

الإطار القانوني لنشاط الشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية

د. عبد الحكم اسماعيل العمار¹

الملخص

يعد نشاط الشراء بالهامش من الأنشطة المستحدثة التي تطورت مع تطور الأسواق، وتقوم فكرته بأن يقترض المستثمر من الوسيط المالي جزءاً من ثمن الأوراق المالية التي يرغب في شرائها، على أن يقدم ضمانات كافية، وأن يتحمل تكاليف الاقتراض، وأن يلتزم بحدود دنيا لحقوق ملكيته في حساب الهامش. وتستخدم آلية الشراء بالهامش بشكل رئيسي لأغراض المضاربة على ارتفاع أسعار الأسهم، حيث تتيح للمستثمر الاستفادة من الرافعة المالية لتعظيم عوائده.

وبالرغم من أهمية هذا النشاط، إلا أنه يحمل مخاطر استثنائية ناتجة عن الرافعة المالية، وخاصة عند غياب الإطار القانوني الذي ينظم العلاقة بين أطراف العملية. وهذا ما يبرر إحاطة نشاط الشراء بالهامش بإطار قانوني يهدف إلى ضبط ممارسته، وتحقيق التوازن بين تمكين المستثمر من الاستفادة من هذه الآلية، وبين حماية أطراف العلاقة والحفاظ على استقرار السوق المالي.

وتهدف هذه الدراسة إلى بيان ماهية عقد الشراء بالهامش، وطبيعته القانونية المختلطة، وبيان الشروط التنظيمية الأساسية لهذا النشاط، وعلى رأسها نسب الهامش الأولي وهامش الوقاية، وأنواع الضمانات المقبولة، وآليات نداء الهامش والبيع الاضطراري. بالإضافة إلى بيان الحقوق والالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد.

الكلمات المفتاحية: الشراء بالهامش، الرافعة المالية، شركة السمسرة، أمناء الحفظ، سوق الأوراق المالية.

¹ جامعة القاهرة - كلية الحقوق.

The Legal Framework for Margin Trading in the Securities Market

Dr. Abd Alhakam Ismaail Alammar¹

Abstract

Margin trading is one of the modern financial activities that has evolved alongside market developments. Its core idea lies in the investor borrowing from the financial intermediary a portion of the price of the securities they wish to purchase, provided that they offer adequate collateral, bear the borrowing costs, and maintain a minimum level of equity in their margin account. This mechanism is primarily used for speculating on rising stock prices, as it allows investors to utilize financial leverage to maximize their potential returns.

Despite the importance of this activity, it carries exceptional risks arising from leverage, particularly in the absence of a legal framework governing the relationship between the parties involved. This justifies surrounding margin trading with a regulatory framework aimed at controlling its practice and achieving a balance between enabling investors to benefit from this mechanism,

¹ Cairo University – Faculty of Law.

on the one hand, and protecting the parties' interests and maintaining overall market stability, on the other.

This study aims to clarify the nature of the margin trading contract, its hybrid legal character, and the key regulatory requirements for this activity, foremost among which are the initial margin and maintenance margin ratios, the types of acceptable collateral, and the mechanisms for margin calls and forced liquidation. It also seeks to outline the mutual rights and obligations of the contracting parties.

Keywords: margin trading, financial leverage, brokerage firm, custodians, securities market.

مُتَكَلِّمَات

تعد الأسواق المالية أداة أساسية لدفع عجلة النمو الاقتصادي، وذلك لما توفره من فرص للاستثمار والتمويل. ومن بين الآليات التي ساعدت على زيادة كفاءة هذه الأسواق وتنويع أدواتها، تبرز عمليات الشراء بالهامش كإحدى الحلول المبتكرة التي تسمح للمستثمرين باستخدام الرافعة المالية لزيادة قدرتهم الشرائية، وهو ما يساهم بدوره في تنشيط التداول وزيادة سيولة السوق.

وتقوم فكرة الشراء بالهامش على أن يقترض المستثمر من الوسيط المالي جزءاً من ثمن الأوراق المالية التي يريد شرائها، مقابل ذلك، يجب أن يقدم ضمانات كافية، ويتحمل تكاليف الاقتراض، ويلتزم

بحدود دنيا لحقوق ملكيته في حساب الهامش. ويستخدم المستثمر هذه الآلية بشكل رئيسي لأغراض المضاربة على ارتفاع أسعار الأسهم، حيث تتيح للمستثمر الاستفادة من الرافعة المالية لتعظيم عوائده المحتملة.

وبالرغم من أهمية هذا النشاط، إلا أنه يحمل مخاطر استثنائية، وخاصة عند غياب الإطار القانوني الذي ينظم العلاقة بين أطرافه. فاستخدام الرافعة المالية يعني أن الخسائر تتضاعف كما تتضاعف الأرباح؛ فعند انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية إلى ما دون هامش الوقاية، يصبح الوسيط ملزم بإخطار العميل بتخفيض مديونيته من خلال إيداع أموال إضافية أو تقديم ضمانات جديدة. وفي حال عدم استجابة العميل، يقوم الوسيط بالبيع الاضطراري، وقد يترتب عن ذلك التزامات مالية إضافية على العميل إذا كانت حصيلة البيع أقل من القرض المستحق.

وهذا ما يبرر إحاطة نشاط الشراء بالهامش بإطار قانوني يهدف إلى ضبط ممارسته، وتحقيق التوازن بين تمكين المستثمر من الاستفادة من هذه الآلية، وبين حماية أطراف العلاقة، والحفاظ على استقرار السوق المالي. ولذلك، غلف المشرع عمليات الشراء بالهامش بقيود وإجراءات صارمة، قاصداً بذلك تحقيق أقل درجات المخاطرة للعملاء، وأعلى درجات الثبات والاستقرار للسوق ككل⁽¹⁾. ونظم المشرع المصري نشاط الشراء بالهامش بموجب الباب التاسع من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، وذلك في المواد من (289) إلى (297)⁽²⁾.

أهمية الدراسة:

تتناول الدراسة موضوعاً حديثاً نسبياً، لا يزال بحاجة إلى مزيد من التأصيل والتحليل، ومن جانب آخر لا يزال سوق دمشق للأوراق المالية من الأسواق التي تعتمد بشكل أساسي على التداول النقدي الفوري دون وجود آلية منظمة للشراء بالهامش، خاصة عندما ننظر إلى أسواق الأوراق المالية

⁽¹⁾ William M. Humphries. Leveraged ETFs: The Trojan Horse Has Passed the Margin-Rule Gates, SEATTLE U. L. REV. Vol (34) no (1).2010. p309.

⁽²⁾ الباب التاسع مستبدل بقرار وزير الاستثمار رقم 84 لسنة 2007 - الوقائع المصرية- العدد 66 (تابع) في 2007/7/22.

العالمية ونرى انتشاراً واسعاً لعمليات الشراء بالهامش، نظراً لما أثبتته هذه الآلية في تنشيط التداول وزيادة سيولة السوق.

أهداف الدراسة:

- تأصيل مفهوم الشراء بالهامش وبيان خصائصه المميزة عن غيره من الأنظمة المشابهة.
- تحديد الطبيعة القانونية لعقد الشراء بالهامش.
- بيان حقوق والتزامات أطراف العلاقة (الوسيط والعميل)، في ضوء القواعد القانونية المنظمة.
- الوقوف على أوجه القصور -إن وجدت- في التنظيم القانوني، واقتراح الحلول المناسبة.

إشكالية الدراسة:

إلى أي مدى نجح الإطار القانوني لعقد الشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية في حماية أطراف العلاقة التعاقدية من المخاطر الناشئة عن استخدام الرافعة المالية وتقلبات السوق؟

حدود الدراسة:

ارتأت هذه الدراسة اختيار النموذج المصري كحالة للدراسة والتحليل، وذلك لعدم وجود أي إطار تنظيمي يحكم نشاط الشراء بالهامش في سوق دمشق للأوراق المالية. بالإضافة إلى تشابه السوق المصرية مع العديد من الأسواق العربية الناشئة، مما يجعل نموذجها قابلاً للاسترشاد به. كما ساعد توافر الدراسات السابقة، والتقارير الرقابية الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة المصرية في تسهيل هذه الدراسة.

منهج الدراسة:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي. فالمنهج الوصفي، يهدف إلى وصف الإشكالية محل الدراسة بهدف معرفة أسبابها والوصول إلى حلول لها، من خلال عرض النصوص القانونية واللوائح التنفيذية والآراء الفقهية ذات الصلة. وأما المنهج التحليلي، سيقوم الباحث بتحليل النصوص القانونية والتنظيمية ذات الصلة بموضوع الدراسة، بهدف استجلاء مواطن النقص التي

تعتريهم، وكذلك الوقوف على دقة صياغتها لتأييدها أو معارضتها بحجج وأسانيد يكون الغرض منها معالجة الخلل في النصوص المنظمة لنشاط الشراء بالهامش.

خطة البحث:

المبحث الأول: تنظيم الشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية الشراء بالهامش وطبيعته القانونية.

المطلب الثاني: الشروط الأساسية لمباشرة نشاط الشراء بالهامش.

المبحث الثاني: الحقوق والالتزامات لأطراف عقد الشراء بالهامش.

المطلب الأول: دور المستثمر في عقد الشراء بالهامش.

المطلب الثاني: دور الوسيط في عقد الشراء بالهامش.

المبحث الأول

تنظيم الشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية

يتناول هذا المبحث الإطار التنظيمي للشراء بالهامش، من خلال تحديد ماهيته وطبيعته القانونية، ثم بيان الشروط الرئيسية لممارسة هذا النشاط.

المطلب الأول

ماهية الشراء بالهامش وطبيعته القانونية

للقوف على ماهية الشراء بالهامش وطبيعته القانونية، نرى أن نعرض مفهوم الشراء بالهامش، ومن ثم نعرض طبيعته القانونية.

الفرع الأول

مفهوم الشراء بالهامش

تقوم فكرة الشراء بالهامش بأن يقترض المستثمر من الوسيط المالي جزءاً من ثمن الأوراق المالية التي يرغب في شرائها، على أن يقدم ضمانات كافية، وأن يتحمل تكاليف الاقتراض، وأن يلتزم بحدود دنيا لحقوق ملكيته في حساب الهامش.

وبالتالي، لكي نتمكن من فهم آلية للشراء بالهامش، يتعين علينا أولاً عرض آلية عملها ومن ثم نصيغ تعريفنا بناءً على فهمنا لعمل هذه الآلية، ومن ثم تمييزها عن المفاهيم المشابهة لها.

أولاً: تعريف الشراء بالهامش وآلية عمله.

تبدأ آلية الشراء بالهامش برغبة المستثمر في شراء أوراق مالية بتمويل جزئي، حيث يبرم عقداً نموذجياً معتمداً من الهيئة العامة للرقابة المالية مع الوسيط المالي المرخص. ويقوم الوسيط بفتح حساب شراء أوراق مالية بالهامش، وبعد ذلك يودع العميل الهامش الأولي⁽¹⁾.

ومن ثم، يصدر الأمر من العميل أو من نائبه القانونية، ويجب أن يشتمل الأمر على نوع وكمية الأوراق المالية التي يريد العميل شراءها واسم أمين الحفظ الذي يريد تحويل الأوراق المالية المشتراة إليه لإدارتها، وأخيراً يجب أن يتضمن الأمر مدة صلاحيته⁽²⁾. وبعد أن يتم أمر الشراء بالبورصة من قبل المنفذ التابع لشركة السمسرة بصالحة التداول، يبلغ الوسيط شركة الإيداع والقيود المركزي في ذات يوم تنفيذ العملية ليتم حجز الأوراق المالية المشتراة بالهامش بحساب العميل لدى أمين الحفظ لصالح الوسيط كضمان للقرض⁽³⁾.

ويقوم الوسيط بتقييم الأوراق المالية محل الشراء بالهامش في نهاية كل يوم عمل وفقاً لقيمتها السوقية، وسبب ذلك هو كشف أي انخفاض في نسبة الضمانات عن حد هامش الصيانة، مما يمكن الشركة من حماية حقوقها والعميل من تراكم الخسائر⁽⁴⁾.

فإذا انخفضت حقوق الملكية في حساب الهامش عن مستوى هامش الصيانة أي أقل من 40% يصدر نداء الهامش، ويلتزم العميل بإضافة أموال خلال فترة محددة (لا تتجاوز يومان)، وإلا يحق

(1) الدليل الاسترشادي لقواعد وإجراءات التداول بالبورصة المصرية، الصادر عن البورصة المصرية، نوفمبر 2020، البند 51، ص 37.

(2) المادة 11 من ملحق القرار رقم 906 لسنة 2001 بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية. الوقائع المصرية - العدد 274 تابع (أ) في 29 نوفمبر سنة 2001.

(3) المادة 294 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري. والمعدلة بموجب قرار وزير الاستثمار رقم 22 لسنة 2014. الوقائع المصرية - العدد 45 تابع (أ) في 25 فبراير سنة 2014.

(4) المادة 295 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري. والمعدلة بموجب قرار وزير الاستثمار رقم 22 لسنة 2014. الوقائع المصرية - العدد 45 تابع (أ) في 25 فبراير سنة 2014.

للسيوط بيع الأوراق المالية محل الشراء بالهامش اضطرارياً، وعند البيع، يسدد القرض أولاً، ثم يحصل العميل على الربح المتبقي. وإذا كان هناك خسائر فيتحملها العميل⁽¹⁾.

وبناءً على ما سبق، يمكننا تعريف الشراء بالهامش على أنه: «آلية تمويل، يقوم بموجبها الوسيط بتمويل العميل بمنحه قرضاً نقدياً لشراء أوراق مالية محددة، وذلك مقابل التزام العميل بدفع جزء من ثمن الأوراق المالية (هامش أولي) بالإضافة إلى التزامه بسداد القرض مضافاً إليه فوائد وعمولات متفق عليها، ويكون القرض مضموناً برهن الأوراق المالية المشتراة لصالح الوسيط، بحيث يحق له التنفيذ عليها عند إخلال العميل بالتزاماته».

ثانياً: التمييز بين الشراء بالهامش وغيره من صور التعامل في الأوراق المالية.

يختلف الشراء بالهامش عن البيع على المكشوف في اتجاه الرهان ونوع الأصل المقترض، وعن الأسلوب النقدي الكامل في مصدر التمويل ومستوى المخاطر؛ فالأول يستخدم اقتراضاً لزيادة القدرة الشرائية، والثاني يستخدم اقتراضاً للمراهنة على الهبوط، أما الثالث فيعتمد كلياً على رأس المال الذاتي دون رافعة مالية.

1- البيع على المكشوف Short Selling⁽²⁾.

(1) المادة 8 من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2014 بتاريخ 2014/4/27 بشأن تنظيم مزاولة شركات السمسرة في الأوراق المالية بالهامش وفقاً لآخر تعديل بتاريخ 2023/11/8.

(2) ويسمى وفقاً لللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 بـ«اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع». وعرفته على أنه «الاتفاق بين شركة السمسرة وأحد عملائها على أن تقوم الشركة نيابة عن العميل باقتراض الأوراق المالية واعادتها في وقت لاحق بالشروط التي يتم الاتفاق عليها». كما يقصد به «الاتفاق بين أمين الحفظ وأحد عملائه على أن يقوم أمين الحفظ بعرض الأوراق المالية المملوكة للعميل للإقراض للغير من خلال نظام اقراض الأوراق المالية، ويتم الإقراض مقابل عائد يتحدد وفقاً لقواعد هذا النظام».

أنظر المادة 289 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.

يقوم البيع على المكشوف على منطق معاكس تماماً؛ إذ يفترض المستثمر الأوراق المالية من الوسيط (الذي غالباً ما يفترضها بدوره من مستثمرين آخرين أو صناديق) لبيعها في السوق بسعرها الحالي، متوقعاً انخفاض قيمتها لاحقاً ليعيد شراءها بسعر أدنى في المستقبل ثم يعيدها للوسيط، محققاً ربحاً من الفارق بين سعر البيع الأول وسعر الشراء اللاحق، بعد خصم تكاليف الاقتراض مثل الرسوم والفوائد⁽¹⁾.

وأهم ما يميز هذا النوع من المعاملات أن عملية البيع تتم في الوقت الذي لا يملك فيه البائع الورقة محل الصفقة، خلافاً للأصل في المعاملات التقليدية حيث تُشترى الورقة المالية أولاً ثم تباع فيما بعد، مما يجعل هذا النمط أداة مضاربة أو تحوط أو مراجعة مرهونة بتوقع انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية⁽²⁾. ورغم أن كليهما (الشراء بالهامش والبيع على المكشوف) يتضمنان استخدام أموال أو أوراق مقترضة، إلا أن الشراء بالهامش يراهن على الارتفاع بينما البيع على المكشوف يراهن على الانخفاض.

2- الأسلوب النقدي الكامل.

ويقصد به قيام العميل بدفع كامل ثمن الأوراق المشتراة نقداً من أمواله الخاصة، دون أي اقتراض من الوسيط⁽³⁾. ويختلف الحساب الهامشي عن الحساب النقدي، إذ لا تستطيع شركة السمسرة في الحساب النقدي تنفيذ أي عملية شراء إلا إذا تأكدت أن العميل يحتفظ بالرصيد الكافي لتنفيذ العملية أو وافق على تهيئة الرصيد الكافي عند تنفيذ العملية⁽⁴⁾، بينما في الحساب الهامشي يمكنها تنفيذ العمليات مكتفية بتقديم العميل للهامش الأولي Initial Margin.

(1) د. منير إبراهيم هندي. الأوراق المالية وأسواق المال. منشأة المعارف، 2006، ص147.

(2) د. سمير عبد الحميد رضوان. أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق: دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية. الطبعة الأولى. القاهرة: دار النشر للجامعات، 2009، ص146.

(3) د. منير إبراهيم هندي. مرجع سابق. ص135.

(4) د. ذكرى عبد الرزاق محمد، التنظيم القانوني لتسوية عمليات التداول في سوق الأوراق المالية: دراسة في نظمة المملكة العربية السعودية، مصر، فرنسا، والولايات المتحدة الأمريكية. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة. 2015، ص67.

إضافة إلى ذلك، عند الشراء النقدي تكون المخاطر محدودة بخسارة قيمة الأوراق المالية فقط، أما في الشراء بالهامش يمكن أن تتجاوز الخسارة رأس المال الأولي بسبب الاقتراض، كما يتعرض المستثمر لمخاطر نداء الهامش والبيع الاضطراري للأوراق المالية دون موافقة العميل.

الفرع الثاني

الطبيعة القانونية لعقد الشراء بالهامش

يعد عقد الشراء بالهامش عقداً رضائياً من حيث انعقاده. فالعقد يتم بمجرد أن يعرض العميل فتح حساب هامشي، ويقبل الوسيط ذلك، ويتفقاً على العناصر الأساسية (المبلغ المطلوب، الأوراق المالية محل التداول، نسبة الفائدة). ولا يشترط لانعقاد العقد شكلية خاصة، بمعنى أنه لو تم الاتفاق شفهيّاً بين الطرفين، ثم بدأ التنفيذ، لانعقد العقد وصح⁽¹⁾.

غير أن الواقع العملي يختلف، إذ إن طبيعة عمليات التداول بالهامش والرقابة المفروضة عليها تحتم وجود عقد مكتوب⁽²⁾. هذا لا يعني بالضرورة تحول العقد إلى عقد شكلي وذلك أن الكتابة المطلوبة للإثبات وليست لانعقاد العقد⁽³⁾.

وتخضع البنود الواردة في هذا العقد للنموذج الاسترشادي المعتمد من الهيئة، ومن المهم التأكيد أن تدخل الهيئة لا يعني إلغاء مبدأ حرية التعاقد (مبدأ سلطان الإرادة). بل تدخلها ينظم هذه الحرية، فحرية التعاقد تظل قائمة في عناصر كثيرة، لكنها ليست مطلقة، لأن الحرية التعاقدية المطلقة في هذا المجال تؤدي إلى نتائج عكسية تضر بجميع الأطراف، لذلك يمكن القول هي حرية منظمة أو مؤطرة بأحكام تحمي الطرفين وتضمن استقرار السوق.

(1) د. عبد الرزاق السنهوري. الوسيط في شرح القانون المدني: نظرية الالتزام بوجه عام، الجزء الأول، تنقيح المستشار أحمد مدحت المراغي، الإسكندرية: منشأة المعارف. 2003. ص127.

(2) المادة 296 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(3) د. عبد الرزاق السنهوري. مرجع سابق. ص127.

وذهب رأي من الفقه إلى تكييف عقد الشراء بالهامش على أنه قرض مضمون برهن، تأسيساً على أن جوهر العملية يقوم على تقديم الوسيط تمويل (قرض) للعميل يستكمل به ثمن شراء الأوراق المالية، مقابل فائدة وعمولات يتقاضاها الوسيط، مع رهن تلك الأوراق ضماناً للقرض. فإذا تخلف هذا السبب - بأن كان القرض لغرض آخر غير شراء الأوراق المالية - انتفى وصف الشراء بالهامش عن العقد. ويجب أن يكون محل القرض هو النقد، فإذا كان محل القرض شيئاً مثلياً آخر غير النقود، خرج العقد عن كونه عقد شراء بالهامش⁽¹⁾.

مع التسليم بأن التكييف الذي يركز على اعتبار العقد قرضاً يمثل الاتجاه الأقرب إلى طبيعة العلاقة القانونية بين طرفيه، والأكثر انسجاماً مع النصوص القانونية المنظمة لعملية الشراء في الهامش، غير أن هذا التكييف - في شقه المتعلق باعتبار الضمان رهناً - يثير إشكالية قانونية تتمثل في عدم توافق آلية البيع الاضطراري المقررة في قواعد الشراء بالهامش مع أحكام الرهن التقليدي. ذلك أن نظام الرهن الحيازي يحظر على الدائن المرتهن بيع المرهون متى حل أجل الدين دون الرجوع إلى القضاء⁽²⁾. وقد قرر المشرع بطلان كل اتفاق يبرم وقت تقرير الرهن أو بعد تقريره يعطي الدائن المرتهن في حالة عدم استيفاء الدين عند حلول أجله الحق في تملك الشيء المرهون أو في بيعه دون مراعاة الإجراءات المنصوص عليها في المادة 126 من قانون التجارة⁽³⁾.

غير أن الواقع العملي يختلف، إذ تقوم شركة الإيداع والقيد المركزي بتجنيب الأوراق المالية لصالح الوسيط، بدلاً من ترتيب رهن عليها، حيث أن الرهن يأخذ كوداً مختلفاً بشركة الإيداع والقيد

(1) د. سامي عبد الباقي. دروس في: الشراء بالهامش والبيع على المكشوف، الهيئة العامة للرقابة المالية، دورة حياة الأوراق المالية، الممارسات غير المشروعة ضد الأقلية، الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال، تمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة عن طريق SPAC- Private equity. منشورات جامعة القاهرة. العام الجامعي 2023-2024. ص 150 وما بعدها.

(2) المادة 126 و 327 من قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999.

(3) المادة 129 من قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999.

المركزي⁽¹⁾. كما أن البيع الاضطراري لا يجري بوصفه إجراءً من إجراءات الرهن التقليدي، التي تحظر على الدائن المرتهن بيع المرهون متى حل أجل الدين دون الرجوع إلى القضاء، بل يتم على أساس الوكالة المخولة للوسيط، وذلك بموجب التفويض الوارد في العقد المبرم بين الطرفين؛ وهو تفويض معلق على شرط تحقق شروط البيع الاضطراري، ومقترن بمصلحة الوسيط في ضمان سداد القرض⁽²⁾.

وبرأينا إن عدم قيد الأوراق لدى شركة الإيداع والقيّد المركزي بوصفها رهناً رسمياً، لا يغير من التكييف القانوني لها، إذ يظل الضمان في جوهره رهناً حيازياً⁽³⁾. والرهن هنا هو حق عيني تبعي، لأنه يتبع القرض وجوداً وزوالاً إذا انقضى القرض زال الرهن. ومن ثم فإن البيع الاضطراري في السوق لا يعدو أن يكون تنفيذاً لتلك الوكالة، لا إجراءً من إجراءات الرهن التقليدي، مما يجنب الإشكاليات القانونية المتعلقة ببطلان إجراءات التنفيذ المقررة في نظام الرهن التقليدي.

ويعود اللجوء إلى الاعتماد على وكالة البيع بدلاً من اتباع إجراءات التنفيذ المقررة في نظام الرهن التقليدي إلى اعتبارات ترتبط بطبيعة العمليات في أسواق المال، وضرورة تحقيق التوازن بين سرعة التنفيذ وحماية جميع الأطراف. فلا شك، أن نظام الرهن التقليدي يخضع في تنفيذه لإجراءات قضائية وإدارية تتطلب اللجوء إلى القضاء للحصول على حكم ببيع المرهون، أو على الأقل الإذن بالبيع. هذه الإجراءات قد تمتد إلى أشهر، وهو ما لا يتوافق مع طبيعة التداول في الأوراق المالية، حيث تتغير الأسعار لحظة بلحظة، وقد تنخفض قيمة الضمان بشكل حاد في غضون ساعات.

(1) د. إلهام عبد الحليم مبروك. الجوانب القانونية لشراء الأوراق المالية بالهامش وتأثيرها على طرفي العقد الهامشي: دراسة مقارنة. مجلة القانون والاقتصاد. جامعة القاهرة- كلية الحقوق. المجلد (98). العدد (1). 2025. ص130.

(2) يجري نص المادة 296/هـ على النحو الآتي: "تلتزم الشركة بإبرام عقد مكتوب مع العميل بشأن الشراء بالهامش وفقاً للنموذج الاسترشادي الصادر عن الهيئة على أن يتضمن على الأقل ما يأتي:

هـ) إنابة العميل للشركة في إدارة حساباته بيعاً وشراءً بالنسبة للأوراق المالية محل الشراء بالهامش أو المقدمة كضمان وذلك في حالة إخلال العميل بالتزاماته."

³⁾ M. Jay-Goldman. The Relationship Between Investment Dealer and Margin Client: A Canadian Perspective. Manitoba Law Journal. Vol.19. 1990.p.264.

وعلى ضوء ما تقدم، نلاحظ أن عقد الشراء بالهامش لا يندرج تحت نموذج واحد من العقود المسماة، بل يظهر كعقد مختلط؛ فهو من ناحية عقد قرض، ومن ناحية أخرى يتضمن رهناً حيازياً على الأوراق المالية لصالح الوسيط ضماناً للقرض، بالإضافة إلى ذلك، يتضمن عقد وكالة يخول الوسيط تنفيذ أوامر العميل وتصفية المحفظة في حالات معينة.

المطلب الثاني

الشروط الأساسية لمباشرة نشاط الشراء بالهامش

يعد نشاط الشراء بالهامش من الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، ومن ثم لا يجوز للوسيط المالي مزاوله هذا النشاط إلا بناءً على ترخيص يصدر من الهيئة العامة للرقابة.

ولا شك، أن نشاط الشراء بالهامش ينطوي على مخاطر مرتفعة، لذا تفرض الهيئة العامة للرقابة المالية شروطاً خاصة للترخيص، والملاءة المالية، وذلك لضمان حماية المستثمرين واستقرار السوق المالية.

الفرع الأول

اشتراط الترخيص والملاءة المالية والرقابة على الوسطاء

تتابعت التعديلات على اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بشأن الجهات المخولة بممارسة نشاط الشراء بالهامش، حيث كان الاختصاص في البداية مقتصرًا على شركة السمسرة⁽¹⁾، ثم

⁽¹⁾ صدرت قواعد الشراء بالهامش بمقتضى قرار وزير التجارة الخارجية رقم 553 لسنة 2002، وذلك بإضافة باب جديد لللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال هو الباب التاسع، وجاء نص المادة 289 قيل تعديلها على النحو الآتي: "مع عدم الإخلال بأحكام المادة 262 من هذه اللائحة، يجوز لشركة السمسرة بعد الحصول على موافقة الهيئة أن تتفق مع عملائها على قيامهم بتأجيل سداد جزء من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحسابهم وذلك وفقاً للشروط والأحكام المنصوص عليها في هذا الباب ويشار إلى تلك العمليات باسم الشراء بالهامش".

اقتصر لاحقاً على أمناء الحفظ فقط⁽¹⁾، قبل أن يستقر التعديل الأخير على إجازة النشاط لكل من شركات السمسرة وأمناء الحفظ معاً⁽²⁾.

ومع ذلك، لا تمارس شركة السمسرة وأمين الحفظ هذا النشاط بصفتهم سمساراً أو أمين حفظ تقليدي، بل بصفتهم شخصاً مرخصاً له بممارسة أعمال الشراء بالهامش⁽³⁾، ويتطلب الترخيص إثبات أن الوسيط يمتلك الكفاءات الفنية، والإدارية، والمالية اللازمة لإدارة معاملات الهامش⁽⁴⁾.

وتلتزم الجهة الطالبة للترخيص بمزاولة نشاط الشراء بالهامش إثبات ملاءتها المالية للوفاء بالتزاماتها، وتحمل الخسائر الناشئة عن هذا النشاط. ولضمان هذه الملاءة، تشترط اللائحة كشرط أولي للترخيص ألا يقل صافي حقوق المساهمين عن 5 ملايين جنيه ويرتفع إلى 10 مليون إذا جمع النشاط مع عمليات اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع⁽⁵⁾.

ونلاحظ أن اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال استخدمت مصطلح صافي حقوق المساهمين تحديداً كمعيار أساسي لمتطلبات الملاءة المالية في نشاط الشراء بالهامش لشركة السمسرة لأنه يعكس الحالة المالية الحقيقية للشركة في تاريخ محدد، كما أنه رقم يمكن استخلاصه مباشرة من القوائم المالية المعتمدة والمدققة، هذا يجعله معياراً موضوعياً يسهل على الجهة الرقابية فحصه ومراقبته باستمرار، ويصعب التلاعب به نسبياً مقارنة بمقاييس أخرى، وبالتالي يشكل صافي حقوق المساهمين معياراً أكثر واقعية لقياس قدرة الشركة على الاستمرار في تحمل مخاطر نشاطات خاصة كالشراء بالهامش.

(1) قرار وزير الاستثمار رقم 192 لسنة 2005. الوقائع المصرية - العدد 145 في 29 يونية سنة 2005.

(2) قرار وزير الاستثمار رقم 22 لسنة 2014. الوقائع المصرية - العدد 45 تابع (أ) في 25 فبراير سنة 2014.

(3) د. سامي عبد الباقي. مرجع سابق. ص 178.

(4) المادة 290 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(5) نفس المادة.

وإذا كان أمين الحفظ يرغب بمباشرة نشاط الشراء بالهامش لا بد أن يكون بنكاً ويجب ألا يقل المبلغ الذي يخصه عن خمسة ملايين جنيه⁽¹⁾. ونلاحظ أن اللائحة لم تعتمد على صافي حقوق المساهمين للبنك بأكمله -كما هو الحال في شركة السمسرة- بل اعتمد على مبلغ مخصص ومنفصل لنشاط الشراء بالهامش، والعلة هنا عزل أموال نشاط عالي المخاطر عن الأنشطة التقليدية للبنك، وحماية الودائع والعملاء من مخاطر نشاط الشراء بالهامش.

والملاءة المالية شرط مستمر، لذا يجب على الجهة المرخصة أن تحتفظ في كل وقت بالحد الأدنى لصافي رأس المال السائل. فإذا انخفض صافي رأس مال الشركة السائل، يتوقف النشاط مؤقتاً حتى يتم تصحيحه. وفي حال عدم الالتزام بذلك يتم منع الشركة من مزاوله العمليات وإلغاء الموافقة الصادرة من الهيئة في هذا الشأن واتخاذ ما يلزم من إجراءات⁽²⁾.

وتتولى الهيئة العامة للرقابة المالية الرقابة على الوسطاء، وتشمل هذه الرقابة تقديم تقارير دورية شهرية أو ربع سنوية من الوسطاء عن عملياتهم، بما في ذلك تفاصيل التمويلات، وإعادة التقييمات اليومية للضمانات، ومستويات الملاءة المالية⁽³⁾.

(1) نفس المادة.

(2) المادة 291 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(3) يجري نص المادة 297 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على النحو الآتي: "تلتزم الشركة بأن تخطر كلاً من الهيئة والبورصة في أول يوم عمل من كل أسبوع أو عند طلب الهيئة أو البورصة بما يلي:

- 1- قيمة المبالغ المتاحة للتعامل بالهامش ومصادرها وقيمة عمليات الشراء بالهامش التي قامت بتنفيذها.
- 2- إجمالي المبالغ المستحقة من عملاء الشراء بالهامش.
- 3- إجمالي القيمة السوقية للضمانات المقدمة من عملاء الشراء بالهامش.
- 4- نسبة مجموع المبالغ المستحقة من عملاء الشراء بالهامش إلى إجمالي القيمة السوقية للضمانات المقدمة منهم.
- 5- قيمة الأوراق المالية التي تم بيعها وقيمة خطابات الضمان التي تم تسجيلها خلال الشهر ومديونية العملاء الذين تم بيع أو تسجيل هذه الضمانات لحسابهم.

كما يجب على الشركة الالتزام بمتطلبات التقارير التي تحددها معايير الملاءة المالية الصادرة عن الهيئة. وعلى الشركة أن ترفق بالإخطار الشهري إقراراً من العضو المنتدب والمدير المالي للشركة أو المسئول بالبنك بأن كل البيانات المقدمة صحيحة.

الفرع الثاني

نسب الهامش، وأنواع الضمانات المقبولة

الهامش هو الضمان أو المبلغ الذي يطلب من المستثمر إيداعه لدى شركة السمسرة أو أمين الحفظ، للحماية من مخاطر تغيرات أسعار السوق أو تخلف الطرف المقابل عن السداد⁽¹⁾. ويحدث الشراء بالهامش عندما يقتض المستثمر من الوسيط جزء من قيمة الأوراق المالية، مقابل استخدام هذه الأوراق كضمان للقرض، ويعرف الهامش الذي يدفعه العميل عند فتح المركز بالهامش الأولي، ويحدد بنسبة مئوية من إجمالي قيمة الصفقة، ويدفع لمرة واحدة عند فتح حساب الهامش⁽²⁾. ووفقاً لما هو معمول به في مصر، يلتزم العميل أن يسدد نقداً ما لا يقل عن 50% من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحسابه ولا تقل عن 20% بالنسبة للسندات الحكومية⁽³⁾.

وبعد تنفيذ عملية شراء الأوراق المالية بالهامش، يلتزم العميل بالاحتفاظ بحد أدنى من رأس المال في حساب الهامش، وتعرف هذه النسبة بهامش الوقاية⁽⁴⁾. وقد حددت القواعد المصرية هذه النسبة بـ 40% من القيمة السوقية للأوراق المالية أو الضمانات المقدمة و 15% بالنسبة للسندات الحكومية⁽⁵⁾. وفي حال انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية أو الضمانات المقدمة من العميل إلى دون هامش الوقاية، يلتزم العميل بخفض المديونية، إما بالسداد النقدي أو بتقديم ضمانات إضافية، ويظل العميل ملتزماً بتخفيض مديونيته إلى أن تبلغ نسبة حقوق ملكيته في حساب الهامش 40% أو أكثر من القيمة السوقية للضمانات.

وعلى الشركة إرسال تقرير ربع سنوي بما تقدم مرفقاً به تقرير مراجعة من مراقب الحسابات إلى كل من الهيئة والبورصة وذلك خلال 45 يوماً من نهاية كل ربع سنة.

⁽¹⁾ Zhuo Chen, Zhiguo He, and Wei Wei. Margin Rules and Margin Trading: Past, Present, and Implications. Annual Review of Financial Economics. August 2024.p.2.

⁽²⁾ Zhuo Chen, Zhiguo He, and Wei Wei. Op. cit. p.2.

⁽³⁾ المادة 294 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

⁽⁴⁾ Zhuo Chen, Zhiguo He, and Wei Wei. Op. cit. p.4.

⁽⁵⁾ المادة 8 من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2014.

ونلاحظ أنه، يمكن للعميل تقديم ضمانات بدلاً من النقد، إما كجزء من الهامش الأولي⁽¹⁾، أو كضمان إضافي لتغطية الخسائر المحتملة عند انخفاض الأسعار⁽²⁾. وحددت اللائحة قائمة بأنواع الأصول المقبولة كضمانات في الشراء بالهامش، وهي:

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

وخطاب الضمان هو تعهد مكتوب يصدر من البنك بناءً على طلب شخص (يسمى الأمر)، بدفع مبلغ معين أو قابل للتعيين لشخص آخر (يسمى المستفيد)، إذا طلب منه ذلك خلال المدة المعينة في الخطاب ودون اعتداد بأية معارضة⁽³⁾.

2. **ودائع لدى أحد البنوك أو فروع البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري**، بشرط أن يتم تجميد لدى البنك لصالح الشركة وأن يجوز تسيلها عند طلب الشركة دون اشتراط موافقة العميل على أن يتم تقييمها بنسبة 90% من أصل مبلغ الوديعة.

ويلاحظ أن اللائحة وضعت نسبة خصم على الرغم من الطبيعة النقدية لهذه الودائع، ويرأينا وضعت نسبة الخصم لأنها ليست متاحة فوراً حيث أن عملية تحويلها إلى أموال سائلة تحت تصرف الشركة مباشرة تستلزم وقتاً إدارياً أو إجراءات بنكية قد تمتد ليوم عمل أو أكثر.

3. **الأوراق المالية المقبولة للتداول** مثل السندات الحكومية والأسهم التي تتوفر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة وتقبلها شركة السمسرة أو أمين الحفظ كضمان.

وتبين مما سبق، أن قبول أي ضمان في نشاط الشراء بالهامش يخضع لشروطين أساسيين، أن يكون عالي السيولة، يمكن تسيله خلال فترة زمنية قصيرة، وأن يكون قابلاً للتقييم اليومي بناءً على أسعار سوقية علنية. وبناءً على هذين الشرطين، تستبعد الأصول غير السائلة، مثل العقارات والأسهم

(1) المادة 294 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(2) المادة 295 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(3) المادة 355 من قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999.

غير المدرجة، من قائمة الضمانات المقبولة في نشاط الشراء بالهامش، وذلك لعدم قدرتها على تلبية الشرط الزمني، فإدارة المخاطر في هذا النشاط تتطلب القدرة الفورية على تحويل الضمان إلى نقد قابل للاستخدام خلال ساعات معدودة أو يوم تداول واحد كحد أقصى، بينما تستغرق عملية بيع هذه الأصول فترة زمنية طويلة وغير مضمونة.

المبحث الثاني

الحقوق والالتزامات لأطراف عقد الشراء بالهامش

عقد الشراء بالهامش هو عقد معاوضة، يأخذ فيه العاقد مقابلاً لما يعطي⁽¹⁾. فمن جهة يقدم المستثمر الهامش الأولي والضمانات ويلتزم بسداد المصاريف والعمولات وتكلفة التمويل المستحقة، مقابل الحصول على قرض يمكنه من شراء الأوراق المالية. من جهة أخرى، يقدم الوسيط القرض مقابل الحصول على فائدة وضمانات. وعلى ذلك، سنتناول على التوالي التزامات الطرفين، والحقوق المتكافئة لكل منهم.

(1) د. عبد الرزاق السنهوري. مرجع سابق. ص 135.

المطلب الأول

دور المستثمر في عقد الشراء بالهامش

يعد العميل الطرف الرئيسي في عقد الشراء بالهامش، فالعميل يطلب من الوسيط قرضاً لشراء أوراق مالية بقيمة تفوق رأس ماله المتاح، مستفيداً من مزايا الرافعة المالية⁽¹⁾. ويتمثل دوره في تحمل المخاطر المرتبطة بهذا النوع من الأنشطة، والالتزام بالشروط التعاقدية، والتعامل مع تقلبات السوق. وإزاء ذلك، يكفل القانون للمستثمر حقوقاً أساسية، مقابل التزامات تفرض عليه.

الفرع الأول

حقوق المستثمر الأساسية

تتمثل حقوق المستثمر في عمليات الشراء بالهامش في مجموعة من الضمانات القانونية التي تمكنه من ممارسة نشاطه الاستثماري بثقة وأمان، وفي مقدمتها الحق في التبصير عن شروط التمويل والمخاطر المرتبطة به، كما له الحق في إخطاره مسبقاً قبل تنفيذ أي بيع اضطراري، ويضاف إلى ذلك، الحق في استرداد واستبدال الأوراق المالية محل الشراء بالهامش وفق ضوابط محددة، فضلاً عن ذلك، الحق في الوفاء المبكر بباقي ثمن الأوراق المالية لإنهاء التمويل واسترداد الضمانات.

أولاً: الحق في التبصير.

التبصير هو تنبيه أو إعلام طالب التعاقد بمعلومات من شأنها إلقاء الضوء على واقعة ما أو عنصر من عناصر التعاقد المزمع حتى يكون طالب التعاقد على بينة من أمره بحيث يتخذ قراره الذي يراه مناسباً في ضوء حاجته وهدفه من إبرام العقد⁽²⁾.

(1) د. ذكرى عبد الرزاق محمد، مرجع سابق. ص 79.

(2) د. عبد الباسط كريم مولود. تداول الأوراق المالية: دراسة قانونية مقارنة. الطبعة الأولى. منشورات الحلبي الحقوقية. بيروت، لبنان. 2009. ص 260.

وبما أن الشراء بالهامش يتطلب خبرة متقدمة، لأنه يعتمد على تحليل دقيق للاتجاهات السوقية، وإدارة المخاطر، وفهم اللوائح التنظيمية. لذا، من الضروري أن يمتلك المستثمرون، ولا سيما الجدد منهم الذين يفتقرون إلى الثقافة السوقية، معرفة شاملة بالمخاطر المحتملة المرتبطة بآليات التداول بالهامش.

لذا يلتزم الوسيط بتبصير المستثمر وتحذيره بشكل واضح وصريح عند إبرام الاتفاق وقبل الشروع في أية عملية شراء بالهامش⁽¹⁾، ويتم التبصير تلقائياً بواسطة مؤدي الخدمة دون أن يطلبه العميل، والهدف منه هو تمكين المستثمر من فهم ما سيدخل فيه، مع ترك قرار الدخول من عدمه⁽²⁾.

ويقوم الوسيط بتسليم المستثمر بياناً موضحاً فيه على وجه التفصيل مفهوم الشراء بالهامش، والإجراءات والمزايا والمخاطر والأحكام الرئيسية لآلية الشراء بالهامش، كما يجب إرسال هذا البيان لكل عميل من العملاء مرة واحدة على الأقل سنوياً وفور حدوث أية تعديلات في الأحكام الأساسية التي تضمنها البيان المسلم للعميل⁽³⁾.

ويجب عدم الخلط بين مفهوم التبصير وبين مفهوم تقديم النصيحة والمشورة، لأن التبصير هو التزام عام يجب أن يصل إلى كافة المستثمرين المحتملين أو الحاليين الذين يتعاملون بنفس نوع العملية (الشراء بالهامش مثلاً)، ولا فرق بين عميل وآخر من حيث المعلومات الأساسية التي يجب أن يعرفوها⁽⁴⁾. أما تقديم النصيحة والمشورة هي خدمة خاصة تكون بناءً على اتفاق (عقد) يقدم فيه المستشار خبراته ومعرفته خلال استشارة واحدة أو عدة استشارات يتم تقديمها للعميل الذي يرغب في استثمار أمواله في

(1) الفقرة (ج) من المادة 292 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(2) د. صالح البريري. الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية: دراسة قانونية واقتصادية مقارنة. الطبعة الأولى. مركز المساند القانونية. 2001. ص 109.

(3) الفقرة (ج) من المادة 292 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(4) د. صالح البريري. مرجع سابق. ص 109.

الأوراق المالية وتقدم بناءً على ظروفه الشخصية والمالية وذلك بغرض الوصول إلى تحقيق أهداف العمل المشروعة، ومنها بلا شك تعظيم ربحية العمل بصورة كبيرة⁽¹⁾.

ثانياً: الحق في الإخطار الرسمي وتجنب البيع الاضطراري.

الإخطار في عملية الشراء بالهامش⁽²⁾ هو إجراء تلتزم به شركة السمسرة لإبلاغ العميل كتابياً أو بأي وسيلة موثقة، بوصول نسبة الهامش الفعلية في حسابه إلى مستوى هامش الوقاية أو تجاوزها، وذلك بهدف تمكينه من تخفيض نسبة مديونيته قبل اللجوء إلى البيع الجبري.

ووفقاً لما هو معمول به في مصر، إذا تبين نتيجة لانخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الشراء بالهامش أن مديونية العميل تجاوزت 60% من قيمتها السوقية بسعر الإقفال المعلن من البورصة؛ يوجه إليه إخطار من الشركة يلزمه بتخفيض المديونية سواءً بالسداد النقدي أو بتقديم ضمانات إضافية، وذلك خلال مهلة أقصاها يومي عمل. وفي غضون ذلك، إذا حدث انخفاض آخر وارتفعت تبعاً لذلك نسبة المديونية إلى 70% من القيمة السوقية للأوراق المالية، كان للشركة الحق في بيع الأوراق المالية محل الشراء بالهامش بيعاً اضطرارياً بعد إخطار العميل، وذلك بصرف النظر عن المهلة المقدرة بيومي عمل⁽³⁾.

وبعد هذا الحق من أهم الضمانات التي كفلها نظام الشراء بالهامش للعميل، فلا شك أن بيع الأوراق المالية جبراً في مثل تلك الحالات يمثل خطورة على استثمارات العميل، إذ قد يتم البيع في وقت تكون فيه ظروف السوق غير مواتية وفي ذروة الانخفاضات السوقية، مما يسبب خسائر للعميل⁽⁴⁾.

(1) د. محمد عبد اللاه حسن. عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية: دراسة مقارنة مع القوانين الأمريكية والفرنسية. منشأة المعارف بالإسكندرية. 2011. ص4.

(2) يطلق على هذا الإخطار في الولايات المتحدة الأمريكية اصطلاح "Margin Call".

(3) المادة 8 من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2014 بتاريخ 2014/4/27 بشأن تنظيم مزاوله شركات السمسرة في الأوراق المالية بالهامش وفقاً لآخر تعديل بتاريخ 2023/11/8.

(4) د. محمد إسماعيل هاشم. أسواق الأوراق المالية والبورصة المصرية: الجوانب العلمية والعملية وأصولها القانونية. دار النهضة العربية، القاهرة. 2015. ص513.

ويمكن للعميل تجنب التعرض لهذا الموقف إما بضخ سيولة إضافية لخفض نسبة المديونية إلى الحد المسموح به⁽¹⁾ أو تسهيل جزء من أوراقه المالية بنفسه وبأسعار قد تكون أفضل من تلك التي تفرضها ظروف البيع الاضطراري⁽²⁾.

ومن ثم، فإن الإخطار يمثل آلية إنذار مبكر تتيح للعميل فرصة حقيقية لتقييم مركزه المالي واتخاذ قرارات تهدف لإنقاذ استثماره قبل لجوء الشركة إلى البيع الاضطراري⁽³⁾. وفي غياب هذا الإخطار، قد يفاجأ العميل بقيام الشركة بالبيع الاضطراري في ذروة الانخفاضات السوقية، مما يعظم خسائره ويحرمه من فرصة انتظار تحسن الظروف أو ترتيب سيولة بديلة.

ويتضمن عقد الشراء بالهامش نصاً يحدد وسائل الاتصال بين العميل والشركة يتولى هذا البند تنظيم القنوات التي يتم عبرها تلقي أوامر الشراء والبيع من العميل، وكذلك إرسال الإخطارات الهامة من الشركة إليه⁽⁴⁾. ففي أسواق المال، الثواني قد تعني الفرق بين ربح وخسارة، بل بين بقاء المستثمر في السوق وخروجه منها. لذلك، لا يمكن ترك مسألة الإخطار للطرق التقليدية، بل لابد من وسائل فورية تمكن العميل من التصرف بسرعة.

ثالثاً: الحق في استرداد واستبدال الضمانات.

يقوم الشراء بالهامش على فكرة أساسية هي أن تظل القيمة السوقية للأوراق المالية محل الشراء بالهامش متناسبة مع حجم القرض في جميع الأوقات. ومن ثم، فإن ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية محل الشراء بالهامش -مع بقاء قيمة القرض ثابتة- يؤدي إلى انخفاض نسبة المديونية عن الحد المتفق عليه، مما ينشئ حقاً للعميل باسترداد الفائض، بشرط ألا تؤدي عملية الاسترداد إلى زيادة نسبة مديونية

(1) المادة 295 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(2) د. منير إبراهيم هندي. مرجع سابق. ص 138.

(3) William M. Humphries. Op. cit. p.311

(4) الفقرة (ط) من المادة 296 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

العميل عن الحد المسموح به، ويمكن للعميل استخدام الفائض إما كضمان في عمليات جديدة للشراء بالهامش، أو سحبه كنقد⁽¹⁾.

إلى جانب ذلك، يحق للعميل سحب ورقة مالية محددة من الأوراق المالية محل الشراء بالهامش، واستبدالها بورقة مالية أخرى⁽²⁾. ويشترط لممارسة هذا الحق ان تكون الأوراق المالية الجديدة ضمن قائمة الأوراق المالية المؤهلة والتي تتوافر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة⁽³⁾. وكذلك يجب ألا يؤدي الاستبدال إلى ارتفاع نسبة الهامش عن الحد المسموح به.

وقد يلجأ العميل إلى استبدال ورقة مالية محددة واستبدالها بأخرى، وذلك بهدف تقليل المخاطر عن طريق استبدال سهم عالي التقلب بآخر أكثر استقراراً. أو استبدال سهم لا يتوقع ارتفاعه بسهم آخر يتمتع بفرص نمو أعلى. أو في حال خروج أي من الأوراق المالية التي تشكل ضماناً للوسيط من قائمة الأوراق المالية المقبولة لديه كضمان للتعامل بالهامش⁽⁴⁾.

رابعاً: الحق في الوفاء بباقي ثمن الأوراق المالية في أي وقت.

وفقاً لهذا الحق، يحق للعميل إنهاء عقد الهامش في أي وقت، بعد سداد كامل المبلغ المقترض، وإنهاء الرهن المسجل على الأوراق المالية محل الشراء بالهامش. وهو ما يترتب عليه استعادة كامل الحقوق على الأوراق المالية.

وحق العميل في الوفاء بباقي ثمن الأوراق المالية في أي وقت يعكس حقيقة أن الشراء بالهامش، يبقى في جوهره عقد قرض بضمان رهن الأوراق المالية، والمقترض هو صاحب الحق الأصلي في إنهاء هذا القرض واسترداد ضماناته كاملة بمجرد رد ما اقترض⁽⁵⁾.

(1) المادة 296 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(2) المادة 296 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(3) المادة 293 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(4) المادة 7 من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2014 بتاريخ 2014/4/27 وتعديلاته.

(5) د. سامي عبد الباقي. مرجع سابق. ص152.

الفرع الثاني

التزامات المستثمر تجاه الدائن في حالة تقلبات السوق

تتميز عمليات الشراء بالهامش بكونها ترتبط ارتباطاً وثيقاً بتقلبات السوق، حيث تتغير قيمة الضمانات بشكل يومي، بل ولحظي، تبعاً لتحركات الأسعار. وهذه التقلبات - سواء كانت تصاعدية أو تنازلية - تحدث أثراً مباشراً على مركز العميل الائتماني.

بناءً على ذلك، تفرض مجموعة من الالتزامات على عاتق المدين في مواجهة الدائن، تهدف إلى تحقيق التوازن بين حماية حقوق الوسيط وضمان قدرة العميل على مواجهة تقلبات السوق.

أولاً: إنابة الشركة في إدارة حساباته بيعاً بالنسبة للأوراق المالية محل الشراء بالهامش أو المقدمة كضمان وذلك في حالة إخلال العميل بالتزاماته.

يقوم العميل بإيداع الهامش الأولي (Initial Margin) قبل تنفيذ أمر الشراء في بورصة الأوراق المالية، وتوضع الأوراق المالية المشتراة بالهامش تحت تصرف الوسيط إلى أن يتم تسوية باقي قيمة الأوراق المالية المشتراة، بالإضافة إلى تغطية الرسوم الإضافية والعمولات المتعلقة بالعملية.

فإذا انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة بالهامش، وتخلف العميل عن سداد المديونية الناشئة عنها، يجوز للشركة بيع الأوراق المالية والواقعة تحت حيازتها واستيفاء حقوقها من ثمن البيع. ويستمد هذا الحق أساسه من عقد الشراء بالهامش المبرم بين العميل والوسيط، والذي يتضمن تفويضاً مسبقاً يمنح الشركة حقاً بإدارة حسابات العميل وبيع الأوراق المالية المشتراة بالهامش أو المقدمة كضمان عند إخلال العميل بالتزاماته، وذلك في الحدود التي تقرها القواعد التنظيمية للأسواق المالية⁽¹⁾.

(1) يجري نص المادة 8 مكرر من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2014 وتعديلاته، على النحو الآتي: "يكون لشركة السمسرة أو أمين الحفظ استيداء مديونيتها من الأوراق المالية المقدمة كضمان من العميل في حال تخلفه عن سداد المديونية الناشئة عن شراء الأوراق المالية بالهامش وذلك بمراعاة الضوابط الآتية:

وفي هذا الشأن نصت الفقرة (هـ) من المادة 295 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أن يتضمن العقد المكتوب "إثابة العميل للشركة بإدارة حساباته بيعاً وشراءً بالنسبة للأوراق المالية محل الشراء بالهامش أو المقدمة كضمان وذلك في حالة إخلال العميل بالتزاماته".

وقد يوحي ظاهر النص بأن لفظ الشراء الوارد فيها قد يفسر على أنه منح شركة السمسرة حقاً في شراء أوراق مالية جديدة لحساب العميل بمبادرة منها، وهذا غير منطقي، حيث يقصر دورها على مجرد تنفيذ أوامر الشراء الصادرة عن العميل.

ويلتزم الوسيط في بذل العناية الواجبة لتنفيذ أوامر العميل، فلا يعفيه وجود قرض هامش من هذا الالتزام، ويجب على شركة السمسرة تسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها ويتضمن التسجيل مضمون الأمر واسم مصدره وصفته وساعة وكيفية وروده إلى الشركة والتمن الذي يرغب العميل التعامل به (1).

ثانياً: الالتزام بالسداد النقدي أو بتقديم ضمانات إضافية عند زيادة نسبة مديونيته إلى القيمة السوقية للأوراق المالية محل الشراء بالهامش.

1- أن يتضمن العقد المبرم بين الشركة وعميلها الحق في اتخاذ إجراءات بيع الأوراق المالية وتسجيل الضمانات المقدمة منه في أي من الحالات المشار إليها وعلى النحو المبين بالعقد.

2- قيام شركة السمسرة أو أمين الحفظ بإخطار شركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية لمحو التأشير على الأوراق المالية المقدمة كضمان وفك الحجز بغرض اتخاذ إجراءات بيعها من قبل شركة السمسرة أو أمين الحفظ لاستيلاء مديونيتها.

ويتم التنفيذ على الأوراق المالية المقدمة كضمانه والتي تم التأشير عليها وحجزها لدى شركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية وفق الترتيب الذي تحدده شركة السمسرة أو أمين الحفظ حسب الأحوال مالم ينص العقد على خلاف ذلك، وذلك كله بما لا يخل بالأوامر والقرارات والأحكام القضائية وبما في ذلك المتعلقة بالمنع من التصرف أو الحجز التحفظي أو التنفيذي. وفي حال استيلاء شركة السمسرة أو أمين الحفظ لكامل المديونية المستحقة لها طرف العميل، تلتزم بإخطار شركة الإيداع والقيود المركزي لمحو التأشير على باقي الأوراق المالية السابق تقديمها كضمان وفك الحجز فوراً وبعد أقصى قبل بدء جلسة تداول يوم العمل التالي، ويسري ذلك الحكم في حالة استبدال الأوراق المالية المقدمة كضمان.

(1) المادة 91 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

يحدث هذا الالتزام عندما تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الشراء بالهامش بسبب تقلبات السوق، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة المديونية، وإذا تبين نتيجة لانخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الشراء بالهامش أن مديونية العميل تجاوزت 60% من قيمتها السوقية بسعر الإقفال المعلن من البورصة؛ يوجه إليه إخطار من الشركة يلزمه بتخفيض المديونية وذلك خلال مهلة أقصاها يومي عمل⁽¹⁾.

ومن ثم، يلتزم العميل بإيداع نقد إضافي في الحساب للوصول بنسبة مديونيته إلى 50% من القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة بالهامش، أو 80% بالنسبة للسندات الحكومية. وبدلاً من النقد، يمكن للعميل تقديم ضمانات إضافية، ويجب أن تكون هذه الضمانات كافية لتغطية النقص، مع مراعاة نسب الخصم إذا كانت مطلوبة⁽²⁾.

وإذا ما أسفر انخفاض الأسعار عن وقوع الهامش الفعلي بين الهامش المبدئي وبين هامش الوقاية، فلا يحق للوسيط مطالبة العميل بالسداد النقدي أو بتقديم ضمانات إضافية، غير أنه سيصنف حساب العميل ضمن الحسابات المقيدة، وحينئذ لا يكون من حق العميل أن يشتري المزيد من الأوراق المالية على أساس غير نقدي، ما لم يرفع مساهمته لإعادة الهامش المبدئي إلى ما كان عليه⁽³⁾.

المطلب الثاني

دور الوسيط المالي في عقد الشراء بالهامش

يشارك الوسيط في نشاط الشراء بالهامش بتمويل الصفقة، حيث يقوم بتغطية نسبة محددة من قيمة الأوراق المالية محل الصفقة، في حين يلتزم العميل بتقديم الهامش الأولي، وهذه العلاقة تنشئ للوسيط التزامات وحقوق متعددة، وهذا ما سنبينه تباعاً.

(1) المادة 8 من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2014 بتاريخ 2014/4/27 بشأن تنظيم مزاوله شركات السمسرة في الأوراق المالية بالهامش وفقاً لآخر تعديل بتاريخ 2023/11/8.

(2) المادة 8 من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2014 بتاريخ 2014/4/27 وتعديلاته.

(3) د. منير إبراهيم هندي. مرجع سابق. ص 138.

الفرع الأول

التزامات الوسيط المالي

يقع على عاتق الوسيط المالي، بصفته الطرف الدائن في عقد الشراء بالهامش، مجموعة من الالتزامات، والتي تهدف إلى تحقيق التوازن بين حماية حقوقه كدائن وضمان سلامة التعامل مع العميل، فضلاً عن الحفاظ على استقرار السوق المالي، وتتمثل هذه الالتزامات فيما يلي:

أولاً: الالتزام بإبرام عقد مع العميل.

تبدأ عملية الشراء بالهامش بتوجه العميل إلى وسيط مرخص له بممارسة نشاط الشراء بالهامش، حيث يتم إبرام عقد مكتوب ينظم شروط التمويل، والضمانات، وحقوق والتزامات الطرفين، وتخضع البنود الواردة في هذا العقد للنموذج الاسترشادي المعتمد من الهيئة⁽¹⁾، وتكون البنود الأساسية ملزمة للوسطاء عند إبرام عقودهم مع العملاء، ولا يجوز للوسيط الاتفاق على ما يخالفها.

ويمكن فهم العلة من وراء وضع نموذج استرشادي موحد لعقود الشراء بالهامش هي حماية المستثمر، ذلك أن طبيعة العلاقة بين أطراف عملية الشراء بالهامش تقوم على تفاوت واضح في الخبرة والمعلومات؛ فالوسيط بطبيعته يمتلك الدراية الفنية والقدرة على صياغة بنود العقد، مما قد يتيح له فرصة إدراج شروط تعسفية أو غير متوازنة تصب في مصلحته على حساب مصلحة العميل⁽²⁾.

ومن جانب آخر، يحمل التداول بالهامش مخاطر قد لا يدركها المستثمر العادي بشكل كامل، فالمستثمر يركز على إمكانية مضاعفة الأرباح، لكنه قد يغفل أن الخسائر تتضاعف أيضاً، وأنه قد يخسر أكثر من رأس ماله المستثمر⁽³⁾. لذلك يفرض النموذج الاسترشادي تضمين تحذيرات واضحة من هذه المخاطر، وإقراراً من العميل بفهمها وقبولها⁽⁴⁾.

⁽¹⁾ المادة 296 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

⁽²⁾ د. محمد إسماعيل هاشم. مرجع سابق. ص 246.

⁽³⁾ William M. Humphries. Op. cit. p.307

⁽⁴⁾ الفقرة (ي) من المادة 296 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

ويخضع النموذج الذي ترغب الشركة في التعامل به لرقابة من الهيئة. وتقوم الهيئة بفحص البنود للتحقق من تضمنه للشروط والأحكام، ويحق لها إدخال التعديلات اللازمة على أي بند غامض يمكن أن يؤدي إلى تفسيرات متعددة، أو مخالفة لأحكام القانون واللائحة التنفيذية، أو مجحف بحق المستثمر⁽¹⁾. وهكذا يصبح تدخل الهيئة ضرورة لتصحيح اختلال التوازن بين المتعاقدين، خاصة عندما يكون أحد الطرفين محترفاً والآخر مستثمراً عادياً.

وتعد نصوص العقد الأساس الذي يقوم عليه بحث أي نزاع قد ينشأ بين الشركة والعميل، وخاصة وأن عقد فتح الحساب يحدد بوضوح -في أحد بنوده- الطريقة التي سيتم تسوية وحسم أي منازعات بين الطرفين⁽²⁾.

ثانياً: الالتزام بالتحقق من ملءة العميل.

يلتزم الوسيط -في المرحلة السابقة على إبرام العقد- ببذل عناية الرجل الحريص للتحقق من قدرة العملاء على الوفاء بالتزاماتهم الناتجة عن عمليات الشراء بالهامش⁽³⁾، ويأتي هذا الالتزام من الطبيعة الخاصة لآلية الشراء بالهامش، التي تتسم بمخاطر استثنائية، حيث لا تقتصر الخسارة المحتملة على رأس مال المستثمر الأولي فحسب، بل قد تتجاوز، مما قد يعرض المستثمر لتحمل ديون إضافية تجاه الوسيط.

وهذا الالتزام يتطلب من الوسيط القيام بدراسة دقيقة للوضع المالي للمستثمر، تتعدى مجرد الاطلاع على رصيده الحالي لتشمل تقييم مصادر دخوله وثباتها، وتجاريه الاستثمارية السابقة، وأهدافه الاستثمارية، وقدرته المادية على تحمل تقلبات سوقية حادة قد تؤدي إلى خسائر فادحة⁽⁴⁾.

(1) المادة 296 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(2) الفقرة (ط) من المادة 296 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(3) المادة 292/أ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(4) نفس المادة.

ويظهر هذا الالتزام عملياً من خلال تطبيق مبادئ "اعرف عميلك" و"الملاءمة". فمبدأ "اعرف عميلك" يفرض على الوسيط جمع وتحليل المعلومات الكافية لتكوين صورة واضحة عن الشخص الذي يتعامل معه. أما مبدأ "الملاءمة" فيأتي لاحقاً كمحصلة لتلك المعلومات، حيث يلتزم الوسيط بعدم توصية أو حتى السماح للمستثمر بالدخول في صفقات شراء بالهامش، إلا إذا كان ذلك متوافقاً مع المركز المالي لذلك العميل وأهدافه ومستوى خبرته⁽¹⁾.

وتلتزم الشركة بإعادة تقييم حالة العميل بصورة مستمرة وليست لمرة واحدة، تبدأ قبل فتح الحساب وتستمر طوال مدة العلاقة التعاقدية، حيث يجب على الوسيط مراجعة وتحديث معلومات الملاءمة بشكل دوري، وبحد أدنى مرة كل اثني عشر شهراً⁽²⁾. ولكي تتمكن الشركة من الوقوف على ملاءمة العميل المالية، ألزمت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال عند إبرام العقد أن يتضمن موافقة من العميل على قيام الشركة بالاطلاع على حساباته من الأوراق المالية لدى أي جهة للوقوف على ملائته المالية ومدى التزامه بتعهداته⁽³⁾.

ويخول هذا الحق الشركة بالاطلاع على المعلومات المالية للعميل الموجودة لدى أطراف ثالثة، على سبيل المثال وليس الحصر، أمناء الحفظ، شركات سمسة أخرى، شركة الإيداع والقيود المركزي. ويقتصر على حق الشركة في الاطلاع على حسابات العميل لدى الغير على المعلومات المالية اللازمة لتقييم ملاءته المالية وإدارة مخاطر الشراء بالهامش، دون أن يمتد إلى بيانات شخصية أو مالية غير ذات صلة بهذا الغرض. ولا يعد إخلالاً بمبدأ السرية المالية مادام مستنداً إلى موافقة صريحة ومحددة من العميل وممارساً في نطاقها.

الفرع الثاني

(1) أنظر في ذلك، د. محمود فكري عبد الصادق. دور سماسرة الأوراق المالية كوسطاء للتداول في الشراء الهامشي بسوق الأوراق المالية: دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة. مجلة الفكر القانوني والاقتصادي، السنة السابعة، العدد الثاني. ص127 وما بعدها.

(2) المادة 292/أ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(3) المادة 296/و) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

حقوق الوسيط المالي

يتمتع الوسيط المالي، باعتباره الطرف الدائن في عقد الشراء بالهامش، بمجموعة من الحقوق التي تهدف إلى ضمان استرداد أمواله، وإدارة المخاطر المرتبطة بتقلبات السوق. وفيما يلي تفصيل لأهم هذه الحقوق.

أولاً: الحق في البيع الاضطراري.

يقوم الوسيط بتقييم الأوراق المالية محل الشراء بالهامش يومياً وفقاً لقيمتها السوقية، وذلك بناءً على آخر سعر إغلاق رسمي في البورصة في نهاية جلسة التداول. وليس على أساس قيمتها وقت الشراء أو قيمة تاريخية أخرى. ويجب إجراء هذا التقييم يومياً بعد إغلاق السوق، وقبل بدء يوم العمل التالي. والهدف من ذلك هو كشف أي انخفاض في نسبة الضمانات عن حد هامش الوقاية، مما يمكن الشركة من حماية حقوقها والعميل من تراكم الخسائر.

وفي حال انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية أو الضمانات المقدمة من العميل عن حد هامش الوقاية، يوجّه إليه إخطار من الشركة (Margin Call) يلزمه بتخفيض المديونية وذلك خلال مهلة أقصاها يومي عمل⁽¹⁾. وفي غضون ذلك، إذا حدث انخفاض آخر وارتفعت تبعاً لذلك نسبة المديونية إلى 70% من القيمة السوقية للأوراق المالية، كان للشركة الحق في بيع الأوراق المالية محل الشراء بالهامش بيعاً اضطرارياً بعد إخطار العميل، وذلك بصرف النظر عن المهلة المقدرة بيومي عمل⁽²⁾.

(1) المادة 8 من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2014 بتاريخ 2014/4/27 بشأن تنظيم مزاوله شركات السمسرة في الأوراق المالية بالهامش وفقاً لآخر تعديل بتاريخ 2023/11/8.

(2) نفس المادة.

ويستند حق الوسيط في البيع الاضطراري إلى بنود صريحة في عقد فتح حساب الهامش، يوقع عليها العميل مسبقاً. تتضمن هذه البنود تفويضاً من العميل في بيع الأوراق المالية المجنبه لديه دون الرجوع إليه أو انتظار موافقته، وذلك متى انخفضت قيمة الضمانات عن المستوى المتفق عليه⁽¹⁾. ومن ثم، يحق للوسيط بيع الأوراق المالية بسعر السوق السائد وقت التنفيذ، والذي قد يكون منخفضاً بشكل كبير إذا حدث البيع الاضطراري أثناء ظروف سوق مضطربة، مما يسبب خسائر للعميل، ويفوت عليه فرصاً للربح كان يمكن أن تتحقق إذا ما تم البيع دون اضطراب وفي ظروف أفضل⁽²⁾. وليس للعميل الحق في تحديد الأوراق المالية التي سيتم بيعها، فالوسيط يملك السلطة الكاملة في اختيار الضمانات التي يبيعها لاسترداد دينه، ويجوز له بيع الأوراق المالية الأكثر سيولة أولاً، أو تلك التي تشكل خطراً أكبر، وفقاً لتقديره الخاص⁽³⁾. ويقوم الوسيط بالبيع للوصول إلى نسبة مديونية 50% من القيمة السوقية للأوراق المالية⁽⁴⁾. وفي حال حصول الوسيط على كامل المديونية المستحقة لها طرف العميل، يلتزم الوسيط بإخطار شركة الإيداع والقيد المركزي لمحو التأثير على باقي الأوراق المالية السابق تقديمها كضمان وفك الحجز فوراً ويحد أقصى قبل بدء جلسة تداول يوم العمل التالي⁽⁵⁾. أما إذا لم تكن عائدات البيع كافية لتغطية كامل الدين المستحق، يظل العميل مديناً للوسيط بالفرق، وللوسيط حق متابعته قضائياً لاسترداده.

ثانياً: مصير أرباح وحقوق الأوراق المالية المرهونة في حساب الهامش.

يعد العميل المشتري للأوراق المالية بالهامش المالك القانوني والمستفيد الفعلي لتلك الأوراق⁽⁶⁾، غير أن هذه الملكية تخضع لقيود ينص عليها في عقد الشراء بالهامش. فبالنسبة للأرباح النقدية، يظل

(1) المادة 269/هـ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

(2) د. محمد إسماعيل هاشم. مرجع سابق. ص 513 وما بعدها.

(3) د. محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية. القاهرة: مركز الدراسات العربية، 2019. ص 129.

(4) المادة 8 من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2014.

(5) المادة 8 مكرراً من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2014.

(6) د. ذكرى عبد الرزاق محمد، مرجع سابق، ص 80.

صاحب الحق النظري فيها، إلا أنها لا تعود إليه مباشرة مادام القرض مستحقاً؛ إذ تستخدم هذه الأرباح في تسوية كل أو جزء من المديونية المترتبة على العميل⁽¹⁾.

وإذا حدث وقامت الشركة المصدرة للأسهم التي يجوز شراؤها بالهامش، بإجراء بعض العمليات على أسهمها مثل تجزئة الأسهم أو إصدار أسهم مجانية أو زيادة رأس المال عن إصدار أسهم جديدة، فإن الأسهم الناتجة عن هذه العمليات، تصبح جزءاً لا يتجزأ من ضمانات الشراء بالهامش تضاف إلى غيرها من الضمانات ويتم تجميدها لصالح شركة السمسرة إلى أن تستوفي هذه الأخيرة قيمة القرض الذي منحته للعميل⁽²⁾.

(1) د. سامي عبد الباقي. مرجع سابق. ص 184.

(2) نفس المرجع.

الخاتمة

في الختام، يتضح أن المشرع المصري أخضع نشاط الشراء بالهامش لإطار قانوني يهدف إلى تحقيق التوازن بين تمكين المستثمر من الاستفادة من مزايا هذا النشاط، والحد من المخاطر المرتبطة به، بما يكفل حماية المتعاملين وتعزيز استقرار السوق.

وقد أظهرت الدراسة أن الإطار القانوني المنظم لهذا النشاط يتضمن العديد من الضمانات التي تسهم في إدارة المخاطر، سواء من خلال تنظيم العلاقة بين الوسيط المالي والعميل، أو من خلال وضع ضوابط للضمانات المقدمة، وإجراءات التعامل مع انخفاض قيمتها. إلا أن هذه الضمانات لا تخلو من بعض أوجه القصور، ولا سيما فيما يتعلق بإجراءات البيع الاضطراري. إذ لم تنظم اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بصورة تفصيلية آلية ترتيب بيع الأوراق المالية المرهونة، أو الضوابط التي تحكم توقيت تنفيذ البيع، أو التزام شركة السمسرة بإحاطة العميل بالإجراءات التي اتخذتها عند التنفيذ.

وعليه، فإن إعادة تنظيم هذه المسائل يسهم في الحد من الإشكالات التي قد تترتب على اتساع السلطة التقديرية للوسيط المالي، ويحقق قدراً أكبر من الشفافية والوضوح عند تنفيذ عمليات البيع الاضطراري.

علاوة على ذلك، خلصت الدراسة إلى عدة نتائج، نعرض أبرزها تباعاً:

- عقد الشراء بالهامش لا يندرج تحت نموذج واحد من العقود المسماة، بل يظهر كعقد مختلط؛ فهو من ناحية عقد قرض، ومن ناحية أخرى يتضمن رهنًا حيازياً على الأوراق المالية لصالح الوسيط ضماناً للقرض، بالإضافة إلى ذلك، يتضمن عقد وكالة يخول الوسيط تنفيذ أوامر العميل وتصفية المحفظة في حالات معينة.

- إن عدم قيد الأوراق لدى شركة الإيداع والقيد المركزي بوصفها رهناً رسمياً، لا يغير من التكييف القانوني لها، إذ يظل الضمان في جوهره رهناً حيازياً. والرهن هنا هو حق عيني تبعي، لأنه يتبع القرض وجوداً وزوالاً إذا انقضى القرض زال الرهن. ومن ثم فإن البيع الاضطراري في السوق لا يعدو أن يكون تنفيذاً لعقد الوكالة، لا إجراءً من إجراءات الرهن التقليدي، مما يجنب الإشكاليات القانونية المتعلقة ببطلان إجراءات التنفيذ المقررة في نظام الرهن التقليدي.

- البيع الاضطراري هو إجراء وقائي يستخدم إما بعد إعطاء العميل فرصة للتصحيح وعدم استجابته، أو فوراً عند وصول المخاطر لمستوى لا يحتمل التأخير، وذلك للحفاظ على استقرار السوق وحقوق الوسيط المالية.

التوصيات

- ضرورة وضع قواعد تنظيمية لنشاط الشراء بالهامش في سوق دمشق للأوراق المالية، ويقترح البدء بمرحلة تجريبية تقتصر على أسهم عالية السيولة، وينسب رافعة مالية منخفضة مثل هامش أولي 65%، ومع شركات سمسة محددة تتوفر فيها الحد الأدنى من متطلبات الكفاءة الفنية والمالية.

- اعتماد آليات واضحة للبيع الاضطراري تحدد ترتيب بيع الأصول المرهونة، وآليات تنفيذ البيع في أوقات السوق المناسبة، والإفصاح للعميل عن العمليات المنفذة.

قائمة المراجع

الكتب:

- د. ذكرى عبد الرزاق محمد، التنظيم القانوني لتسوية عمليات التداول في سوق الأوراق المالية: دراسة في نظمة المملكة العربية السعودية، مصر، فرنسا، والولايات المتحدة الأمريكية. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة. 2015.

- د. سامي عبد الباقي. دروس في: الشراء بالهامش والبيع على المكشوف، الهيئة العامة للرقابة المالية، دورة حياة الأوراق المالية، الممارسات غير المشروعة ضد الأقلية، الأنشطة الخاضعة لقانون سوق رأس المال، تمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة عن طريق SPAC- Private equity. منشورات جامعة القاهرة. العام الجامعي 2023-2024.
- د. سمير عبد الحميد رضوان. أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق: دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية. الطبعة الأولى. القاهرة: دار النشر للجامعات، 2009.
- د. صالح البربري. الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية: دراسة قانونية واقتصادية مقارنة. الطبعة الأولى. مركز المساند القانونية. 2001.
- د. عبد الباسط كريم مولود. تداول الأوراق المالية: دراسة قانونية مقارنة. الطبعة الأولى. منشورات الحلبي الحقوقية. بيروت، لبنان. 2009.
- د. عبد الرزاق السنهوري. الوسيط في شرح القانون المدني: نظرية الالتزام بوجه عام، الجزء الأول، تنقيح المستشار أحمد مدحت المراغي، الإسكندرية: منشأة المعارف. 2003.
- د. محمد إسماعيل هاشم. أسواق الأوراق المالية والبورصة المصرية: الجوانب العلمية والعملية وأصولها القانونية. دار النهضة العربية، القاهرة. 2015.
- د. محمد عبد اللاه حسن. عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية: دراسة مقارنة مع القوانين الأمريكية والفرنسية. منشأة المعارف بالإسكندرية. 2011.
- د. محمد عبد المقصود غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية. القاهرة: مركز الدراسات العربية، 2019.
- د. منير إبراهيم هندي. الأوراق المالية وأسواق المال. منشأة المعارف بالإسكندرية. 2006.

المقالات العلمية:

- د. إلهام عبد الحليم مبروك. الجوانب القانونية لشراء الأوراق المالية بالهامش وتأثيرها على طرفي العقد الهامشي: دراسة مقارنة. مجلة القانون والاقتصاد. جامعة القاهرة- كلية الحقوق. المجلد (98). العدد (1). 2025. ص ص 105-208.
- د. محمود فكري عبد الصادق. دور سماسرة الأوراق المالية كوسطاء للتداول في الشراء الهامشي بسوق الأوراق المالية: دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة. مجلة الفكر القانوني والاقتصادي، السنة السابعة، العدد الثاني.

التقارير:

- الدليل الاسترشادي لقواعد وإجراءات التداول بالبورصة المصرية، الصادر عن البورصة المصرية، نوفمبر 2020.

القوانين والقرارات:

- قانون التجارة المصري رقم 17 لسنة 1999.
- اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية.
- اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري.
- قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2014 بتاريخ 2014/4/27 بشأن تنظيم مزاولة شركات السمسرة في الأوراق المالية بالهامش.

The articles in English

- M. Jay-Goldman. The Relationship Between Investment Dealer and Margin Client: A Canadian Perspective. Manitoba Law Journal. Vol (19) no (2). 1990. PP 260-287.

- William M. Humphries. Leveraged ETFs: The Trojan Horse Has Passed the Margin–Rule Gates, SEATTLE U. L. REV. Vol (34) no (1).2010. pp 299–323.
- Zhuo Chen, Zhiguo He, and Wei Wei. Margin Rules and Margin Trading: Past, Present, and Implications. Annual Review of Financial Economics. August 2024.