التصرف بالبيع وعدم قيام العميل بتقديم ضمانات إضافية^(٢).

ووفقاً للقانون المصري^(٣) يتعين على المستثمر تخفيض نسبة مديونيته بعد إخطار الشركة إما بالسداد النقدي أو بتقديم أحد الضمانات السابقة، ويتعين على المستثمر إذا أخطرت شركة الأوراق المالية بضرورة تكملة الضمانات لانخفاض مبلغ الائتمان ووصوله لنسبة (٦٠٪) أن يقدم ضمانات إضافية أو يسدد مبلغ المديونية نقداً لتخفيض نسبة المديونية مرة أخرى إلى (٥٠٪) في خلال مدة يومين Maintenance margin^(٤)، ويُطلق على ذلك الإخطار مصطلح الـ A Margin Call وهناك من

(١) المادة ٢٩٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
(٢) المادة السادسة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٣٦) لسنة ٢٠١٤. وقد حل محله قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٧) لسنة ٢٠١٤ وفق آخر تعديلاته في ٢٠٢٢/٨/٣١.
(٣) المادة ٢٩٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
(٤) Maintenance margin: يقصد بهذا المصطلح قيام المستثمر بإيداع مبلغ إضافي في حساب الهامش يومياً لتعكس التغيرات السلبية في سعر الأسهم محل الشراء الهامشي. Pan, Eric J. "Single Stock Futures and Cross-Border Access for U.S. Investors." Stanford Journal of Law, Business & Finance, vol. 14, no. 1, Fall 2008, p.254.

أطلق عليه مصطلح الـ Maintenance Call^(١).

فإذا لم يستجب العميل وزادت مديونيته إلى القيمة السوقية للأوراق المالية عن ٧٠ % وبالنسبة للسندات الحكومية عن ٨٥٪ فيكون لشركة السمسرة الحق في بيع أوراقه المالية جبرياً، وهذا الاتجاه مُتماشٍ مع ما يُطبَّق في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أفاد رأي^(٢) بأن من حق شركة السمسرة بيع الأوراق المالية بدون الحصول على إذن من العميل، وهذا الأمر منصوص عليه في عقود الشراء الهامشي. كما أضاف رأي بأنه ليس للعميل حق في تحديد الأوراق المالية عند قيام السمسار بتسليمها عند استيفاء المديونية أو تحديد سعر البيع حيث يفقد العميل بشكل جزئي السيطرة على الحساب الهامشي^(٣).

ج. الالتزام بواجبات الإفصاح المفروضة عليه وفقاً لقرار الهيئة رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨:

يلتزم المستثمر في نشاط الشراء الهامشي بالأحكام الواردة بقرار الهيئة رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨ حيث يتعين عليه في حالة شرائه لأوراق مالية لأي شركة تزاوُل الأنشطة المالية غير المصرفية ووصلت نسبة تملكه إلى ٥٪ من رأس مال أو حقوق تصويت في هذه الشركات أن يخطر الهيئة بذلك خلال أسبوعين من تاريخ تملكه، أو إذا كان المستثمر مالِكاً لنسبة ١٠٪ من رأس المال المصدر في هذه الشركات أو حقوق التصويت بها ويرغب في زيادة ملكيته فيها بنسبة ٥٪ ومضاعفاتها فإنه لن يتحقق له ذلك إلا بعد الحصول على موافقة مُسبقة من الهيئة^(٤).

رابعاً: الأخطار التي يتعرض لها العميل الهامشي:

أ. الأخطار الاستثمارية:

رأى البعض أن أخطار الاستثمار تنشأ بسبب عامل عدم اليقين في المستقبل، وعلى العميل ذاته أن يعمل على تقليل عدم اليقين من خلال تحديد أهدافه الاستثمارية والسيولة التي يحتاجها حتى يكون قادراً على التحكم في أخطار الاستثمار التي يواجهها، وقدرته هذه مرتبطة دائماً بالخصائص الفردية مثل العمر، وفترة الاستثمار، واحتياجات السيولة، وحجم المحفظة وتنوعها، والدخل، والمعرفة بالاستثمار، والمواقف تجاه تقلبات الأسعار^(٥)؛ وذلك لأن العملاء وقت انهيار أسعار الأسهم بالأسواق فإنهم يهرعون لإصدار أوامر البيع لتحقيق أية مبالغ في وقت قصير بدون أن يكونوا قادرين على تحديد السعر بدقة^(٦).

كما أضاف^(٧) رأي بأن المحاكم الكندية عموماً تفرض على العميل واجب التخفيف من الخسائر بناءً على فكرة أن شركة الوسيط المالي لا ينبغي أن تكون مسؤولة عن الخسائر التي كان بإمكان العميل

(1) Charles Schwab, Margin: How does it work?, 1/3/2023 <<https://www.schwab.com/learn/story/margin-how-does-it-work>> , (30/3/2024).

(2) US Securities and Exchange commission, Investors publication, Margin: Borrowing money to pay for stocks, 17/4/2009, < <https://www.sec.gov/about/reports-publications/investor-publications/margin-borrowing-money-pay-stocks>> (30/3/20s24)

(٣) محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٢٩.
(٤) المادة السادسة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٥٣) لسنة ٢٠١٨ بشأن ضوابط منح الترخيص واستمراره وقواعد تملك أسهم الشركات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية وفقاً لآخر تعديل بتاريخ ٢٠٢٣/١١/٢٩.

(5) Manurung, Adler Haymans. "Investing and Protection of Investor in Stock Market." Indonesian Journal of International Law, vol. 7, no. 1, October 2009, p. 70.

(6) Lev, Baruch, and Meiring de Villiers. "Stock Price Crashes and the 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis.", Supra, p. 26

(7) Jay-Goldman, M. "The Relationship between Investment Dealer and Margin Client: A Canadian Perspective.", Supra, p267.

منعها من خلال قيامه بإجراءات معقولة.

ومن الثابت بعقود التداول الهامشي المُبرمة مع إحدى شركات السمسرة في مصر قيامها بالتنبيه بشكلٍ بارز بأن هذه الآلية تتضمن العديد من الأخطار حيث يتضمن العقد عبارة: «نود أن نحيط عملاءنا بأن هذا النوع من العمليات يتسم بقدر من الأخطار حيث إنه يسمح للعميل الواحد بشراء أوراق مالية بقيمة تصل إلى ضعف المبلغ المودع منه بحساب الشراء، وفي حالة انخفاض قيمة الأوراق المالية المشتراة وعدم استطاعة العميل تقديم ضمانات إضافية مما يضطره لبيع الأوراق المالية بخسارة أو قيام مدير الحساب بذلك نيابة عنه، فإن ذلك يؤدي إلى خسارة كبيرة حتمًا».

ب. أخطار إفلاس شركة الوسيط المالي:

وهذا ما يجعلنا نتساءل: كيف يتم التعامل مع شركة السمسرة في حالة إفلاسها؟

نرى أنه إذا كان العميل دائنًا فإن استرداد الأسهم المرهونة يعد التزامًا على شركة السمسرة، ومن ثم يلتزم أمين التفليسة بالوفاء بها وتسليم الأسهم عند الطلب من قبل العميل. أما إذا كان العميل مدينًا فإن الأسهم الضامنة ستجعل أمين التفليسة قادرًا على استخدام ذات الحق المخوّل لشركة السمسرة وبيع الأسهم جبريًا إذا لم يكن العميل قادرًا على سداد مديونيته نقدًا أو عينًا. ويترتب على ذلك تقييم الموقف المالي للعميل، وفي حالة ما إذا كان دائنًا بأموال فيتحوّل إلى أحد الدائنين العاديين ويحصل على حقه وفق القواعد العامة.

وحيث إن مسألة إفلاس شركة السمسرة هو من المسائل الهامة أفاد رأيي^(١) بأن هناك احتمالية لوقوع نزاع بين عملاء الشراء بالهامش والدائنين العاديين للشركة، أو نزاع بين عملاء الشراء بالهامش أنفسهم. وبالنسبة للنزاع الأول في مثالنا هذا يدّعي الدائنون العاديون أن عملاء الشراء بالهامش، مثلهم، مجرد دائنين ليس لديهم حقوق ملكية قانونية أو قضائية، في أصول الإفلاس، وأن الديون التي قد يثبتها مثل هؤلاء العملاء هي مبالغ رصيدهم الائتماني في تاريخ الإفلاس.

من جهة أخرى، يقول عملاء الشراء بالهامش أنهم استخدموا شركة السمسرة كوكيل مشترك لشراء وبيع الأسهم، وأنه في تنفيذ عملياتهم حصلوا على أسهم تمتلكها الشركة نيابة عنهم، بحيث لا يمكن اعتبار هذه الأسهم ضمن الضمان العام للوسيط المالي. ونرى أن الرأي الأخير له وجهته في مزاوله النشاط بالهامش في الولايات المتحدة حيث تكون بموجبه شركة السمسرة هي المالكة للأوراق المالية، ولكن في ظل نظام الشراء الهامشي المعمول به في مصر فإن الأوراق المالية تظل مملوكة باسم العميل مع إعطاء صلاحية إدارتها لشركة السمسرة. وبالنسبة للحالة الثانية فإن الأمر هين حيث سيلتزم أمين التفليسة بتسليم كل عميل الأوراق المالية المدرجة باسمه لدى أمين الحفظ ولا يكون هناك ثمة مشكلة طبقًا لما هو مطبّق في التشريع المصري، وفي الواقع العملي تباشر الهيئة الرقابة اليومية على شركات السمسرة التي تزاول نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش من خلال متابعة تقارير الملاءة المالية، وهو مؤشر تستطيع من خلاله تقييم المركز المالي لهذه الشركات، ومن ثم اتخاذ الإجراءات للوقاية من أخطار الإفلاس وهو ما يؤدي إلى عواقب وخيمة على السوق بأكمله وضياع استثمارات العميل.

وفي كل الأحوال فإن العملاء المتضررين إلى جانب سلوكهم طريق القضاء أو التحكيم بحسب ما تقتضيه الأحوال يمكنهم التقدم بشكواهم إلى الهيئة العامة للرقابة المالية التي تستطيع التدخل في جبر الضرر الواقع عليهم عن طريق لجنة فض المنازعات الناشئة عن التعامل في مجال الأوراق المالية^(٢) وهي لجنة تتولى النظر في المنازعات التي تنشأ بين الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وعمالها وذلك وفقًا لما تحيله إليها الهيئة في هذا الشأن. ولكن لا يمكن لعملاء شركة السمسرة

(1) Smith, E. Irving. "Margin Stocks.", Supra, p. 48.

(٢) أنشئت هذه اللجنة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٢٦) لسنة ٢٠٢٢ و صدر أول تشكيل لها بموجب القرار رقم (٣٧١) لسنة ٢٠٢٢.

المتضررين اللجوء لصندوق حماية المستثمر^(١) لجبر الخسائر التجارية المترتبة على نشاط الشراء الهامشي، حيث ورد بالنظام الأساسي للصندوق أنه لا يلتزم بتعويض العملاء أو المستثمرين في الأوراق المالية عن أي خسائر تنتج عن التغير في قيمة الأوراق أو الناتجة عن ضياع الفرص البديلة لاستثمار أموال العميل بواسطة شركة السمسرة^(٢)، إنما يُغطّي الصندوق أخطار المستثمرين غير التجارية الناشئة عن إفلاس شركة السمسرة أو تعثرها أو إخلالها بالتعاقد مع عملائها وإهمالها في تنفيذ الأوامر، أو مخالفة شركة السمسرة للقوانين واللوائح والقرارات، أو وجود خطأ أو غش أو إهمال جسيم من العضو المنتدب أو الممثل القانوني لشركة السمسرة أو من العاملين لديها أو بالاشتراك مع الغير في ذلك^(٣).

(١) أنشئ الصندوق بموجب قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٧٦٤ لسنة ٢٠٠٤ وقد أقر المشرع المصري الشخصية الاعتبارية على هذا الصندوق بموجب القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ المعدل لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢) النظام الأساسي لصندوق حماية المستثمر صدر بموجب القرار رقم (٤٦) لسنة ٢٠١٦.

(٣) قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٧٦٤ لسنة ٢٠٠٤.

الخاتمة:

إن نشاط الشراء بالهامش هو أداة مالية حيوية لها تأثير كبير على حركة أسواق المال، ويتطلب مزيداً من التشريعات والتنظيمات لضمان تحقيق فوائده وتقليل أخطاره.

وأظهر البحث أن التعامل بالهامش له أهمية كبيرة في تنشيط السوق من خلال ضخ السيولة، إلا أنه يحمل أخطاراً جسيمة قد تؤدي إلى أزمات مالية كما حدث في الكساد الكبير عام ١٩٢٩. لذلك يتم تنظيمه بعناية من خلال متطلبات هامشية محددة وقواعد صارمة تهدف إلى حماية السوق والمستثمرين.

ويعتمد هذا النشاط على تمويل الوسيط المالي للمستثمرين بنسبة لا تزيد عن ٥٠٪ ويجب أن يُقدّم العميل في بداية العمليات كضمان نسبة الهامش المبدئي ويطلق عليه Initial Margin، إلى جانب تقديمه لمزيد من الضمانات عند ارتفاع قيمة مديونيته وتعبئها بنسبة هامش الوقاية وهو ٦٠٪ حتى يتحقق استقرار نسبة الدين إلى قيمة الأوراق المالية. كما يجب أن تلتزم شركة السمسرة بتطبيق القوانين واللوائح بدقة في حالة انخفاض قيمة الورقة المالية حيث يجب عليها إخطار العميل على الفور وإعطائه مهلة لمدة يومين لتقليل حجم مديونيته. إذا لم يتم تقليل المديونية خلال هذه المهلة ووصلت نسبة مديونيته لنسبة ٧٠٪، يحق للشركة اتخاذ إجراءات البيع الجبري.

ويُعتبر عقد الشراء بالهامش عقدًا مُركَّبًا يحتوي على عناصر من عقود القرض، والرهن، والبيع، والوكالة. هذا التعقيد يستوجب وجود إطار قانوني مُحكم يَنْظُم العلاقة بين الأطراف المعنية، حيث تسترشد شركات الوساطة المالية بعقود نموذجية معتمدة من الهيئات الرقابية عند إعدادها للعقد الهامشي؛ وذلك لضمان الشفافية والعدالة.

كما أظهر البحث بوضوح حقوق والتزامات كل من الوسيط المالي والعميل، وكذلك الأخطار التي يتعرضون لها في سوق الأوراق المالية. ومن خلال فحص القوانين والتشريعات في الولايات المتحدة ومصر، يظهر أن هناك اختلافات وتشابهات في كيفية تنظيم وتنفيذ عمليات الشراء بالهامش، وحقوق الوسيط المالي والعميل.

ومن الجدير بالذكر أن التكنولوجيا أصبحت تلعب دوراً مهماً في تسهيل عمليات الوسيط المالي وتقديمها بشكل أكثر فاعلية، شريطة ضرورة الالتزام بالتعليمات والإجراءات القانونية والأخلاقية.

النتائج:

توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج، تتمثل فيما يأتي:

١- يؤدي الإفراط في زيادة نسب التمويل بالهامش إلى تقليل حجم تداول الأوراق المالية في الأسواق وتضرر السيولة وفي أغلب الأحوال يؤدي الإفراط في نسب الهامش إلى الأزمات المالية الكبيرة.

٢- تعرض استثمارات القاصر في الشراء الهامشي للخسارة الفادحة حال وفاة مورثه؛ حيث يستلزم القانون إجراءات مطوّلة، كما تتطلب الهيئة الحصول على إذن من المحكمة المختصة، وهذه الإجراءات المطوّلة لا تتناسب مع سرعة اتخاذ القرارات بشأن بيع أو شراء الأوراق المالية في السوق بنظام الهامش.

٣- لم تصدر الهيئة قراراً مفصلاً باستخدام التطبيقات التكنولوجية مع ربطها باللوائح والقوانين المنظمة لنشاط الشراء الهامشي لتنظيم حق استخدام العميل لها ومدى قدرة شركات السمسرة في التحكم في هذه الحقوق.

التوصيات:

بناءً على ما جاء بالبحث عاليه، انتهت الباحثة إلى عدد من التوصيات التي قد تفيد القارئ

على تنظيم نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش، وتتمثل فيما يأتي:

١- ينبغي على الهيئة العامة للرقابة المالية أن تقوم بعقد دورات تدريبية دورية للمستثمرين خاصة الأفراد والعاملين بشركات السمسرة أو أمناء الحفظ؛ لتجنب أية أزمات مترتبة على الشراء بالهامش.

٢- يتعين على الهيئة العمل على متابعة نسب الملاءة المالية لشركات السمسرة التي تقترض من الخارج أو يتحكم فيها رأس مال أجنبي؛ لما لها من آثار سلبية وتأثير على استقرار التعاملات في سوق الأوراق المالية المصري.

٣- يتعين على المشرع المصري إلزام شركات السمسرة بتحري الدقة عند تفعيل البيع الجبري والوصول لنسبة الـ ٥٠٪ على نحو دقيق؛ حتى لا تضيق استثمارات العملاء، وعلى الجانب الآخر ضرورة إعطاء شركة السمسرة الحق في تسيل الضمانات إذا وصلت مديونية العميل إلى ٧٠٪ بدون الانتظار لنهاية مدة اليومين بعد إخطار العميل بهامش الوقاية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- ١- حسن السوسي، نظرة حول نظام المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، مجلة المنارة للدراسات القانونية والإدارية، دار المنظومة، ٢٠١٨.
- ٢- أ.د. سامي عبد الباقي أبو صالح:
 - الآليات القانونية المستخدمة لاستغلال صعود وهبوط مؤشر البورصة «دراسة خاصة في اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها - الشراء بالهامش» مجلة القانون والاقتصاد، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ملحق العدد (٨٨)، ٢٠١٥.
 - قانون الأعمال، القاهرة، دار النهضة العربية، ٢٠٢١.
- ٣- د. سعاد محمد عبد الجواد البلتاجي، المعاملات الصورية في سوق الأوراق المالية «البيع على المكشوف نموذجاً»، دراسة فقهية مقارنة، الجزء الأول، الإسكندرية، مكتبة بحر العلوم للنشر والتوزيع، ٢٠١٧.
- ٤- د. سعد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، بدون دار نشر، ٢٠٠١.
- ٥- د. سعيد سعد عبد السلام، الالتزام بالإفصاح في العقود، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ١٩٩٩.
- ٦- أ.د. سليمان مرقص، شرح القانون المدني.. العقود المسماة، عقد البيع، الطبعة الرابعة، دار عالم الكتب.
- ٧- أ.د. سميحة القليوبي، الوسيط في شرح القانون التجاري المصري، الجزء الأول، نظرية الأعمال التجارية والتاجر، دار النهضة العربية، طبعة ٢٠١٩.
- ٨- د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ١٩٩٦.
- ٩- د. شعبان محمد البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، ٢٠٠٢.
- ١٠- د. شوقي إبراهيم علام، شراء الأوراق المالية بالهامش، فتاوى دار الإفتاء المصرية.
- ١١- د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد
 - النظام القانوني لرهن الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٨.
 - النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، دراسة مقارنة بين القانون المصري والفرنسي وبعض القوانين العربية، كلية حقوق بني سويف، دار النهضة العربية، ١٩٩٥.
- ١٢- أ.د. عبد الرازق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، الجزء العاشر والأخير في التأمينات الشخصية والعينية، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان.
- ١٣- أ.د. علي جمال الدين عوض، العقود التجارية، دار النهضة العربية، ١٩٨٢.
- ١٤- د. عيسى أبو حاج، تمويل الأوراق المالية بالهامش في ظل التعليمات رقم (٧) لسنة ٢٠١٣ الصادرة عن هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعمقة، مركز جيل البحث العلمي، دار المنظومة، ٢٠٢١.
- ١٥- د. ماري سعد عطا الله، المركز القانوني لسمسار الأوراق المالية، مجلة المال والقانون، نادي التجارة، دار المنظومة، ١٩٩٤.

- ١٦- د. محمد بن سليمان محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٥.
- ١٧- أ.د. محمد بهجت عبد الله قايد، القانون التجاري، القاهرة، الطبعة الثانية، دار النهضة العربية، ٢٠٠١.
- ١٨- د. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠.
- ١٩- د. محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، القاهرة، مركز الدراسات العربية، ٢٠١٩.
- ٢٠- أ.د. محمد فهمي الجوهري، القانون التجاري، نظرية الأعمال التجارية-التاجر-المحل التجاري، القاهرة، دار أبو المجد للطباعة، ٢٠٠٧.
- ٢١- أ.د. محمود جمال الدين زكي، الوجيز في النظرية العامة للالتزامات، مطبعة جامعة القاهرة، ١٩٧٨.
- ٢٢- أ.د. محمود سمير الشرقاوي، القانون التجاري، الجزء الأول، دار النهضة العربية، ١٩٨٩.
- ٢٣- د. محمود فكري عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، كلية الحقوق، القاهرة، ٢٠١٩.
- ٢٤- أ.د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٧.
- ٢٥- د. هشام أحمد زغلول، المسؤولية المدنية لشركات السمسرة في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ٢٠١٣.

ثانيًا: المراجع باللغة الأجنبية:

- 1- Blencowe, Paul S. "Checklist for Repurchases by a Corporation of Its Common Stock." Bulletin of the Section on Corporation, Banking & Business Law, vol. 21, no. 1, November, 1983, pp. 10-16. HeinOnline.
- 2- Branson, Douglas M. "More Muscle behind Regulations Sho - Short Selling and the Regulation of Stock Borrowing Programs." Virginia Law and Business Review, vol. 5, no. 1, Fall 2010, pp. 1-32. HeinOnline.
- 3- Brodsky, William J. "The Globalization of Stock Index Futures: A Summary of the Market and Regulatory Developments in Stock Index Futures and the Regulatory Hurdles which Exist for Foreign Stock Index Futures in the United States." Northwestern Journal of International Law & Business, vol. 15, no. 2, Winter 1995, pp. 248-302. HeinOnline.
- 4- Cohn, Henry S. "Margin Accounts under Article Eight of the Uniform Commercial Code." Connecticut Law Review, vol. 5, no. 1, Summer 1972, p. 11-35. HeinOnline.
- 5- Colesanti, J. Scott. "Not Dead Yet: How New York's Finnerty Decision Salvaged the Stock Exchange Specialist." St. John's Journal of Legal Commentary, vol. 23, no. 1, Spring 2008, pp. 1-34. HeinOnline.

- 6- Demaray, C. Drew. "When is a Security Not a Security--Promissory Notes, Loan Participations, and Stock in Close Corporations." *Washington and Lee Law Review*, vol. 39, no. 3, Summer 1982, pp. 1123-1148. HeinOnline.
- 7- Furbush, Dean, and Annette Poulsen. "Harmonizing Margins: The Regulation of Margin Levels in Stock Index Futures Markets ." *Cornell Law Review*, vol. 74, no. 5, 1988-1989, pp. 873-901. HeinOnline.
- 8- Humphries, William M. "Leveraged ETFs: The Trojan Horse Has Passed the Margin-Rule Gates." *Seattle University Law Review*, vol. 34, no. 1, Fall 2010, pp. 299-324. HeinOnline.
- 9- Jay-Goldman, M. "The Relationship between Investment Dealer and Margin Client: A Canadian Perspective." *Manitoba Law Journal*, vol. 19, no. 2, 1990, pp. 260-287. HeinOnline.
- 10- John Board, Charles Sutcliffe, Stephen Wells, *Transparency and Fragmentation* (electronic resource), 2002.
- 11- Karmel, Roberta S. "Mutual Funds, Pension Funds, Hedge Funds and Stock Market Volatility - What Regulation by the Securities and Exchange Commission Is Appropriate." *Notre Dame Law Review*, vol. 80, no. 3, March 2005, pp. 909-950. HeinOnline.
- 12- Karmel, Roberta S. "The Applicability of the Margin Regulations to Foreign Financial Institutions." *International Lawyer (ABA)*, vol. 4, no. 3, April 1970, pp. 496-549. HeinOnline.
- 13- Ke, Xu. "Research on the Separation of Shareholder Interests in Derivatives Area and Its Regulation in China." *China Legal Science*, vol. 7, no. 4, July 2019, pp. 110-132. HeinOnline.
- 14- Lev, Baruch, and Meiring de Villiers. "Stock Price Crashes and the 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis." *Stanford Law Review*, vol. 47, no. 1, November 1994 ,pp. 7-38. HeinOnline.
- 15- Manurung, Adler Haymans. "Investing and Protection of Investor in Stock Market." *Indonesian Journal of International Law*, vol. 7, no. 1, October 2009, p. 65-87. HeinOnline.
- 16- Markham, Jerry W. "Federal Regulation of Margin in the Commodity Futures Industry - History and Theory." *Temple Law Review*, vol. 64, no. 1, 1991, p. 59-144. HeinOnline.
- 17- McCamic, Jay T. "Rights of Margin Customers in Brokers' Failures." *West Virginia Law Quarterly & The Bar*, vol. 32, no. 1, December 1925, pp. 50-

56. HeinOnline

- 18- Norton, Eliot. "On the Right to Pledge Securities Carried on a Margin." *American Lawyer*, 5, 1897, pp. 573-574. HeinOnline.
- 19- Pan, Eric J. "Single Stock Futures and Cross-Border Access for U.S. Investors." *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 14, no. 1, Fall 2008, pp. 221-262. HeinOnline.
- 20- Pate, Sarah Beth. "Applying the Federal Reserve Board's Margin Lending Rules to Restrict the Use of Junk Bonds in Hostile Corporate Takeovers." *Washington and Lee Law Review*, vol. 43, no. 3, Summer 1986, pp. 1087-1100. HeinOnline.
- 21- Smith, E. Irving. "Margin Stocks." *Harvard Law Review*, vol. 35, no. 5, 1921-1922, pp. 485-518. HeinOnline.
- 22- Stout, Lynn A. "The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation." *Michigan Law Review*, vol. 87, no. 3, December 1988, pp. 613-709. HeinOnline.
- 23- Sullivan, John J. "Application of Margin Rules to Tender Offers by Foreign Investors." *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, vol. 8, no. 1, 1982-1983, pp. 17-38. HeinOnline.
- 24- The Impact of the Federal Reserve Margin Regulations on Acquisition Financing." *Business Lawyer (ABA)*, vol. 35, no. 2, January 1980, pp. 517-572. HeinOnline.
- 25- Thomas, Kenneth R. "Extending Margin Requirements to Foreign Investors: Proposed Amendments to the Securities Exchange Act of 1934." *George Washington Journal of International Law and Economics*, vol. 16, no. 3, 1982, pp. 659-686. HeinOnline.
- 26- Wharton, Francis. "Stock-Brokerage." *Southern Law Review (New Series)*, vol. 2, no. 2, July 1876, p. 321-345. HeinOnline.
- 27- Widen, William H. "Enron at the Margin." *Business Lawyer (ABA)*, vol. 58, no. 3, May 2003, pp. 961-1002. HeinOnline.
- 28- Gikas A. Hardouvelis & Stavros Peristiani, 1989. "Do margin requirements matter? Evidence from U.S. and Japanese stock markets," *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 14 (Win), pages 16-35.

ثالثاً: المواقع على الإنترنت:

- 1- www.fra.gov.eg

- 2- dar-alifta.org
- 3- <https://www.schwab.com>
- 4- www.sec.gov
- 5- <https://www.law.cornell.edu>
- 6- www.famousscientists.org
- 7- www.revuealmanara.com
- 8- www.egx.com.eg
- 9- www.wallstreetmojo.com

الفهرس

١	المخلص
٢	Abstract
٣	مقدمة
٤	أولاً: إشكالية البحث:
٤	ثانياً: منهج البحث:
٤	ثالثاً: أهمية موضوع الدراسة:
٤	رابعاً: خطة البحث:
٥	المبحث الأول: ماهية نشاط شراء بالهامش وطبيعته القانونية
٥	أولاً: تعريف المقصود بالهامش وشراء الأوراق المالية بالهامش:
٧	ثانياً: الأصل التاريخي لتعاملات الشراء بالهامش:
٩	ثالثاً: هيكل نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش:
١١	رابعاً: أهمية نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش وهدفه:
١١	خامساً: الطبيعة القانونية لعقد شراء الأوراق المالية بالهامش:
١٤	سادساً: قواعد الشراء بالهامش المطبقة بالولايات المتحدة الأمريكية:
١٥	سابعاً: صور الأنشطة المتشابهة مع نشاط شراء الأوراق المالية بالهامش:
١٧	المبحث الثاني: حقوق والتزامات الوسيط المالي والأخطار العملية المرتبطة بعملها
١٧	أولاً: التعريف بالوسيط المالي وطبيعة عمله:
١٨	ثانياً: حقوق الوسيط المالي:
١٨	أ. الحق في الحصول على الفائدة والعمولات:
١٩	ب. الحق في بيع الأوراق المالية جبرياً:
٢٠	ثالثاً: التزامات الوسيط المالي:
٢٠	أ. الالتزام بمراعاة معايير الملاءة المالية:
٢١	ب. الالتزام بتنفيذ الأوامر وفتح الحسابات وإمساك السجلات:
٢٣	ج. الالتزام بالتبصير والإفصاح وتجنب تعارض المصالح:
٢٥	د. الالتزام بتقييم الضمانات دورياً قبل إجراء البيع الجبري:
٢٨	هـ. الالتزام بتطبيق قواعد الشراء بالهامش:
٣٠	و. الالتزام بتنفيذ القواعد بشأن التعامل على الأوراق المالية بذات الجلسة:
٣٢	رابعاً: الطبيعة القانونية لالتزام الوسيط المالي:
٣٣	خامساً: علاقة الوسيط المالي بالمالك المسجل:
٣٤	سادساً: أخطار التمويل الأجنبي لنشاط الوسيط المالي:
٣٥	سابعاً: دور الجهات الرقابية تجاه الوسيط المالي:
٣٧	ثامناً: المسؤولية الجنائية للوسيط المالي:
٣٩	المبحث الثالث: حقوق والتزامات العميل (المستثمر) والأخطار العملية المرتبطة باستثماره
٣٩	أولاً: التعريف بالعميل الهامشي:
٤٠	ثانياً: حقوق العميل الهامشي:
٤٠	أ. الحق في إبرام عقد الشراء الهامشي:
٤١	ب. الحق في الحصول على مستحقاته:
٤١	ج. حق العميل في التبصير:
٤٢	ثالثاً: التزامات العميل الهامشي:
٤٢	أ. الالتزام بإنابة الوسيط المالي في إدارة تعاملاته الهامشية:
٤٣	ب. التزام العميل بتقديم ضمانات الاستثمار الهامشي:
٤٥	ج. الالتزام بواجبات الإفصاح المفروضة عليه وفقاً لقرار الهيئة رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٨:
٤٥	رابعاً: الأخطار التي يتعرض لها العميل الهامشي:
٤٥	أ. الأخطار الاستثمارية:
٤٦	ب. أخطار إفلاس شركة الوسيط المالي:

٤٨	 الخاتمة:
٤٨	 النتائج:
٤٨	 التوصيات:
٥٠	 قائمة المراجع
٥٠	 أولاً: المراجع باللغة العربية:
٥١	 ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:
٥٣	 ثالثاً: المواقع على الإنترنت:
٥٥	 الفهرس