

أحكام البيع القصير في سوق الأوراق المالية: دراسة مقارنة

نهى خالد عيسى

كلية القانون/ جامعة بابل

nohaalmosawe85@gmail.com

معلومات البحث
تاريخ الاستلام : 2020 / 8 / 18
تاريخ قبول النشر : 2020 / 8 / 25
تاريخ النشر : 2020 / 10 / 21

المستخلص

يعد البيع القصير من أساليب التداول التي تتيح للمستثمر الاستفادة من حالات انخفاض الأسواق من دون الحاجة إلى انتظار انتهاء الانخفاض للدخول إلى السوق. ويعرف البيع بأنه قيام المستثمر ببيع أصول مالية مثل الأسهم أو العملات وغيرها من دون امتلاك هذا الأصل بل يقوم باقتراضها، ومن ثم إعادة شرائها عند انخفاض السعر في السوق، وبذلك يمكنه أن يحقق أرباح تتمثل في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

الكلمات الدالة: البيع القصير، المستثمر، المقرض، المقترض، الوسيط.

Provisions for Short Selling in the Stock Market (A Comparative Study)

Nuha Khaled Essa

college of Law /University of Babylon

Abstract

Short selling is one of the trading methods that allow the investor to take advantage of market downturns without having to wait for the decline to end to enter the market. Selling is defined as when the investor sells financial assets such as stocks, currencies, etc. without owning this asset, but rather borrows them, and then repurchase them when the price in the market falls, and thus he can achieve profits represented in the difference between the selling price and the purchase price.

Key words: short sale, investor, lender, borrower, broker.

المقدمة

يعد البيع القصير من أساليب التداول التي تتيح للمستثمر الاستفادة من حالات انخفاض سعر الورقة المالية في السوق، إذ يتمثل ببيع أصول مالية مثل الأسهم أو الأوراق المالية وغيرها بسعرها في السوق، من دون امتلاك هذا الأصل بل عن طريق اقتراضها، ومن ثم إعادة شرائها عند انخفاض السعر وبذلك يحقق الاستفادة من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

فلنفترض أن سعر السهم في شركة فيس بوك هو 125 دولار، وأن المستثمر يتوقع انخفاض سعر السهم إلى 124 دولاراً، ولكنه لا يملك أسهم من شركة فيس بوك، ويمتلك مستثمر آخر 1000 سهم في تلك الشركة، ولكنه لا يرغب في بيع هذه الأسهم؛ لأغراض استثمارية طويلة المدى. في هذه الحالة يكون لدينا من يملك أسهم ولا يرغب في بيعها ومن لا يملك أسهم ويرغب في البيع. فإذا افترضنا أن كلا المستثمرين اجتماعاً واتفقا على أن يقوم المستثمر الثاني بإقراض أسهمه للمستثمر الأول الذي يرغب في بيع الأسهم، مقابل قيام الأخير بوضع الضمانات المناسبة لإعادة الأسهم للمقرض وتحمله أي تكاليف ناتجة عن ذلك. وفي هذه الحالة أصبح لدى المستثمر الأول أسهما يمكنه بيعها، وفي الوقت نفسه هو مدين للمستثمر الثاني (المقرض) بـ (1000) سهم من شركة فيس بوك. إذ يقوم هذا المستثمر ببيع الأسهم، ومن ثم ينتظر انخفاض سعرها في السوق؛ لشراء أسهما جديدة من النوع والعدد ذاته الذي اقترضه، الأمر الذي يجعلنا أمام احتمالين: الأول: هو أن يهبط سعر أسهم الشركة ولنفترض أنها هبطت إلى 124 دولاراً للسهم، ففي هذه الحالة يتمكن المستثمر من شراء أسهم مقابل 124,000 دولار، وبذلك قد يتمكن من استعادة الـ 1000 سهم للمقرض، ويتبقى معه دولار واحد لكل سهم هو صافي الربح يخصم منها أي عمولات مرتبطة بعملية الاقتراض وعملية التداول. أما الاحتمال الثاني فهو أن يرتفع سعر السهم وبذلك تكون توقعات المستثمر كانت مخطئة، لذا عليه إعادة شراء الأسهم بسعرها المرتفع في السوق ولنفترض أنه أصبح 126 دولاراً للسهم، أي سيلتزم بدفع مبلغ 126,000 دولار لشراء الأسهم، وبخسارة تبلغ 1000 دولار، كونه باعها بمبلغ 125,000 دولار.

وبالنظر لعدم تنظيم أحكام هذا النوع من البيوع في القوانين والتعليمات العراقية، ارتأينا أن يكون موضوعاً لبحثنا لمعرفة أحكامه والغاية منه، ومدى إمكانية تطبيقه في سوق الأوراق المالية. لذا سنحاول دراسته بصورة تحليلية بثلاثة مباحث: الأول لمفهوم البيع القصير، وسنقسمه إلى ثلاثة مطالب، الأول للتعريف بالبيع القصير، والثاني لذاتيته، أما المطلب الثالث فسيكون لأطرافه. والمبحث الثاني لآلية إتمام عملية البيع القصير، وسنتناوله بأربعة مطالب لكل مرحلة فيه مطلب مستقل. في حين سنعقد المبحث الثالث لتقييم البيع القصير وسنتناول فيه الإيجابيات التي يتميز بها والسلبيات التي تسوده، وذلك على مطلبين.

المبحث الأول

مفهوم البيع القصير: يتمثل الاستثمار في قيام المستثمر بشراء الأسهم وبيعها عند ارتفاع قيمتها، محققاً بذلك جانباً من الربح، يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء. إلا أن هناك حالات معروفة بين المضاربين في الأسواق المالية وهي أن يبيع المستثمر أوراقاً مالية بسعر مرتفع ثم يشتري بعدها أوراقاً مالية أخرى مماثلة بسعر منخفض، وهذه العملية تتم بتنظيم يطلق عليه البيع القصير. ولإحاطة بموضوع البحث لا بد من بيان مفهومه بثلاثة مطالب: الأول؛ للتعريف بالبيع القصير، والثاني: لذاتيته. أما المطلب الثالث فنسقطه لأطراف البيع القصير:-

المطلب الأول/التعريف البيع القصير

عند البحث بأي موضوع كان لا بد من التطرق في البداية لتعريفه ومن ثم بيان الخصائص التي يتميز بها، لذا سنقسم هذا المطلب على فرعين، نخصص الأول لتعريف البيع القصير، والثاني لخصائصه.

الفرع الأول/تعريف البيع القصير

هناك عدة تسميات أطلقت على هذا النوع من البيوع، منها البيع القصير⁽¹⁾، أو البيع على المكشوف⁽²⁾ أو البيع بالعجز⁽³⁾ أو البيع المسبق⁽⁴⁾، أو اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع⁽⁵⁾. وأياً كان التسمية المستخدمة للدلالة على هذا البيع فهو يشير إلى تلك الممارسة التي يقوم عبرها المستثمر في بيع أوراق مالية -لا يملكها لحظة البيع بل يقوم باقتراضها- مع نيته في شراء أوراق مالية مماثلة لها عند انخفاض سعرها في السوق لغرض إعادتها للمقرض، وتحقيق ربح عبر الفرق بين سعري البيع المرتفع والشراء المنخفض. كما لو فرضنا أن شخصاً ما يتوقع انخفاض القيمة السوقية لأسهم شركة معينة في المدة الزمنية القادمة، فأعطى أوامره للوسيط الذي يتعامل معه بأن يقرضه أوراقاً مالية بقدر 100 سهم ويبيعها بالسعر الجاري وليكن 25 ألف دينار للسهم. فإذا كانت توقعاته دقيقة وانخفض السعر إلى 20 ألف دينار للسهم، فإنه يعطى أوامره للوسيط بشراء الأسهم من السوق بالسعر المنخفض، لكي يقوم بإرجاع كمية الأوراق المالية التي اقتترضها للمقرض، وبذلك يكون قد حقق ربحاً قدره (5) آلاف دينار للسهم الواحد.

وعلى المستوى التشريعي، لم ينظم المشرع العراقي أحكام البيع القصير في نصوص القوانين المتعلقة بسوق الأوراق المالية، في حين أشار المشرع المصري إلى هذا النوع من البيوع ونظم أحكامه بمسمى اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، في الباب التاسع من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 المعدل بموجب قرار وزير الاستثمار رقم 84 لسنة 2007، إذ أشارت المادة (289) منها إلى أن اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع هو (الاتفاق بين شركة السمسرة في الأوراق المالية وأحد عملائها على أن تقوم الشركة نيابة عن العميل باقتراض أوراق مالية مملوكة لطرف آخر (مقرض) عبر نظام إقراض الأوراق المالية لدى شركة الإيداع المركزي، بغرض بيع هذه الأوراق المالية وإعادتها في وقت لاحق بالشروط التي يتم الاتفاق عليها).

وهذا يعني أن عملية الاقتراض التي يقوم بها الوسيط لحساب المستثمر تتم عبر شركة الإيداع المركزي، التي تقوم بدور المؤسسة المالية الممولة لعملية البيع القصير.

وعرفت اللائحة ذاتها في المادة نفسها مصطلح إقراض الأوراق المالية بغرض بيعها بأنه (الاتفاق بين أمين الحفظ وأحد عملائه على أن يقوم أمين الحفظ بعرض الأوراق المالية المملوكة للعميل للإقراض للغير عبر نظام إقراض الأوراق المالية لدى شركة الإيداع المركزي، ويتم الإقراض مقابل عائد يتحدد وفقاً لقواعد هذا النظام، ويتسلم أمين الحفظ العائد من شركة الإيداع المركزي لحساب العميل).

أما في الولايات المتحدة الأمريكية فنجد أن تنظيم البيع القصير (SHO)⁽⁶⁾ الذي تبنته هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC)⁽⁷⁾ بتاريخ 28/ يوليو/ 2004، والمعدل سنة 2005، قد عرف البيع القصير في القاعدة (200/ أ) منه على أنه (أي بيع لأوراق مالية لم يملكها البائع، أو أي بيع يتم عبر تسليم أوراق مالية مقترضة لحساب البائع)⁽⁸⁾.

نلاحظ من العبارة الأولى من التعريف أنها توحي بأن البائع يبيع أوراق مالية لم يملكها ولكن في الواقع غير ذلك. إذ إن عملية البيع القصير يقصد بها بيع يسبقه اقتراض أي إن البائع يقتترض أوراق مالية ثم يقوم ببيعها. أما العبارة الثانية فبينت وجود مسألة الاقتراض.

في حين عرف المشرع الأوربي البيع القصير في المادة (2/ب) من لائحة الاتحاد الأوروبي رقم 236 لسنة 2012 الصادر من البرلمان الأوروبي في 14/مارس/2012، والمتعلق بالبيع القصير، بأنه: (أي بيع لأسهم أو سندات دين، حيث البائع لا يكون مالكا لهذه الأسهم والسندات لحظة إبرام عقد البيع، بما في ذلك البيع الذي يكون فيه البائع مقترضاً لهذه الأسهم أو السندات أو وافق على اقتراضها لتسليمها في ميعاد التسوية)⁽⁹⁾.

يتضح مما تقدم أن المستثمر الذي يطبق نظام البيع القصير يتوقع أن أسعار الأوراق المالية ستنتج نحو الانخفاض في المستقبل، لذا يعتمد إلى بيع أوراق مالية بعد اقتراضها بسعرها الحالي المرتفع أملاً في إعادة شرائها مرة أخرى بعد انخفاض سعرها في السوق وإعادتها للمقرض.

أما على المستوى الفقهي، فنجد أن هناك من عرف البيع القصير بأنه: (اقتراض الأوراق المالية وبيعها بأسعار معينة على أمل إعادة شرائها بأسعار أقل، وبذلك يحقق المستثمر ربحاً في حالة استجابة أسعار السوق لتوقعاته)⁽¹⁰⁾.

وعرف أيضاً بأنه: (بيع أوراق مالية لا يملكها البائع عند إتمام البيع، ويتم التسليم الفعلي بواسطة أوراق مالية مقترضة من وكيله)⁽¹¹⁾.

وعرف بأنه: (بيع أوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، فإذا انخفض السعر قام المتاجرون بالأوراق المالية بشراء الأوراق التي باعوها وإعادتها إلى مالكها، ويجري تسهيل تنفيذ هذه العملية عبر سمسار أوراق مالية)⁽¹²⁾.

وهناك من عرفه بأنه: (قيام شخص ببيع أوراق مالية لا يملكها، عن طريق اقتراضها من آخرين - شركة السمسرة أو شخص آخر - مقابل الالتزام بإعادة شرائها، وتسليمها للمقرض، في وقت محدد)⁽¹³⁾.
وعرف أيضاً بأنه: (عقد لاقتراض أوراق مالية بغرض بيعها في الحال وإعادة شرائها أو اقتراض مثلها وردها للمقرض في وقت لاحق)⁽¹⁴⁾.

وهنا لا بد لنا من وضع تعريف مبسط للبيع القصير، هو: (عملية يقوم بموجبها المستثمر ببيع أوراق مالية مقترضة عند ارتفاع سعرها في السوق، على أمل شراء مثلها عند انخفاض الأسعار لردها للمقرض والاحتفاظ بما تبقى بوصفها أرباحاً).

نستنتج مما تقدم أن البيع القصير يتم عن طريق قيام الوسيط باقتراض الأوراق المالية لحساب المستثمر، ويتم نقل ملكية الأوراق المالية بين أطراف العملية عبر شركة الإيداع المركزي التي تعمل على متابعة نسب الإقراض والاقتراض وعدم تجاوز أيّاً من النسب المحددة، وتلتزم بعرض بيانات نسب الإقراض يومياً قبل بداية جلسة التداول لشركات الوساطة وأمناء الحفظ، بالإضافة إلى إعداد وتجهيز النظم الآلية والمتطلبات النقية للتعامل بالية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، واستخدام الربط الآلي بيان نظام التداول ونظام الإيداع المركزي بما يسمح بتطبيق قواعد النظام. أما في العراق فنجد أن مركز الإيداع يعد الجهة المركزية التي تتولى إيداع الأوراق المالية وحفظها وتجري عليها بعد -أن تتحول إلى مجرد قيود حسابية - عمليات المقاصة والتسوية بعد تداولها ونقل ملكيتها، أي يقوم مركز الإيداع بإجراء التسوية والتصفية ونقل ملكية كل الأوراق المالية المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية، وقد نظمت آلية عمل هذا المركز تعليمات النظام الخاص بالإيداع والمقاصة والتسوية لسنة 2007، وهذا المركز يكون تابعاً لسوق العراق للأوراق المالية ومستقلاً إدارياً ومالياً عن المدير التنفيذي للسوق ويكون مدير مركز الإيداع مرتبطاً بمجلس المحافظين مباشرة ويرفع تقاريره إلى المجلس مباشرة وهذا ما أكدته المادة (1/ب) من التعليمات أعلاه. لذا

فإن كل عملية تتعلق بالأوراق المالية من بيع أو قرض أو رهن أو حجز أو تجميد تتم عن طريق مركز الإيداع لوضع إشارة على قيمة الأوراق المالية أو نقل ملكيتها من حساب لآخر.

الفرع الثاني: خصائص البيع القصير

نستنتج مما تقدم أن البيع القصير للأوراق المالية يتميز بعدة خصائص تميزه عن غيره من البيوع

وهي:

(1) إن البيع القصير هو عكس عملية شراء الأسهم بشكلها الطبيعي، إذ يسمح للمتداولين بالربح عندما ينخفض سعر السهم. وبدلاً من شراء الأسهم مباشرة، يقترض البائعون الأسهم عبر وسيطهم ثم يبيعون الأسهم المقترضة على الفور بالسعر الحالي. فإذا انخفض سعر السهم كما تنبأ البائعون فعندئذ يمكنهم شراء الأسهم بالسعر الجديد المنخفض؛ لإعادة الأسهم التي اقترضوها. أما إذا ارتفع سعر السهم فإن البائعين سيخسرون؛ لأن عليهم إعادة شراء الأسهم بسعرها الحالي والمرتفع وإعادتها للمقرض⁽¹⁵⁾.

(2) أن البيع القصير هو عملية تتمثل بقيام المستثمر ببيع أوراق مالية لا يملكها ابتداءً، بل يقترضها لمدة غير محددة⁽¹⁶⁾، وهذا القرض قابل للاستدعاء (الاسترداد) في أي لحظة من قبل أي من الطرفين، أي يعد هذا العقد عقداً غير لازم بالنسبة للمقرض والمقترض، فالمستثمر (المقترض) يمكنه إعادة الأوراق المالية التي اقترضها عن طريق شرائها وإعادتها إلى المقرض في أي وقت، وكذلك المقرض يمكنه المطالبة برد الأوراق في أي لحظة، وفي هذه الحالة الأخيرة يجب على المستثمر إعادة الأوراق المالية إما باقتراضها من شخص آخر أو بشرائها من السوق⁽¹⁷⁾.

(3) عقد احتمالي فالمستثمر في هذا النوع من البيوع يخاطر على انخفاض الأسعار، لذا فهي عملية تحتل الربح والخسارة. فالمستثمر يتوقع انخفاض سعر الورقة المالية مستقبلاً، لكي يقوم بشرائها بسعر أقل من السعر الذي تم فيه البيع، والحصول على الربح من الفرق بين السعر الأصلي للسهم في الوقت الذي اقترضته وسعر السهم عند شرائه وإعادته إلى المقرض⁽¹⁸⁾. أما إذا خابت توقعاته وارتفع سعر الورقة المالية، ففي هذه الحالة تلحق به خسارة؛ كونه سيضطر إلى شراء الورقة المالية بسعرها المرتفع من أجل إعادتها للمقرض.

(4) الغاية من عملية البيع القصير الحصول على الربح، أو المضاربة Speculation على انخفاض سعر الورقة المالية في السوق، ففي حالة انخفاض سعر الورقة المالية في السوق تحقق المضاربة أرباحاً. وهذا يعني أن البيع القصير يعمل على قلب القاعدة العامة المتمثلة بالشراء بسعر منخفض والبيع بسعر عال، فيعتمد على قاعدة (بع بسعر عال أولاً ثم اشتر بسعر منخفض)، وهذا ما يتطلب وجود مستثمر يتوقع انخفاض الأسعار في المستقبل، وفي المقابل وجود مستثمر آخر تكون توقعاته عكس ذلك أي يتوقع ارتفاع الأسعار، ووجود نظام قانوني يسمح بتمويل هذا النوع من التعامل.

وقد يتم البيع القصير لغرض التغطية أو التحوط (hedging) (أي تغطية أمواله أو الحفاظ عليها)، ويلجأ إليه المستثمر في حالة عدم تأكده من اتجاه حركة أسعار الورقة المالية، إذ تساعد عملية التغطية على حماية المستثمر من انخفاض سعر الورقة في السوق فعلى سبيل المثال: إذا تملك المستثمر ورقة مالية يعتقد أن سعرها في السوق سوف يسلك اتجاهها تصاعدياً في الأجل الطويل، وكان هذا المستثمر يخشى من تحقق عكس هذا الاتجاه في الأجل القصير، فيمكنه في هذه الحالة اللجوء لعملية البيع القصير لحماية ما يملكه من الأوراق المالية، بحيث إنه في انخفاض أسعارها يمكن للمستثمر الحفاظ على قيمة استثماراته القائمة عند إعادة شراء

تلك الأوراق المقترضة. أما في حالة ارتفاع سعر الورقة في السوق فإنه يمكن للمستثمر استخدام ما يملكه من أوراق في سداد هذا القرض من دون أن يتحمل أية خسائر في ضوء توافر الأسهم المقترضة لديه⁽¹⁹⁾.

(5) إن هذا البيع يدخل ضمن العمليات العاجلة؛ كون أن المستثمر (البائع) ملزم بتسليم الأوراق المالية التي باعها إلى المشتري من ناحية، وبإعادة أوراق مثلها إلى المقرض من ناحية أخرى. وكل هذا يتم بمدة قصيرة لا تزيد عن يوم واحد في معظم البورصات⁽²⁰⁾، وقد تصل إلى أربعة أيام كما في بورصة نيويورك، وهذا ما أشارت إليه المادة (1/15-أ) من لائحة الاتحاد الأوروبي التي نصت على أن ((أ)) عندما يكون الشخص الطبيعي أو الاعتباري الذي يبيع الأسهم غير قادر لتسليم الأسهم للتسوية في أربعة أيام من يوم الاستحقاق، الإجراءات يتم تشغيلها تلقائياً عند شراء الأسهم إلى ضمان التسليم للتسوية⁽²¹⁾.

(6) إن الهامش يعد عنصراً أساسياً في عملية البيع القصير، كون أن هذه العملية تتم عبر فتح نوع خاص من الحسابات يسمى حساب الهامش، وهو ما يضعه العميل (المستثمر) لدى المصرف أو الوسيط من أموال (أوراق مالية أو نقدية) في حساب خاص يسمى حساب الهامش؛ ليتمكن من استثمار الأوراق المالية التي اقترضها.

لذا فإن البيع القصير هو بيع مغطى (Covered Short Selling) يكون فيه العميل يملك في حسابه أموال تقابل الأوراق المالية التي ينوي اقتراضها ثم بيعها. وهذا ما أشارت إليه القاعدة (203/ب-1/2) من لائحة البيع القصير الأمريكية (sec) وكذلك القاعدة (2/4) من لائحة الاتحاد الأوروبي والتي نصت على أنه ((2-)) تتمتع اللجنة بصلاحيات اعتماد الأعمال المفوضة وفقاً للمادة 42 التي تحدد، لأغراض الفقرة 1 من هذه المادة: (أ) الحالات التي تعتبر فيها أن الهامش هو ضمان عند التخلف عن سداد الديون، أي بمثابة تحوط ضد مخاطر التخلف عن السداد أو مخاطر انخفاض قيمة الدين (القرض)، وطريقة حساب مركز غير مغطى في مقايضة التخلف عن سداد الائتمان السيادي. و(ب) طريقة حساب المراكز حيث يكون للمنشآت المختلفة في المجموعة مراكز طويلة أو قصيرة أو لأنشطة إدارة الأموال المتعلقة بصناديق منفصلة⁽²²⁾.

(7) إن عملية البيع القصير تتم أساساً عبر التمويل، أي تمويل الأوراق المالية للمستثمر بقصد استثمارها في السوق المالية. فعندما يتفق المستثمر مع الوسيط على القيام بعملية البيع القصير، فإن الوسيط يقوم بإقراض المستثمر عدد من الأوراق المالية بحسب ما متفق عليه، وهذه الأوراق قد تكون مملوكة للوسيط أو يقوم باقتراضها له من طرف آخر⁽²³⁾.

(8) عملية البيع القصير لا تتم بصورة مجانية، بل هناك عمولة يدفعها المستثمر للوسيط مقابل قيامه بالخدمات اللازمة لإتمام عملية البيع، وهذه العمولة تختلف باختلاف شركات الوساطة وحجم الصفقة وعدد مرات التعامل ما بين المستثمر والوسيط، ونوع الخدمات التي يقدمها الوسيط، ومحل الصفقة من أوراق نقدية أو مالية، فالأوراق المالية ذات الأسعار المنخفضة تحتاج لجهود كبيرة من الوسيط لإيجاد الطرف المقابل لإتمام العملية⁽²⁴⁾. وهذا ما أشارت إليه المادة (16) من التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق الصادرة استناداً للقسم (3) المادة (2) من قانون سوق العراق المؤقت للأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 التي نصت على أن ((نسبة عمولة الوسيط (1%) من قيمة الصفقة ومبلغ الحد الأدنى لها هو ألف دينار ويستوفي السوق خمس عمولة الوسيط)).

المطلب الثاني: ذاتية البيع القصير

يختلف البيع القصير عن الشراء بالهامش من عدة نواح بالرغم من أن فكرة كل منهما متشابهة نوعاً ما، ولكن الغاية تختلف فالبيع القصير الغرض منه هو اقتراض أموال لبيعها، بينما الشراء بالهامش هو اقتراض أموال لشراء أوراق مالية. وهذا ما سنبينه في هذا المطلب، ولكن علينا أن نتعرف على الطبيعة القانونية الخاصة بالبيع القصير حتى نستطيع تمييزه عن غيره، لذا سنقسم المطلب على فرعين: نخصص الأول للطبيعة القانونية للبيع القصير، أما الفرع الثاني فلتميزه عن الشراء بالهامش.

الفرع الأول: الطبيعة القانونية للبيع القصير

لقد نشأ خلاف حول التكيف القانوني للبيع القصير هل هو بيع لملك الغير أم إن البائع يبيع ما يملكه من أوراق مالية؟.

للإجابة على ذلك نقول: إن البائع في البيع القصير يقترض الأوراق المالية التي يرغب في بيعها، لذا فهو يصبح مالكا لها بموجب عقد القرض، وهذا ما أشارت إليه المادة (684) من القانون المدني العراقي رقم 40 لسنة 1951 على أن ((القرض هو أن يدفع شخص لآخر عينا معلومة من الأعيان المثلية التي تستهلك بالانتفاع بها ليرد مثلها))، وكذلك المادة (538) من القانون المدني المصري رقم 131 لسنة 1948 المعدل التي نصت على أن ((القرض عقد يلتزم به المقرض أن ينقل إلى المقترض ملكية مبلغ من النقود أو أي شيء مثلي آخر، على أن يرد إليه المقترض عند نهاية القرض شيئا مثله في مقداره ونوعه وصفته⁽²⁵⁾). وأن من أثار عقد القرض هو التزام المقرض بنقل ملكية الشيء محل القرض إلى المقترض، وبذلك يقوم المستثمر في البيع القصير ببيع أوراقاً مالية يمتلكها بموجب عقد القرض.

أما الهامش الذي يقدمه المستثمر للوسيط فهو يعد ضمان لما يحصل عليه من تمويل، فعلى الوسيط رد هذا الهامش إلى العميل عند تسوية عملية البيع وتصفية المراكز القانونية. لذا لا يمكن اعتبار الهامش هو ثمن الأوراق المالية؛ لأن الثمن هو مبلغ من النقود يلتزم المشتري بدفعه إلى البائع لقاء نقل ملكية المبيع، إذن الثمن هو محل التزام المشتري، ولا يرد إلا في عقد البيع. أما في البيع القصير فالمستثمر هو مقترض وليس مشترياً، لذا فالهامش لا يأخذ وصف الثمن، بل عبارة عن رهن يوفره لضمان ما يترتب في ذمته من أموال، وهذا ما أكدته المادة (299) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري بالنص على أنه (يجب أن يكون اتفاق اقتراض الأوراق المالية مكتوباً وأن يشتمل على البيانات التالية: 4- أحكام الضمان النقدي الذي يقدمه المقترض لأمين الحفظ.....).

الفرع الثاني: الفرق بين البيع القصير والشراء بالهامش

يقوم نظاما البيع القصير والشراء بالهامش على مبدأ المتاجرة بالهامش، وأنهما يشتركان في العديد من الأمور، كضرورة فتح حساب خاص يتم التعامل وإتمام العملية عبره، ومن حيث الشروط الواجب توافرها في الأوراق المالية التي يجري التعامل عليها. وهذا ما أكدته المادة (1) من القسم (3) من قانون العراق المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 على أن ((لا تتم أية تعاملات في السندات في أسواق الأوراق المالية مالم يكن صنف السندات مقبولاً للتعامل التجاري في أسواق الأوراق المالية ويتم التعاطي مع التعاملات وفقاً لقواعد أسواق الأوراق المالية))، وكذلك الفقرة (1) من المادة (299) مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري قد نصت على أن التعامل بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع يقتصر على أوراق مالية تتوافر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة.

وبالرغم من هذا التشابه بين الشراء بالهامش والبيع القصير، إلا أن هناك اختلافات بينهما من عدة نواح هي:

- 1- من حيث المضاربة: فالمستثمر يلجأ إلى الشراء بالهامش عندما يتوقع ارتفاع الأسعار في المستقبل، أي يضارب على ارتفاع الأسعار في المستقبل، ومن ثم لا يتصور استخدام هذه الآلية إلا في سوق صاعد (bull Market). أما البيع القصير فإن المستثمر يلجأ إليه عندما يتوقع انخفاض الأسعار في الأسواق المالية في المستقبل، ولا يكون ذلك إلا في سوق هابط (Bear Market).
- 2- من حيث محل العقد: نجد أن عملية في الشراء بالهامش محلها يتمثل في مبلغ من النقود يقترضه المستثمر لشراء أوراق مالية، أي يقترض مبالغ نقدية لغرض شراء أوراق مالية. أما البيع القصير فإن محل العقد فيه عبارة عن أوراق مالية يقوم المستثمر باقتراضها لغرض بيعها⁽²⁶⁾.
- 3- من حيث العوائد: يلاحظ من الناحية النظرية أنه في عملية الشراء بالهامش لا حدود للأرباح؛ لأن أسعار الأوراق المالية دائماً تكون متجهه نحو الارتفاع. أما في عملية البيع القصير فالأرباح محدودة، والخسائر لا حدود لها؛ وذلك لأن الأسعار غالباً ما تكون عرضة للارتفاع لا للانخفاض⁽²⁷⁾.
- 4- من حيث الملزم بدفع الهامش: الشخص الملزم بدفع الهامش في الشراء بالهامش هو المشتري لأنه هو المقترض، أما في البيع القصير فالملتزم بذلك هو البائع كونه هو المقترض.
- 5- من حيث وقت المطالبة برفع الهامش: في الشراء بالهامش يلتزم المشتري برفع مستوى الهامش عندما تبدأ أسعار الأوراق المالية في السوق بالانخفاض ويصبح المبلغ المودع (بوصفه هامشاً) منخفضاً بحيث لا يغطي المخاطر المرتبطة بالانتماء الذي حصل عليه. أما في البيع القصير فالبائع تتم مطالبته برفع مستوى الضمان عندما ترتفع الأسعار ويصبح الهامش المودع غير كافٍ للوفاء بالتزامه برد القرض.
- 6- قد يتسبب الشراء بالهامش في رفع أسعار الأوراق المالية التي تتداول بموجبه، أما البيع القصير فقد يتسبب في خفض أسعار الأوراق المالية لزيادة عرضها في السوق⁽²⁸⁾.
- 7- في عملية الشراء بالهامش يتم تقييم أصول المستثمر بناءً على الأسعار الجارية في السوق، أما في عملية البيع القصير فيتم تقييم خصوم المستثمر بناءً على الأسعار الجارية في السوق⁽²⁹⁾.

المطلب الثالث: أطراف عملية البيع القصير

لاحظنا مما سبق أن عملية البيع القصير تتم عبر ثلاثة أطراف رئيسية، وهي: المستثمر، والوسيط، والمؤسسة الممولة (المقرض). فالوسيط ينفذ ما يصدر من العميل من أوامر بالبيع أو الشراء، أما المؤسسة الممولة فتقرض البائع الأوراق التي يرغب في بيعها، لذا يخرج المشتري من دائرة العلاقة. لذا سنقسم هذا المطلب على ثلاثة فروع: الأول للمستثمر (البائع) والثاني للوسيط، أما الفرع الثالث للمؤسسة الممولة وكالاتي:

الفرع الأول: المستثمر (البائع)

هو الشخص الذي يقوم باقتراض أوراق مالية محددة من المؤسسة الممولة سواء أكانت مصرفاً أم شركة وساطة، ثم يقوم ببيعها على أمل أن ينخفض سعرها، حتى يتمكن من شرائها وإعادتها للمقرض. وإن الغاية من هذه العملية الحصول على الربح الذي يتمثل بالفرق بين سعر البيع وسعر الشراء. ويشترط في المستثمر لإتمام عملية البيع القصير أن يكون كامل الأهلية وقت إبرام العقد؛ كون أن عملية البيع القصير تعد من التصرفات الدائرة بين النفع والضرر، فيحتمل فيها الربح والخسارة. ويشترط لحصول المستثمر على الأوراق المالية المقترضة أن يفتح حساب لدى الوسيط يودع فيه مبلغ محدد وهذا ما يطلق عليه (الهامش الأولي أو الابتدائي) الذي يكون في صورة نقدية أو أوراق مالية كأداة ضمان للمؤسسة الممولة (المقرض)،

ويتمثل ذلك بنسبة محددة من قيمة الأوراق المالية المقترضة، وهذا ما أشارت إليه المادة (298) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري ((على شركة الإيداع المركزي وضع وإدارة نظام لإقراض الأوراق المالية بغرض البيع مقابل ضمان نقدي تحدده قواعد هذا النظام كنسبة مئوية من القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة وتضع شركة الإيداع المركزي هذه القواعد ويتم اعتمادها من قبل الهيئة)). وإن نسبة الهامش تحدده الهيئة العامة وفقاً لأوضاع السوق وقيمة الأوراق المالية فيه، فمثلاً حددت الهيئة العامة في سوق رأس المال المصري بنسبة 50% من القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة، استناداً للفقرة (3) من المادة (299) مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري التي نصت على أنه ((يجب أن تبرم الشركة (الوسيط) والعميل عقداً للتعامل بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع ويجب أن يكون العقد مكتوباً مع مراعاة ما يلي: 3- يحدد العقد نسبة الهامش النقدي التي يودعها العميل لدى الشركة بما لا يقل عن 50% من القيمة السوقية للأوراق المالية قبل اقتراضها وبيعها وتكون نسبة هذا الهامش بما لا يقل عن 20% من القيمة السوقية للسندات الحكومية ويتم الاحتفاظ بقيمة حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة إلى أن يتم رد هذه الأوراق المالية لنظام الإقراض)). وبعد أن يقوم المستثمر ببيع الأوراق المالية المقترضة، فإن قيمة هذه الأوراق تبقى رهناً لدى المؤسسة الممولة؛ لضمان حقها في سداد قيمة التمويل، فإذا ما خسر المستثمر لجأت المؤسسة الممولة لهذه الضمانات واستوفت حقها منها⁽³⁰⁾. وهذا ما أكدته المادة (299) مكرر (2) من اللائحة أعلاه والتي نصت على أنه ((... ويدخل في حساب قيمة الضمان النقدي الهامش المودع من العميل وفقاً للبند (3) من المادة (299) مكرر من هذه اللائحة، قيمة حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة، وإذا تبين في أي وقت للشركة نتيجة زيادة القيمة السوقية لهذه الأوراق أن نسبة الضمان النقدي انخفضت إلى (140%) من قيمتها السوقية أو (115%) للسندات الحكومية، وجب عليها إخطار العميل لزيادة قيمة الضمان النقدي إلى (150%) بالنسبة للأوراق المالية أو (120%) بالنسبة للسندات الحكومية)).

الفرع الثاني: الوسيط

يقصد بالوسيط شخص معنوي يجاز من مجلس محافظي السوق لممارسة الوساطة في بيع الأوراق المالية وشرائها بموجب أحكام القانون والنظام⁽³¹⁾. وأن التعامل في سوق الأوراق المالية لا يكون عن طريق المتعاملين مباشرة بل عن طريق وسيط مرخص له بذلك وهذا ما أكدته المادة (3/أ) من القسم (3) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي التي نصت على أن ((تتصرف كافة التعاملات في سوق الأوراق المالية بالوسطاء المخولين من قبل السوق للتعاطي بمثل هذه التعاملات)). فعملية البيع القصير كونها إحدى التعاملات التي تجري في سوق الأوراق المالية، لذا تتم عن طريق وسيط التداول، فيقوم الوسيط بتوفير الأصول المالية للمستثمر وإتمام عمليات البيع والشراء بناءً على أوامر يصدرها له المستثمر، ويقوم بقيد تلك العمليات في حساب المستثمر، وفي حالة مخالفته لتلك الأوامر يتحمل الخسائر التي أصابت المستثمر جراء عدم التنفيذ⁽³²⁾. ويقوم باقتراض عدد من الأوراق المالية لحساب المستثمر وفقاً لما تم الاتفاق عليه، وعند بيع تلك الأوراق يتم إيداع قيمتها في حساب المستثمر، لكي تكون رهناً للقرض الذي قدمه الأخير⁽³³⁾. وعلى الوسيط أيضاً توفير المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية أو النقدية التي يتعامل بها المستثمر، وتقديم النصائح والمشورة بشأن قرارات الاستثمار، بل قد يصل الأمر إلى قيام الوسيط بإدارة محفظة العميل واتخاذ القرارات نيابةً عنه بناءً على تخويله بذلك، وهذا ما نصت عليه التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق لسنة 2004 بأنه ((لا يجوز للوسيط أو وكيله بأن يتصرف حسب رأيه المطلق أو أن يفرض رأيه عندما يقوم بالتعامل بالأوراق المالية لصالح المستثمرين مالم يكون مخولاً من قبل المستثمرين بموجب

تقويض خطي لممارسة مثل هذا التصرف)). إذ تنقص الكثير من المستثمرين الأفراد المعرفة والخبرة بطرق التعامل المالي بالأوراق المالية، لذا ينصح بعدم دخولهم فيه إذا كانوا لا يملكون الخبرة الكافية للتعامل مع المخاطر⁽³⁴⁾. ويقوم الوسيط بإعداد عقود أو اتفاقيات خاصة بعمليات البيع القصير، تتضمن التزامات أطراف المعاملة واسم الوسيط وعنوانه والخدمات التي سيقدمها، والعمولة التي يستحقها مقابل هذه الخدمات، وكيفية إنهاء العقد، والمخاطر التي قد يتعرض لها العميل جراء هذا التعامل وغير ذلك، وهذا ما أشارت إليه المادة (299) مكررا من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري بالنص على أنه ((يجب أن تبرم الشركة (الوسيط) والعميل عقداً للتعامل بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع ويجب أن يكون العقد مكتوباً...)). ويجب على الوسيط التأكد من تقديم المستثمر ضماناً كافياً (هامش تغطية) لتغطية قيمة الأوراق المالية التي تم إقراضها والاستمرار بالمراقبة اليومية لهذا الضمان أي إعادة تقييم الأوراق المالية المقترضة في نهاية كل يوم عمل على أساس آخر سعر إقفال بمقارنة القيمة السوقية لهذه الأوراق بالضمان النقدي المقدم من العميل المقترض، وهذا ما أكدته المادة (298) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري التي نصت ((...على شركة السمسرة عند اقتراض أوراق مالية نيابة عن عميلها إيداع قيمة الضمان لدى شركة الإيداع المركزي نقداً أو خصماً من حسابات التسوية الخاصة لدى بنك المقاصة. ويتم تقييم الأوراق المقترضة بالقيمة السوقية بسعر الإقفال المعلن بالبورصة في نهاية كل يوم وفي حالة زيادة القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة تلتزم الشركة باستكمال نسبة الضمان النقدي بناء على إخطار بذلك من شركة الإيداع المركزي)) وكذلك المادة (299) مكرر (2) من اللائحة ذاتها قد نصت ((على الشركة أن تعيد تقييم الأوراق المالية المقترضة في نهاية كل يوم عمل وفقاً لقيمتها السوقية بسعر الإقفال بالبورصة ومقارنة القيمة السوقية لهذه الأوراق المالية بالضمان النقدي المقدم من العميل)).

أما في حالة انخفاض قيمة الضمان النقدي عن القيمة السوقية للأوراق المالية، وجب على الوسيط إنذار العميل بضرورة تقديم ضمانات إضافية أو تغذية الحساب لزيادة قيمة الضمان، وهذا ما أكدته المادة (299) مكررا من اللائحة ذاتها، إذ أشارت إلى أنه ((... ويجب أن يشتمل العقد على الآتي: أ- الشروط والحالات التي يحق للشركة بمقتضاها مطالبة العميل بضمانات إضافية))، وقد أضحت ذلك بشكل مفصل المادة (299) مكرر (2) من اللائحة أعلاه بالنص على أنه ((... وإذا تبين في أي وقت للشركة نتيجة زيادة القيمة السوقية لهذه الأوراق إن نسبة الضمان النقدي انخفضت إلى (140%) من قيمتها السوقية أو (115%) للسندات الحكومية وجب عليها إخطار العميل لزيادة قيمة الضمان النقدي إلى (150%) بالنسبة للأوراق المالية أو (120%) بالنسبة للسندات الحكومية)).

وإذا لم يقدم المستثمر هذه الضمانات ولم يرفع بسبب الهامش بعد إخطاره بذلك، جاز الاتفاق على إعطاء الوسيط الحق في تصفية مركز المستثمر المالي وإنهاء الصفقة إذا ارتفعت القيمة السوقية للأوراق المالية أو العملات محل الصفقة عن النسبة المحددة في العقد، ويقوم بشراء الأوراق المالية من الضمان المودع وتسليمها للمقرض، وهذا ما أشارت إليه الفقرة (ب) المادة (299) مكررا من اللائحة التنفيذية على أن يشتمل العقد على ((الإجراءات التي يمكن للشركة أن تتخذها في حالة عدم قيام العميل بتقديم الضمانات أو رد الأوراق المالية المقترضة عند طلبها))، وكذلك القاعدة (204) من لائحة (SOH) الأمريكية التي نصت على أنه ((يجب على الوسيط إغلاق الصفقة عند الفشل في تقديم الضمان عن طريق شراء أو اقتراض الأوراق المالية من نفس النوع والكمية)).

أما المادة (299) مكرر(2) من اللائحة التنفيذية المصرية فقد نصت على الحالات التي يحق فيها للوسيط شراء الأوراق المالية المقترضة وتسليمها للمقرض وإنهاء الصفقة وهي ((أ-إذا لم يتم العمل بزيادة قيمة الضمان النقدي إلى النسبة المشار إليها بالفقرة السابقة وذلك بعد مرور يومي عمل على إخطاره. ب-إذا انخفضت نسبة الضمان النقدي إلى (130%) من قيمتها السوقية بالنسبة للأوراق المالية أو (110%) بالنسبة للسندات الحكومية)).

أما إذا حدث العكس وارتفعت قيمة الضمان النقدي للأوراق المالية المودعة ضماناً عن قيمتها السوقية، فيقوم الوسيط برد الزيادة إلى حساب العميل المقترض بعد مرور يومي عمل على حدوثها⁽³⁵⁾. ويلتزم الوسيط بإعداد وإدارة نظام متكامل لحسابات عملائه، يثبت فيه بيانات عمليات الاقتراض التي تتم عبره وبيانات العملاء المقرضين والمقترضين، وبيانات إنهاء عمليات الاقتراض، ويلتزم أيضاً بإرسال كافة تفاصيل العمليات إلى شركة الإيداع المركزي وأمناء الحفظ بطريق نظم إدارة عملية الإقراض والاقتراض وخطوط الربط الآلي؛ لتحويل الأوراق المالية المقترضة من حساب العميل المقرض إلى حساب العميل المقترض.

ونصت المادة (299) مكرر(1) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على التزامات الوسيط بالنص على أن ((تلتزم الشركة التي تزاول نشاط اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بقيد جميع عمليات اقتراضها وبيعها في سجلات خاصة تتضمن البيانات التالية: أسماء العملاء، وأمر التداول واسم الأوراق المالية محل التداول، حجم العمليات التي تمت، جميع العمولات والمصاريف. وتلتزم الشركة بأن تخطر الهيئة والبورصة في أول يوم عمل من كل اسبوع وعند طلب الهيئة أو البورصة بما يلي: 1-إجمالي الضمان النقدي لدى الشركة لعملاء بيع الأوراق المالية المقترضة. 2-إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة لصالح العملاء. 3-نسبة الضمان النقدي إلى إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة لصالح العملاء. 4-عدد وقيمة إخطارات العملاء لزيادة الضمان النقدي التي لم يتم العمل بالوفاء بها. 5- حالات شراء الأوراق المالية لتسوية حسابات العملاء المقترضين)).

الفرع الثالث: المؤسسة الممولة

ويقصد بها الطرف الذي يقرض المستثمر الأوراق المالية التي يرغب في بيعها بيعاً قصيراً. وهذه المؤسسة قد تكون مصرفاً أو شركة استثمار أو حافظاً للأوراق المالية، وعلى كل حال تلتزم بتقديم الأوراق المالية للمستثمر بوصفه قرضاً وبحسب العدد المتفق عليه بينهما.

وهذا القرض كما بينا في أغلب الأحيان يكون قابلاً للاستدعاء في أي وقت من كلا الطرفين، فإذا أراد المقترض (المستثمر) أن يرده، فلا يجوز للمقرض أن يمتنع عن استلامه، أما لو أراد المقرض (المؤسسة الممولة) أن يسترد الأوراق المالية التي أقترضها، فالمقترض يلزم بتسليمها خلال المدة المتفق عليها حتى لو أدى ذلك إلى شرائها من السوق أو باقتراضها من طرف آخر⁽³⁶⁾. وهذا ما أكدته المادة (298) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري التي نصت على أن ((يكون للمقرض طلب استرداد الأوراق المالية محل الإقراض في أي وقت وفقاً لقواعد نظام الإقراض...)).

وإن المؤسسة الممولة يمكنها الاستفادة من هذا التمويل عن طريق استثمار قيمة الأوراق المالية المودعة عندها من المقترض ضماناً مقابل الأوراق المالية المقترضة، وتحقيق عائد من ذلك الذي قد يكون نسبة محددة من قيمة الأوراق المالية المقترضة⁽³⁷⁾. وهذا ما أكدته المادة (298) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري التي نصت على ((....على شركة الإيداع المركزي أن تقوم باستثمار الضمان النقدي في أدوات الاستثمار ذات العائد الثابت (ودائع بنكية، أدونات خزانة، شهادات إيداع البنك المركزي) لتحقيق عائد

يتم توزيعه بين شركة الإيداع المركزي وأمين الحفظ بصفته نائباً عن العميل المقرض وفقاً لقواعد هذا النظام)).

المبحث الثاني: آلية إتمام عملية البيع القصير

لإيضاح الأبعاد المختلفة لعملية البيع القصير أو مراحل إتمام هذه العملية سنقسم هذا المبحث على أربعة مطالب: الأول لمرحلة اقتراض الأوراق المالية وبيعها في السوق، والثاني لمرحلة احتفاظ المستثمر بهامش في حسابه الخاص لدى الوسيط، أما المطلب الثالث فسيكون لمرحلة إعادة شراء الأوراق المالية، في حين سنخصص المطلب الرابع لإنهاء عملية البيع القصير كالآتي:

المطلب الأول: اقتراض الأوراق المالية

تبدأ هذه المرحلة عند تلقي الوسيط أمراً من المستثمر برغبته في بيع عدد من الأوراق المالية ولكنه لا يملكها ولا توجد في حوزته. ففي هذه الحالة يقوم الوسيط بعمل كافة الإجراءات المرتبطة بتنفيذ هذا الأمر، إذ يقوم باقتراض تلك الأوراق المالية (لحساب عميله) المتاحة للإقراض من المستثمرين الراغبين في إقراض ما يملكونه من أوراق مالية مقابل عمولة، سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات، أو قد يلجأ الوسيط إلى المؤسسات الممولة كبنوك الإيداع أو صناديق الاستثمار أو شركات التأمين أو أحد الجهات التي تمتلك رصيداً من تلك الأوراق ولا ترغب في بيعها في الأجل القصير (38). إذ نصت المادة (299) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على أن ((يكون تداول الأوراق المالية المقترضة بالشروط الآتية: أ-أن تكون الأوراق المالية المراد التعامل عليها متاحة للإقراض للشركة (شركة السمسرة أو الوسيط) قبل القيام ببيعها)). ويجب أن تتوفر في الأوراق المالية المقترضة معايير التعامل في السوق المالية، إذ أشارت إليها المادة (299) مكرراً من اللائحة أعلاه بالنص على أنه ((يجب أن تيرم الشركة (الوسيط) والعميل عقداً للتعامل بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع ويجب أن يكون العقد مكتوباً مع مراعاة ما يلي: 1- يقتصر التعامل على أوراق مالية تتوفر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة)).

وبعد أن يقوم الوسيط باقتراض الأوراق المالية، ينفذ أمر البيع عن طريق بيع تلك الأوراق المقترضة بقيمتها السوقية وإيداع حصيلة البيع هذا في حساب المستثمر. بعد أن يقوم المستثمر بإيداع جزء من ثمن الصفقة في هذا الحساب كأحد التدابير (الضمانات) الإجرائية المطلوبة لإتمام عملية البيع القصير. سيما وأن أوامر البيع الخاصة بعمليات الاقتراض تكون صالحة ليوم واحد، وفي حالة عدم تنفيذها في اليوم تعد عملية الاقتراض بغرض البيع غير قائمة ولا يترتب عليها أي حقوق أو التزامات (39)، وهذا ما أكدته المادة (2/15) من لائحة الاتحاد الأوروبي ((2- يجب على الطرف الذي يقدم خدمات المقاصة للأسهم التأكد من وجود الإجراءات التي تضمن أنه في حالة إخفاق شخص طبيعي أو اعتباري ببيع الأسهم في تسليم الأسهم للتسوية بحلول التاريخ الذي تستحق فيه، يعتبر قد فشل في ذلك، ويجب على هذا الشخص سداد المدفوعات بصورة يومية أي عن كل يوم. ويجب أن تكون المدفوعات اليومية مرتفعة بما يكفي لتكون بمثابة رادع للأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين الذين يخفون في التسوية)) (40). وعلى الوسيط أن يقوم بتسجيل أوامر الاقتراض غير المنفذة وإرسالها لشركة الإيداع المركزي حتى تتولى عملية رد الأسهم من حساب العميل المقترض إلى حساب العميل المقرض. وقد أشارت إلى المعنى ذاته المادة (1/12- أ) من لائحة الاتحاد الأوروبي بالنص على أن ((1. يجوز للشخص الطبيعي أو الاعتباري الدخول في عملية البيع القصير لأوراق

مالية معترف التداول بها في مكان التداول بعد استيفاء الشروط التالية: (أ) يجب أن يكون الشخص الطبيعي أو الاعتباري أن يثبت كل تصرف يقوم به سواء قام باقتراض الأسهم أو أي تصرف آخر يؤدي إلى أثر قانوني مماثل⁽⁴¹⁾.

وعلى شركة الإيداع المركزي إخطار الهيئة والبورصة بموجب تقرير شهري يتضمن إجمالي رصيد الأوراق المالية المقترضة في نهاية كل شهر لكل شركة مصدرة، ونسبتها لإجمالي الأوراق المالية المتداولة لهذه الشركة، وعلى البورصة نشر هذا التقرير على الشاشات المعدة لذلك وللهيئة أن تطلب هذا البيان في أي وقت، هذا ما أشارت إليه المادة (299) من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري.

المطلب الثاني: احتفاظ المستثمر بهامش في حسابه الخاص

لغرض إتمام عملية البيع القصير لابد للمستثمر من إيداع رصيد نقدي أو عيني في حسابه الخاص لدى الوسيط قبل تنفيذ العملية، بمثابة ضمان لتنفيذ التزاماته المتعلقة بالبيع القصير والمتمثلة بإعادة الأوراق المالية التي اقترضها إلى المقرض، وهذا ما أشارت إليه المادة (299) مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على أنه ((يجب أن تيرم الشركة (الوسيط) والعميل عقداً للتعامل بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع ويجب أن يكون العقد مكتوباً مع مراعاة ما يلي: 2- يتم فتح حساب مستقل للعميل لدى الشركة (الوسيط) لجميع عمليات بيع الأوراق المالية المقترضة)). وفي ارتفاع سعر الورقة المالية المقترضة قبل إعادتها للمقرض، فإن الوسيط يطلب من المستثمر زيادة قيمة الضمان؛ ليتلاءم مع القيمة السوقية للأوراق المالية، لذا فإن الوسيط يقوم بإعادة تقييم الأوراق المالية المقترضة يومياً وإعادة حساب مبلغ الضمان المطلوب، فإذا كان الأخير أقل من قيمة الأوراق المقترضة، فيجب على المقرض دفع نقود إضافية⁽⁴²⁾. وهذا ما أشارت إليه القاعدة (203/ب-1) من لائحة هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية التي نصت على أنه (يحظر عموماً على الوسيط قبول أمر بيع قصير في أي ضمان من حقوق الملكية من شخص آخر.... ما لم يكن لدى المستثمر دخل في ترتيب حسن النية لضمان استعادة الورقة المالية أو أسباب معقولة للاعتقاد بأنه يمكن استعادة الورقة المالية بحيث يمكن تسليمها في تاريخ استحقاق التسليم)⁽⁴³⁾.

ويتشابه هذا الأسلوب إلى حد كبير مع ما يتم اتخاذه من تدابير في حالة شراء الأوراق المالية بالهامش، إذ يقوم المستثمر بوضع رصيد نقدي في حسابه لدى الوسيط مساوياً للهامش المطلوب، وفي حالة انخفاض قيمة الورقة في السوق يجب على المستثمر زيادة قيمة هذا الضمان.

المطلب الثالث: إعادة شراء الأوراق المالية

يلتزم المستثمر (المقرض) في البيع القصير بشراء الأوراق المالية بعد أن قام باقتراضها وبيعها؛ لغرض تسليمها للمقرض، يتم هذا الشراء في حالتين: الأولى: تتم بمبادرة من المستثمر المقترض عندما ينخفض سعر الورقة المالية في السوق، بحيث يستطيع تحقيق ما يستهدفه من أرباح، يقوم بشراء أوراق مالية بعدد الأوراق المقترضة، ويتم الشراء من السوق وبسعرها السوقي (الذي يكون أقل من سعر بيعها عند الاقتراض) وإعادتها إلى المقرض والاحتفاظ بما حققه من أرباح بعد خصم الأتعاب والعمولات المقررة عليه⁽⁴⁴⁾. أما الحالة الثانية فتكون بطلب من المقرض الذي يجوز له إنهاء عقد الإقراض بإرادته عن طريق إخطار الوسيط الذي تولى تسهيل عملية الإقراض، وفي هذه الحالة يلتزم المستثمر المقترض بإعادة الأوراق المالية التي اقترضها. ويكون هنا أمام المستثمر المقترض خياران: إما شراء ما اقترضه من أوراق مالية من السوق المفتوحة بسعره الحالي، أو أن يقترض أوراقاً مالية ماثلة وبذات العدد من مقرض آخر وإعادتها إلى المقرض. وعند عدم القدرة على إيجاد مقرض آخر لديه هذه الأوراق المالية، لا يوجد أمام المستثمر إلا شراء

ذات العدد من الأوراق المالية المقترضة من السوق بسعرها الحالي بغض النظر عن تحقيق أرباح أو خسائر⁽⁴⁵⁾.

وإذا لم يستطع المقرض إعادة الأوراق المالية في الوقت المحدد للتسوية، يجوز للمقرض أن يقوم بشراء ذات العدد من الأوراق المالية باستخدام الضمانات المالية المحتجزة في حسابه الخاص. ويظل المقرض مسؤولاً عن أية نفقات إضافية يتحملها المقرض أثناء قيامه بتنفيذ عملية الشراء هذه. وفي الأحوال كلها يكون المستثمر المقرض مسؤولاً عن إعادة الأوراق المالية التي قام باقتراضها بالإضافة إلى كافة الحقوق التي اكتسبتها خلال فترة القرض مثل التوزيعات النقدية والورقية.

أما فيما يتعلق بحقوق التصويت فإن المقرض يفقد حقوق التصويت في الشركة، وينتقل هذا الحق إلى المشتري الذين اشترى الأسهم من المقرض. بمعنى آخر أن مالكي الأوراق المالية وقت انعقاد اجتماع الجمعية العامة هم الذين يكون لهم حق التصويت. ومن ثم فإنه في حالة رغبة المقرض في حضور اجتماع الجمعيات العامة يكون عليه استعادة أسهمه التي قام بإقراضها قبل الموعد المحدد للاجتماع⁽⁴⁶⁾.

المطلب الرابع: مرحلة إنهاء عملية البيع القصير

يتم إنهاء عملية البيع القصير بإحدى الطرق الآتية:

1- الرد عبر رصيد متاح لذات الأوراق المالية المقترضة: إذ يجوز للعميل المقرض أن ينهي عملية البيع القصير (جزئياً أو كلياً) عن طريق إصدار تعليمات إلى الوسيط بتحويل كمية الأوراق المالية المقترضة من الرصيد المتوفر لديه في حسابه إلى حساب المقرض، فيقوم الوسيط بتنفيذ التحويل وتسوية الضمان النقدي المتوفر بحساب العميل المقرض، وفقاً لآخر سعر إقفال للورقة المالية. استناداً لنص المادة (298) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري (... وتنتم تسوية قرض الأوراق المالية عند قيام المقرض بشراء أو إيداع الأوراق المالية بحسابه لدى أمين الحفظ المختص وإخطار شركة الإيداع المركزي بذلك)).

2- الرد عبر إعادة شراء الأوراق المالية: قد يقوم العميل المقرض بإصدار تعليمات للوسيط برد جزء أو كل الأوراق المالية المقترضة عن طريق شرائها من السوق وإعادتها للمقرض⁽⁴⁷⁾. وهذا ما أشارت إليه المادة (1/12-ب) من لائحة الاتحاد الأوروبي بالنص على أن ((ب- يجوز للمقرض الاتفاق بموجب العقد أو قانون الملكية ليتم نقل ملكية عدد مماثل من الأوراق المالية المقترضة وبالفئة نفسها بحيث يمكن إجراء التسوية عندما يحين موعدها))⁽⁴⁸⁾.

3- طلب استرداد الأوراق المالية المقرضة: كما بينا سابقاً أن عقد القرض الذي يقوم عليه البيع القصير عقد قابل للاسترداد، إذ يمكن للمقرض طلب استرداد أوراقه المالية التي أقرضها للمستثمر (كلياً أو جزئياً) في نهاية مدة الإقراض أو وفقاً للشروط المنصوص عليها في العقد المبرم بينهما، وفي هذه الحالة يلتزم المستثمر المقرض برد الأوراق المالية عند الطلب في التاريخ المحدد بالعقد، ما لم يتفق الطرفان على تجديد المدة وفقاً للشروط المحددة بالعقد. وهذا ما أشارت إليه المادة (299) مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري بالنص على أنه ((يجب أن يشتمل العقد على الآتي: ب- الشروط والحالات التي يتم بمقتضاها طلب رد الأوراق المالية المقترضة لتسوية القرض))

4- إنهاء الاقتراض في حالات إيقاع الحجز التحفظي على الأوراق المالية محل الإقراض، أو عند صدور أوامر منع من التصرف فيها، أو في حالة وفاة أحد الطرفين سواء كان المقرض أو المقرض.

5- في حالة عدم قيام العميل المقرض برد الأوراق المالية المقترضة في الموعد المحدد، يقوم الوسيط بشراء الأوراق المالية في اليوم التالي خصماً من حساب المستثمر المقرض المودع لدى الوسيط، وإخطاره

بذلك، واحتساب قيمتها السوقية يوم التسوية بسعر إقفال يوم الشراء وإنهاء عملية الاقتراض⁽⁴⁹⁾. وهذا ما أشارت إليه القاعدة (204) من لائحة هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية التي نصت على أنه ((يجب على المستثمر أن يسلم الأوراق المالية إلى وكالة المقاصة المسجلة كضمان للتخليص والتسوية على صفقة بيع طويلة أو قصيرة حسب تاريخ التسوية، ويجب أن تغلق الصفقة إذا فشل في تقديم أي ضمان حقوق الملكية لمعاملة بيع طويلة أو قصيرة كضمان للأسهم بشكل عام في الأوقات الموضحة على النحو التالي: يجب على المستثمر إغلاق الصفقة إذا فشل التسليم لمعاملة بيع قصيرة من قبل في موعد لا يتجاوز بداية ساعات التداول العادية في يوم التسوية التالي لتاريخ التسوية، المشار إليه باسم $T + 4$ ، إذا فشل أحد المشاركين في تقديم ما يمكن للمشارك إظهاره في دفاتره وسجلاته الناتجة عن عملية بيع طويلة، أو يعزى ذلك إلى أنشطة صنع السوق بحسن نية، يجب على المستثمر إغلاق الصفقة عند الفشل في التسليم في موعد لا يتجاوز بداية ساعات التداول العادية في يوم التسوية الثالث على التوالي بعد تاريخ التسوية، والمشار إليه باسم $T + 6$ ))⁽⁵⁰⁾.
6- في حال انخفاض قيمة التأمين أو الضمان النقدي (الهامش) يكون المستثمر قد وصل إلى ما يعرف بمرحلة المطالبة بزيادة الهامش، ويكون على المستثمر الاختيار ما بين إنهاء عملية البيع القصير وقبول الخسارة المحققة التي يتم خصمها من رصيد الهامش الخاص به، أو في حال رغبته بالاستمرار يكون عليه زيادة مبلغ الهامش المتوفر في حساب التداول الخاص به لدى الوسيط⁽⁵¹⁾.

المبحث الثالث: تقييم البيع القصير

يعد البيع القصير من استراتيجيات الاستثمار، فله العديد من المزايا، وينطوي في الوقت ذاته على الكثير من المخاطر أو السلبيات. لذا سنبين في هذا المبحث هذه الإيجابيات والسلبيات على مطلبين وعلى النحو الآتي:

المطلب الأول: إيجابيات البيع القصير

للبيع القصير مميزات تتحقق لكل طرف من أطرافه، سواء أكان البائع أم الوسيط أم المؤسسة الممولة (المقرض)، وكذلك الاقتصاد الوطني للبلد، لذا سنبين ذلك على فرعين، كالآتي:

الفرع الأول: بالنسبة للأطراف

أولاً: بالنسبة للبائع (المستثمر): إذ يستفيد من عملية البيع القصير إذا صدقت توقعاته وانخفضت أسعار الأوراق المالية في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق ربح من دون أن يدفع شيئاً من ماله للشراء سوى الهامش الذي دفعه ضماناً للصفقة الذي يكون قابلاً للرد عند انتهاء الصفقة وإتمام عملية البيع. ويتحقق ذلك الربح عبر الفرق بين سعري البيع والشراء في السوق نفسه، أو في سوقين مختلفين، ويتم ذلك عندما يعمد البائع إلى البيع في السوق الذي تكون أسعاره مرتفعة، ثم يقوم بإعادة الشراء من السوق الذي تكون أسعاره منخفضة، وبهذا يكون قد حقق ربحاً دون انتظار انخفاض الأسعار في سوق البيع، أي إن المستثمرين يلجؤون لعمليات البيع القصير لتحقيق المضاربة (Speculation)، إذ إن المستثمر يضارب على هبوط أسعار الأوراق المالية في المستقبل، حتى يتمكن من شراء الأوراق المالية التي قام باقتراضها وإعادتها للمقرض⁽⁵²⁾. وفي حالات معينة يملك المستثمر أوراقاً مالية في حسابه ومع ذلك يلجأ إلى اقتراض الأوراق المالية لإتمام عمليات البيع القصير، والسبب في عدم قيام البائع ببيع ما يملكه في حسابه؛ هو تحقيق أغراض معينة

أهمها التخلص من الضريبة؛ فلو المستثمر قام ببيع ما يملكه من أوراق مالية بسعر عالٍ محققاً بذلك ربحاً فإن هذا الربح سيخضع للضريبة، لذا يعتمد المستثمر إلى البيع القصير لتأجيل سداد الضريبة إلى العام القادم⁽⁵³⁾.

ثانياً: بالنسبة للوسيط: يحصل عبر عملية البيع القصير على عمولة نتيجة قيامه بمعاملات الشراء والبيع وتتمثل بنسبة معينة من قيمة الصفقة⁽⁵⁴⁾، ففي العراق مثلاً يحصل الوسيط على (1%) من قيمة الصفقة بشرط أن لا تقل عن ألف دينار، وهذا ما أشارت إليه المادة (16) من التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية الصادرة استناداً للقسم (3) من المادة (2) من قانون سوق العراق المؤقت للأوراق المالية رقم (74) لسنة (2004) التي نصت على أن (نسبة عمولة الوسيط (1%) من قيمة الصفقة ومبلغ الحد الأدنى لها هو ألف دينار ويستوفي السوق خمس عمولة الوسيط). وكذلك المادة (299) مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري قد نصت على أنه (((يجب أن يشتمل العقد على الآتي: د- تحديد العمولات والمصروفات التي تتقاضاها الشركة (الوسيط) مقابل تنفيذ هذه العمليات))).

ثالثاً: بالنسبة للمقرض: فعند قيامه بإقراض الأوراق المالية التي يملكها هذا يعني أنه قد استطاع توظيف أمواله عن طريق استثمارها من قبل المقترضين (المستثمرين)، وفي الوقت نفسه أن قيمتها مضمونة لديه، أي إن المقرض قد استبدل أوراقه المالية بأوراق نقدية والتي تتمثل بمبلغ الضمان (الهامش) الذي يودعه المستثمر. هذا من جانب، ومن جانب آخر أن المقرض يستطيع أن يستثمر مبلغ الضمان النقدي التي أودعه المستثمر كهامش، استثماراً قصيراً الأجل دون التعرض لأية مخاطر جدية، وتحقيق عوائد من دون أن يدفع عنها أي فوائد للمستثمرين⁽⁵⁵⁾ وهذا ما أكدته المادة (298) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري والتي نصت على أنه ((.... وعلى شركة الإيداع المركزي أن تقوم باستثمار الضمان النقدي في أدوات الاستثمار ذات العائد الثابت (ودائع بنكية، اذونات خزانة، شهادات إيداع البنك المركزي) لتحقيق عائد يتم توزيعه بين شركة الإيداع المركزي وأمين الحفظ بصفته نائباً عن العميل المقرض وفقاً لقواعد هذا النظام)). لاسيما وأن المقرض يستحق جميع حقوق ومزايا ملكية الأوراق المالية -سوى حقه في التصويت- كحقه في الحصول على التوزيعات التي تستحقها الأوراق المالية محل العقد التي يلتزم بها المقرض، وكذلك في حالة زيادة رأس المال لقدامى المساهمين، يستطيع المقرض الاكتتاب في الزيادة استناداً للأوراق المالية محل الإقراض⁽⁵⁶⁾. وهذا ما أشارت إليه المادة (298) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري التي نصت على أن ((...يحتفظ مقرض الأوراق المالية طوال مدة الإقراض بجميع الحقوق والعوائد المرتبطة بملكية الأوراق المالية. ويتم تحصيل هذه الحقوق خصماً على حساب الضمان النقدي للمقرض))، وكذلك المادة (299) مكرر من اللائحة ذاتها أيضاً نصت على أن ((4- يتم استقطاع الحقوق المالية والمزايا الأخرى التي تنتجها الورقة من حساب الضمان النقدي للمقرض لدى الشركة (الوسيط) لصالح المقرض)).

الفرع الثاني: بالنسبة للاقتصاد الوطني

إن البيع القصير يلعب دوراً أساسياً في تقريب سعر السوق من السعر الحقيقي للأوراق المالية أي الحفاظ على التوازن بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأوراق المالية، وزيادة النشاط في سوق الأوراق المالية في الحالات التي لا يرغب حملة الأوراق المالية في بيع ما لديهم من الأوراق بل يرغبون في استثمارها، فهذا الاحتفاظ والرغبة في الاستثمار الطويل الأجل سيؤدي إلى ارتفاع الأسعار؛ لعدم توفر العرض ووجود الطلب⁽⁵⁷⁾. فالبيع القصير يضيف على السوق الكفاءة اللازمة للتخلص من الأسعار السوقية المرتفعة، فلو كان هناك أسهم شركة معينة مملوكة لعدد من المستثمرين الذين يرغبون في الاستثمار الطويل الأجل الذين غالباً ما يحتفظون بأسهمهم لمدة طويلة، ففي هذه الحالة قد يبقى سعر أسهم هذه الشركة مرتفعاً لمدة طويلة؛ لعدم

وجود من يرغب في بيع ما لديه من أسهم، وهنا يأتي دور البيع القصير الذي يسمح للمستثمرين باقتراض عدد من أسهم هذه الشركة، وبيعها بالسعر الحالي، مما يؤدي إلى انخفاض السعر تدريجياً إلى أن يصل سعر السهم إلى القيمة السوقية الحقيقية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة كفاءة الأسعار في السوق⁽⁵⁸⁾. ويساهم البيع القصير في توفير السيولة في السوق، وتعزيز تكوين رأس المال؛ عن طريق كمية الأسهم المعروضة للبيع من المستثمرين (المقترضين) والمتاحة للمشتريين، وفي الوقت نفسه سعي هؤلاء (المقترضين) البائعين بيعاً قصيراً إلى تغطية مراكزهم (تسديد الأسهم المقترضة) يؤدي إلى زيادة كمية الأسهم المطلوبة للشراء، الأمر الذي يعود بالنفع على السوق بشكل عام من حيث زيادة تداول الأوراق المالية وسرعته⁽⁵⁹⁾.

المطلب الثاني: سلبات البيع القصير

إن الغرض الأساس من عملية البيع القصير هو استفادة المستثمر من توقعاته المتمثلة بانخفاض أسعار الأوراق المالية، وتحقيق ربح من وراء هذا التوقع، ولكن هذه العملية قد تتجم عنها آثار سلبية على أطرافها وهم المستثمر والمؤسسة الممولة، وقد يتعدى ذلك إلى سوق الأوراق المالية. لذا سنحاول بيان السلبات التي يتعرض لها كل طرف من أطراف عملية البيع القصير والاقتصاد الوطني، وذلك على فرعين.

الفرع الأول: بالنسبة للأطراف

أولاً: بالنسبة للمستثمر: نجد أن المستثمر في عملية البيع القصير قد يتعرض لعدة مخاطر وهي: 1- مخاطر ارتفاع الأسعار غير محدودة مقارنة بمخاطر الانخفاض: فالأرباح التي يحصل عليها المستثمر محدودة، فلا يمكن أن تزيد عن قيمة الأوراق المالية المباعة بيعاً قصيراً، فلو افترضنا أن قيمة الورقة المالية التي اقترضها المستثمر وباعها بيعاً قصيراً قد بلغت (500,000 ألف دينار)، ثم انخفضت القيمة السوقية لهذه الورقة إلى أدنى حد وهو (الصفر)، فإن الربح الكلي للمستثمر سيكون (500,000 ألف دينار) وهو ما يساوي قيمة الورقة الحقيقية. أما الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر فلا حدود لها؛ لأن المستثمر يعقد صفقته على أمل انخفاض الأسعار، والأسعار لا يمكن أن تنخفض إلى أقل من الصفر، ولكن ارتفاع الأسعار لا حدود له خاصة في مجال الأوراق المالية، وقد يحدث ذلك نتيجة كثرة عمليات إعادة الشراء من جانب المقترضين، فإذا ما أخذ سعر الورقة في الارتفاع في ظل وجود عدد كبير من المستثمرين يقومون بعمليات إعادة شراء الورقة لتغطية مراكزهم فإنه من الأرجح أن يرتفع سعر الورقة سريعاً، لذا فإن أسعار الأوراق المالية متجهة نحو الصعود بشكل عام، بغض النظر عن حالات الركود التي يتعرض لها السوق بين الحين والآخر. لذا فإن الخسائر تزداد كلما ارتفعت القيمة السوقية للورقة المالية محل الصفقة. وبعبارة أخرى إذا خابت توقعات المستثمر بشأن أسعار السوق وبدلاً من أن تتجه نحو الانخفاض، حدث العكس واتجهت الأسعار نحو الارتفاع، فهنا تلحق بالمستثمر خسارة ويجد نفسه مطالباً بشراء كمية الأسهم المقترضة ذاتها وإعادتها إلى المقرض أياً كان سعرها الحالي في السوق⁽⁶⁰⁾.

2- بما إن عقد القرض الذي تتم فيه العملية هو عقد غير لازم للطرفين، بحيث يكون قابلاً للاستدعاء من أي طرف في أي لحظة، لذا فإن المستثمر قد تلحقه خسارة إذا ما طالب المقرض برد الأوراق المالية المقرضة في ظروف غير مناسبة، كارتفاع الأسعار مثلاً، وفي هذه الحالة يجبر المستثمر على تلبية طلب المقرض ويقوم إما بشراء الأوراق المالية من السوق بسعرها الحالي، أو باقتراض الأوراق المالية بالكمية ذاتها من مقرض آخر. أما إذا فشل المستثمر في إعادة الأوراق المالية المقترضة عند الاستدعاء، قام الوسيط بشراء الأوراق المالية وإعادتها للمقرض مستخدماً في ذلك الهامش (الضمان) الذي احتفظ به المستثمر في حسابه الخاص وتعرف هذه العملية بـ (a buy-in).

3- مخاطر توزيع الأرباح: تقوم الشركات عادةً بالإعلان للمساهمين عن تاريخ محدد لتوزيع أرباح الأسهم بعد أن يتم إحصاء أسماء الأشخاص الذين يحملون الأسهم من يحق لهم الحصول على توزيعات هذه الأرباح. وعند بيع الأسهم بيعاً قصيراً نجد أن من يستحق أرباح الشركة هو مشتري الأسهم باعتباره مالك الأسهم وحاملها. أما البائع بيعاً قصيراً (المستثمر) فيصبح مديناً للمقرض بقيمة الأرباح التي توزعها الشركة؛ لأن المقرض مازال يمتلك الأسهم التي أقرضها للمستثمر؛ لذا يستحق توزيعات الأرباح المتعلقة بها، وقيمة هذه الأرباح يمكن أن تتجاوز قيمة الأرباح المتحققة للمستثمر من بيع الأوراق المالية، وبذلك يكون المستثمر في البيع القصير قد حقق أرباحاً نتيجة انخفاض السعر ولكنه خسرها نتيجة دفع بدل توزيعات الأرباح التي استحققتها الأسهم للمقرض. وبذلك فإن البيع القصير قد يشكل عبئاً إضافياً على البائع (المستثمر) في مسألة تحمل الأرباح الخاصة بالأسهم المقترضة⁽⁶¹⁾.

ثانياً: أما بالنسبة للمقرض: فلا يؤثر البيع القصير عليه سوى حرمانه من بعض حقوقه الإدارية في الشركة والمتعلقة بالأسهم التي أقرضها، كحقه في التصويت، فلا يحق له التصويت في اجتماعات الجمعية العامة للشركة بمجرد إقرضه الأسهم، وهذا أمر طبيعي، لأن الأوراق المالية ستسجل باسم المشتري وهو الذي يحق له التصويت. فالقول بغير ذلك والسماح له بالتصويت سيجعل للسهم الواحد صوتان صوت للمقرض وآخر لمشتري الأسهم، وهذا غير جائز قانوناً⁽⁶²⁾. استناداً إلى المادة (97/أولاً) من قانون الشركات العراقي رقم 21 لسنة 1997 المعدل بالنص على أنه (في الشركة المساهمة والمحدودة، يكون لكل مساهم عدداً من الأصوات يساوي عدد الأسهم التي يملكها) وكذلك المادة (73) من قانون الشركات المصري رقم 159 لسنة 1981 المعدل.

ونود أن نبين بأن المقرض إذا ما رغب في ممارسة حقه في التصويت، فيمكنه المطالبة باسترداد الأوراق المالية من المقرض، وهذا قد يترتب عليه إنهاء القرض إنهاءً مبكراً.

وكذلك الحال بالنسبة للوسيط فلا يتحمل في عملية البيع القصير أية مخاطرة أو خسارة، سواء أكان هو الذي أقرض الأوراق المالية أم تم الاقتراض عبره؛ وذلك بفضل وجود قواعد قانونية توفر الحماية اللازمة له، والمتمثلة بالهامش المبدئي (هامش الضمان) الذي يلتزم المستثمر بإيداعه.

الفرع الثاني: بالنسبة للاقتصاد المحلي

يؤدي البيع القصير إلى نشر بعض الممارسات التي لا تتلاءم مع البيئة التجارية وما يسودها من أمان واطمئنان، وذلك عبر قيام المستثمرين بنشر معلومات كاذبة وإشاعات مضللة حول أسهم شركات معينة من أجل تخفيض أسعار أسهمها، كما لو أشيعت بأن أسعار أسهم شركة معينة مغالى في تقييمها - وهذا خلاف الحقيقة - الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض سعر أسهم هذه الشركة من دون مسوغ، وعندما تنخفض الأسعار فعلاً يقومون بشرائها من جديد، لتصفية مراكزهم السابقة من دون التعرض للخسارة⁽⁶³⁾.

إلا أن هذا الأمر يمكن معالجته بوضع قواعد قانونية تمنع تلك الممارسات، كوضع قيد على السعر الذي يتم به البيع، والتغلب على مشكلة انخفاض الأسعار من دون مسوغ، عن طريق اتخاذ تدبير قانوني وقائي بحيث لا يسمح بإجراء معاملات البيع القصير في حالة هبوط الأسعار، إلا إذا كان البيع بسعر يزيد قليلاً أو مساوياً للسعر الذي اشترى به، أي أن تكون هناك حدود سعرية وهي أن لا يتم البيع بسعر أقل بكثير من السعر الذي اشترى به (سعر البيع السابق)، وإلا فلا يسمح بإجراء عملية البيع القصير⁽⁶⁴⁾، وهذا ما أشار إليه نص المادة (299) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري والتي نصت على أن (يكون تداول الأوراق المالية المقترضة بالشروط التالية: ب- أن يكون سعر بيع الأوراق المالية المقترضة إما:

1-يزيد على آخر سعر للتداول. أو 2-يساوي آخر سعر للتداول بشرط أن يكون آخر تغيير في سعر التداول بالزيادة)، وكذلك القاعدة (201) من لائحة (SHO) الأمريكية التي نصت أن ((أي ورقة مالية مسجلة في البورصة الوطنية قد تكون بيع على المكشوف إما (أ) بسعر أعلى من السعر الذي عنده مباشرة تم تنفيذ عملية البيع السابقة ("علامة زائد")، أو (ب) سعر مساوٍ لآخر سعر البيع إذا كان أعلى من آخر سعر مختلف ("علامة صفرية زائد")))).⁽⁶⁵⁾

وإن الهدف من ذلك هو منع البائعين بيعاً قصيراً من التسبب في انخفاض الأسعار من أجل تغطية مواقفهم، فإذا ما تم البيع بسعر أقل من السعر الذي اشترى به، فإن المستثمرين سيعتقدون أن هناك سبباً لهذا الانخفاض، ويندفعون إلى البيع بالسعر المنخفض، مما يترتب عليه الانهيار السريع للأسعار⁽⁶⁶⁾.
لذا فإن بعض البورصات تشترط تقييد عمليات البيع القصير في قوائم يتم نشرها شهرياً، مع توضيح الأوراق المالية التي تم بيعها بيعاً قصيراً، حتى إذا ما حدث انخفاض في القيمة السوقية لهذه الأوراق المالية، سوف يدرك المستثمرون أن لصفقات البيع القصير دوراً في ذلك، وليس سببه تراجع في أداء الشركة المصدرة لها⁽⁶⁷⁾.

الخاتمة

توصلنا عبر موضوع البحث إلى جملة من النتائج والمقترحات والتي سنبينها على فقرتين:

أولاً: النتائج:

1- البيع القصير Short Selling هو أحد الآليات التي يلجأ إليها المستثمرون في أسواق الأوراق المالية لتحقيق الأرباح في حالة اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الانخفاض، حيث يعتقد معظم المتعاملون حديثاً في أسواق الأوراق المالية أن الطريق الوحيد لتحقيق الربح هو شراء الأسهم التي يتوقع ارتفاع أسعارها في المستقبل، أما إذا كان المتوقع هو انخفاض أسعار الأسهم في المستقبل فإن أفضل الطرق التي يلجأ إليها المستثمرون هو البقاء خارج السوق لتجنب تحقيق الخسائر. أما في حالة وجود نظام البيع القصير Short Selling فيحدث العكس، إذ يلجأ إليه المضاربون Speculators إذا ما توقعوا انخفاض أسعار الأوراق المالية في السوق، بهدف تحقيق مكاسب رأسمالية من حركة الهبوط في أسعار الأوراق المالية.

2- يقوم المضاربون ببيع أوراق مالية لا يمتلكونها أساساً بل يفترضونها من مستثمرين آخرين (مقابل عمولة وأتعاب) ويتم البيع بسعر السوق، ثم القيام بشرائها بعد أن ينخفض سعرها، ويكون الفارق ما بين صافي قيمة بيع تلك الأوراق المالية المقترضة وتكلفة إعادة شرائها بمثابة الأرباح الرأسمالية التي تتحقق للمضاربين.

3- عقد البيع القصير من العقود الاحتمالية التي تحتمل الربح والخسارة، إذ يحقق المستثمر أرباحاً إذا ما صدقت توقعاته واتجهت أسعار الأوراق المالية نحو الانخفاض، بينما تصيبه خسارة إذا ما ارتفعت أسعار الأوراق المالية.

4- يلجأ المستثمر لبيع الأوراق المالية المقترضة Short Selling لغرض المضاربة Speculation، وتتم المضاربة هنا على انخفاض سعر الورقة في السوق حيث أنه في حالة انخفاض سعر الورقة المالية في السوق تحقق المضاربة أرباحاً لغرض شراء الورقة المالية وإعادتها للمقرض، أما في حالة ارتفاع سعر

- الورقة المالية في السوق فإن المضارب يحقق خسائر نتيجة لشرائه الورقة بسعر أعلى من سعر بيعها وقت اقتراضها من المستثمر المقرض (Lender).
- 5- البيع القصير يكون على نوعين؛ الأول: البيع المغطى والمتمثل بوجود غطاء مالي للمستثمر المقترض، والثاني: غير المغطى الذي لا يوجد له غطاء أو رصيد لتغطية مركزه المالي.
- 6- تسبق عملية البيع القصير في الغالب عملية الاقتراض، فالمستثمر يقترض الأوراق المالية التي يرغب في بيعها وبعد إتمام عملية البيع، يشتري هذه الأوراق ويردها للمقرض.
- 7- ضمان المقرض في عملية البيع القصير يتمثل بالهامش الذي يلتزم المستثمر بإيداعه لدى المؤسسة الممولة؛ لكي يضمن له إعادة القرض وما يتبعه من مصروفات مالية.

ثانياً: المقترحات:

- 1- نأمل من المشرع العراقي في حال تنظيمه لعملية البيع القصير أن يضع أحكام خاصة ينص فيها على حدود سعر الورقة المالية محل التداول من حيث الارتفاع والانخفاض، بما يتلاءم مع نشاط السوق، حتى لا يسمح للمضاربين التلاعب بأسعار الأوراق المالية بما يحقق مصالحهم.
- 2- عند تنظيم أحكام البيع القصير نود من المشرع العراقي أن يأخذ بالبيع المغطى ويمنع إجراءات البيع غير المغطى، أسوة بالمشرع المصري والأمريكي.
- 3- نأمل من المشرع أن يعطي الصلاحية للجهة الإدارية في السوق أن تحدد نوع الورقة المالية التي تكون محلاً للبيع القصير، ويلزمها أن تختار الأوراق الأكثر نشاطاً في السوق، لمنع احتمالية التلاعب بأسعارها.

الهوامش

- 1- إن الاقتصاديين في سوق الأوراق المالية يستخدمون مصطلحي البيع الطويل والبيع القصير لبيان أنواع الصفقات، ولكن ليس المقصود من الطول والقصر في هذا البيع هو طول المدة الزمنية وقصرها، بل يتعلق الأمر بالهدف من البيع والاستثمار. فالمراد بالبيع الطويل هو بيع الورقة المالية بعد شرائها للحصول على الربح. أما البيع القصير فهو بيع أوراق مالية بعد اقتراضها على أمل شرائها عند انخفاض سعرها؛ للحصول على الربح من الفرق بين سعر البيع المرتفع والشراء المنخفض، فالمستثمر في عملية البيع القصير لا ينوي الاحتفاظ بالأوراق المالية التي اقتترضها، بل يقوم ببيعها ومن ثم ينتظر فرصة انخفاض أسعارها لشرائها مرة أخرى، محققاً بذلك الربح، وهذا المستثمر يقال له لديه مركز قصير. ينظر في ذلك: ياسر بن إبراهيم بن محمد الخصري، المتاجرة بالهامش في سوق الأوراق المالية - دراسة فقهية-، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الشريعة بالرياض، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2010، ص124.
- 2- لا ننفي مع هذه التسمية لأنها توحى بأن المستثمر يقوم ببيع أوراق مالية لا يمتلكها ولم يرقم حتى باقتراضها.
- 3- ينظر د. عبد الرحمن الحميدي ود. عبد الرحمن الخلف، النقود والبنوك والأسواق المالية، ط4، دار الطيب بخيت، 2017، ص54.

- 4- ينظر د. فهد الحويماني، المال والاستثمار في سوق الأوراق المالية، ط2، 2006، ص101، ود. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز التعليم المفتوح، جامعة القاهرة، 1994 ص54.
- 5- هذا المصطلح بالتحديد استخدمته اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 المعدلة وهو عنوان الباب التاسع من هذه اللائحة التي نظمت أحكام شراء الأوراق المالية بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع.
- 6- اختصار كلمتي البيع القصير (short sale)
- 7- Securities and Exchange Commission.
- 8- Rule (200) Definition of “short sale” and marking requirements (a)The term short sale shall mean((any sale of a security which the seller does not own or any sale which is consummated by the delivery of a security borrowed by, or for the account of, the seller)).
- 9- Art (2/b) ((‘short sale’ in relation to a share or debt instrument means any sale of the share or debt instrument which the seller does not own at the time of entering into the agreement to sell including such a sale where at the time of entering into the agreement to sell the seller has borrowed or agreed to borrow the share or debt instrument for delivery at settlement)).
- 10- ينظر د. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، الأردن 1997، ص54.
- 11- ينظر د. فليح خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006، ص322.
- 12- ينظر د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، ط1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص322.
- 13- ينظر د. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص189.
- 14- ينظر د. موفق خالد إبراهيم، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2014، ص59.
- 15- The History of Short Selling and Regulations، بحث منشور على الموقع الالكتروني (<https://speedtrader.com/short-selling-history>)
- 16- James J. Angel, Short selling around the world with applications to the SSE, Washington, 2005, p.5 ينظر في ذلك:
- 17- ينظر د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر(الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات)، ج2، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002، ص252.
- 18- ينظر د. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي(دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر المعاصر، 2002، ص195، ود. خورشيد أشرف إقبال النداوي، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية دار العلوم، قسم الشريعة الإسلامية، جامعة القاهرة. 2005، ص375 وكذلك: Katherine McGavin, Short Selling in a Financial Crisis: The Regulation of Short Sales in the United Kingdom and the United States, Northwestern Journal of International Law & Business, VOL. 30, Issue 1 Winter, 2010, p.204.
- 19- ماجي منصور، البيع على المكشوف فوائده وأضراره، بحث منشور على الموقع الالكتروني (<https://www.syr-res.com>).

20- ينظر د. شعبان محمد البرواري، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق ص196. ود. خورشيد أشرف إقبال، سوق الأوراق المالية، مصدر سابق، ص376.

21- Article 15 ((a) where a natural or legal person who sells shares is not able to deliver the shares for settlement within **four business days after the day on which settlement is due**, procedures are automatically triggered for the buy-in of the shares to ensure delivery for settlement)).

22- Article (4-2) ((The Commission shall be empowered to adopt delegated acts in accordance with Article 42 specifying, for the purposes of paragraph 1 of this Article: a- cases in which a sovereign credit default swap transaction is considered to be hedging against a default risk or the risk of a decline of the value of the sovereign debt, and the method of calculation of an uncovered position in a sovereign credit default swap. b- the method of calculating positions where different entities in a group have long or short positions or for fund management activities relating to separate funds)).

وهناك نوع آخر يطلق عليه البيع غير المغطى وفي هذا النوع من البيوع يقوم البائع ببيع أوراق مالية لا يملك ما يقابلها وقت البيع، لأسباب عدة كعدم توافر المقرضين أو ارتفاع قيمة الفائدة على القرض أو عدم توافر هذا النوع من الأوراق المالية في السوق، لذا فإن هيئة الأوراق المالية والبورصة حظرت عمليات البيع القصير في عام 2008 في أعقاب الأزمة المالية؛ لأنه يعتقد أن هذه الممارسة ساهمت في مشاكل السيولة. ينظر: Richard H. Baker, op. cit., p. 6. & Katherine McGavin, op. cit., p.204. & The History of Short Selling and Regulations, Op. cit. p.2.

كما أشارت إليه القاعدة (1/4) من لائحة الاتحاد الأوروبي.

23- ينظر د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط4، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2016، ص82، ود. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، ط4، دار وائل، عمان، الأردن 2007 ص134.

24- ينظر د. خالد وهيب الراوي، الاستثمار (مفاهيم، تحليل، استراتيجية)، ط1، دار الميسرة، عمان، 1999، ص116 و117، ود. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، المصدر السابق، ص64، ود. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، ط3، دار الشروق، الأردن، 2018، ص256.

25- وهذا ما يميز عقد القرض عن الوديعة، وهو أن القرض ينقل ملكية الشيء إلى المقترض، أما عقد الوديعة فالشيء المودع لا تنتقل ملكيته للمودع إليه بل يبقى مملوكاً للمودع ويسترده بذاته عند نهاية العقد. لمزيد من التفصيل حول ذلك ينظر د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، ج5 (العقود التي ترد على الملكية (الهيئة والشركة))، القاهرة، 2004، ص315 وما بعدها.

26- د. خورشيد إقبال، سوق الأوراق المالية، مصدر سابق، ص386، ود. أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، ص56، ود. فهد الحويماني، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مصدر سابق، ص102.

27- ينظر في ذلك: محمد عبد المقصود محمد غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 2018، ص128.

28- ينظر د. موفق خالد إبراهيم، مصدر سابق، ص9 و70.

29- ينظر ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضري، مصدر سابق، ص160.

- 30- ينظر ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضري، المصدر السابق، ص129 و130.
- 31- ينظر نص المادة (1) من التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية العراقية لسنة 2004، والمادة (1) من النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007، والمادة (10) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي لسنة 2004.
- 32- ينظر د. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011، ص169، ود. شعبان محمد البرواري، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، ص57، ود. عادل عبد الفضيل عيد، عقد السمسرة في الفقه الإسلامي والتطبيقات المعاصرة (دراسة مقارنة)، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007، ص49.
- 33- ينظر د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مصدر سابق، ص148، ود. شعبان محمد البرواري، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، ص197، وطاهر حردان، مبادئ الاستثمار، مصدر سابق، ص55.
- 34- ينظر د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مصدر سابق، ص113، ود. خورشيد إقبال، سوق الأوراق المالية، مصدر سابق، ص536.
- 35- ينظر د. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، ص56، ود. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1993، ص149 و50.
- 36- ينظر د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مصدر سابق، ص149، ود. خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مصدر سابق ص111، ود. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار، مصدر سابق، ص133.
- 37- ينظر د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، مصدر سابق، ص253، ود. خالد وهيب الراوي، الاستثمار، المصدر السابق، ص111.
- 38- ينظر في ذلك: James J. Angel, op. cit., p.15.& by Richard H. Baker, An Introduction to Short Selling, A White Paper by Managed Funds Association, 2018, p. 4.
- 39- ينظر في ذلك: James J. Angel, op. cit., p. 17.
- 40- Article 15 (2) ((2. A central counterparty in a Member State that provides clearing services for shares shall ensure that procedures are in place, which ensure that where a natural or legal person who sells shares fails to deliver the shares for settlement by the date on which settlement is due, such person must make daily payments for each day that the failure continues. The daily payments shall be sufficiently high to act as a deterrent to natural or legal persons failing to settle.)).
- 41- Article 12 (((1) A natural or legal person may enter into a short sale of a share admitted to trading on a trading venue only where one of the following conditions is fulfilled: (a) the natural or legal person has borrowed the share or has made alternative provisions resulting in a similar legal effect.)).
- 42- ينظر في ذلك: James J. Angel, op. cit., p.4.
- 43- Rule 203(b)(1) ((Locate generally prohibits a broker accepting a short sale order in any equity security from another person unless dealer has: borrowed the security, entered into a bona-fide arrangement to borrow the security, or reasonable grounds to believe that the security can be borrowed so that it can be delivered on the date delivery is due))
- 44- ينظر في ذلك: Richard H. Baker, op. cit., p. 4.

45- ينظر في ذلك: Richard H. Baker, op. cit., p. 4. & Katherine McGavin, op. cit., p.204.

46- ينظر ياسر بن إبراهيم الخضري مصدر سابق، ص156.

47- ينظر في ذلك: James J. Angel, op. cit., p.16. & Richard H. Baker, op. cit., p. 6.

48- ((Article 12- 1-b)) ((b) the natural or legal person has entered into an agreement to borrow the share or has another absolutely enforceable claim under contract or property law to be transferred ownership of a corresponding number of securities of the same class so that settlement can be effected when it is due.))

49- جريدة اليوم السابع، أبرز 7 أسئلة حول آلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع.

50- ((Rule 204 — Close-out Requirements. Under Rule 204, participants of a registered clearing agency must deliver securities to a registered clearing agency for clearance and settlement on a long or short sale transaction in any equity security by settlement date, or must close out a fail to deliver in any equity security for a long or short sale transaction in that equity security generally by the times described as follows: the participant must close out a fail to deliver for a short sale transaction by no later than the beginning of regular trading hours on the settlement day following the settlement date, referred to as T 4; if a participant has a fail to deliver that the participant can demonstrate on its books and records resulted from a long sale, or that is attributable to bona-fide market making activities, the participant must close out the fail to deliver by no later than the beginning of regular trading hours on the third consecutive settlement day following the settlement date, referred to as T 6....))

51- أشارت إلى المعنى ذاته المادة (2/14) من لائحة الاتحاد الأوروبي.

52- ينظر د. أرشد فواد التميمي ود. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، ط1، دار الميسرة، عمان، 2004، ص813، ود. منير إبراهيم هندي الفكر الحديث في إدارة المخاطر، مصدر سابق، ص253.

53- ينظر د. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، ص57.

54- ينظر محمد عبد المقصود محمد، مصدر سابق، ص123، ود. شعبان محمد البرواري، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، ص196.

55- ينظر: James J. Angel, op. cit., p.16. & Richard H. Baker, op. cit., p. 6.

56- ينظر د. موفق خالد إبراهيم، مصدر سابق، ص61.

57- ينظر ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضير، مصدر سابق، ص153، ود. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، مصدر سابق، ص325، ود. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، مصدر سابق، ص255.

58- ينظر: ياسر بن إبراهيم الخضير، المصدر السابق، ص153 و154، وكذلك Richard H. Baker, op. cit., p.7.

59- ينظر: محمد عبد المقصود، مصدر سابق، ص125. وكذلك: James J. Angel, op. cit., p.6. & Richard H. Baker, op. cit., p. 7.

- 60- ينظر د. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، مصدر سابق، ص55، ود. خالد وهيب الراوي، مصدر سابق، الاستثمار، ص111، ود. فهد الحويماي، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مصدر سابق، ص102.
- 61- ينظر موفق خالد إبراهيم، مصدر سابق، ص63 و64، ود. محمد عبد المقصود، مصدر سابق، ص126، ود. خورشيد أشرف إقبال، سوق الأوراق المالية، مصدر سابق 378، ود. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مصدر سابق، ص152، ود. أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، ص54. وكذلك ينظر نص المادة (5/299-ب) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.
- 62- ينظر في ذلك: James J. Angel, op. cit., p. 17.
- 63- ينظر د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مصدر سابق، ص323، وكذلك James J. Angel, op. cit., p.8, 10 & Katherine McGavin, op. cit., p.223 & Richard H. Baker, op. cit., p. 8.
- 64- ينظر في ذلك: James J. Angel, op. cit., p. 18.
- كما ينظر د. أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، ص54 و55، ود. خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مصدر سابق، ص112، ود. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار، مصدر سابق، ص13.
- 65- (Rule 201) ((which remained in place largely unmodified until 2007 stated that any security registered on a national securities exchange may be sold short at either (1) a price above the price at which the immediately preceding sale was effected (a "plus tick"), or (2) a price equal to the last sale price if it was higher than the last different price (a "zero-plus tick"))).
- 66- ينظر د. عبد الرحمن الحميدي، وعبد الرحمن الخلف، النقود والبنوك والأسواق المالية، مصدر سابق، ص55، ود. خالد وهيب الراوي، المصدر السابق، ص113.
- 67- ينظر د. خالد وهيب الراوي، الاستثمار، المصدر السابق، ص112، ود. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مصدر سابق، ص154.

CONFLICT OF INTERESTS

There are no conflicts of interest

المصادر

أولاً: الكتب

- 1- د. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز التعليم المفتوح، جامعة القاهرة، 1994.
- 2- د. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011.
- 3- د. أرشد فواد التميمي ود. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، ط1، دار الميسرة، عمان، 2004.
- 4- د. خالد وهيب الراوي، الاستثمار (مفاهيم، تحليل، استراتيجية)، ط1، دار الميسرة، عمان، 1999.
- 5- د. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، ط4، دار وائل، عمان، الأردن 2007.

- 6- د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، ط1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 7- د. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر المعاصر، 2002.
- 8- د. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006.
- 9- د. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، الأردن 1997.
- 10- د. عادل عبد الفضيل عيد، عقد السمسرة في الفقه الإسلامي والتطبيقات المعاصرة (دراسة مقارنة)، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007، ص49.
- 11- د. عبد الرحمن الحميدي ود. عبد الرحمن الخلف، النقود والبنوك والأسواق المالية، ط4، دار الطيب بخيت، 2017.
- 12- د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، ج5 (العقود التي ترد على الملكية (الهيئة والشركة))، القاهرة، 2004.
- 13- د. فليح خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006.
- 14- د. فهد الحويماي، المال والاستثمار في سوق الأوراق المالية، ط2، 2006.
- 15- ماجي منصور، البيع على المكشوف فوائده وأضراره، بحث منشور على الموقع الالكتروني (<https://www.syr-res.com>)
- 16- ود. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، ط3، دار الشروق، الأردن، 2018.
- 17- د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات)، ج2، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002.
- 18- د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط4، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2016.
- 19- د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1993.
- 20- د. موفق خالد إبراهيم، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2014.

ثانياً: الرسائل والأطاريح

- 1- ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضري، المتاجرة بالهامش في سوق الأوراق المالية - دراسة فقهية-، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الشريعة بالرياض، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2010، ص124.
- 2- د. خورشيد أشرف إقبال النداوي، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية دار العلوم، قسم الشريعة الإسلامية، جامعة القاهرة. 2005.
- 3- محمد عبد المقصود محمد غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 2018.

ثالثاً: المصادر باللغة الأجنبية

- 1- James J. Angel, Short selling around the world with applications to the , SSE , Washington, 2005 .
- 2- Katherine McGavin, Short Selling in a Financial Crisis: The Regulation of Short Sales in the United Kingdom and the United States, Northwestern Journal of International Law & Business, VOL. 30, Issue 1 Winter, 2010.
- 3- Richard H. Baker, An Introduction to Short Selling, A White Paper by Managed Funds Association, 2018 .

رابعاً: القوانين واللوائح

- 1- قانون العراق المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم 74 لسنة 2004.
- 2- التعليمات التنظيمية لتداول الأوراق المالية في سوق العراق الصادرة استناداً للقسم (3) المادة (2) من قانون سوق العراق المؤقت للأوراق المالية رقم 74 لسنة 2004.
- 3- النظام الخاص بالإيداع والتسوية والمقاصة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2007.
- 4- اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 المعدل بموجب قرار وزير الاستثمار رقم 84 لسنة 2007.
- 5- لائحة (SHO) الأمريكية الصادرة من قبل هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) بتاريخ 28/ يوليو/ 2004، والمعدلة سنة 2005.
- 6- لائحة الاتحاد الأوروبي رقم 236 لسنة 2012 الصادر من البرلمان الأوروبي في 14/مارس/2012.