

# **النظام القانوني للبيع على المكشوف**

## **«دراسة مقارنة»**

**د. أحمد باز محمد متولي**

**مدرس القانون التجاري والبحري بكلية الحقوق جامعة المنصورة  
والأستاذ المساعد بكلية الدراسات التطبيقية وخدمة المجتمع  
بجامعة الإمام عبد الرحمن بن فيصل بالمملكة العربية السعودية**

## مقدمة

### أولاً: موضوع البحث:

يُعد الاستثمار باستخدام الروافع المالية من الاستثمارات التي أصبحت منتشرة في الأسواق المالية على نطاق واسع، ويعتمد المستثمر إلى الاعتماد على أموال الغير لتحقيق المزيد من الأرباح، فيلجأ إلى الاقتراض في صورتين، الصورة الأولى وهي اقتراض النقد وتُعرف باسم آلية الشراء بالهامش، والصورة الثانية وهي اقتراض الأوراق المالية ذاتها وتُعرف باسم البيع على المكشوف.

هذا وقد أثار نظام البيع على المكشوف الكثير من الجدل منذ نشأته وإلى يومنا هذا، إلا أنه وبالرغم من ذلك، فإنه نظام معمول به في معظم أسواق الأوراق المالية المتطورة.

### ثانياً: أهمية البحث:

وقد تناولت العديد من الدراسات الأكاديمية موضوع البيع على المكشوف من وقت بعيد وإلى يومنا هذا، إلا أن معظم هذه الدراسات تتناول هذا النظام من جانبه الاقتصادي البحث، والآثار المترتبة على العمل بهذا النظام على الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية. ونظراً لندرة الدراسات - على حد علم الباحث- التي تناولت هذا الموضوع من جانبه القانوني، فقد آثرنا أن نخصص هذا البحث لتناول الجوانب القانونية لهذا الموضوع الهام في أسواق الأوراق المالية.

ومن ثم، تتجسد أهمية هذا البحث في أنه يتناول أحد الآليات التي تساهم في زيادة السيولة في سوق الأوراق المالية بما ينعكس على كفاءته، وكذلك تُساعد على مزيد من الكفاءة في التسعير، وفي نفس الوقت يبحث في مدى ملاءمة القواعد القانونية الحاكمة لمزاولة هذا النشاط للحد من الآثار السيئة المترتبة على إساءة استخدامه، ومدى استيعابها للتطورات في مختلف الأسواق العالمية.

### ثالثاً: مشكلة البحث

تكمن مشكلة البحث في أن نظام البيع على المكشوف- بالرغم من اعتباره أحد الآليات الرئيسية في معظم دول العالم- يُعد نظاماً حديثاً على الدول العربية، وتتردد في اعتماده كأحد الآليات المتاحة لديها للتداول. بالإضافة إلى أن هذا النظام- محل البحث- قد أثار كثيراً من الجدل حوله، ومن ثم، يثور التساؤل: هل من الصواب عدم الأخذ به نهائياً، أم اعتماده مع وضع الضوابط اللازمة للحد من آثاره السيئة ومنع إساءة استخدامه؟

### رابعاً: نطاق البحث:

نشاط البيع على المكشوف لا يُمارس فقط في سوق الأوراق المالية، بل في غيره من الأسواق الأخرى كأسواق العملات، إلا أننا سنقصر نطاق البحث على البيع على المكشوف في بورصة الأوراق المالية فقط.

### خامساً: منهجية البحث:

اتبع الباحث في هذه الدراسة المنهج التحليلي التأصيلي وذلك بصفة أساسية، كما أنه استخدم أيضاً المنهج المقارن بصفة تبعية وعند اللزوم، وذلك من خلال خطة البحث التالية:

### سادساً: خطة البحث:

تم تقسيم خطة البحث في هذا الموضوع إلى فصلين، وذلك على النحو التالي:

**الفصل الأول: ماهية نظام البيع على المكشوف وطبيعته القانونية.**

**الفصل الثاني: النظام القانوني للرقابة والإشراف على تنفيذ عمليات البيع على**

**المكشوف.**

## الفصل الأول

### ماهية نظام البيع على المكشوف وطبيعته القانونية

يُعد الاستثمار في بورصة الأوراق المالية من ضمن الاستثمارات التي تقوم على المضاربة. وهذه الأخيرة قد تكون في صورتها البسيطة كقيام المستثمر بشراء الأوراق المالية انتظاراً لارتفاع قيمتها، ومن ثم بيعها تحقيقاً للربح المتمثل في الفارق بين سعري الشراء والبيع. كما قد تكون المضاربة في أعلى صورها كما في صورة البيع على المكشوف والشراء بالهامش.

ويُعتبر البيع على المكشوف - بالإضافة إلى كل من الشراء بالهامش والبيع والشراء في ذات الجلسة- من قبيل الأنشطة المتخصصة التي لا يُسمح باستخدامها إلا على الأوراق المالية التي يتوافر فيها معايير محددة.

وإذا كان الطبيعي أن يقوم المستثمر بالشراء أولاً، ثم يقوم بالبيع عند ارتفاع الأسعار، إلا أن الوضع في البيع على المكشوف عكسي حيث يقوم البائع بالبيع أولاً ثم يقوم بالشراء عند انخفاض الأسعار.

وسوف نقسم هذا الفصل إلى مبحثين، نتناول في المبحث الأول ماهية البيع على المكشوف، ونخصص الثاني لبيان طبيعته القانونية.

### المبحث الأول

#### ماهية البيع على المكشوف

يُعد نظام البيع على المكشوف نظاماً قديماً ترجع جذوره إلى القرن السابع عشر؛ حيث يذهب الكثير من الاقتصاديين إلى أن بورصة أمستردام قد عرفت هذا النوع من التعاملات، وأن أول من استخدم هذا النظام هو تاجر هولندي يُدعى Isaac le Maire، وكان هذا التاجر مساهماً بنسبة كبيرة في رأس مال شركة الهند الشرقية الهولندية عام ١٦٠٢؛ حيث استثمر حوالي (٨٥٠٠٠) غيلدر في أسهم هذه الشركة، وقد توقع هذا التاجر أن هذه الشركة سوف تلحقها خسائر فادحة ونتيجة لذلك سوف تتخفف أسهمها، فعمد إلى إنشاء شركة أخرى مع ثمانية من التجار في ١٠ فبراير عام ١٦٠٩ وأطلقوا عليها اسم "Groote Company"، وقام ببيع جميع

أسهمه في شركة الهند الشرقية، بل إنه لم يكتف بذلك وإنما باع أكثر مما يملك، ولذلك يُنسب إليه ابتكار نظام البيع على المكشوف<sup>(١)</sup>.

ونتيجة لهذا الهبوط الحاد في أسهم شركة الهند الشرقية، قامت الحكومة بحظر هذا النوع من البيع عام ١٦٠٩ وذلك بناء على طلب من إدارة الشركة، إلا أن ذلك الحظر لم يؤدِ الغرض المقصود منه؛ حيث قام المستثمرون بإيجاد طرق مبتكرة للالتفاف على هذه القواعد<sup>(٢)</sup>، الأمر الذي قامت معه الحكومة بإصدار أول تنظيم للبيع القصير عام ١٦٨٩، وفرض ضريبة على الأرباح المحققة من هذا النشاط<sup>(٣)</sup>.

وشهدت الأسواق الأمريكية صراعاً مماثلاً بشأن البيع على المكشوف؛ إذ جاء الحظر الأول للبيع القصير عام ١٨١٢ عندما دخلت البلاد في الحرب، وبمرور الوقت، وجد المستثمرون<sup>(٤)</sup> الثغرات للالتفاف حول هذا الحظر، وقد ساعد على ذلك أن بورصة نيويورك كانت نشطة مع عدد قليل من الشركات المتداولة في السوق، وقد أنهت الولايات المتحدة الأمريكية هذا الحظر بحلول عام ١٨٥٠<sup>(٥)</sup>.

## المطلب الأول

### تعريف نظام البيع على المكشوف

ونقسم هذا المطلب إلى عدة فروع، نتناول في الفرع الأول مفهوم البيع على المكشوف، وفي الفرع الثاني نبين مزايا وعيوب البيع على المكشوف، ونخصص الفرع الثالث لتمييز البيع على المكشوف عما يشبهه به، كما يلي:

## الفرع الأول

### مفهوم البيع على المكشوف

(١) لمزيد من التفصيل، راجع:

Arturo(B.), Goetzmann (W.N.) and Ning(Z.), Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World (September 2004). Yale ICF Working Paper No. 02-45; EFA 2003 Annual Conference; AFA 2004 San Diego Meetings; 14th Annual Conference on Financial Economics & Accounting. Pp. 1-3. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=357800>.

(2) Taulli (T.), "All About Short Selling", McGraw-Hill Education, New York, 2011, p. 6.

(3) Angel (J.J.) and McCabe (D.M.), "The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling", Journal of Business Ethics, Vol. 85, Supplement 1: 14th Annual Vincentian International Conference on Justice for the Poor: A Global Business Ethics (2009), p. 239. Available at: <http://www.jstor.org/stable/40294836>, visited in: 9-9-2018.

(٤) ويعتبر كلٌّ من (Jacob Little, Joseph Barker, Daniel Drew) من الشخصيات البارزة التي قامت بالتلاعب في أسعار الأسهم باستخدام البيع على المكشوف، وقد أصبح Jacob Little واحداً من أكبر المضاربين في وول ستريت ومنذ عام ١٨٢٧ اشتهر بـ "Great Bear of Wall Street"، ولمزيد من التفصيل، راجع:

- Markham (J.W.), "A Financial History of the United States. (1492-1900)

From Columbus to the Robber Barrons", Vol. 1: M.E. Sharpe, New York, 2002, p. 161.

(5) Taulli (T.), Op.Cit., p. 7.

نعرض في هذا الفرع لتعريف البيع على المكشوف، وأنواعه، وأنواع البائعين على المكشوف، وأطراف البيع على المكشوف، والأوراق المالية المقبولة للبيع على المكشوف:

## أولاً: تعريف البيع على المكشوف:

لقد تعددت التعريفات الفقهية بشأن البيع على المكشوف، واختافت الألفاظ المستخدمة للدلالة عليه كالبيع القصير، اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع<sup>(١)</sup>، البيع بالعجز<sup>(٢)</sup>، البيع المسبق<sup>(٣)</sup>، وأياً كان اللفظ المستخدم للدلالة على هذا النظام<sup>(٤)</sup> فهو يشير إلى تلك الممارسة التي يقوم من خلالها البائع ببيع أوراق مالية لا يملكها مع النية لشراء أصول مماثلة لإعادتها مرة أخرى في وقت لاحق، وتحقيق ربح من الانخفاض في قيمة هذه الأصول<sup>(٥)</sup>.

وترى اللجنة الفنية للمنظمة الدولية لهيئات سوق المال (IOSCO)<sup>(٦)</sup> أن البيع على المكشوف مهما كان تعريفه، لديه بعض السمات المشتركة، وترى أن ذلك الأمر سيكون أكثر واقعية لتحديد ما إذا كانت معاملة ما تُعد بيعاً قصيراً، بتوافق عاملين: ١-

(١) هذا المصطلح الذي استخدمته اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري عند تنظيمها لهذا النشاط، وذلك بموجب الباب التاسع من ذات اللائحة (تنظيم نشاطي شراء الأوراق المالية بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع).  
(٢) د. مبارك بن سليمان محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيلية، المملكة العربية السعودية، ١٤٤٦هـ - ٢٠٠٥، ص ٧٤٣.  
(٣) د. فهد بن محمد الحويماضي، "كتاب المال والاستثمار في الأسواق المالية"، الطبعة الثانية، بدون دار نشر، ٢٠٠٦، ص ١٠١.  
(٤) راجع:

- Fabozzi (F.J.), "Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards", John Wiley & Sons, New Jersey, 2004, p 9; Tauli (T.), "All About Short Selling", McGraw-Hill Education, New York, 2011, p5.

(٥) يشمل مصطلح البيع على المكشوف بيع الأسهم وكذلك أي أصل مالي آخر بنفس الآلية (كالعملات والمشتقات)، وفي بعض الأحيان يستخدم مصطلح "البيع على المكشوف" بمعنى أكثر عمومية لتغطية مجموعة واسعة من الإجراءات التي تسمح للمستثمر بالربح من انخفاض سعر أحد الأصول بالإضافة إلى البيع على المكشوف في الأسواق العاجلة، يمكن أيضاً تنفيذ صفقة بيع على المكشوف من خلال استخدام المشتقات، سواء تم تداولها في البورصات أو خارجها (OTC). انظر:

- Moosa (I.A.), "Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation", Palgrave Macmillan UK, London, 2015, p. 141; European Commission, 2010b. Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps. 2010/0251 (COD), p. 5. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1056&from=EN>

(6) International Organization of Securities Commissions.

وهي منظمة عالمية تجمع في عضويتها هيئات أسواق المال الدولية للعمل معاً من أجل تحقيق التعاون معاً للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة المعاملات بالأسواق المالية الدولية وغير ذلك من الأهداف، ولمزيد من التفصيل، راجع الموقع الإلكتروني الخاص بالمنظمة:

[https://www.iosco.org/about/?subsection=about\\_iosco](https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco). Visited in: 23-9-2018.

للأسهم. ٢- تلك الأسهم لا يملكها البائع لحظة البيع. فإذا توافر هذان العاملان في الصفقة وجب أن تدخل عالم نشاط البيع على المكشوف<sup>(١)</sup>.

وعلى المستوى التشريعي<sup>(٢)</sup>، عرّف المشرع الأوروبي البيع على المكشوف بأنه "أي بيع لأسهم أو سندات دين، حيث البائع لا يكون مالكاً 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"<sup>(٣)</sup>. وجدير بالذكر أنه قبل إصدار لائحة (الاتحاد الأوروبي) رقم ٢٠١٢/٢٣٦، كان هناك الكثير من التفسيرات المختلفة لمصطلح "البيع على المكشوف" في دول الاتحاد الأوروبي. فالبعض لا يهتم إلا بالبيع على المكشوف العاري، ومن ثم، لا توجد حاجة لتحديد البيع على المكشوف بشكل عام، ويقوم بتعريف البيع على المكشوف العاري فقط. ولا تقدم دول أخرى سوى قائمة بالأنشطة المحظورة، والتي عادة ما يتضمنها نشاط البيع على المكشوف

(1) IOSCO, Regulation on Short Selling – Consultation Report, Appendix III (March 2009), p. 24. Available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD289.pdf>. Visited in: 23-9-2018.

(٢) لمزيد من التفصيل حول موقف التشريعات المختلفة بشأن تعريف نظام البيع على المكشوف من عدمه، راجع:

- IOSCO (2003a), "IOSCO TC SC2 Project on Transparency of Short Selling in Equity Securities. Questionnaire Responses by Question". Available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD147-3.pdf>. visited in: 24-10-2018.

(3) Art (2-b) of Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps, was published in the Official Journal of the European Union( JO) on 24 March 2012.

وقد نص المشرع في ذات المادة- بعد تعريفه للبيع القصير- على أمثلة لما لا يُعد بيعاً قصيراً وذلك على النحو التالي: ١- البيع بواسطة أي من الطرفين بموجب اتفاق إعادة شراء، حيث يوافق أحد الطرفين بأن يبيع للطرف الآخر ورقة مالية بسعر محدد، مع التزام هذا الأخير (المشتري) بإعادة بيعها له مرة أخرى في تاريخ لاحق وبسعر آخر محدد. ٢- نقل أوراق مالية بموجب عقد قرض أوراق مالية. ٣- إبرام عقد من العقود الآجلة أو عقد من عقود المشتقات المالية الأخرى حيث يتم بمقتضاه الاتفاق على بيع الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ مستقل.

وجدير بالذكر أن البعض يخلط بين نظام البيع على المكشوف واتفاق إعادة الشراء؛ حيث يذهب إلى أن عملية البيع على المكشوف تتكون من جزئين وهما: اتفاق إعادة الشراء وبيع الأسهم، انظر:

- Bianchi (R.J.) and Drew (M.E.), "A positive economics view of short selling", Banks and Bank Systems, Vol.7 Number. 2, 2012, pp. 63-65. Available at: [http://businessperspectives.org/journals\\_free/bbs/2012/BBS\\_en\\_2012\\_02\\_Bianchi.pdf](http://businessperspectives.org/journals_free/bbs/2012/BBS_en_2012_02_Bianchi.pdf) visited in: 6-10-2018.

ولمزيد من التفصيل حول معاملات إقراض الأوراق المالية، راجع: التقرير المشترك المعد بواسطة اللجنة الفنية للمنظمة الدولية لهيئات سوق المال (IOSCO) و لجنة نظم الدفع والتسوية (CPSS – COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS) المنبثقة عن بنك التسويات الدولية، يوليو عام ١٩٩٩، متاح على الرابط التالي:

<http://www.bis.org/cpmi/publ/d32.pdf> visited in: 10-11-2018.

العاري<sup>(١)</sup>. إلا أنه بعد أن أصدر الاتحاد الأوروبي لائحة (الاتحاد الأوروبي) المذكورة، توحد معها الاتحاد فيما يتعلق بتعريف البيع على المكشوف<sup>(٢)</sup>.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية، عرّفته المادة (٢٠٠) من التنظيم (SHO) الذي يمثل الإطار التنظيمي الذي يحكم البيع على المكشوف<sup>(٣)</sup> بأنه "أي بيع لأوراق مالية لم يملكها البائع، أو أي بيع يتم من خلال تسليم أوراق مالية مقترضة لحساب البائع"<sup>(٤)</sup>.

أما في مصر، فقد عرّفت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بأنه "الاتفاق بين شركة السمسرة في الأوراق المالية وأحد عملائها على أن تقوم الشركة نيابة عن العميل باقتراض أوراق مالية مملوكة لطرف آخر (مقرض) من خلال نظام إقراض الأوراق المالية لدى شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، وذلك بغرض بيع هذه الأوراق المالية وإعادتها في وقت لاحق بالشروط التي يتم الاتفاق عليها... كما يقصد بإقراض الأوراق المالية بغرض بيعها الاتفاق بين أمين الحفظ وأحد عملائه على أن يقوم أمين الحفظ بعرض الأوراق المالية المملوكة للعميل للإقراض للغير من خلال نظام إقراض الأوراق المالية لدى شركة الإيداع المركزي. ويتم الإقراض مقابل عائد

(1) كالتشريع البلجيكي قبل عام ٢٠١٢ لم يستخدم مصطلح "البيع على المكشوف"، ولكنه تحدث عن الصفقات غير المغطاة في المادة ١ من المرسوم الملكي المؤرخ في ٢٣ سبتمبر ٢٠٠٨ الذي ينص على بعض الأفعال التي تشكل إساءة استخدام السوق، ويتم تعريف هذه المعاملات غير المغطاة على النحو التالي: "المعاملات في الأسهم أو شهادات الأسهم، قابلة للتنفيذ في السوق الخاضع للتنظيم أو خارجها وبغض النظر عما إذا كانت معاملات نقدية أو عقود مستقبلية، لم يتم تغطيتها بالكامل في وقت البيع" و "المعاملات في المشتقات مع التسليم المؤجل، غير مغطى بالكامل في وقت البيع".

" Transactions in shares or share certificates, executable on or outside the regulated market and regardless of whether they are cash transactions or future contracts, which are not fully covered at the time of the sale" and "transactions in derivatives with postponed delivery, which are not fully covered at the time of the sale"

(2) Hauwermeiren (R.V), "Short selling during and after the financial crisis: regulatory initiatives in Belgium, the United Kingdom and Europ", Master's thesis, Faculty of Law Ghent University, 2014, p8. Available at: [https://lib.ugent.be/fulltxt/.../RUG01-002213437\\_2015\\_0001\\_AC.pdf](https://lib.ugent.be/fulltxt/.../RUG01-002213437_2015_0001_AC.pdf)

(٣) وقد تبنت هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) هذا التنظيم في ٢٨ يوليو ٢٠٠٤ لتشديد القيود على البيع على المكشوف، انظر:

[http://www.centerforfinancialstability.org/forum/sec\\_short\\_sale\\_limit\\_final\\_ruling\\_20100226.pdf&https://www.sec.gov/rules/final/34-50103.pdf](http://www.centerforfinancialstability.org/forum/sec_short_sale_limit_final_ruling_20100226.pdf&https://www.sec.gov/rules/final/34-50103.pdf) visited in: 18-10-2018.

(4) 17 C.F.R. § 242.200 (a), [Release No. 34-50103; File No. S7-23-03], Federal Register, Vol. 69, No. 151 /Friday, August 6, 2004/ Rules and Regulations. And also, See: <https://www.sec.gov/answers/shortsale.htm> visited in: 2-10-2018.



يحدد وفقا لقواعد هذا النظام. ويتسلم أمين الحفظ العائد من شركة الإيداع المركزي لحساب العميل<sup>(١)</sup>.

وتطلق شركة مصر للمقاصة والإيداع على هذا النظام مصطلح "تسليف الأوراق المالية"، وهو عبارة عن وعاء يحتوي على أرصدة أوراق مالية مقيدة بالبورصة ومملوكة لبعض المستثمرين الراغبين في التسليف، ويمكن من خلال هذا النظام إقراض العملاء الراغبين في بيع أوراق مالية ولا يمتلكون هذه الأوراق أو يمتلكونها ولا يرغبون في بيع الأسهم خاصتهم، وهذا التسليف بغرض البيع، وقد يُقصد نظام التسليف بغرض التسوية، أي في حالة إخلال البائع بتسليم الأوراق المالية المباعة في ميعاد التسليم.

### ثانياً: أنواع البيع على المكشوف:

البيع على المكشوف هو بيع أداة مالية لا يملكها البائع في وقت البيع<sup>(٢)</sup>. وهذا يمكن أن يحدث في عدة ظروف: ١- في حالة قيام البائع باقتراض الأسهم أو كان ينوي اقتراضها قبل ميعاد تسوية صفقة البيع. ٢- يتوقع البائع شراء الأسهم قبل التسوية. ٣- يتوقع البائع استلام الأسهم قبل التسوية. هذا يمكن أن يحدث إذا اشترى البائع مؤخراً ولكن لم يتسلم الأسهم بعد، أو يتوقع ذلك الحصول على الأسهم كجزء من إجراء شركة مثل الاندماج. ٤- يخطط البائع للاستفادة من المرونة في نظام التسوية لتأخير التسليم حتى موعد لاحق. هذا ممكن في بعض الدول<sup>(٣)</sup>.

وعليه، يمكن القول بأن هناك نوعين من البيع على المكشوف: البيع على

المكشوف المغطى Covered short selling والبيع العاري Naked short

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

(2) Angel (J.J), "Short selling around the world with applications to the SSE", 2004, p. 5, available at: [www.sse.com.cn/aboutus/research/workstation/.../station20040826.pdf](http://www.sse.com.cn/aboutus/research/workstation/.../station20040826.pdf)

(٣) في بعض الدول، توجد مرونة في عملية التسوية بحيث يمكن للمستثمرين الموافقة على التسوية مرة خارج "الطريقة العادية" لعملية التسوية، انظر:

- Angel (J.J), "Nonstandard-Settlement Transactions", Financial Management Association International, Vol. 27, No. 1 (Spring, 1998), pp. 31-46.

selling<sup>(١)</sup>، وكلاهما يتضمن بيعاً للأسهم مع نية إعادة الشراء عند انخفاض سعرها<sup>(٢)</sup>. إنما يكمن الفارق بينهما في أن البائع في النوع الأول يقوم باقتراض الأسهم قبل بيعها أو يقوم بعمل ترتيبات لضمان الحصول على الأسهم وقت البيع<sup>(٣)</sup>، بينما البائع في النوع الثاني يقوم ببيع أسهم لا يملكها ولم يقر باقتراضها<sup>(٤)</sup> - لأسباب عديدة كعدم توافر المقرضين أو عدم توافر هذه الأسهم في السوق وارتفاع الفائدة على القرض - ولا ينوي القيام بتسليمها إلا عندما ينخفض سعرها في السوق، ويُعرف أيضاً بـ "Failure to Deliver" حيث يفشل البائع في تسليم الأوراق المالية للمشتري في ميعاد التسوية<sup>(٥)</sup>، وهذا النوع الأخير هو الذي يلقي مقاومةً شديدة من مختلف الدول<sup>(٦)</sup> والذي بدأ بالحظر الهولندي عام ١٦١٠؛ حيث إن أسهم شركة الهند الشرقية كانت تُباع باستخدام هذا النوع الأخير، فلم يكن البائعون مالكيين للأسهم المبيعة كما أنهم لم يقوموا باقتراضها<sup>(٧)</sup>.

(1) Christopher (L.C.), and Heaton (J.B.), "Naked Shorting", (April 26, 2007). Regulation, 2008. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=982898>

(٢) د. محمد عبدالمقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة المتصورة، ٢٠١٨، ص ١١٦.

(3) SEC, Regulation SHO rule 203(b) (1) (ii).

(4) Zhang (Y.), "The Interactions between real earnings management and short selling activity, PhD thesis, The university of Texas at Arlington, 2014, p.29. Available at: [https://rc.library.uta.edu/uta-ir/bitstream/handle/10106/24412/Zhang\\_uta\\_2502D\\_12601.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://rc.library.uta.edu/uta-ir/bitstream/handle/10106/24412/Zhang_uta_2502D_12601.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

(5) Edwards (A.K.) and Hanley (K.W.), "Short selling and failures to deliver in initial public offerings", Journal of Financial Economics, 2007, p. 2. Available at: [http://www.researchgate.net/profile/Kathleen\\_Hanley/publication/222822783\\_Short\\_selling\\_in\\_initial\\_public\\_offerings/links/00b49525e748cd85cc000000.pdf](http://www.researchgate.net/profile/Kathleen_Hanley/publication/222822783_Short_selling_in_initial_public_offerings/links/00b49525e748cd85cc000000.pdf) last visited in: 10-10-2018; Fotak (V.), Raman (V.) and Yadav (P.K), "Naked Short Selling: The Emperor's New Clothes?", Working Paper, Available at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=4DAB046A1EE437C67E8B1A8B886938BB?doi=10.1.1.366.8421&rep=rep1&type=pdf>; European Commission, "Short selling: technical standards – Frequently asked questions", Press Release, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-12-508\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-508_en.htm?locale=en).

(٦) وإذا كان بيع الأسهم بيعاً قصيراً غير مغطى " Naked " غير قانوني، فإن هذا لا يعني أن هذه الإستراتيجية لا يمكن أن تستخدم في الأنواع الأخرى من التجارة، ففي سوق تداول العملات الأجنبية "Forex- Foreign Exchange Market" يعد هذا النوع من البيع على المكشوف حدثاً عادياً ويمارس بانتظام، انظر:

- Young (M.G.), "The Complete Guide to Selling Stocks Short: Everything You Need to Know Explained Simply", Atlantic Publishing Group, Washington, 2010, p. 179.

(7) Petram (L.O.), Op. Cit., p. 208.

وتجدر الإشارة إلى الحظر الذي قامت به العديد من الدول - ومنها الولايات المتحدة الأمريكية - بالنسبة للبيع القصير وذلك في أعقاب الأزمة التي حدثت عام ٢٠٠٨ - أزمة الرهن العقاري - ويظهر ذلك في المنشور الذي أصدرته لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية رقم ٣٤-٥٨٥٩٢ في ١٨ سبتمبر ٢٠٠٨ - وهذا الأمر الطارئ استناداً على السلطة

وجدير بالذكر أن المشرع المصري لم يسمح بالنوع الثاني من البيع على المكشوف وهو البيع غير المغطى، ويظهر ذلك جلياً من خلال المصطلح الذي أطلقه المشرع على هذا النشاط وهو اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع<sup>(١)</sup>، بل إن المشرع قد نص صراحة على أن تداول الأوراق المالية المقترضة يكون بشروط محددة، وفي مقدمتها، أن يتم اقتراض الأوراق المالية المراد التعامل عليها قبل القيام ببيعها<sup>(٢)</sup>.

### ثالثاً: أنواع البائعين على المكشوف:

هناك عدة أنواع من البائعين على المكشوف، وكل منهم لديه دوافع مختلفة للبيع على المكشوف: المضارب Speculator<sup>(٣)</sup>، المتحوط Hedger<sup>(٤)</sup>، صانع السوق Market Maker والمراجح Arbitrageur. النوع الأول يريد تحقيق ربح من التراجع المتوقع لسعر السهم، والنوع الثاني، المتحوط، له دافع معاكس، ألا وهو كبح الخسائر المحتملة الناجمة عن أمن معين يملكه. النوع الثالث، صانع السوق لديه

---

المخولة لها بموجب القسم (١٢/ك/٢) من قانون بورصة الأوراق المالية ١٩٣٤ باتخاذ إجراءات مؤقتة للاستجابة لتطورات السوق- وجاءت أهداف هذا المنشور بأنه حفاظاً على المصلحة العامة وحماية المستثمرين والحفاظ على أو استعادة سوق أوراق مالية عادلة ومنظمة، وأيضاً نتيجة للتطورات الأخيرة، ونظراً لأنه لا تزال توجد إمكانية حدوث تقلبات مفاجئة في تقلبات أسعار الأوراق المالية الأمر الذي يهدد عمل هذه الأسواق، فإنه استناداً إلى هذه الظروف الاستثنائية وغير العادية ولمنع مزيد من التدهور في هذه الأسواق، فإن اللجنة تحظر مؤقتاً على أي شخص تنفيذ بيع على المكشوف في الأوراق المالية المتداولة لبعض الشركات المالية (وهي الشركات المحددة في الملحق "أ")، وللإطلاع على هذه القائمة راجع:

Securities and Exchange Commission, Release No. 34-58592 / September 18, 2008, available at: <https://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58592.pdf> visited in: 16-10-2018.

(١) انظر: الفصل الأول من الباب التاسع من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري والذي جاء بعنوان "تنظيم نشاطي شراء الأوراق المالية بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع".

(٢) انظر المادة ٢٩٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، معدلة بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ٨٤ لسنة ٢٠٠٧.

(٣) يذهب البعض إلى أن مصطلح "مضارب" لا يصف بدقة الفئة الأولى من البائعين على المكشوف حيث لا يمثل هذا البيع على المكشوف بالضرورة تكتيات، حيث يشير ذلك إلى أن الاستثمار قصير الأجل خطير للغاية أو مبنى تماماً على تقلبات الأسعار. لذلك، فإن مصطلح "arbitrageur value" أكثر ملاءمة، حيث يحقق البائع القصير ربحاً من التناقض بين سعر السهم وقيمه الأساسية. يسمى هذا التناقض خطأ في التسعير. راجع:

- Hauwermeiren(R.V), Op.Cit, p. 10.

(٤) يختلف البائع المتحوط ببيعه عن البائع المضارب حيث يعرض هذا الأخير نفسه للمخاطرة من خلال محاولة تحقيق ربح من الانخفاض المفترض في السعر، على خلاف المتحوط الذي يخشى فقط حدوث مثل هذا الانخفاض في الأسعار. فعلى سبيل المثال مستثمر لديه حصص عالية في الشركات المدرجة في بورصة لندن. وهو واثق من الشركات التي اشتراها لأسهمه، لكنه لا يعرف الكثير عن اقتصاد المملكة المتحدة. ففي حالة تعثر الاقتصاد البريطاني، فمن المحتمل أن تتأثر أسهمه بشكل سلبي، ويرغب المستثمر في تقليل تعرضه للاقتصاد البريطاني. يمكن للمستثمر القيام بذلك عن طريق البيع على المكشوف إذا انهار اقتصاد المملكة المتحدة بالفعل، فسوف يعوض الخسائر التي تكبدتها من خلال امتلاك أسهم الشركات البريطانية عن طريق إغلاق مركز قصير في الاقتصاد البريطاني ككل. فلم يكن القصد من المتحوط لتحقيق أرباح من سقوط اقتصاد المملكة المتحدة. أراد فقط تقليل الخسائر التي سيعانيها إذا حدث ذلك.

دافع فني للبيع على المكشوف، لأنه يريد توفير السيولة والاستقرار للسوق<sup>(١)</sup>. وأخيراً، يستخدم المراجع البيع على المكشوف كطريقة للربح إذا كان سعر السهم في بورصة معينة مختلفاً عن سعر نفس السهم في بورصة مختلفة<sup>(٢)</sup>.

#### رابعاً: أطراف البيع على المكشوف:

ولتحديد أطراف البيع على المكشوف، يلزم عرض مثال على هذه العملية، حيث يقوم المستثمر (أ) باقتراض عشرة أسهم من المستثمر (ب)، ثم يقوم المستثمر (أ) ببيع الأسهم المقترضة إلى المستثمر (ج) بسعر ١٠٠ جنيه للسهم، وإذا حدث وانخفض سعر السهم إلى ٧٠ - كما يتوقع المستثمر أ - يقوم بشراء عشرة أسهم بالسعر المنخفض ويقوم بإعادتها مرة أخرى إلى المقرض (ب)، ويكون المستثمر (أ) البائع بيعاً على المكشوف قد حقق ربحاً ممتثلًا في الفرق بين سعري البيع (١٠٠٠٠ جنيه) وسعر الشراء (٧٠٠٠٠ جنيه).

وبناءً عليه، يلزم لإتمام عملية البيع على المكشوف، أن يجد المستثمر الذي يرغب في بيع أسهم على المكشوف شخصاً آخر يرغب في إقراض أسهمه. وبالإضافة إلى العميل المقرض والعميل المقترض، يوجد كل من شركة السمسرة وأمين الحفظ، وكذلك الهيئة العامة للرقابة المالية، والبورصة، وأخيراً شركة مصر للمقاصة والإيداع والتقيد المركزي، ويمثل هؤلاء أطراف عملية البيع على المكشوف. بينما يقتصر أطراف عقد اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها على كل من العميل المقترض وشركة السمسرة فقط.

(١) لا يحاول صانع السوق الربح من الزيادة أو الخسارة في سعر الأوراق المالية عندما يبيع ببيع قصير لسهم معين، فهو لا يفعل ذلك لأنه يتوقع انخفاض سعره. هذا واضح، لأن صانع السوق عادة ما يغلّق مركزاً قصيراً خلال دقائق أو حتى بعد ثوانٍ من فتحه، بل يقوم صانع السوق ببيعته بيعاً على المكشوف فقط عندما يرغب العميل في شراء سهم لا يملكه.

- Parsons John (E.), Apfel Robert (C.) and Schwert (G.), Geoffrey (S.), "Short Sales, Damages and Class Certification in 10b-5 Actions", (July 2001). Simon School of Business Working Paper No. FR 01-19. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=285768>; European Commission, Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps. 2010/0251 (COD), p.11, available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1056&from=EN>

(٢) يحقق المراجع ربحاً إذا كان سعر السهم في بورصة معينة مختلفاً عن سعر نفس السهم في بورصة مختلفة. عندما تكون أسهم معينة أرخص في البورصة A مقارنة بالبورصة B، سيشتري المراجع هذه الأسهم في البورصة A وبيعه في البورصة B.

## خامساً: الأوراق المالية المقبولة للبيع على المكشوف:

ليست كل الأسهم قابلة للتعامل عليها بالبيع على المكشوف؛ حيث يقتصر الأمر على الأسهم الأكثر نشاطاً والتي يُسمح في تداولها بتجاوز الحدود السعرية وتتوافر فيها الشروط والمعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة<sup>(١)</sup>، وتُصدر البورصة دورياً قائمة بتلك الأوراق المالية. وقد نصت المادة (٢٩٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أنه "لا يجوز أن تجرى عمليات الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع إلا على الأوراق المالية التي تتوافر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة".

### الفرع الثاني

#### مزايا وعيوب نظام البيع على المكشوف

ونتناول في هذا الفرع مزايا البيع على المكشوف وعيوبه كما يلي:

#### أولاً: مزايا البيع على المكشوف:

تتعدد مزايا البيع على المكشوف ومنها:

١- يحقق نظام البيع على المكشوف لأطرافه العديد من المزايا؛ فمقرض الأوراق المالية يستفيد من خلال مشاركته في العائد المتوقع من استثمار الضمان النقدي في أدوات الاستثمار ذات العائد الثابت (ودائع بنكية، أذون خزانة، شهادات إيداع البنك المركزي)<sup>(٢)</sup>، وهنا يُثور تساؤل: أين تذهب قيمة حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة؟ لقد أجابت اللائحة التنفيذية عن ذلك بأنه "... يتم الاحتفاظ بقيمة حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة إلى أن يتم رد هذه الأوراق المالية لنظام الإقراض"<sup>(٣)</sup>. وأمام صراحة هذا النص الأخير، لا تدخل قيمة حصيلة بيع الأوراق المالية في نطاق الأموال المسموح باستثمارها كالضمان النقدي. وبالنسبة للمقرض، فيمكن القول إن

(١) أ. أحمد حسين السيد وهشام إبراهيم، دليل المستثمر لشراء الأوراق المالية بالهامش، الهيئة العامة للرقابة المالية - سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، يوليو ٢٠١٠، ص ٨.

(٢) انظر: المادة ٢٩٨/٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ مضافة بموجب المادة ١ من قرار وزير الاستثمار رقم ٨٤ لسنة ٢٠٠٧ سابق الإشارة إليه. وفي هذه المادة نجد أن المشرع قد حدد مجالات استثمار الضمان النقدي. وكما هو واضح فقد حرص المشرع على استثماره في أدوات ذات عائد ثابت ومنعقدة المخاطر.

(٣) انظر المادة ٢٩٩ مكرر/٣ من ذات اللائحة السابقة.

نظام البيع على المكشوف قد مكّنه- في حال صدقت توقعاته وانخفضت الأسعار- من تحقيق أرباح متمثلة في الفرق بين سعري البيع والشراء ودون أن يدفع من ماله الخاص إلا الهامش النقدي المنصوص عليه قانوناً<sup>(١)</sup>، وبهذا فإن نظام البيع على المكشوف يُعد صورة من صور الرفع المالي. أما بالنسبة للوسيط فإنه يحصل على مكاسب متعددة تتمثل في العمولات التي يحصل عليها نظير عمليات البيع والشراء.

٢- وعلاوة على مزايا البيع على المكشوف للبائع نفسه، فإن البيع على المكشوف له عدد من الفوائد على الاقتصاد. فهو لا يؤدي فقط إلى زيادة كفاءة الأسعار<sup>(٢)</sup>، بل يزيد أيضاً من سيولة السوق<sup>(٣)</sup>. علاوة على ذلك، أظهر التاريخ أن البائعين على المكشوف هم في الغالب أول من يكتشف الاحتيال الذي ترتكبه الشركات<sup>(٤)</sup>.

٣- وتذهب لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC)<sup>(٥)</sup> إلى أن البيع على المكشوف يمد السوق بالعديد من الفوائد وتشمل على وجه الخصوص كفاءة التسعير Pricing Efficiency؛ وذلك عندما يُضار بالمستثمر بيعاً قصيراً أو يتحوط ضد اتجاه الأسعار نحو الهبوط، فإن الصفقة التي قام بها هي صورة مطابقة لصفقة الشخص الذي يقوم بشراء ورقة مالية تحسباً لارتفاع سعرها أو للتحوط ضد هذه

(١) انظر ذات المادة السابقة "يحدد العقد نسبة الهامش النقدي التي يودعها العميل لدى الشركة بما لا يقل عن ٥٠% من القيمة السوقية للأوراق المالية قبل اقتراضها وبيعها وتكون نسبة هذا الهامش بما لا يقل عن ٢٠% من القيمة السوقية للمندات الحكومية....".

(2) Safi (P.A.C.) and Sigurdsson (K.), "Price Efficiency and Short Selling", Review of Financial Studies, vol. 24, no. 3, 2011, 822; Boehmer (E.) and Julie (W.u.), Short Selling and the Price Discovery Process (July 16, 2012), Review of Financial Studies, Forthcoming. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=972620>

(3) Blau (B.M.), Whitby (R.J.), "How does short selling affect liquidity in financial markets?", Finance Research Letters, Vol 25, June 2018, Pages 244-250, available at: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612317303562>

(4) For example: JOHNSON (M.) "Short selling's new sultans take the stage", Financial Times, available at: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/46f0cb26-b6d5-11e4-95dc-00144feab7de.html#axzz3V28I4Jsn>; And see also: Karpoff (J.M.) and Xiaoxia (L.), "Short Sellers and Financial Misconduct", (August 5, 2009), Journal of Finance, Vol. 65, No. 5 (October 2010), pp. 1879-1913; AFA 2008 San Francisco Meetings Paper; EFA 2008 Athens Meetings Paper. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1102853>

(5) U.S. Securities and Exchange Commission.

وهي وكالة فدرالية أنشأها الكونغرس بموجب القسم الرابع من قانون بورصة الأوراق المالية ١٩٣٤ وذلك لاستعادة ثقة المستثمر في أسواق رأس المال، وللإشراف على إنفاذ القوانين الفيدرالية المتعلقة بصناعة الأوراق المالية. ولمزيد من التفاصيل راجع الموقع التالي:

<https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#create&https://www.usa.gov/federal-agencies/securities-and-exchange-commission> visited in: 23-10-2018.

الزيادة، كل من المستثمر بيعاً قصيراً والمشتري يأملان في تحقيق الربح، أو التحوط ضد الخسارة عن طريق شراء الورقة المالية بسعر محدد وبيعها بسعر أعلى. وهذه الاستراتيجيات تختلف في المقام الأول في تسلسل العمليات؛ حيث المشاركون في السوق والذين يعتقدون أن سهمًا ما مغالى في تقييمه Overvalued، قد ينخرطون في عمليات بيع قصير في محاولة منهم للاستفادة من الاختلاف بين القيمة الحالية والقيمة الاقتصادية الحقيقية لهذا السهم. مثل هؤلاء البائعين يُضيفون قدرًا من الكفاءة في تسعير الأسهم؛ وذلك لأن صفقاتهم تبلغ السوق عن تقييمهم لأداء سعر السهم في المستقبل، وبدوره ينعكس هذا التقييم في النهاية على السعر الحالي للسهم في السوق، كما يُساهم في توفير السيولة للسوق Market Liquidity؛ وذلك عن طريق زيادة كمية الأسهم المعروضة والمتاحة للمشتريين، كما أن تغطية البائعين بيعاً قصيراً لمراكزهم يساهم في زيادة كمية الأسهم المطلوبة للشراء، الأمر الذي يعود بالنفع على السوق بشكل عام من حيث زيادة وسرعة تداول الأوراق المالية<sup>(١)</sup>.

#### ثانيًا: عيوب البيع على المكشوف:

من أبرز عيوب هذا النظام أن الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر غير محدودة<sup>(٢)</sup>، وبعبارة أخرى إذا خابت توقعات المستثمر بشأن اتجاه السوق وبدلاً من أن يحدث الانخفاض المتوقع في الأسعار، حدث العكس وارتفعت الأسعار. فهنا

(١) ولمزيد من التفصيل، انظر الدراسة التي أعدها لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية عام ٢٠٠٧ بشأن البيع على المكشوف، ص ١٣-١٥، متاحة على الرابط التالي:

<http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595.pdf> last visited: 20-10-2018.

وانظر أيضاً:

- Charoenruek (A.) and Daouk(H.), "Market-Wide Short-Selling Restrictions" 2005, pp.12-20. Available at: <http://apps.olin.wustl.edu/workingpapers/pdf/2008-12-004.pdf>

(2) Taulli (T.), Op.Cit, p. 28.

وراجع كذلك: المادة ٢٩٩ مكرر/٢ من اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ معطلة بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ٨٤ لسنة ٢٠٠٧ سابق الإشارة إليه، حيث تنص على أنه " على الشركة أن تعيد تقييم الأوراق المالية المقترضة في نهاية كل يوم عمل وفقاً لتقييمها السوقية بسعر الإقفال بالبورصة ومقارنة القيمة السوقية لهذه الأوراق المالية بالضمان النقدي المقدم من العميل ..... وفي جميع الأحوال يكون للشركة اتخاذ إجراءات شراء الأوراق المالية المقترضة في الحالات التالية:

(أ) إذا لم يبق العميل بزيادة قيمة الضمان النقدي إلى النسبة المشار إليها بالفقرة السابقة وذلك بعد مرور يومي عمل على إخطاره. (ب) إذا انخفضت نسبة الضمان النقدي إلى (١٣٠%) من قيمتها السوقية بالنسبة للأوراق المالية أو (١١٠%) بالنسبة للسندات الحكومية....."

يجد هذا المستثمر نفسه مُطالباً بشراء ذات الكمية من الأسهم التي قام باقتراضها سلفاً لإعادتها إلى المقرض وأياً كان سعرها الحالي في السوق<sup>(١)</sup>.

كما يجد البائع نفسه ملزماً برد أية حقوق مالية اكتسبتها الأوراق المالية محل القرض للمقرض وذلك عند إنهاء القرض<sup>(٢)</sup>.

وتجدر الإشارة إلى أن المقرض يفقد حقه في التصويت في الجمعية العامة للشركة، وهذا أمر طبيعي وإلا ترتب على ذلك أن يكون هناك صوتان لكل سهم: صوت للبائع وصوت للمشتري الذي في حوزته السهم. وبعبارة أخرى يؤول حق التصويت إلى مشتري هذه الأوراق المالية<sup>(٣)</sup>.

وقد تؤدي عمليات البيع على المكشوف إلى خلق إشارات مضللة حول أسعار أسهم شركات معينة وأنها مغالى في تقييمها، وذلك على غير الحقيقية، ويزداد الأمر صعوبة إذا تمت هذه العمليات بالاتفاق بين البائعين، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض سعر هذه الأسهم دون مبرر يُذكر سوى عمليات البيع على المكشوف التي تمت على هذه الأسهم<sup>(٤)</sup>.

وأخيراً، قد يجد المستثمر نفسه ملزماً بإعادة هذه الأسهم، إما بشرائها من السوق بسعرها الحالي أو أن يقوم باقتراض نفس الكمية من الأوراق المالية من مقرض آخر؛ حيث إن قرض البيع على المكشوف Short Loan عادة ما يكون قابلاً

(١) راجع على سبيل المثال ما حدث بشركة فولكس فاغن الألمانية في عام ٢٠٠٨ حيث واجهت صناعة السيارات مشاكل كبيرة بسبب الركود. ومع ذلك، استمر سعر سهم فولكس فاغن في الزيادة بشكل مطرد، وأصبحت شركة فولكس فاغن لفترة وجيزة أكبر شركة في العالم من حيث القيمة السوقية يوم الثلاثاء. والسبب في ذلك قيام شركة بورش Porsche بشراء أسهم هذه الشركة وصلت إلى ٩٤.٢، وخابت توقعات البائعين على الرهان على انخفاض الأسعار، ولم يجدوا مفر من شراء أسهم الشركة بالسعر المبالغ فيه الذي وصل إليها وذلك لتغطية مراكزهم الصغيرة.

Taulli (T.), Op.Cit, p. 34.

(٢) انظر: المادة ٦/٢٩٨ من ذات اللائحة السابقة، حيث تنص على أنه "ويحتفظ مقرض الأوراق المالية طوال مدة الإقراض بجميع الحقوق والعوائد المرتبطة بملكية الأوراق المالية، ويتم تحصيل هذه الحقوق خصماً على حساب الضمان النقدي للمقرض...."

(٣) ويُعد فقد المقرض لحقه في التصويت الميزة الوحيدة التي يخسرها مقرض الأوراق المالية. وإذا أراد المقرض ممارسة حقه في التصويت فيمكنه استدعاء هذه الأوراق المالية Call Loan بما يترتب عليه إنهاء القرض بإنهاء مبكرًا، انظر:

- Fabozzi (F.J.), " Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards ", John Wiley& Sons, New Jersey, 2004, p12; Christoffersen (S.), Geczy (C.), Musto (D.) and Reed (A.), "How and Why do Investors Trade Votes, and What Does it Mean?" working paper, Wharton School of Business, University of Pennsylvania, March 2004. Available at: <http://web.hec.ca/scse/articles/Christoffersen.pdf> last visited: 22-10-2018.

(٤) د.محمد عبدالمقصود محمد غانم، المرجع السابق، ص ١٢٤، وانظر في هذا المعنى أيضاً:  
- Hauwermeiren(R.V),Op.Cit, p. 28.



للاستدعاء Call Loan من أي من الطرفين، وفي أي لحظة يبدي فيها أي منهما رغبته في ذلك. فإذا فشل المقرض في إعادة الأسهم المقرضة عند استدعائها، فيتم شراء هذه الأسهم باستخدام الضمان النقدي، وتُعرف هذه العملية بـ "a buy-in"<sup>(١)</sup>.

### الفرع الثالث

#### التمييز بين نظام البيع على المكشوف وما يتشابهه معه من أنظمة

قد تتشابه بعض الأنظمة مع البيع على المكشوف، فمن يقوم باقتراض أوراق مالية من خلال عقد قرض لا يكفي للقول بأنه قد دخل في عملية بيع على المكشوف، بل لا بد أن يكون اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها. كما أن التشابه يزداد بين البيع على المكشوف واتفاقيات إعادة الشراء وكذلك الشراء بالهامش، الأمر الذي يستلزم منا إبراز أوجه التشابه والاختلاف بينها، بشئ من التفصيل:

#### أولاً: البيع على المكشوف واتفاقيات إعادة الشراء Repo:

اتفاق إعادة الشراء هو اتفاق لبيع أوراق مالية محددة في وقت ما بسعر محدد، على أن يلتزم المشتري بإعادة البيع للبائع في وقت لاحق متفق عليه، وحيث يتم تحديد سعر إعادة الشراء مقدماً وبسعر محدد. ويُسمى هذا الاتفاق بالنسبة للمشتري اتفاق شراء عكسي Reverse-Rep<sup>(٢)</sup>، فهذه العملية بمثابة قرض مضمون secured loan حيث يقوم الطرف المشتري بإقراض البائع النقد ويأخذ الأوراق المالية على سبيل الضمان.

ويظهر من هذا الاتفاق أن مالك الأوراق المالية (البائع) يحصل على كامل القيمة السوقية لأوراقه، كما يتلقى المشتري الأوراق المالية المباعة ليتصرف فيها كيفما شاء، وهذا على خلاف الحال بالنسبة للبيع على المكشوف.

(١) ولمزيد من التفصيل، راجع:

- Engelberg (J.), Reed (A.V.) and Ringgenberg (M.C.), "Short-Selling Risk", (January 21, 2017). Journal of Finance, Forthcoming; UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2312625. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2312625>

(2) Repo market functioning, Report prepared by a Study Group established by the Committee on the Global Financial System, available at: <https://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>

وقد نصت المادة (٢٧٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على هذه الاتفاقات بالنص على أنه يجوز للشركة أن تبرم اتفاقات تتضمن الأحكام المنظمة لعمليات إعادة شراء السندات بعد بيعها وحقوق والتزامات أطراف الاتفاق، ويتم تنفيذ هذه الاتفاقات بموجب تبادل وثائق يبيع بموجبها أحد أطراف الاتفاق سندات إلى الطرف الآخر مع التزامها بإعادة بيعها للطرف الأول في تاريخ لاحق<sup>(١)</sup>.

ثانياً: البيع على المكشوف والشراء بالهامش:

يُعد نظام الشراء بالهامش صورة من صور الرفع المالي، يسمح للعميل بشراء أوراق مالية تفوق مقدراته المالية، معتمداً في ذلك على التمويل الذي سيوفره له السمسار، وتكون الأوراق المالية المشتراة لحسابه هي ذاتها ضمان لسداد هذا القرض<sup>(٢)</sup>.

وقد قام المشرع المصري بوضع تعريف محدد لنظام الشراء بالهامش، إذ عرّفه بأنه "الاتفاق بين الشركة<sup>(٣)</sup> وأحد عملائها على أن تتولى الشركة توفير التمويل اللازم لسداد جزء من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحساب هذا العميل"<sup>(٤)</sup>.

ويُعد كل من نظامي الشراء بالهامش والبيع على المكشوف وجهين لعملة واحدة وهي المتاجرة بالهامش، وإذا كان النظامان يشتركان في العديد من الأمور كضرورة فتح حساب خاص يُسمى Margin Account يتم التعامل من خلاله، وكذلك في الشروط الواجب توافرها في الأوراق المالية<sup>(٥)</sup> التي يجري التداول عليها وفق نظامي البيع على المكشوف والشراء بالهامش إلا أنهما يختلفان من عدة وجوه:

١- فمن يستخدم آلية الشراء بالهامش يُضارب على توقعاته بارتفاع الأسعار مستقبلاً، بينما لا تُستخدم آلية البيع على المكشوف إلا للمضاربة على انخفاض الأسعار.

(١) معلة بموجب قرار وزير الاقتصاد رقم ٤٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. الوقائع المصرية العدد ٢٠، تابع، بتاريخ ٢٦-١-٢٠٠٠.

(٢) Fabozzi (F.J.), "The Handbook of Financial Instruments", John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2002, p. 98.

(٣) يُقصد بالشركة هنا شركة السمسرة في الأوراق المالية وأمين حفظ الأوراق المالية.  
(٤) المادة ٢٨٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٢٥ لسنة ١٩٩٢، وقد تم تعديل هذه المادة أكثر من مرة بموجب قراراي وزير الاستثمار رقم ١٩٢ لسنة ٢٠٠٥، والقرار رقم ٨٤ لسنة ٢٠٠٧.

(٥) انظر المادة ٢٩٣ من ذات اللائحة السابقة، حيث تنص على أنه "لا يجوز أن تجرى عمليات الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع إلا على الأوراق المالية التي تتوافر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة".

٢- كما يختلف محل عقد كل منها، فالشراء بالهامش محله مبلغ من النقود، بينما البيع على المكشوف محله أدوات مالية.

٣- وأخيراً، في عملية الشراء بالهامش يلتزم مشتري الأوراق المالية بإيداع الهامش المطلوب، بينما في البيع على المكشوف يكون بائع الأوراق المالية هو الملتزم بإيداعه؛ حيث هذا الأخير هو المقترض لهذه الأوراق المالية بغرض بيعها. وبالإضافة إلى الهامش المطلوب فإن الأوراق المالية محل الشراء بالهامش تضاف إلى ضمانات الوفاء بالقرض، بينما في البيع على المكشوف تضاف قيمة حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة<sup>(١)</sup>.

## المبحث الثاني

### الطبيعة القانونية لنظام البيع على المكشوف

ونتناول في هذا المبحث الطبيعة القانونية لنظام البيع على المكشوف وذلك

من خلال ثلاثة مطالب على النحو الآتي بيانه:

المطلب الأول: مراحل إتمام عملية البيع على المكشوف.

المطلب الثاني: مرحلة شراء الأدوات المالية والوفاء بالقرض.

المطلب الثالث: التكيف القانوني للبيع على المكشوف.

## المطلب الأول

### مراحل إتمام عملية البيع على المكشوف

تمر عملية البيع على المكشوف بثلاث مراحل، تبدأ بمرحلة البحث عن مقرض للأدوات المالية، ثم بيع هذه الأخيرة، مروراً بمرحلة تسوية البيع، وأخيراً إعادة شراء أوراق مماثلة للأوراق المقترضة لإعادتها مرة أخرى، وتفصيل ذلك على النحو التالي:

(١) د. محمد عبدالمقصود محمد غانم، المرجع السابق، ص ١٢٤.

## الفرع الأول

### مرحلة اقتراض الأدوات المالية وبيعها

عندما يقرر شخص ما الاستثمار من خلال آلية البيع على المكشوف فإنه سيحتاج أولاً إلى التأكد من أنه يمكنه العثور على أسهم للاقتراض. وشركات الوساطة يكون لديها إما أسهم من حسابات الهامش الموجودة المتاحة أو أنها سوف تبحث عنها لدى شركات أخرى. هذا هو المعروف باسم سوق "إقراض الأسهم" lending shares market.

أما في مصر، فالوضع يختلف قليلاً- وذلك لأن القانون المصري لا يعرف السمسار المتعامل<sup>(1)</sup>، حيث عهدت المادة (٢٩٨) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال إلى 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 الهيئة، كما يجب أن يحقق نظام إقراض الأوراق المالية المعاملة العادلة والمتساوية لكل المقرضين (المستثمرين الراغبين في إقراض أوراقهم المالية).

ومن ثم، فإن نظام التسليف في مصر نظام مركزي، يتم من خلال جهة واحدة فقط وهي شركة الإيداع، حيث يكون هناك وعاء لديها يحتوي على أرصدة أوراق مالية مقيدة بالبورصة ومملوكة لبعض المستثمرين الراغبين في التسليف، ويتم تكوين هذا الوعاء من خلال قيام العميل بالتعاقد مع أمين الحفظ وإصدار أمر تسليف له بالأوراق المالية التي يرغب في تسليفها، وفي ذلك تنص المادة (٦/٢٩٨) من اللائحة) على أن "يلتزم أمين الحفظ والعميل المقرض بإبرام عقد لإقراض الأوراق المالية وفقاً للنموذج الذي يقدمه أمين الحفظ للهيئة، ويجب أن ينص العقد على رغبة وقبول العميل إقراض أوراقه المالية من خلال نظام إقراض الأوراق المالية بشركة

(1) تنص المادة ٩٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري السابق الإشارة إليه على أنه "يحظر على شركة السمسرة اتباع سياسة أو إجراء عمليات من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم كما يحظر عليها عقد عمليات لحسابها الخاص".

الإيداع المركزي وعلى قبوله المشاركة في عائد استثمار الضمان النقدي للأوراق المالية التي يتم إقراضها وفقا لقواعد هذا النظام. كما يلتزم أمناء الحفظ الراغبون في إقراض الأوراق المالية الخاصة بعملياتهم باتباع القواعد والإجراءات الخاصة بنظام إقراض الأوراق المالية التي تعتمدها الهيئة.

ويقوم العميل أيضا بإصدار مثل هذا الأمر إلى شركة السمسرة التي يتعامل معها لكي تقوم بدورها بتسجيل الأمر وإرساله إلى أمين الحفظ الذي يتعامل معه العميل.

وبعد ذلك، يقوم أمين الحفظ بتسجيل وإرسال أمر التسليف إلى نظام التسليف لدى شركة الإيداع، والأمر لا يخلو من أحد فرضين: الأول: أن يتم الوصول إلى الحد الأقصى للإقراض، وهنا تُضاف هذه الأسهم الواردة بأمر التسليف إلى ملف قائمة الانتظار، والثاني: أن تُضاف هذه الأسهم مباشرة في ملف المقرضين الرئيسي وذلك في حالة عدم الوصول إلى الحد الأقصى للإقراض.

وبعد تكوين وعاء التسليف على النحو السالف بيانه، يقوم العميل بالتأكد من توافر الكمية المطلوبة من الأسهم لاقتراضها، فيقوم بتقديم طلب اقتراض إلى شركة السمسرة بالإضافة إلى الضمان النقدي ومقابل الاقتراض - على ما سنبينه لاحقاً بالتفصيل - وفي ذلك تنص المادة (٢٩٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أنه "لا يجوز مباشرة عمليات شراء الأوراق المالية بالهامش إلا عن طريق شركات السمسرة أو أحد أمناء الحفظ، ولا يجوز مباشرة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع إلا عن طريق شركة من شركات السمسرة، وذلك وفقا للشروط والإجراءات والأحكام المنصوص عليها في هذا الباب، ومع عدم الإخلال بالأحكام المنصوص عليها باللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادرة بقرار وزير التجارة الخارجية رقم ٩٠٦ لسنة ٢٠٠١"، ثم بالتبعية تقوم الشركة بمخاطبة شركة الإيداع - بطبيعة الحال كل هذه المخاطبات بشكل آلي - بطلب حجز كمية للتسليف، والأمر لا يخلو من فرضين: الأول وهو أن تتوافر الكمية

المطلوبة للاقتراض، فبمجرد عرض بيع هذه الكمية في البورصة، وإما أن تكتمل عملية التسليف بتلبية عرض البيع، أو يتم فك أمر الحجز وإتاحة الكمية في الوعاء مرة أخرى وذلك في حالة عدم تلبية عرض البيع، والفرض الثاني: وهو حالة عدم كفاية الرصيد المتاح لتلبية طلب الاقتراض ومن ثم لا يتم الحجز.

وفي هذه المرحلة، فإن شركة الإيداع يكون لديها ملف للمقرضين، وكذلك ملف للمقترضين.

وقد نصت المادة (٢٩٩) من اللائحة على أن يكون تداول الأوراق المالية المقترضة بالشروط الآتية:

(أ) أن تكون الأوراق المالية المراد التعامل عليها متاحة للإقراض للشركة قبل القيام ببيعها.

(ب) أن يكون سعر بيع الأوراق المالية المقترضة إما:

١- يزيد على آخر سعر للتداول.

أو ٢- يساوي آخر سعر للتداول بشرط أن يكون آخر تغيير في سعر التداول بالزيادة.

ويرجع تاريخ قاعدة ارتفاع السعر THE UPTICK RULE إلى عام ١٩٣٨؛ حيث جاء أول تقييد رسمي على أنشطة البيع على المكشوف في عام ١٩٣٨ عندما اعتمدت هيئة الأوراق المالية والبورصات القاعدة (١٠/أ/١). وقد وضعت القاعدة أساس للسعر الذي يتم بموجبه بيع الأوراق المالية بيعاً على المكشوف وتم تطبيقها فقط على الأوراق المالية المتداولة في البورصة. وقد حظرت القاعدة (١٠/أ/١) البيع على المكشوف بسعر أقل من سعر السوق السابق الذي يبيع به الورقة المالية. وتحديدًا ما لم يكن البيع لسعر أعلى من سعر البيع السابق مباشرةً أو نفس سعر البيع الأخير إذا كان سعر البيع الأخير هذا أعلى من السعر السابق. وقد كانت القيود على البيع على المكشوف تهدف بشكل عام إلى منع التلاعب أو الانخفاض المصطنع لأسعار الأسهم بغض النظر عما إذا كان البائعون على المكشوف يقصدون هذه النتائج. وكانت القاعدة المذكورة مخصصة بشكل خاص لتعزيز أهداف السياسة

التي تسمح بالنشاط القوي للبيع على المكشوف أثناء ارتداد السوق، وفي نفس الوقت منع البيع على المكشوف من التسبب في انخفاضات أسعار السوق أو تفاقمها. وقد بقيت القاعدة (١٠ / أ / ١) سارية ولم تتغير إلى حد كبير، مع الأخذ في الاعتبار المحاولات العديدة التي تمت لتبني قاعدة أخرى أكثر فاعلية وكفاءة<sup>(١)</sup>. وفي عام ٢٠٠٤ تبنت لجنة الأوراق المالية والبورصات التنظيم (SHO) ونصت القاعدة ٢٠١ منه على منع العمل بقاعدة السعر الأعلى سالفة الذكر، وقد تم إلغاؤها نهائيًا عام ٢٠٠٧. وفي فبراير ٢٠١٠، اعتمدت لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية SEC تعديلًا للقاعدة ٢٠١، وفرض قيود على البيع على المكشوف، وذلك عن طريق اختبار السعر الذي يحظر البيع بأدنى من أفضل عرض وطني National Best Bid عندما يكون هناك انخفاض في السعر بنسبة ١٠٪ أو أكثر في اليوم<sup>(٢)</sup>. وعلى أية حال، فقد انقسمت الآراء حول مدى فاعلية هذه القاعدة وتأثير وجودها من عدمه على أسعار الأسهم<sup>(٣)</sup>.

## الفرع الثاني

### مرحلة تنفيذ التسوية

تأتي مرحلة تنفيذ التسوية بعد بيع الأوراق المالية المقترضة بالبورصة، حيث يتم تحويل الأسهم المقترضة لشركة السمسرة -التي تمثل الطرف البائع- لكي تتمكن

(1) Gregoriou (G.N.), "Handbook of Short Selling", Academic Press, USA, 2011, p.87.

(2) US Securities and Exchange Commission, 2010. Regulation SHO, Release No. <http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-34-63247>, Washington, DC, available at: 63247.pdf

(٣) ولمزيد من التفصيل حول هذه الآراء وحجج كل فريق راجع:

- Arnold (T.K.), "Is the Stock Market More Profitable with the Uptick Rule than Without It?", Testing the Steady Gain Hypothesis (October 1, 2011). Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1936896>; Fleischer (D.M.), "The Alternative Uptick Rule - Restoring Short Selling as an Asset to the Market and Striking a Regulatory Balance Between Those That Favor or Oppose Regulation", 2013, pp.5-20, available at: [https://scholarship.shu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1386&context=student\\_scholarship](https://scholarship.shu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1386&context=student_scholarship); Securities and Exchange Commission, Amendments to Regulation SHO, 2010, available at: <http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595.pdf>

من تسليمها لشركة السمسرة التي تمثل الطرف المشتري، وهذه الأخيرة تُسلم بالمقابل النقدي الذي يمثل قيمة العملية.

وفي يوم التسوية يتم خصم قيمة الضمان النقدي من البائع، كما يتم خصم قيمة العملية من حساب التسوية الخاص بشركة السمسرة المقترضة (البائع) وإضافته إلى حساب التسليف. وفي حالة عدم كفاية رصيد حساب التسوية الخاص بشركة السمسرة المقترضة لسداد قيمة الجزء المتبقي من الضمان النقدي، يتدخل صندوق ضمان التسويات ويقوم بسداد الجزء المتبقي، ويتخذ الإجراءات الخاصة بالصندوق في هذه الحالة. ويتم تقييم الضمان يوميًا حسب الاقفلات لليوم السابق، ويتم خصم الفرق من السمسار<sup>(١)</sup>.

## المطلب الثاني

### مرحلة شراء الأدوات المالية والوفاء بالقرض

يمكن أن يستمر قرض الهامش لأجل غير مسمى، مادامت الضمانات في الحساب كافية، ولم يطلب المقرض رد الأوراق المالية المقترضة. ولكن من النادر أن يكون لدى المستثمرين قروض هامشية مستمرة؛ حيث إن الإبقاء على مثل هذه القروض سيكون مكلفًا؛ إذ سيظل المستثمر بحاجة إلى دفع فائدة شهرية على قرض الهامش، ولهذا، غالبًا ما لا يحتفظ البائعون على المكشوف بمراكزهم لأكثر من عام. وتسمى عملية إنهاء مركز قصير "تغطية قصيرة" Covering the short.

وقد يقوم العميل المقرض برد الأوراق المالية المطلوبة لنظام التسليف بشركة الإيداع إما من خلال الشراء من البورصة، أو أن يقوم بالتحويل من رصيد المقرض المتاح، وفي الحالتين يتم تحويل تلك الأوراق المالية من ملف المقرضين إلى ملف المقرضين. ففي حالة الشراء بالسوق يقوم العميل بإصدار أمر شراء لشركة السمسرة لرد الأسهم المقترضة، فتقوم الشركة بتنفيذ ذلك الأمر في البورصة، ثم تقوم

(١) راجع: نظام إجراءات تسليف الأوراق المالية لغرض البيع، الصادر عن شركة مصر للمقاصة والقيود والإيداع المركزي، بدون تاريخ نشر، ص ٥. متاح على الموقع التالي:

[https://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/files/images/MCDRSHORTSELL\\_a.pps](https://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/files/images/MCDRSHORTSELL_a.pps)



برد الأوراق المالية المشتراة إلى نظام التسليف لدى شركة الإيداع، ويتم تسوية الشراء من حساب الضمانة النقدية ورد باقي الضمانة إلى حساب شركة السمسرة<sup>(١)</sup>. أما في حالة التحويل من رصيد المقرض المتاح، فيُصدر العميل تعليمات إلى أمين الحفظ لتحويل الأسهم، فيقوم الأخير برد هذه الأسهم إلى نظام التسليف لدى شركة الإيداع، ويتم رد الضمان النقدي إلى حساب شركة السمسرة<sup>(٢)</sup>.

### المطلب الثالث

#### التكييف القانوني للبيع على المكشوف

تتطلب محاولة وضع تكييف قانوني لنظام البيع على المكشوف أن نتعرض لمراحل إتمام عملية البيع على المكشوف، وكما بينا - سابقاً - فهي عملية تحتوي على قرض، وبيع، ورهن، وشراء. وذلك على النحو التالي:

تبدأ عملية البيع على المكشوف بأن تقوم شركة السمسرة باقتراض الأسهم نيابة عن العميل من خلال العقد المبرم بينهما للتعامل بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، ويُعرّف القرض بأنه "عقد يلتزم به المقرض أن ينقل إلى المقرض ملكية مبلغ من النقود أو أي شيء مثلي آخر، على أن يرد إليه المقرض عند نهاية القرض شيئاً مثله في مقداره ونوعه وصفته"<sup>(٣)</sup>، وبمقتضاه يلتزم المقرض بأن يسلم الشيء موضوع العقد إلى المقرض، ولا يجوز له أن يطالبه برد المثل إلا عند انتهاء القرض<sup>(٤)</sup>. ويُفهم من هذا التعريف أن القرض قد يرد على غير النقود مادام المحل الذي يرد عليه شيئاً مثلياً، سواء أكان مما يهلك بالاستعمال أم لا، وإنما خصصت النقود بالذكر لأنها هي التي يغلب أن يرد القرض عليها<sup>(٥)</sup>.

وإذا كان عقد القرض ينقل الملكية، فيكون المقرض مالئاً للشيء محل القرض، إلا أننا أمام صورة خاصة من عقد القرض. ففي نطاق عمليات البيع على

(١) ذات المرجع السابق، ص ٨.

(٢) نفس المرجع السابق، ذات الموضوع.

(٣) انظر المادة ٥٣٨ من القانون المدني ١٣١ لسنة ١٩٤٨.

(٤) انظر المادة ١/٥٣٩ من ذات القانون.

(٥) المتكرة الإيضاحية للقانون المدني.

المكشوف يجب أن يكون القرض مشروطاً بغرض بيع الأوراق المالية وليس للمقترض أن يقترض لأي غرض آخر، كما أن المقترض لا يلتزم برد الأوراق المالية المقترضة فحسب، بل يرد كذلك أية توزيعات أرباح في صورة نقدية أو توزيعات أرباح في صورة أسهم مجانية. وكذلك إذا حدثت تجزئة للقيمة الاسمية للأسهم، فيلتزم برد الأسهم الناتجة عن التجزئة<sup>(١)</sup>.

وبعد أن يقوم العميل باقتراض الأوراق المالية من خلال شركة السمسرة، يتم بيع هذه الأوراق مباشرة في بورصة الأوراق المالية، ويتم تسليم الأسهم مقابل ثمنها النقدي الذي يمثل قيمتها السوقية وقت البيع. وإذا كان من الطبيعي أن يحصل العميل البائع على ثمن ما باعه من أوراق مالية، إلا أنه في نطاق عمليات البيع على المكشوف لا يحصل البائع على هذا الثمن، بل يدخل في نطاق الضمان النقدي لرد الأوراق المالية المقترضة، ويتم استثماره من قبل شركة الإيداع. وبعبارة أخرى، يتم رهن ثمن الأوراق المباعة رهناً إجبارياً حتى يتم رد الأوراق المالية المقترضة في نهاية مدة القرض المتفق عليها.

ولا تنتهي عملية البيع على المكشوف - كما أسلفنا - إلا بعد أن يقوم المقترض بشراء أوراق مالية مماثلة للأوراق المقترضة، ويقوم بردها. ومن ثم، فإن عملية البيع على المكشوف هي بيع مرتبط بعقد قرض مضمون برهن محله ثمن الأوراق المالية المقترضة المباعة<sup>(٢)</sup>.

وإذا كان هذا هو الوضع في القانون المصري بالنسبة لعمليات البيع على المكشوف؛ حيث لا يسمح المشرع بمثل هذه العمليات قبل القيام باقتراض الأوراق المالية أولاً، ثم بعد ذلك يستطيع المقترض بيعها بيعاً على المكشوف، وبالتالي لا مجال للحديث عن وجود الأوراق المالية المباعة وقت البيع أم وقت التسوية مع ما يترتب على ذلك من آثار في الحالتين.

(١) د. سامي عبد الباقي أبو صالح، الآليات القانونية المستخدمة لاستغلال صعود وهبوط مؤشر البورصة - دراسة خاصة في اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها، الشراء بالهامش، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١، ص ٦٤.  
(٢) ذات المرجع السابق، ص ٧٨.

وكذلك لا مجال للحديث عن عدم وجود الأوراق المالية المباعة على المكشوف في حوزة البائع وقت تنفيذ البيع أو وقت التسوية، فمثل هذا البائع يبيع ما لا يملك، وهو بيع باطل<sup>(١)</sup>، وقد حظرت التشريعات هذه الصورة من صور البيع على المكشوف. وإذا كان بيع ملك الغير باطل إلا أن بيع الشيء المستقبلي صحيح، فإذا كان المحل غير موجود أصلاً وقت التعاقد ولكنه سيوجد فيما بعد فهذا هو الشيء المستقبلي، وهو يصح أن يكون محلاً للالتزام بشرط أن يكون معيناً أو على الأقل قابلاً للتعين<sup>(٢)</sup>.

وفيما يتعلق بالتشريعات الأخرى، كالقانون الأمريكي<sup>(٣)</sup> ولائحة الاتحاد الأوروبي بشأن البيع على المكشوف، يُنظر التساؤل حول مدى مشروعية قيام البائع ببيع أوراق مالية بيعاً على المكشوف بناءً على أن البائع وقت البيع لم يكن بحوزته الأوراق المالية، ولكنه ينوي اقتراضها قبل ميعاد تسوية صفقة البيع أو يتوقع البائع شراء الأسهم قبل التسوية أو استلام الأسهم قبل التسوية. فالبايع في الفروض السابقة لم تكن الأوراق بحوزته وقت التنفيذ ولكنه استطاع حيازتها وقت التسليم. فهنا مثل هذا البيع صحيح من الناحية القانونية<sup>(٤)</sup>.

ويُضيف القانون الفرنسي أن البيع على المكشوف يكون صحيحاً من الناحية القانونية إذا وجدت تأكيدات بوجود الأوراق المالية وقت التسليم، وكذلك إذا لم تتوافر

(١) تنص المادة ١/٤٦٦ من مدي على أنه "إذا باع شخص شيئاً معيناً بالذات وهو لا يملكه، جاز للمشتري أن يطلب إبطال البيع. ويكون الأمر كذلك ولو وقع البيع على عقار، سجل العقد أو لم يسجل". وتلاحظ أن البطلان هنا مقرر لمصلحة المشتري في خصوص علاقته بالبائع.

(٢) تنص المادة ١/١٢٦ من القانون المدني على أنه "١ - يجوز أن يكون محل الالتزام شيئاً مستقبلاً".

(3) (1) A broker or dealer may not accept a short sale order in an equity security from another person, or effect a short sale in an equity security for its own account, unless the broker or dealer has:  
(i) Borrowed the security, or entered into a bona-fide arrangement to borrow the security; or  
(ii) Reasonable grounds to believe that the security can be borrowed so that it can be delivered on the date delivery is due; and  
(iii) Documented compliance with this paragraph (b)(1)..CFR, Title 17, Chapter II, Part 242, Section 242.203 Borrowing and delivery requirements.(b-1).

(4) Art (12) of Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 .

الأوراق المالية وقت التسليم فإن البيع على المكشوف صحيح في حدود الضمانات المقدمة من العميل<sup>(١)</sup>.

وجدير بالذكر أن عملية البيع على المكشوف لا تتم إلا من خلال قيام العميل بإبرام عقد مع شركة السمسرة للتعامل باقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها، وهذا العقد يجب أن يكون مكتوباً<sup>(٢)</sup>، إلا أن الكتابة المتطلبة هنا للإثبات وليست للانعقاد، ومع ذلك تلتزم الشركة التي ترغب في مزاوله عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بإرفاق - بالإضافة إلى المرفقات الأخرى- نموذج العقد الذي تبرمه الشركة مع عملائها في شأن عمليات الشراء بالهامش أو اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع، بحسب الأحوال، وذلك وفقاً للنموذج الاسترشادي الصادر عن الهيئة في هذا الشأن<sup>(٣)</sup>. كما أن هذا العقد من عقود المعاوضة؛ حيث يحصل كل طرف على مقابل لما يقدمه. وهو عقد غير لازم؛ حيث يمكن للمقترض أن يرد القرض في أي وقت، وكذلك يمكن للمقترض أن يطلب استدعاء أوراقه المالية المقترضة. كما يمثل الزمن عنصراً جوهرياً فيه، ومن ثم فهو من العقود الزمنية؛ حيث يحتوي على قرض بفائدة يتم احتسابها بمدد زمنية. وأخيراً فإن هذا العقد يدخل في نطاق العقود الاحتمالية؛ حيث لا يمكن تحديد ما سوف يُعطيه العميل في الحال، بل يتوقف ذلك على المدة التي تستغرق تنفيذه وتصفية العقد.

## الفصل الثاني

### النظام القانوني للرقابة والإشراف على تنفيذ

#### عمليات البيع على المكشوف

يترتب على عمليات البيع على المكشوف العديد من الآثار، ولذا، كان من الطبيعي على الجهات القائمة على أمر السوق أن تخضعها لرقابة محكمة، وذلك في جميع مراحلها بداية من مرحلة منح تراخيص مزاوله هذه العمليات، مروراً بالإشراف عليها في أثناء مرحلة التنفيذ، ووصولاً إلى حل ما قد ينشأ من منازعات بين أطراف هذه العمليات.

(١) راجع: د/ سامي عبدالباقي أبو صالح، المرجع السابق، ص ٧١؛ وكذلك راجع المادة (١/١٧/٢١١) من اللقنين النقدي والمالي في دول الاتحاد الأوربي:

- "Sans préjudice du règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil, du 14 mars 2012, sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit, il est interdit à un vendeur d'instruments financiers mentionnés au I de l'article L. 211-1 et admis à la négociation sur un marché réglementé d'émettre un ordre de vente s'il ne dispose pas sur son compte des instruments financiers appelés à être cédés, ou s'il n'a pas pris les mesures nécessaires auprès d'une tierce partie afin de disposer d'assurances raisonnables sur sa capacité à livrer ces instruments financiers, au plus tard à la date prévue pour la livraison consécutive à la négociation".

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

(٣) المادة ٢٩٠/٤/ز من نفس اللائحة.

ويُتَوَرَّع التساؤل عن الشروط الواجب توافرها في شركات السمسرة لمزاولة تلك العمليات، والالتزامات الملقاة على عاتقها وعلى عاتق باقي الأطراف، والحقوق التي يتمتع بها كل طرف، وأخيراً، الدور الحيوي الذي تلعبه الجهات الرقابية بالنسبة لعمليات البيع على المكشوف والحد من المخاطر المرتبطة بها.

وبناءً على ذلك، نري تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، نتناول في المبحث الأول النظام القانوني لتنفيذ عمليات البيع على المكشوف، بينما نخصص المبحث الثاني منه لبيان دور الجهات الرقابية. وذلك على النحو التالي:

### **المبحث الأول**

#### **النظام القانوني لتنفيذ عمليات البيع على المكشوف**

نتناول في هذا المبحث ضوابط مزاولة نشاط البيع على المكشوف في المطلب الأول، ونخصص المطلب الثاني لبيان حقوق والتزامات أطراف عمليات البيع على المكشوف.

#### **المطلب الأول**

##### **ضوابط مزاولة نشاط البيع على المكشوف**

تنص المادة (٢٩٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على أنه "لا يجوز مباشرة عمليات شراء الأوراق المالية بالهامش إلا عن طريق شركات السمسرة أو أحد أمناء الحفظ ولا يجوز مباشرة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع إلا عن طريق شركة من شركات السمسرة، وذلك وفقاً للشروط والإجراءات والأحكام المنصوص عليها في هذا الباب، ومع عدم الإخلال بالأحكام المنصوص عليها باللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادرة بقرار وزير التجارة الخارجية رقم ٩٠٦ لسنة ٢٠٠١".

ويتضح لنا من النص السابق أن مزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية لا يجوز أن تتم إلا عن طريق شركة من شركات السمسرة، وبعبارة أخرى أقام المشرع نوعاً من الاحتكار القانوني لشركات السمسرة في مباشرة هذا النشاط. إلا أن هذا النص لا يُعطي لكل شركة سمسرة حاصلة على ترخيص من الهيئة العامة للرقابة المالية بمباشرة نشاط السمسرة أن تزاوّل نشاط اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها اعتماداً على هذا الترخيص، بل يلزم الحصول على ترخيص خاص من الهيئة لمباشرة هذا النشاط. وفيما يلي نتناول مجموعة من الضوابط والمتطلبات:

## أولاً: رأس مال الشركة:

ينص المبدأ رقم (٣٠) من مبادئ المنظمة الدولية لهيئات سوق المال على أنه يجب أن يكون هناك متطلبات لرأس المال وكذا لرأس المال العامل لشركات الوساطة تعكس المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركة<sup>(١)</sup>.

وقد تم تنظيم معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بموجب قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٧ وتعديلاته<sup>(٢)</sup>، والتي تهدف إلى قياس مدى قدرة هذه الشركات على مواجهة المخاطر التي ترتبط بأنشطتها وعملياتها والأوراق المالية التي تتعامل فيها، والتي تشمل على سبيل المثال لا الحصر مخاطر السوق ومخاطر التسوية ومخاطر الائتمان ومخاطر التشغيل ومخاطر السيولة. والالتزام بهذه المعايير يُعد من الوسائل الرئيسية لإدارة المخاطر بهذه الشركات، كما أنه يُعد أيضاً بمثابة رسالة موجهة من الشركة المعنية إلى المتعاملين معها تؤكد فيها قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه هؤلاء المتعاملين مما يزيد من ثقتهم في التعامل معها<sup>(٣)</sup>.

وطبقاً لنص المادة (٤/٢٩٠) والتي تنص على أنه "يجب ألا يقل صافي حقوق المساهمين بالشركة الراغبة في مزاوله عمليات الشراء بالهامش عن خمسة ملايين جنيه، وألا يقل صافي حقوق المساهمين بالشركة الراغبة في مزاوله عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع عن خمسة ملايين جنيه مصري، وبالنسبة للشركات الراغبة في مزاوله كل من عمليات الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية معاً فيجب ألا يقل صافي حقوق المساهمين بالشركة عن عشرة ملايين جنيه،

(1) IOSCO, "Objectives and Principles of Securities Regulation", Op.Cit, p. 11.

(٢) قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ١٤ لسنة ٢٠٠٧ بشأن إصدار معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بتاريخ ٢٠٠٧-٢٠٠٤. وقد تم تعديل القرار المذكور بموجب ما يلي:

قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ١٤٧ لسنة ٢٠٠٧ بتاريخ ١٣-٩-٢٠٠٧، وقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٠٣ لسنة ٢٠٠٧، وقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٨، وقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٤٧ لسنة ٢٠١٣ بتاريخ ١٨-١١-٢٠١٣، وقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٦٧ لسنة ٢٠١٧ بتاريخ ٢٣-٥-٢٠١٧، وقرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ٥٤٠ لسنة ٢٠١٧، وقرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٧٧ لسنة ٢٠١٧ (والمُنشور بالوقائع المصرية العدد ١٤٢ "تابع" بتاريخ ٢٠-٦-٢٠١٧). وجميع هذه القرارات متاحة على موقع الهيئة على الرابط التالي:

[http://www.efsa.gov.eg/tags/efsa\\_ar/bod\\_decisions.jsp](http://www.efsa.gov.eg/tags/efsa_ar/bod_decisions.jsp) visited in: 14-10-2018.

(٣) لمزيد من التفصيل: راجع د. محمد عبدالمقصود محمد غانم، المرجع السابق، ص ١٩٦ وما بعدها.

وذلك كله وفقاً لآخر قوائم مالية سنوية معتمدة أو قوائم مالية دورية تالية لها وسابقة للتقدم للحصول على موافقة الهيئة<sup>(١)</sup>.

ويُفهم من النص السابق، أن المشرع قد استلزم توافر حد أدنى من صافي حقوق المساهمين بالشركة التي ترغب في مباشرة نشاط اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها وهو خمسة ملايين جنيه مصري، وإذا كانت شركة السمسرة تجمع بين نشاط اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها ونشاط الشراء بالهامش، فإن الحد الأدنى اللازم هو عشرة ملايين جنيه.

ويشمل صافي حقوق المساهمين رأس المال المدفوع، والاحتياطيات، والأرباح المحتجزة، ويمثل ناتج قسمة إجمالي حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية القيمة الدفترية للسهم العادي، ومن ثم، فهو يُعد أكثر تعبيراً عن وضع الشركة الحقيقي من رأس المال المصدر والمدفوع.

ثانياً: طلب الحصول على مزاولة نشاط اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها:

طبقاً لنص المادة ٧/٢٩٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال تقدم الشركة طلباً بالموافقة على مزاولة هذه العمليات إلى الهيئة مرفقاً به مجموعة من المستندات منها ما يتعلق بالمركز المالي للشركة، ومنها ما يتعلق بالجهاز الإداري للشركة<sup>(٢)</sup>، والبعض الآخر يتعلق بالنواحي الفنية بالشركة، على النحو التالي:

(أ) بيانٌ بصافي رأس المال السائل للشركة وإجمالي التزاماتها في آخر يوم عمل من الشهر السابق على تاريخ الطلب وفقاً للنموذج الذي تحدده معايير الملاءة المالية الصادرة عن الهيئة للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وموقعاً من

(١) معدلة بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ٢٢ لسنة ٢٠١٤ بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣. الوقائع المصرية العدد ٤٥ تابع (أ) بتاريخ ٢٥-٢-٢٠١٤، وكان النص قبل تعديله " يجب ألا يقل رأس المال المصدر والمدفوع للشركة التي ترغب في مزاولة عمليات الشراء بالهامش عن خمسة عشر مليون جنيه، ويجب ألا يقل رأس المال المصدر والمدفوع للشركة التي ترغب في مزاولة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع عن خمسة ملايين جنيه مصري، وألا يقل رأس المال المصدر والمدفوع للشركة عن عشرين مليون جنيه إذا باشرت عمليات كل من الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع معاً".

(٢) د. محمد عبد المقصود محمد غانم، المرجع السابق، ص ٢٠٤.

المدير المالي والعضو المنتدب للشركة ومرفقاً به تقرير مراقب الحسابات عن مراجعة هذا النموذج.

(ب) آخر قوائم مالية سنوية معتمدة، أو قوائم مالية دورية تالية لها مرفقاً بها تقرير مراقب الحسابات عن مراجعة أو فحص هذه القوائم المالية.

(ج) بيانٌ بالنظام الفني لمعالجة المعلومات وما يفيد وجود خط ربط إلكتروني بين الشركة والهيئة والبورصة وشركات الإيداع والقيود المركزي بما يحقق المتابعة والرقابة وكذلك ما يفيد وجود نظام تسجيل هاتفي على النحو الوارد بالمادة (٢٦٣) من هذه اللائحة.

(د) نظام حفظ المستندات.

(هـ) نظم وأسس الرقابة الداخلية والمراجعة المالية وشهادة من مراقب حسابات الشركة بأن النظام المحاسبي المطبق بها يكفل تحقيق الالتزام بمتطلبات العمليات المطلوب مزاولتها.

(و) بيانٌ بأسماء وخبرات المديرين والعاملين لدى الشركة القائمين على إدارة العمليات المطلوب مزاولتها.

(ز) نموذج العقد الذي تبرمه الشركة مع عملائها في شأن عمليات الشراء بالهامش أو اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بحسب الأحوال، وذلك وفقاً للنموذج الاسترشادي الصادر عن الهيئة في هذا الشأن.

(ح) ما يفيد قيام الشركة بفتح حساب لعمليات التداول بالهامش لدى شركة الإيداع والقيود المركزي، طبقاً لما تحدده الهيئة في هذا الشأن.

وتصدر الهيئة قرارها في شأن الطلب خلال أسبوعين من تاريخ تقديمه أو من تاريخ استيفاء المستندات التي تطلبها. وللهيئة الإغفاء من كل أو بعض المرفقات المشار إليها إذا كانت الشركة أمين حفظ من البنوك أو فروع البنوك الأجنبية المسجلة لدى البنك المركزي، أو إذا كان قد سبق للشركة الحصول على موافقة الهيئة بمزاولة أي من العمليات المشار إليها.



## المطلب الثاني

### حقوق والتزامات أطراف عقد البيع على المكشوف

يُعد عقد البيع على المكشوف من عقود المعاوضة التي ترتب التزامات متقابلة في ذمة أطرافه، وتتناول على التوالي التزامات وحقوق كل من العميل وشركة السمسرة، هذا بالإضافة إلى الالتزامات الواقعة على شركة الإيداع، وذلك في الفروع الثلاثة الآتية:

#### الفرع الأول

##### التزامات وحقوق العميل

ونقسم هذا الفرع إلى غصنين، نتناول في الغصن الأول التزامات وحقوق العميل الراغب في إقراض أسهمه برغم أنه ليس طرفاً في عقد البيع على المكشوف إلا أنه طرفٌ في هذا النظام ككل، وفي الغصن الثاني نتناول التزامات وحقوق العميل الراغب في اقتراض الأسهم بغرض بيعها بوصفه طرفاً في كل من عقد البيع على المكشوف والنظام معاً.

#### الغصن الأول

##### التزامات وحقوق العميل الراغب في الإقراض

وفيما يلي نبين التزامات العميل وحقوقه:

##### أولاً:التزامات العميل:

يلتزم أمين الحفظ والعميل المقرض بإبرام عقد لإقراض الأوراق المالية وفقاً للنموذج الذي يقدمه أمين الحفظ للهيئة، ويجب أن ينص العقد على رغبة وقبول العميل إقراض أوراقه المالية من خلال نظام إقراض الأوراق المالية بشركة الإيداع المركزي وعلى قبوله المشاركة في عائد استثمار الضمان النقدي للأوراق المالية التي يتم إقراضها وفقاً لقواعد هذا النظام(م ٦/٢٩٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال). ومن ثم، فإن العميل المقرض بمجرد إبرامه هذا العقد فإنه يقبل أن تُتاح أوراقه المالية ضمن ملف المقرضين في نظام التسليف لدى شركة الإيداع.

##### ثانياً: حقوق العميل:

يحتفظ مقرض الأوراق المالية طوال مدة الإقراض بجميع الحقوق والعوائد المرتبطة بملكية هذه الأوراق المالية، ويتم تحصيل هذه الحقوق خصماً على حساب الضمان النقدي للمقرض.

كما يحصل مقرض الأوراق المالية على نسبة من العائد الناتج من استثمار الضمان النقدي المودع بواسطة المقرض، وذلك بالمشاركة بينه وبين شركة الإيداع بحيث تحصل الأخيرة على ٣٠%، ويحصل هو على الباقي، وهذا طبقاً لما هو منصوص عليه من قواعد تقسيم هذا العائد لدى شركة الإيداع. ويُحسب العائد يومياً بالنسبة لكل ورقة مالية على حدة، ويتم توزيع العائد كل ثلاثة شهور.

وأخيراً، يكون للمقرض طلب استرداد الأوراق المالية محل الإقراض في أي وقت وفقاً لقواعد نظام الإقراض لدى شركة الإيداع.

### الخصن الثاني

### التزامات وحقوق العميل الراغب في البيع على المكشوف

(المقرض)

ونتناول فيما يلي التزامات وحقوق العميل الراغب في البيع على المكشوف:

أولاً: التزامات العميل:

يقع على عاتق العميل التزام نقدي يتمثل في صورة هامش نقدي يحدده العقد نسبته يودعها لدى الشركة بما لا يقل عن (٥٠%) من القيمة السوقية للأوراق المالية قبل اقتراضها وبيعها، وتكون نسبة هذا الهامش بما لا يقل عن (٢٠%) من القيمة السوقية للسندات الحكومية<sup>(١)</sup>.

كما يلتزم العميل بزيادة قيمة الضمان النقدي إلى (١٥٠%) بالنسبة للأوراق المالية أو (١٢٠%) بالنسبة للسندات الحكومية، بناء على إخطار الشركة له نتيجة لزيادة القيمة السوقية لهذه الأوراق، ومن ثم انخفاض نسبة الضمان النقدي لتصبح

(١) المادة ٣/١/٢٩٩ مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(١٤٠%) من قيمتها السوقية أو (١١٥%) للسندات الحكومية (المادة ٢٩٩ مكرر/ ٢ من اللائحة).

ويتم الاحتفاظ بقيمة حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة إلى أن يتم رد هذه الأوراق المالية لنظام الإقراض (المادة ٢٩٩/٣/١ مكرر لائحة).  
وعلاوة على ما سبق، يلتزم العميل بدفع المصاريف والعمولات المحددة بالعقد المبرم بينه وبين الشركة.

كما يلتزم العميل المقترض برد الأوراق المالية المقترضة عند طلب المقرض ذلك، ووفقاً لقواعد نظام التسليف المنصوص عليها لدى شركة الإيداع.  
ثانياً: حقوق العميل:

يحق للعميل في حالة رغبته في تسوية قرض الأوراق المالية، أن يقوم في أي وقت بشراء أو إيداع الأوراق المالية بحسابه لدى أمين الحفظ المختص وإخطار شركة الإيداع المركزي بذلك، لكي يتم رد الأسهم المقترضة لصاحبها، ويحصل المقرض على الضمان النقدي الذي سبق وأن تم إيداعه.

## الفرع الثاني

### التزامات وحقوق شركة السمسرة

وتتناول في هذا الفرع بيان التزامات شركة السمسرة بصفة عامة، ثم نبين التزامات شركة السمسرة في مواجهة الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة، وأخيراً حقوق شركة السمسرة، كما يلي:

أولاً: التزامات الشركة بصفة عامة<sup>(١)</sup>:

تلتزم شركة السمسرة - بصفة عامة - بمزاولة النشاط المرخص لها به وفقاً لأحكام القانون واللائحة والقرارات الصادرة تنفيذاً لهما وطبقاً للشروط والضوابط الصادر على أساسها الترخيص وبمراعاة الأعراف التجارية في هذا الشأن ومبادئ الأمانة والعدالة والمساواة والحرص على مصالح العملاء والتي تلتزم الشركة في تحقيقها ببذل عناية الرجل الحريص<sup>(٢)</sup>.

(١) راجع بشأن التزامات شركات السمسرة، د/ ماهر مصطفى إمام، النظام القانوني الخاص لشركات السمسرة في الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة حلوان، ٢٠٠٨، ص ١١٢ وما بعدها؛ د/ صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية "دراسة مقارنة"، مؤسسة البيان، دبي، ٢٠٠٤، ص ٢٠٢ وما بعدها.  
(٢) المادة ٢١٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

وعلى الشركة أن تحتفظ في كل وقت بالحد الأدنى لصافي رأس المال السائل وفقا لمعايير الملاءة المالية الصادرة عن الهيئة. وفي حالة انخفاض صافي رأس مال الشركة السائل عن الحد المشار إليه، تلتزم الشركة بالتوقف عن قبول طلبات جديدة للشراء بالهامش أو اقتراض أوراق مالية بغرض البيع، 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 مزاولة العمليات وإلغاء الموافقة الصادرة من الهيئة في هذا الشأن واتخاذ ما يلزم من إجراءات<sup>(١)</sup>.

وعلى الشركة بذل عناية الرجل الحريص<sup>(٢)</sup> للتحقق من قدرة العملاء على الوفاء بالتزاماتهم الناتجة عن عمليات الشراء بالهامش أو عمليات اقتراض الأوراق المالية في ضوء حالتهم المالية وأهدافهم الاستثمارية ومصادر التمويل المتاحة لهم والمعلومات الأخرى المتوافرة لدى الشركة عنهم عند التعاقد، وعليها إعادة تقييم حالة العميل كلما رأت ذلك ضروريا وبحد أدنى مرة كل اثني عشر شهريا، ويجب على الشركة إمساك السجلات والمستندات الدالة على ذلك<sup>(٣)</sup>.

كما يقع على الشركة التزام بالتبصير<sup>(٤)</sup>، بأن تقوم بتسليم العميل عند إبرام الاتفاق معه بيانا موضحا فيه على وجه التفصيل مفهوم الشراء بالهامش أو اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع - بحسب الأحوال - والإجراءات والمزايا والمخاطر والأحكام الأساسية لهما، كما يجب إرسال هذا البيان لكل عميل من العملاء مرة واحدة على الأقل سنويا وفور حدوث أية تعديلات في الأحكام الأساسية التي تضمنها البيان المسلم للعميل<sup>(٥)</sup>.

(١) المادة ٢٩١ من ذات اللائحة.

(٢) لمزيد من التفصيل، راجع: د/ صلاح أمين أبو طالب، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٥.

(٣) المادة (٢٩٢/أ) من ذات اللائحة.

(٤) لمزيد من التفصيل، راجع: د/ محمد سامي عبدالصديق، المسؤولية المدنية في مجال خدمات الاستثمار - دراسة تطبيقية على أنشطة الوساطة وإدارة محافظ الأوراق المالية في البورصة (القسم الأول)، مجلة الحقوق - جامعة الكويت، ٢٤، س ٣٦، يونيو ٢٠١٢، ص ٦٥ وما بعدها؛ د/ سبير منتصر، الالتزام بالتبصير، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٠، ص ٧٩ وما بعدها.

(٥) المادة (٢٩٢/ج) من ذات اللائحة.

وعلى شركة السمسرة عند اقتراض أوراق مالية نيابة عن عميلها إيداع قيمة الضمان لدى شركة الإيداع المركزي نقداً أو خصماً على حسابات التسوية الخاصة بها لدى بنك المقاصة<sup>(١)</sup>.

كما تلتزم الشركة بمراعاة ضوابط التداول المنصوص عليها في المادة (١/٢٩٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، حيث يكون تداول الأوراق المالية المقترضة بالشروط الآتية:

(أ) أن تكون الأوراق المالية المراد التعامل عليها متاحة للإقراض للشركة قبل القيام ببيعها.

(ب) أن يكون سعر بيع الأوراق المالية المقترضة إما:

١- يزيد على آخر سعر للتداول. أو ٢- يساوي آخر سعر للتداول بشرط أن يكون آخر تغيير في سعر التداول بالزيادة.

كما يجب على الشركة أن تقوم بفتح حساب لديها للعميل، هذا الحساب خاص بعمليات البيع على المكشوف، ولا يكفي حساب المستثمر العادي لدى الشركة<sup>(٢)</sup>، حيث تنص المادة (٢/١/٢٩٩) على أن "يتم فتح حساب مستقل للعميل لدى الشركة لجميع عمليات بيع الأوراق المالية المقترضة". ويجب أن يتم ذلك من خلال عقد للتعامل بعمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع يجب أن تبرمه الشركة مع العميل ويجب أن يكون العقد مكتوباً، مع مراعاة ما يلي<sup>(٣)</sup>:

١- يقتصر التعامل على أوراق مالية تتوافر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة.

(١) المادة ٢٩٨ من ذات اللائحة.

(٢) طبقاً لنص المادة ٢٥٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال تلتزم الشركة بإبرام عقد فتح حساب من كل عميل من عملائها يتضمن طبيعة التعامل بينهما وجميع التزامات وحقوق الطرفين بما يتفق مع أحكام القانون وهذه اللائحة وذلك على وثائق تعدها الشركة لهذا الغرض وفقاً للنموذج المرفق بهذا القرار على أن يتضمن العقد المشار إليه بالإضافة إلى البيانات الواردة بالمادة (٢٢٩) ما يأتي:

١- التزام الشركة بشراء وبيع الأوراق المالية باسم ولحساب العميل. ٢- تحديد أهداف العميل الاستثمارية. ٣- تحديد ما إذا كان العميل يرغب في التعامل على شهادات إيداع عن أوراق مالية مقيدة بالبورصة المصرية. ٤- التزام الشركة ببذل أقصى درجات العناية في تنفيذ أوامر العميل. ٥- تحديد عمولة الشركة عن الخدمات التي تؤديها. ٦- بيان الأسلوب المتفق عليه في التراسل بين الطرفين وفي تسليم أوامر العميل إلى الشركة. ٧- جهة حفظ أسهم العميل. ٨- أسلوب تسوية أو حسم المنازعات التي تنشأ بين الطرفين عن تنفيذ أحكام الاتفاق. (٣) المادة ٢٩٩/ مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

٢- يتم فتح حساب مستقل للعميل لدى الشركة لجميع عمليات بيع الأوراق المالية المقترضة.

٣- يحدد العقد نسبة الهامش النقدي التي يودعها العميل لدى الشركة بما لا يقل عن (٥٠%) من القيمة السوقية للأوراق المالية قبل اقتراضها وبيعها، وتكون نسبة هذا الهامش بما لا يقل عن (٢٠%) من القيمة السوقية للسندات الحكومية، ويتم الاحتفاظ بقيمة حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة إلى أن يتم رد هذه الأوراق المالية لنظام الإقراض.

٤- يتم استقطاع الحقوق المالية والمزايا الأخرى التي تنتجها الورقة المالية من حساب الضمان النقدي للمقترض لدى الشركة لصالح المقرض. ويجب أن يشتمل العقد على الآتي:

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

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

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

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

(هـ) حالات إقفال حساب الأوراق المالية المقترضة بغرض البيع.

وطبقاً لنص المادة (٢٦٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال فإنه لا يجوز للشركة تنفيذ أمر بيع أو شراء إلا بعد التأكد من وجود الورقة المالية محل الأمر في حيازة البائع أو مودعة باسمه في نظام الحفظ المركزي وبعد التحقق من قدرة المشتري على الوفاء بالثمن أي كانت صفة العميل وسواء كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً. وفي جميع الأحوال تكون الشركة ضامنة في أموالها الخاصة لسداد ثمن

الأوراق المالية التي قامت بشرائها لحساب عملائها إذا تبين عند المطالبة به أن العميل لم يتم بتسديد ثمن الشراء.

وتلتزم الشركة طبقاً للمادة (٢٩٢) من نفس اللائحة بإمساك دفاتر وحسابات مستقلة لتسجيل عمليات الشراء بالهامش أو الاقتراض بغرض البيع. كما تلتزم الشركة بقاء جميع عمليات اقتراضها وبيعها في سجلات خاصة تتضمن البيانات الآتية:

(أ) أسماء العملاء.

(ب) أوامر التداول واسم الأوراق المالية محل التداول.

(ج) حجم العمليات التي تمت.

(د) جميع العمولات والمصاريف.

ثانياً: التزامات الشركة في مواجهة الهيئة والبورصة:

تلتزم الشركة بأن تخطر كلاً من الهيئة والبورصة في أول يوم عمل من كل أسبوع وعند طلب الهيئة أو البورصة بما يلي:

١- إجمالي الضمان النقدي لدى الشركة لعملاء بيع الأوراق المالية المقترضة.

٢- إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة لصالح العملاء.

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

٤- عدد وقيمة إخطارات العملاء لزيادة الضمان النقدي التي لم يتم العملاء بالوفاء بها.

٥- حالات شراء الأوراق المالية لتسوية حسابات العملاء المقترضين (٢٩٩/مكرر ١ لائحة).

كما تلتزم الشركة بتمكين الهيئة والبورصة من الاطلاع والحصول على جميع البيانات والمستندات المتعلقة بعمليات الشراء بالهامش أو اقتراض الأوراق

المالية بغرض البيع. وعلى الشركة بناء على طلب أي منهما توفير تلك البيانات عن طريق خط الربط الالكتروني.

ثالثاً: حقوق الشركة:

تتمثل حقوق الشركة فيما يلي:

أولاً: حق الفحص: حيث أقم المشرع نوعاً من الاحتكار القانوني على مباشرة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها، بأن قصرها على شركات السمسرة وحدها دون غيرها من الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية، فنص المشرع صراحة في المادة (٢/٢٩٠) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أنه "لا يجوز مباشرة عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع إلا عن طريق شركة من شركات السمسرة".

ثانياً: الحق في تقاضي العمولات: حيث تتقاضى الشركة عمولات ومصروفات مقابل تنفيذ عمليات الشراء بالهامش، ويتم تحديدها في العقد المبرم بينها وبين العميل<sup>(١)</sup>.

ثالثاً: الحق في تقييم المخاطر واتخاذ إجراءات شراء الأوراق المالية المقترضة: حيث يتم تقييم الأوراق المقترضة بالقيمة السوقية بسعر الإقفال المعنن بالبورصة في نهاية كل يوم عمل. وفي حالة زيادة القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة تلتزم الشركة باستكمال نسبة الضمان النقدي بناء على إخطار بذلك من شركة الإيداع المركزي، وهو ما نصت عليه المادة (٢٩٨) من اللائحة. وعلى 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. ويدخل في حساب قيمة الضمان النقدي الهامش المودع من العميل وفقاً للبند (٣) من المادة (٢٩٩ مكرر) من هذه اللائحة وقيمة حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة، وإذا تبين في أي وقت للشركة، نتيجة زيادة القيمة السوقية لهذه الأوراق، أن نسبة الضمان النقدي انخفضت إلى (١٤٠%) من قيمتها السوقية أو (١١٥%)

(١) المادة ٢/٢٩٩ د من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.



للسندات الحكومية وجب عليها إخطار العميل لزيادة قيمة الضمان النقدي إلى (١٥٠%) بالنسبة للأوراق المالية أو (١٢٠%) بالنسبة للسندات الحكومية .

وفي جميع الأحوال يكون للشركة اتخاذ إجراءات شراء الأوراق المالية المقترضة في الحالات التالية:

(أ) إذا لم يتم العميل بزيادة قيمة الضمان النقدي إلى النسبة المشار إليها بالفقرة السابقة وذلك بعد مرور يومي عمل على إخطاره.

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

وطبقاً للمادة (٢٩٩مكرر/٢) فإنه يجوز للهيئة تعديل النسب المشار إليها وفقاً لأوضاع السوق وبناء على اقتراح البورصة.

كما يجب على الشركة أن تنص صراحة على الإجراءات التي يمكن للشركة أن تتخذها في حالة عدم قيام العميل بتقديم الضمانات أو رد الأوراق المالية المقترضة عند طلبها، وكذلك حالات إقفال حساب الأوراق المالية المقترضة بغرض البيع.

### **الفرع الثالث**

#### **التزامات وحقوق شركة الإيداع**

تلعب شركة الإيداع دوراً مهماً في نطاق عمليات البيع على المكشوف، فقد ألقى المشرع على عاتقها وضع وإدارة النظام لإقراض الأوراق المالية بغرض البيع مقابل ضمان نقدي تحدده قواعد هذا النظام كنسبة مئوية من القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة، فهي التي تتلقى الأوامر المتعلقة بهذه العمليات. كما يجب أن يحقق نظام إقراض الأوراق المالية المعاملة العادلة والمتساوية لكل المقرضين (المستثمرين الراغبين في إقراض أوراقهم المالية).

كما أنه في حالة زيادة القيمة السوقية للأوراق المالية المقترضة بناء على التقييم اليومي تلتزم شركة السمسرة باستكمال نسبة الضمان النقدي بناء على إخطار بذلك من شركة الإيداع المركزي.

وأيضاً، على شركة الإيداع المركزي أن تقوم باستثمار الضمان النقدي في أدوات الاستثمار ذات العائد الثابت (ودائع بنكية، أذون خزانة، شهادات إيداع البنك المركزي) من أجل تحقيق عائد يتم توزيعه بين شركة الإيداع المركزي وأمين الحفظ بصفته نائباً عن العميل المقرض وذلك وفقاً لقواعد هذا النظام.

ويجب على شركة الإيداع المركزي موافاة الهيئة والبورصة بتقرير شهري يتضمن إجمالي رصيد الأوراق المالية المقترضة في نهاية كل شهر لكل شركة مصدره ونسبتها لإجمالي الأوراق المالية المتداولة لهذه الشركة، وعلى البورصة نشر هذا التقرير على الشاشات المعدة لذلك، وللهيئة أن تطلب البيان المذكور في أي وقت<sup>(١)</sup>.

وتحصل شركة الإيداع على نسبة من العائد الناتج من استثمار الضمان النقدي الذي يتم إيداعه في عمليات البيع على المكشوف.

### **المبحث الثاني**

#### **دور الجهات الرقابية في الإشراف والرقابة على مزاوله**

#### **عمليات البيع على المكشوف**

تثير عمليات البيع على المكشوف زعر المنظمين في كل دول العالم، فأول ما تتجه إليه الأنظار عند حدوث الأزمات المالية هم البائعون على المكشوف<sup>(٢)</sup>، ويتم اللجوء إلى تقييد هذه العمليات تارة، ويصل الأمر إلى حد المنع نهائياً تارة أخرى، ثم ما يلبث المشرع ذاته- والذي سبق وأن قام بالمنع- أن يُتيح التعامل بهذه العمليات مرة أخرى في وقت لاحق.

ويمكننا القول إن المشكلة لا تكمن في آلية البيع على المكشوف في حد ذاتها، بل إن الأمر يعتمد على استخدامها، ففي حالة إساءة استخدام هذه الآلية تتحقق أضرار

(١) المادة ٣/٢٩٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.  
(٢) وآخر هذه الأزمات ما شهدته اليونان من علامات انهيار مالي، وكذلك ما شهدته الصين من انخفاض حاد في أسواق الأسهم المالية أواخر ٢٠١٥ وأوائل عام ٢٠١٦، وفي الحالتين فإن أول ما وجهت إليه أصابع الاتهام هم البائعون على المكشوف.

بالغة بالسوق ولكن الأمر لا يمكن أن يُعالج بأسلوب المنع<sup>(١)</sup>، وإنما بوضع إطار قانوني محكم وفعال لآلية البيع على المكشوف<sup>(٢)</sup>.

ونقسم هذا المبحث إلى مطلبين، نتناول التدابير والإجراءات الخاصة بعمليات البيع على المكشوف في مطلب أول، ونخصص الثاني لبيان دور الجهات الرقابية بالنسبة لهذا النوع من العمليات.

## المطلب الأول

### التدابير والإجراءات الخاصة بعمليات

#### البيع على المكشوف

أصدرت اللجنة الفنية للمنظمة الدولية لهيئات سوق المال (IOSCO)<sup>(٣)</sup> في عام ٢٠٠٩ تقريراً عن تنظيم عمليات البيع على المكشوف، وذلك من أجل تشجيع المشرعين على تبني هذه العمليات لما لها من آثار إيجابية على الأسواق، وفي ذات الوقت تعترف بأنه قد يُساء استخدام تلك العمليات، ومن أجل ذلك نصت على أربعة مبادئ ينبغي تطبيقها في نطاق البيع على المكشوف، وبعبارة أخرى العمل على وضع إطار قانوني يسد الثغرات التي يمكن إساءة استخدامه من خلالها. وعليه، فإن اللجنة الفنية توصي بالتنظيم الفعال للبيع على المكشوف من خلال المبادئ الأربعة التالية:

أ- يجب أن تخضع عمليات البيع على المكشوف لرقابة مناسبة لتقليل أو الحد من المخاطر المحتملة التي يمكن أن تؤثر على الأداء المنظم والفعال والاستقرار في الأسواق المالية.

<sup>(١)</sup> أثبتت الدراسات أن منع البيع على المكشوف من السوق قد أدى إلى أضرار بالغة كرفع سعر البيع والطلب وتقليل حجم التداول. انظر على سبيل المثال:

- Bernal (O.), Herinckx (A.), and Szafarz(A.), "Which short-selling regulation is the least damaging to market efficiency? Evidence from Europe". International Review of Law and Economics, Vol. 37, 2014, p. 246.; Jing (c.), McMillan (G.) and Mike (B.), "Information Transmission Across European Equity Markets During Crisis Periods", The Manchester School, Vol. 86, number 6, 2018, p. 772. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3262906>

(2) Gruenewald (S.N.), Wagner (A.F) and Weber (R.H), "Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles Revisited", International Journal of Disclosure & Governance, Vol. 7, number 2, 2010, p.110. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1439652>

<sup>(٣)</sup> THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS.

ب- يجب أن يخضع البيع على المكشوف لنظام الإفصاح، بأن تُقدّم في الوقت المناسب المعلومات إلى السوق أو إلى السلطات القائمة على أمر السوق.

ج- يجب أن يخضع البيع على المكشوف لنظام صارم وفعال.

د- ينبغي أن يسمح نظام البيع على المكشوف ببعض الاستثناءات لأنواع معينة من المعاملات من أجل كفاءة أداء السوق وتنميته<sup>(1)</sup>.

وترى اللجنة أن الالتزام بهذه المبادئ من شأنه أن يساعد على تحقيق نهج تنظيمي دولي متقارب ومتناسق لعملية البيع على المكشوف، مع إدراك أن خصائص كل سوق وظروفه تلعب دوراً هاماً في تشكيل تنظيم البيع على المكشوف. وفيما يلي نتناول هذه المبادئ بشيء من التفصيل:

#### أولاً: الفشل في التسوية:

يُعدّ الفشل في التسليم Failure To Deliver من أبرز المشاكل التي تواجهه القائمين على عمليات البيع على المكشوف، ويعرف بأنه عجز البائع عن تسليم الأوراق المالية المباعة في الوقت المحدد لذلك وهو في مصر (T+2) بينما في دول أخرى كفرنسا وأمريكا يكون (T+3) و T هو يوم تنفيذ العملية في البورصة، ويُعدّ الفشل في التسليم أمراً ممكن الحدوث في البيع على المكشوف أو البيع العادي على حد سواء.

وتتباين الدول بشأن الإجراءات والضوابط المتبعة لضبط عمليات البيع على المكشوف في جميع مراحلها، فبعض الدول لا تسمح بالبيع على المكشوف إلا على أوراق مالية تتوافر فيها معايير معينة كدرجة السيولة وغيرها كهونج كونج. والبعض الآخر يضع قواعد لتقييد سعر البيع بالألا يُسمح بتنفيذ بيع على المكشوف بسعر مساوٍ أو أقل من آخر سعر تداول، وبعض الدول تتبنى نظام الإبلاغ "Flagging" بأن يتم الكشف عن أن العملية المطلوب تنفيذها في البورصة هي بيع قصير وليست بيعاً عادياً كاستراليا وكندا، وفي دول أخرى يُستخدم الهامش كأداة للتحكم في عمليات البيع

(1) IOSCO, Regulation on Short Selling – Consultation Report, 2009, Op.Cit, p. 5.

على المكشوف كاليابان، وهي جميعها إجراءات تهدف إلى تقليل المخاطر المرتبطة بعمليات البيع على المكشوف.

وتقر اللجنة الفنية أنه ليس كل هذه التدابير قد تكون مناسبة للتطبيق الشامل. فقد يكون لهذه التدابير مستويات مختلفة من الفعالية اعتماداً على ظروف السوق المحلية المحددة وطبيعة البنية التحتية للسوق. أيضاً فإن إدخال بعض من هذه التدابير (مثل قواعد تقييد الأسعار أو "الإبلاغ عن مبيعات قصيرة") في بعض الدول صعب من الناحية التشغيلية وقد يشمل تكاليف باهظة للهيئات التنظيمية والمشاركين في السوق.

ويُعد تبني أسلوب صارم للتسوية من أنجح الوسائل في ضبط السوق بصفة عامة وعمليات البيع على المكشوف بصفة خاصة. فيجب أن يوجد تنظيم فعال لتسوية حالات الفشل في التسليم، وقد يكون بأسلوب الشراء الإجباري buy-in أو الإغلاق close-out، في بعض الأسواق قد تبدأ العملية من قبل الطرف المقابل المركزي أو نظام تسوية الأوراق المالية. وفي حالات أخرى، يكون الإجماع على الشراء أو الإغلاق طلب من المشتري الذي لم يستلم الأسهم بعد عدد معين من الأيام بعد نهاية دورة التسوية. ولمزيد من الصرامة، في بعض الأسواق، يتم فرض عقوبة نقدية أيضاً على المشاركين في السوق الذين فشلوا في تسوية صفقاتهم داخل دورة التسوية.

ومن ثم، فإن وجود نظام تسوية صارم يقلل من حالات الفشل في التسليم، وينبغي تقليل عدد أيام دورة التسوية فكلما قل الفاصل الزمني بين تنفيذ الأمر وتسويته زاد من تعزيز فرص التسوية.

**ثانياً: الإفصاح والشفافية عن عمليات البيع على المكشوف:**

يُعد الإفصاح عن عمليات البيع على المكشوف أداة مهمة لتقليل المخاطر المرتبطة بهذا النوع من العمليات، وكما أوصت اللجنة الفنية للمنظمة الدولية لهيئات سوق المال (IOSCO) في تقريرها ٢٠٠٣، يجب أن يكون المنظمون في الأسواق المالية واضحين حول ما يريدون أو يتوقعون تحقيقه في تأسيس نظام الإبلاغ عن عمليات البيع على المكشوف. وفي هذا الصدد، تقترح اللجنة الفنية أنه يجب على

المنظمين في إنشاء نظام الإبلاغ الأخذ بعين الاعتبار ما يلي: توفير الوصول إلى المعلومات عن البيع على المكشوف لتحسين السوق، ردع إساءة استخدام السوق، وشرح تحركات أسعار الأسهم، توفير علامات إنذار مبكر للتحقيق في الأنشطة المشبوهة التي يمكن أن تؤثر على عمل السوق، تقديم دليل إثبات عند القيام بالتحقيقات واتخاذ إجراءات تأديبية ضد المخالف<sup>(1)</sup>.

وتتبنى الدول بشكل عام نوعين من وسائل الإفصاح: الأول وهو نظام الإبلاغ Flagging عن عمليات البيع على المكشوف، والثاني وهو تقديم التقارير. وقد تجمع الدول بين النظامين معاً لمزيد من الفعالية<sup>(2)</sup>.

### ثالثاً: الامتثال والتنظيم الفعال:

طبقاً لمبادئ المنظمة الدولية لهيئات سوق رأس المال IOSCO فإنه يجب أن يكون لدى الهيئة التنظيمية سلطات المراقبة والفحص والتفتيش الشامل. ويجب أن تتمتع الجهة التنظيمية بسلطات تنفيذ شاملة. كما يجب أن يضمن النظام الرقابي استخداماً فعالاً وذا مصداقية للتفتيش والمراقبة وتنفيذ الصلاحيات وتنفيذ برنامج الامتثال الفعال<sup>(3)</sup>.

ويمكن إجراء المراقبة والرصد من خلال التقارير عن المراكز القصيرة أو الإبلاغ عن البيع على المكشوف. والمعلومات التي يتم جمعها يمكن استخدامها للمساعدة في الكشف عن أي إساءة استخدام للسوق وكذلك تنبيه سلطات السوق من مراكز المراكز القصيرة المفتوحة التي قد تشكل مخاطر نظامية على السوق. كما يمكن لسلطات السوق إنشاء آلية لتحليل المعلومات التي تم الحصول عليها لتحديد انتهاكات السوق المحتملة والمخاطر النظامية.

(1) IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO Report, September 1998 (updated in February 2008), stated that: 'Disclosure of short sales and securities lending (or at least their reporting to the regulator) is a tool for the further reduction of risk.'. It is available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD265.pdf>.

(2) IOSCO, "Regulation on Short Selling – Consultation Report", 2009, Op.Cit, p12.

(3) IOSCO, "Objectives and Principles of Securities Regulation", Regulations(8-10), Op.Cit., p. ii.

كما أن الإلزام بإمساك الدفاتر والسجلات لتقيد عمليات البيع على المكشوف يُساعد سلطات السوق على فهم حقيقة الأمر، وبصفة خاصة خلال فترة التحقيقات، والتي يكون لها سلطة الاستفسار والطلب والاطلاع.

## المطلب الثاني

### دور الجهات الرقابية بالنسبة لعمليات البيع على المكشوف

تمثلت ردود أفعال معظم المشرعين في جميع أنحاء العالم عقب أزمة عام ٢٠٠٧ في فرض حظر أو قيود على عمليات البيع على المكشوف<sup>(١)</sup>، وظهرت هذه القيود بدرجات متفاوتة من حيث الصرامة والنطاق والمدة، وكان الهدف من ذلك استعادة الأداء المنظم لأسواق الأوراق المالية والحد من الانخفاضات غير المبررة في أسعار الأوراق المالية. وقد كان المشرعون في أمريكا والمملكة المتحدة هم أول من واجهوا الانهيار الضخم في سوق الأسهم بعد انهيار بنك الاستثمار الإخوة ليمان في سبتمبر ٢٠٠٨، من خلال تنفيذ حظر البيع على المكشوف لبعض المؤسسات المالية الكبرى. ثم اتبعت معظم الدول نهج الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة وبدأت التدخلات الطارئة في أسواق الأوراق المالية مع حظر البيع على المكشوف. وفي وقت لاحق، تحول معظم المشرعون إلى تدابير تقييدية أقل، وخاصة التزامات الإفصاح، بينما مدد آخرون حظر البيع المبكر عدة مرات، ربما من أجل إبطاء أسواقهم المالية المتعثرة أية اضطرابات إضافية محتملة أو تمديد الوقت حتى يتم تنفيذ قيود البيع على المكشوف الدائمة. في حين أن بعض البلدان كانت قيود البيع على المكشوف فيها موجودة بالفعل من قبل، وبلدان أخرى لم تعرف أية قيود على البيع على المكشوف من قبل.

ومن المثير للاهتمام، أن معظم دول أوروبا الغربية بالإضافة إلى الولايات المتحدة وكندا حددت الهيئات التنظيمية فيها القيود على المدى القصير على البيع على المكشوف لأسهم القطاع المالي، بل على وجه الخصوص وبشكل واضح مؤسسات مالية محددة. في المقابل، في البلدان الآسيوية وكذلك في أستراليا، تم تطبيق تدابير الطوارئ بشكل رئيسي على جميع أسهم الشركات المدرجة<sup>(٢)</sup>.

ونظرًا لأن رد فعل دول الاتحاد الأوروبي كان غير منظم وغير متناسق، حيث وصفه البعض بأنه اتباع لنهج مجزأ بين دول الاتحاد<sup>(٣)</sup>، كما أنه فوضوي الأمر الذي أضاف شعوراً بعدم اليقين للأزمة<sup>(٤)</sup>. فقد كانت الحاجة ماسة لإيجاد قواعد مشتركة تحكم البيع على المكشوف، وبالفعل تم انتهاج نهج مشترك ومتسق في ١٤ مارس ٢٠١٢

(١) راجع بشأن التدابير التي اتخذت في معظم دول العالم:

- Gruenewald (S.N.), Wagner (A.F) and Weber (R.H), Op.Cit, p. 5-18.

(2) Ibid, Op. Cit., p. 4.

(٣) حيث حظرت بعض الدول البيع على المكشوف لأسهم القطاع المالي فقط، وأخرى تفرضه على جميع الأسهم المدرجة بالبورصة، وذهبت الدول إلى حظر البيع العاري على أسهم القطاع المالي فقط، وأخرى تحظره بالنسبة لجميع الأسهم المدرجة، وبعض الدول تقصر الإفصاح على أسهم القطاع المالي وأخرى تشملها لك الأسهم المدرجة.

(٤) راجع بهذا الخصوص ما حدث بإيطاليا بشأن تنظيم البيع على المكشوف:

<http://www.consob.it/mainen/documenti/english/resolutions/res16971.htm>.





أولاً: حظر البيع على المكشوف غير المغطي:

طبقاً لنص المادة (١٢) من لائحة الاتحاد الأوروبي سألفة البيان، لا يجوز لأي شخص طبيعي أو معنوي القيام بعملية بيع على المكشوف إلا إذا توافر فيه أحد الشروط التالية:

١- أن يكون الشخص الطبيعي أو الاعتباري قد اقترض السهم أو اتخذ أي إجراء بديل يؤدي نفس الأثر القانوني. ٢- أن يكون الشخص الطبيعي أو الاعتباري قد أبرم عقد قرض للسهم المراد بيعه على المكشوف، أو أن لديه دين آخر قابل للتفويض عليه جبراً، بموجب قانون العقود أو الملكية، ويسمح له بأن ينقل لنفسه عدداً مماثلاً من الأوراق المالية من نفس الفئة بحيث يمكن تنفيذ التسوية في ميعادها. ٣- أن يكون الشخص الطبيعي أو الاعتباري قد أبرم اتفاقاً مع طرف ثالث، يلتزم بموجبه الأخير بالتأكد على وجود الأسهم، وأن يكون قد اتخذ في مواجهته من الإجراءات ما تجعل أي شخص طبيعي أو معنوي لديه توقع معقول بأن التسوية يمكن أن تتم في ميعادها.

ثانياً: متطلبات الشفافية:

يأخذ المشرع الأوروبي بنظام ثنائي للشفافية Two-tier transparency

system، وذلك على النحو التالي:

١- الإفصاح للسلطات الرقابية المختصة:

طبقاً لنص المادة (٥) من لائحة الاتحاد الأوروبي يلتزم كل شخص طبيعي

أو معنوي لديه مركز قصير<sup>(١)</sup> أن يفصح عنه للسلطات الرقابية المختصة<sup>(١)</sup> عندما يصل

(١) وطبقاً لنص المادة ١/٣ من لائحة الاتحاد، بعد مركزاً قصيراً المركز الناتج عن الآتي: البيع على المكشوف لسهم صادر عن شركة، أو سند دين صادر عن مصدر سيادي، أو الدخول في صفقة تؤدي إلى خلق أداة مالية أو تتعلق بها غير الأداة المنصوص عليها في الفقرة ١، حيث يكون تأثير أو أحد آثار المعاملة هو منح ميزة مالية لشخص طبيعي أو اعتباري الذي يدخل في تلك المعاملة في حالة حدوث انخفاض في سعر أو قيمة السهم أو سند الدين.

1. For the purposes of this Regulation, a position resulting from either of the following shall be considered to be a short position relating to issued share capital or issued sovereign debt: (a) a short sale of a share issued by a company or of a debt instrument issued by a sovereign issuer; (b) entering into a transaction which creates or relates to a financial instrument other than an instrument referred to in point (a) where the effect or one of the effects of the transaction is to confer a financial advantage on the natural or legal person entering into that transaction in the event of a decrease in the price or value of the share or debt instrument.

إلى أو ينخفض عن ٠.٢% من رأس مال المشروع المتمثل في أسهم، كما يلتزم أيضًا بالإفصاح عن كل زيادة بنسبة ٠.١% عن النسبة المذكورة للمركز القصير<sup>(١)</sup>.

ويُعد الإخطار للسلطات المختصة عن مراكز البيع على المكشوف ذا أهمية كبيرة؛ حيث يوفر لهم البيانات الكافية لمراقبة هذه العمليات واتخاذ الإجراءات اللازمة في حالة "إساءة استخدام السوق"، كما سيمكن مثل هذا الإخطار من عملية جمع إحصاءات عن عمليات البيع على المكشوف.

## ٢ - الإفصاح العام Public Disclosure:

يأتي المستوي الثاني من الإفصاح، وهو في هذه الحالة لا يقتصر على السلطات الرقابية فحسب، بل هو إفصاح عام، حيث يلتزم كل شخص طبيعي أو معنوي يمتلك مركزًا قصيرًا أن يفصح عنه إذا وصل إلى أو انخفض عن ٠.٥% من رأس مال الشركة المتمثل في أسهم، وكل زيادة في حدود ٠.١% عن النسبة المذكورة<sup>(٢)</sup>.

ويساعد الإفصاح العلني عن صافي المراكز القصيرة من قبل البائعين على المكشوف في التقليل من تكاليف اكتساب المعلومات للمشاركين الآخرين في السوق. كما سيتم دمج المعلومات في أسعار السوق بصورة أسرع لأنه كلما كان صافي المركز القصير بالنسبة للبائع يصل إلى أو ينخفض إلى ما دون ٠.٥%، فإن جميع

(١) وطبقًا لنص المادة ٣٢ من لائحة الاتحاد السالف ذكرها يجب على كل دولة عضو أن تحدد واحدة أو أكثر من السلطات المختصة لتنفيذ هذه اللائحة، كما يجب تحدد دور كل منها بوضوح، وتكون مسؤولة عن التنسيق وتبادل المعلومات بينها وبين الهيئة الأوروبية والأسواق للأوراق المالية والدول الأعضاء.

(2) "A natural or legal person who has a net short position in relation to the issued share capital of a company that has shares admitted to trading on a trading venue shall notify the relevant competent authority, in accordance with Article 9, where the position reaches or falls below a relevant notification threshold referred to in paragraph 2 of this Article. 2. A relevant notification threshold is a percentage that equals 0,2 % of the issued share capital of the company concerned and each 0,1 % above that".

(3) 1. A natural or legal person who has a net short position in relation to the issued share capital of a company that has shares admitted to trading on a trading venue shall disclose details of that position to the public, in accordance with Article 9, where the position reaches or falls below a relevant publication threshold referred to in paragraph 2 of this Article. 2. A relevant publication threshold is a percentage that equals 0,5 % of the issued share capital of the company concerned and each 0,1 % above that.

الأسواق الأخرى سيحصل المشاركون فيها على هذه المعلومات في يوم العمل التالي وسيكونون قادرين على التعامل في السوق بناءً على هذه المعلومات<sup>(١)</sup>.

وطبقاً لنص المادتين (٣/٥) و (٣/٦) من اللائحة المذكورة يجوز للجنة الأوروبية بناءً على الرأي الوارد إليها من الهيئة الأوروبية للأوراق المالية والأسواق أن تقوم بتعديل النسب المنصوص عليها سابقاً، في ضوء التطورات التي تطرأ على السوق<sup>(٢)</sup>.

كما أن هذه التدابير سألغة الذكر لا تسري على نشاط صانع السوق market maker وذلك بصريح نص المادة (١٧) من اللائحة المذكورة<sup>(٣)</sup>. ويجب على أي شخص يعتزم الاستفادة من هذا الإعفاء تقديم إخطار كتابي إلى السلطة المختصة قبل استخدام الإعفاء بـ ٣٠ يوماً على الأقل.

ويلاحظ أن حد الإفصاح في عمليات البيع على المكشوف أقل بكثير من حد الإفصاح عن المراكز الطويلة، والتي تم تحديدها بـ ٥% في كل من الاتحاد الأوروبي<sup>(٤)</sup> والولايات المتحدة<sup>(٥)</sup>.

وعلى النقيض من استجابة الاتحاد الأوروبي، لم يتناول الكونجرس الأمريكي قضية البيع على المكشوف في قانون أو لائحة محددة في أعقاب الأزمة. وبدلاً من ذلك منح لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC)<sup>(٦)</sup> سلطة واسعة لتنظيم المزيد من عمليات البيع على المكشوف بموجب قانون DoddFrank إصلاح وول

(١) ومع ذلك يري البعض أن الإفصاح العام لصافي مراكز البيع على المكشوف له آثار سلبية على كفاءة السوق، وحركات أسعار الأسهم، ومن ثم، تم اقتراح أن يكون الإفصاح في شكل مجمل وليس بشكل مفصل، انظر:

- Wyman (O.), "The Effects of Short Selling Public Disclosure Regimes on Equity Markets – A Comparative Analysis of US and European Markets", 2010, Available at: [http://www.oliverwyman.com/ow/pdf\\_files/OW\\_EN\\_FS\\_PUBL\\_2010\\_Short\\_Selling.pdf](http://www.oliverwyman.com/ow/pdf_files/OW_EN_FS_PUBL_2010_Short_Selling.pdf)

(2) The European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority) (ESMA) may issue an opinion to the Commission on adjusting the thresholds referred to in paragraph 2, taking into account the developments in financial markets.

(3) Articles 5, 6, 7, 12, 13 and 14 shall not apply to transactions performed due to market making activities.

(4) Directive 2004/109 of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the Harmonisation of Transparency Requirements in Relation to Information About Issuers Whose Securities are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2001/34/EC, art. 9.1, 2004 O.J. (L 390) 38, 47.

(5) Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78m(d)(1) (2011), "(d) Reports by persons acquiring more than five per centum of certain classes of securities"

(6) Securities and Exchange Commission.

ستريت وحماية المستهلك ٢٠١٠<sup>(١)</sup>، لاسيما القسم ٩٢٩X منه والذي يمنح لجنة الأوراق المالية والبورصات سلطة في جملة أمور كتصميم برامج جديدة لمتطلبات الإفصاح والقواعد اللازمة أو المناسبة لضمان ذلك، وخيارات الإنفاذ المناسبة ضد التلاعب من خلال البيع على المكشوف عند الاقتضاء<sup>(٢)</sup>.

وفي مصر، ونظرًا لعدم تفعيل آلية البيع على المكشوف حتى الآن، فلا يمكننا الحكم على أداء الجهات الرقابية بشأن ممارسة هذا النشاط، ولكن طبقًا للقواعد الحالية المنظمة لهذا النشاط، فإن شركة الإيداع يقع على عاتقها دور مهم في عمليات الشراء بالهامش بداية من تكوين وعاء التسليف والذي من خلاله يمكن إقراض الأسهم وانتهاءً بمرحلة رد هذه الأوراق المالية المقترضة مرة أخرى.

ويقع على الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة عبء كبير فيما يتعلق بالموافقة على منح ترخيص بمزاولة نشاط اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها والتأكد من توافر شروط مزاولة النشاط وكذلك استمراريتها. وقد يصل الأمر إلى حد منع الشركة من مزاولة النشاط وإلغاء الترخيص الممنوح، واتخاذ ما يلزم من إجراءات، وكذلك اتخاذ إجراءات المتابعة والمراقبة من خلال التقارير الأسبوعية والشهرية التي ترد إليه من شركات السمسرة وكذلك شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي بشأن عمليات البيع على المكشوف.

(١) تم توقيع قانون دود فرانك لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلك في ٢١ يوليو ٢٠١٠ من قبل الرئيس باراك أوباما. ويهدف هذا التشريع إلى إعادة تشكيل النظام التنظيمي في الولايات المتحدة في عدد من المجالات بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر حماية المستهلك، والقيود التجارية، وتقييم الائتمان، وتنظيم المنتجات المالية، وحوكمة الشركات والإفصاح عنها، والشفافية. والمنشور بـ Public Law 111-203-2012.

(2) Elineau (R.B.), Op.Cit, p. 8.

ولمزيد من التفصيل حول تنظيم البيع على المكشوف في الولايات المتحدة منذ نشأته والتعديلات التي أدخلت عليه،

راجع:

- McCaffrey (D.B), "Review of the Policy Debate Over Short Sale Regulation During the Market Crisis." Albany Law Review, Vol. 73, No (2), (April 2010), pp.483-519, available at: <https://www.albany.edu/.../ifmr/McCaffrey-Short-Sale-Regulation.pdf>.

## الخاتمة

تناولنا في هذه الدراسة نشاط البيع على المكشوف، وتبين لنا أنه يخالف القاعدة التقليدية في الاستثمار من حيث الشراء أولاً ثم البيع لاحقاً، فهو يقوم على البيع أولاً ثم الشراء لاحقاً، ومن ثم، فهو عبارة عن نشاط يقوم من خلاله البائع ببيع أوراق مالية لا يملكها مع النية لشراء أصول مماثلة لإعادتها مرة أخرى في وقت لاحق، وتحقيق ربح من الانخفاض في قيمة هذه الأصول.

كما تبين لنا أن هذا النشاط ليس حديث العهد بالأسواق المالية، بل إنه نظام قديم ترجع جذوره إلى القرن السابع عشر، وهو أيضاً نظام معمول به في معظم دول العالم.

وقد تبنت مصر عام ٢٠٠٢ هذه الآلية من خلال سنن القواعد التي تحكم نشاطي الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها، إلا أنه وإن كانت توجد قواعد قانونية تحكم هذا النشاط إلا أنه لم يفعل إلى وقتنا هذا على الرغم من تفعيل نشاط الشراء بالهامش، ولذلك فإننا ندعو السلطات القائمة على شأن بورصة الأوراق المالية إلى تفعيله لكي يحد من عيوب الشراء بالهامش.

كما أننا نؤيد ما ذهب إليه المشرع من حظر البيع على المكشوف العاري، وذلك باشتراط سبق الاقتراض قبل القيام بعملية البيع، ومن ثم عدم الوقوع في مخاطر الفشل في التسوية.

كما أننا نوصي بضرورة الوقوف والاطلاع على أحدث الممارسات الدولية بشأن البيع على المكشوف، من أجل الوصول إلى إطار قانوني محكم.

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع العربية:

- أ. أحمد حسين السيد وهشام إبراهيم، دليل المستثمر لشراء الأوراق المالية بالهامش، الهيئة العامة للرقابة المالية، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، يوليو ٢٠١٠.
- د. سامي عبد الباقي أبو صالح، الآليات القانونية المستخدمة لاستغلال صعود وهبوط مؤشر البورصة - دراسة خاصة في اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها، الشراء بالهامش-، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١١.
- د. فهد بن محمد الحويماي، كتاب المال والاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة الثانية، بدون دار نشر، ٢٠٠٦.
- د. محمد عبدالمقصود محمد غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق - جامعة المنصورة، ٢٠١٨.

### ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

- **Angel (J.J.) and McCabe (D.M.)**, "The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling", Journal of Business Ethics, Vol. 85, Supplement 1: 14th Annual Vincentian International Conference on Justice for the Poor: A Global Business Ethics (2009), p. 239. Available at: <http://www.jstor.org/stable/40294836>.
- **Angel (J.J.)**, "Short selling around the world with applications to the SSE", 2004, Available at: [www.sse.com.cn/aboutus/research/workstation/.../station20040826.pdf](http://www.sse.com.cn/aboutus/research/workstation/.../station20040826.pdf)
- Nonstandard-Settlement Transactions, Financial Management Association International, Vol. 27, Number 1 (Spring 1998).
- **Arnold (T.K.)**, "Is the Stock Market More Profitable with the Uptick Rule than Without It? Testing the Steady Gain Hypothesis 2011". Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1936896>
- **Arturo(B.), Goetzmann, (W.N.) and Ning (Z.)**, "Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World", (September 2004). Yale ICF Working Paper No. 02-45; EFA 2003 Annual Conference; AFA 2004 San Diego Meetings; 14th Annual Conference on Financial Economics & Accounting. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=357800>.

- **Bernal (O.), Herinckx (A.), and Szafarz(A.),**"Which short-selling regulation is the least damaging to market efficiency? Evidence from Europe". *International Review of Law and Economics*, Vol. 37,2014.
- **Bianchi (R.J.) and Drew (M.E.),** "A positive economics view of short selling ", *Banks and Bank Systems*, Vol. 7, Number 2, 2012, Available at: [http://businessperspectives.org/journals\\_free/bbs/2012/BBS\\_en\\_2012\\_02\\_Bianchi.pdf](http://businessperspectives.org/journals_free/bbs/2012/BBS_en_2012_02_Bianchi.pdf)
- **Blau (B.M), Whitby (R.J),** "How does short selling affect liquidity in financial markets?", *Finance Research Letters*, Vol. 25, 2018, available at: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612317303562>
- **Boehmer (E.) and Julie (W.U.),** "Short Selling and the Price Discovery Process", *Review of Financial Studies* 2013, Vol. 26, Number 2, 318. 38.
- **Charoenrook (A.) and Daouk (H.),** "Market-Wide Short-Selling Restrictions", 2005, pp. 12-20. Available at: <http://apps.olin.wustl.edu/workingpapers/pdf/2008-12-004.pdf>
- **Christoffersen (S.), Geczy(C.),Musto (D.) and Reed (A.),** "How and Why do Investors Trade Votes, and What Does it Mean?", working paper, Wharton School of Business, University of Pennsylvania, March 2004. Available at: <http://web.hec.ca/scse/articles/Christoffersen.pdf>
- **Christopher (L.C.), and Heaton (J.B.),** "Naked Shorting Regulation", 2008. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=982898>
- **Edwards (A.K.) and Hanley (K.W.),** "Short selling and failures to deliver in initial public offerings", *Journal of Financial Economics*, Available at: [http://www.researchgate.net/profile/Kathleen\\_Hanley/publication/222822783\\_Short\\_selling\\_in\\_initial\\_public\\_offerings/links/00b49525e748cd85cc000000.pdf](http://www.researchgate.net/profile/Kathleen_Hanley/publication/222822783_Short_selling_in_initial_public_offerings/links/00b49525e748cd85cc000000.pdf)
- **Elineau (R.B.),** "Regulating Short Selling in Europe After the Crisis", *Brigham Young University International Law & Management Review*, vol. 8, Number 2, 2012, Available at: <https://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1098&context=ilmr>
- **Engelberg (J.), Reed (A.V.) and Ringgenberg (M.C.),**"Short-Selling Risk", (January 21, 2017), *Journal of Finance*, Forthcoming; UNC Kenan-Flagler Research Paper Number 2312625. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2312625>

- **European Commission**, Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps. 2010/0251 (COD), available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1056&from=EN>
- **European Commission**, "Short selling: technical standards Frequently asked questions", Press Release, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-12-508\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-508_en.htm?locale=en).
- **Ekkehart(B.) and Julie(W.u)**, "Short Selling and the Price Discovery Process", 2012, Review of Financial Studies, Forthcoming. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=972620>
- **Fabozzi (F.J.)**, "Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards", John Wiley & Sons, New Jersey, 2004.
- "The Handbook of Financial Instruments", John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2002.
- **Fleischer (D.M.)**, "The Alternative Uptick Rule - Restoring Short Selling as an Asset to the Market and Striking a Regulatory Balance Between Those That Favor or Oppose Regulation", 2013, available at: [https://scholarship.shu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1386&context=student\\_scholarship](https://scholarship.shu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1386&context=student_scholarship).
- **Fotak (V.), Ramany (V.) and Yadav (P.K.)**, "Naked Short Selling: The Emperor's New Clothes?", Working Paper, Available at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=4DAB046A1EE437C67E8B1A8B886938BB?doi=10.1.1.366.8421&rep=rep1&type=pdf>,
- **Gregoriou (G.N.)**, "Handbook of Short Selling", Academic Press, USA, 2011.
- **Gruenewald (S.N.), Wagner (A.F.) and Weber (R.H.)**, "Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles Revisited", International Journal of Disclosure & Governance, Vol. 7, Number 2, 2010, Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1439652>
- **Hauwermeiren (R.V)**, "Short selling during and after the financial crisis: regulatory initiatives in Belgium, the United Kingdom and Europe", Master's thesis, Faculty of Law Ghent University, 2014, available at: [https://lib.ugent.be/fulltxt/.../RUG01-002213437\\_2015\\_0001\\_AC.pdf](https://lib.ugent.be/fulltxt/.../RUG01-002213437_2015_0001_AC.pdf)



- **IOSCO**, Regulation on Short Selling-Consultation Report, Appendix III (March 2009), Available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD289.pdf>
- **IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**, IOSCO Report, September 1998 (updated in February 2008), stated that: 'Disclosure of short sales and securities lending (or at least their reporting to the regulator) is a tool for the further reduction of risk'. Available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD265.pdf>
- "IOSCO TC SC2 Project on Transparency of Short Selling in Equity Securities. Questionnaire Responses by Question". Available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD147-3.pdf>
- **Jing (C.), McMillan (G.) and Mike (B.)**, "Information Transmission Across European Equity Markets During Crisis Periods", The Manchester School, Vol. 86, Number 6, 2018. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3262906>
- **JOHNSON (M.)**, "Short selling's new sultans take the stage", Financial Times, Available at: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/46f0cb26-b6d5-11e4-95dc-00144feab7de.html#axzz3V28l4Jsn>,
- **Karpoff (J.M) and Xiaoxia (L.)**, "Short Sellers and Financial Misconduct", Journal of Finance, Vol. 65, Number 5, 2010; AFA 2008 San Francisco Meetings Paper; EFA 2008 Athens Meetings Paper. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1102853>
- **Markham (J.W.)**, "A Financial History of the United States. (1492-1900) From Columbus to the Robber Barrons", Vol. 1: M.E. Sharpe, New York, 2002.
- **McCaffrey(D.B)**, "Review of the Policy Debate Over Short Sale Regulation During the Market Crisis", Albany Law Review, Vol. 73, Number 2, 2010.avaialable at: <https://www.albany.edu/.../ifmr/McCaffrey-Short-Sale-Regulation.pdf>
- **Moloney (N.)**, "EU Securities and Financial Markets Regulation", 3Edition, Oxford University Press, England, 2014.
- **Moosa (I.A.)**, "Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation", Palgrave Macmillan UK, London, 2015,
- **Parsons John (E.), Apfel Robert (C.), and Schwert (G.), Geoffrey (S.)**, Short Sales, Damages and Class Certification in 10b-5 Actions (July 2001). Simon School of Business Working Paper Number FR 01-19. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=285768>

- **Repo market functioning**, Report prepared by a Study Group established by the Committee on the Global Financial System, available at: <https://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>
- **SAFI (P.A.C.) and SIGURDSSON (K.)**, "Price Efficiency and Short Selling", Review of Financial Studies, Vol. 24, Number 3, 2011.
- **Taulli (T.)**, "All About Short Selling", McGraw-Hill Education, New York, 2011.
- **Securities and Exchange Commission**, 2010. Regulation SHO, Release Number 34-63247, Washington, DC, available at: <http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-63247.pdf>
- **Wyman (O.)**, "The Effects of Short Selling Public Disclosure Regimes on Equity Markets – A Comparative Analysis of US and European Markets", 2010, available at: [http://www.Oliverwyman.com/ow/pdf\\_files/OW\\_EN\\_FS\\_PUBL\\_2010\\_Short\\_Selling.pdf](http://www.Oliverwyman.com/ow/pdf_files/OW_EN_FS_PUBL_2010_Short_Selling.pdf)
- **Young (M.G.)**, "The Complete Guide to Selling Stocks Short: Everything You Need to Know Explained Simply", Atlantic Publishing Group, Washington, 2010.
- **Zhang (Y.)**, "The Interactions Between Real Earnings Management and Short Selling Activity", PhD thesis, The University Of Texas at Arlington, 2014. Available at: [https://rc.library.uta.edu/uta-ir/bitstream/handle/10106/24412/Zhang\\_uta\\_2502D\\_12601.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://rc.library.uta.edu/uta-ir/bitstream/handle/10106/24412/Zhang_uta_2502D_12601.pdf?sequence=1&isAllowed=y)