

## التنظيم القانوني لاقتراض الأوراق المالية لغرض التداول (دراسة مقارنة)

أ. م. د. نوفل رحمن ملغيط حسين الجبوري

كلية الإمام الكاظم (ع) / أقسام الديوانية

nlecdiw49@alkadhumi-col.edu

تاريخ الاستلام: ١٠-٨-٢٠٢٢

تاريخ قبول النشر: ٢٤-١١-٢٠٢٢

### المستخلص.

تعد عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول من الصفقات الاستثمارية المستحدثة في سوق الأوراق المالية التي تواكب تطور عمليات التداول، إذ إن هذا الأسلوب من التداول يسهم بشكل كبير بتنشيط حركة الأوراق المالية وبصورة مستمر وفعاله، وذلك لكونه يتضمن عدة عمليات تدخل في نطاقها فهو لا يقتصر على صفقة واحدة بل سببا في تعدد الصفقات من عملية القرض والبيع وإعادة الشراء ومن ثم الاسترداد، فهذا الأسلوب يعد من أكثر طرق التداول تنشيطا لحركة السوق، فهو يتضمن نشاط مستثمر محترف في عمليات السوق والتقلبات السعرية التي تحدث فيها، فعندما يتوقع انخفاض السعر لأي سبب يسعى إلى اقتراض هذه الأوراق لبيعها ومن ثم إعادة شرائها عندما تنخفض محقق من وراء ذلك ربحا، ومن ثم إعادة اقتراضها إلى المقرض مع فائدة الاقتراض، وبالتالي تحقيق مصلحة لكلا الطرفين، غير إن هذه التوقعات قد تأتي بنتائج عكسية تكون أثارها وخيمة، لذا فعند السماح بالاستثمار بهذه العملية تتطلب تنظيما تشريعيًا وبأشراف جهات مختصة في السوق تقوم بتسوية هذه العملية، وذلك لضمان حسن التنفيذ وحماية المتعاملين والسوق من الاضطرابات التي تنتج عن فشل التنفيذ وسوء التنظيم، وهذا ما نحاول بيانه في هذا البحث لنضع وسيلة استثمارية ناجحة التنظيم وآليه ليس بالمعقدة وبضمانات مبسطة نستفاد من نتائجها الايجابية المثمرة ونتجنب احتمال تحقق مردودتها السلبية .

الكلمات المفتاحية: الاقتراض، التداول، الأوراق المالية، سوق الأوراق المالية، التسوية

### Abstract

The process of borrowing securities for the purpose of trading is considered one of the investment deals developed in the stock market that keeps pace with the development of trading operations. This process of trading contributes greatly to stimulating the movement of securities continuously and effectively, because it includes several operations within its scope, as it is not limited to one transaction, but rather a reason for various transactions from the process of loan, sale, repurchase, and then redemption. Therefore, this method is one of the most stimulating trading methods for the movement of trading in the market, as it includes a professional investor in the market operations and the price fluctuations that occur. When the price is expected to drop for any reason, s\he seeks to borrow these securities to sell them and then repurchase them when a profit decreases, and then return them to the lender with the profit of the borrowing. Thus, this

achieves the interest of both parties, but these expectations may come with counterproductive results that have dire effects, so this permission to invest in this process requires legislative regulation and the supervision of competent authorities in the market that settle this process, in order to ensure good implementation and protect dealers and the market from the disturbances that result from poor implementation and poor organization. Consequently, the present study is trying to explain these points to put a successful investment method that is organized and a mechanism that is not complicated and with simplified guarantees that we benefit from its positive and fruitful results and avoid the possibility of achieving its negative returns.

**Keywords: Borrowing, Trading, Securities, Stock exchange market, Settlements**

الثاني واستثمارها بالبيع وعند انخفاض قيمتها يقوم بإعادة شرائها لاستردادها إلى المقرض محققاً في ذلك ربحاً له ناتج عن فرق التداول، ومن جانب المقرض يكون قد حصل على عائد من وراء اقراض اوراقه المالية.

وتعد هذه العملية من التداول من العمليات التي تجري من خلال وسيط متخصص، إذ إنَّ العميل الراغب بالتداول بهذه الطريقة يأمره باقتراض أوراق مالية لصالحه ومن ثم يأمر بعد ذلك ببيع هذه الأوراق المالية عندما يحين الوقت المناسب الذي كان يتوقع حدوثه، غير إن هذه المسألة لا تخلو من المخاطر فهي قائمة على المخاطرة من قبل المقرض إذ قد يخيب توقعه فترتفع قيمة الأوراق المالية محل الاقتراض بعد أن يبيعها فيضطر إلى شرائها بسعر أعلى من البيع متحتملاً بذلك خسارة.

لذا فمن المهم التصدي لهذا الموضوع بدراسة علمية باعتباره نوع جديد من وسائل التداول في سوق الأوراق المالية وعدم الاقتصار على الاساليب والطرق التقليدية، ووضع آليه مناسبة لها لأن عدم وجود آليه مناسبة وكافية يتولد عائق امام المستثمرين من كلا الطرفين، وبالعكس الاهتمام بهذه الوسائل المستحدثة قطعاً تسهم في زيادة نسبة التداول وزيادة عدد المستثمرين المحليين، وتكون محط اهتمام للمستثمر

## المقدمة

اصبح من المعروف لدى المتعاملين والمختصين في عمليات البورصة اهمية الدور الذي تلعبه اسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي بما توفرها من فرص ومساحات استثمارية في مجال الاستثمار غير المباشر، وهذا الأمر لم يعد مقتصرًا على الدول المتقدمة بل حتى النامية اخذت تهتم باعتماد وتطوير وسائل الاستثمار غير المباشر، كما إن الدراسات والواقع اثبت وبوضوح بأن هذه النوع من الاستثمار أسهم بتطوير وتنمية المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار الوطني، وهذا يكون من خلال زيادة حجم التداول في السوق بما يسهم بتطور هذه الاسواق، وهذا الأخير ممكن أن يتحقق من خلال تعدد وتنوع اساليب الاستثمار التي تجري فيها بشكل اكبر مرونة، ومن هذه الاساليب التي تسهم في تطور الاستثمار وتنشيط حركة التداول داخل السوق هو اسلوب الاقتراض من اجل استثمار الاوراق المالية محل القرض في التداول .

وهذا الاسلوب من التداول يلجئ اليه العميل عندما يتوقع بان قيمة الأوراق المالية سوف تنخفض مستقبلاً ومن غير أن يكون مالك لها ويرغب في التداول، وبالمقابل يوجد شخص اخر مالك لهذه الأوراق ولا يحبذ أن يفقدها ويرغب في استثمارها، فيقوم الأول باقتراضها من



### المبحث الأول

#### مفهوم اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول

يعد موضوع اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول من المواضيع المستحدثة في سوق الأوراق المالية كوسيلة تسهم في تطوير وزيادة حركة التداول في السوق، لما تمنحه من خاصية للمستثمر والتي تتجسد في تمكينه من إبرام صفقات تداول بالرغم من عدم توفر التمويل اللازم لديه وقت إبرامها، معتمداً في ذلك على أوراق لا يمتلكها وبما يتمتع به من خبرة في مجال عمليات البورصة، ومن ثم فهي تمنح المتعامل نوع من الائتمان لتمويل الصفقات التي يحتاجها، لذا فإن دراسة هذا المبحث يتطلب أن نتناولها من خلال مطلبين نخص الأول للتعريف باقتراض الأوراق المالية لغرض التداول، ونتناول في الثاني التكييف القانوني لاقتراض الأوراق المالية ومتطلباته .

### المطلب الأول

#### التعريف باقتراض الأوراق المالية لغرض التداول

إن قيام المستثمر في سوق الأوراق المالية باقتراض أسهم وسندات لغرض تداولها أخذت تشط حديثاً في بعض الأسواق المالية التي اجازتها، لغرض استغلال حركة الأسواق المتوقعة والإفادة منها للأطراف المتعاملة بهذه الطريقة من جهتي المقرض والمقترض، بالركون إلى الخاصية التي تتمتع بها هذه الطريقة من التداول، لذا فإن الوقوف على هذا المعنى لا بد من أن نقسمه إلى فرعين نخص الأول بتعريف اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول، والثاني نتناول فيه دوافع الاقتراض لغرض التداول .

الاجنبي الذي يبحث عن الاسواق التي تواكب بخطوات منضبطة تطور عمليات التداول، فهذه الاسواق تدفع المستثمرين للخوض في غمار هذا الموضوع .

ولأهمية هذا النوع من وسائل التداول المستحدثة من شأنها أن تسهم في تنشيط حركة السوق بات من الضروري تنظيمها بقواعد منضبطة تعزز ثقة المستثمر في استثمار امواله بسوق فيه وسائل حماية جديرة بالثقة وتبعث الاطمئنان لدى مالك الأوراق المالية باستثمار امواله بهذه الطريقة بوضع تدابير وقائية للحد من المخاطر المحتملة الناتجة عن هذا النوع من التداول، من أجل الوصول لغاية انتعاش السوق وتنشيط حركة التداول .

وعلى ما تقدم اخترنا موضوع (التنظيم القانوني لاقتراض الاوراق المالية لغرض التداول ) ليكون عنوانا لهذه الدراسة متتهجا فيها اسلوب المنهج البحثي التحليلي مع التعرج على موقف التشريعات التي اهتمت بهذا الموضوع لغرض الاستفادة من تجاربها وفي مقدمتها التشريع المصري والأمريكي ذات العلاقة بالشكل الذي نامل بان يكون ذا دور في تطوير وتعزيز حركة التداول في سوق العراق للأوراق المالية، وذلك من خلال مبحثين نخص الأول بمفهوم اقتراض الاوراق المالية لغرض التداول ونفرغ الثاني إلى احكام اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول تلحقهما خاتمة تتضمن أهم النتائج والتوصيات التي نستخلصها من هذه الدراسة .

## الفرع الأول

### تعريف اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول

بعد موضوع اقتراض الأوراق المالية لغرض إجراء عمليات التداول عليها من المواضيع التي نالت اهتمام بعض الباحثين، وكما إن أهمية الموضوع دفع التشريع المقارن وبعض التشريعات الأخرى إلى تعريفه وبيان أحكامه .

فقد عمد البعض من الفقه إلى تعريف اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول أو البيع في الحديث عن أشكال البيع على المكشوف، باعتباره الصورة المشروعة من صور البيع على المكشوف، إذ عرف بهذا الصدد بأنه ( تحويل مؤقت للأوراق المالية من مالكةا إلى المستثمر (المقترض) مع وجوب أن يلتزم بإعادة الورقة المالية للمالك في الموعد الذي يتم الاتفاق عليه بينهما<sup>(١)</sup>، وعرف أيضا من الباحثين بهذا الشأن بأنه ( عملية يقوم من خلالها من لا يملك الأوراق المالية ببيعها متوقعا هبوط أسعارها ومن ثم إعادة شرائها فيما بعد، والاستفادة من فرق السعر)<sup>(٢)</sup> .

ويلاحظ على هذه التعريفات بأن الأول قد ركز على عملية الاقتراض فقط وأهمل الغاية منه، إذ أن عملية الاقتراض عادة تنصب على شيء غير قابل للاستهلاك لغرض الانتفاع به وليس لغرض التصرف به، إذ أن الخصوصية تكمن هنا، والثاني أهمل الطريقة التي تخول المتصرف بأن يجري التداول على هذه الأوراق التي لا يمتلكها .

وكما يذهب البعض إلى إن اقتراض الأوراق المالية يتضمن التعامل بهذه الأوراق من قبل شخص لا يمتلكها ولا ينوي امتلاكها، وليس بينه وبين صاحبها نية نقل ملكيتها، وقد يكون هذا الأخير حتى لا ينوي تسليمها من محفظته المالية، والمقترض الذي يقوم بتداولها لا تسليمها ينوي

عند البيع، أي يقوم ببيعها رقميا على أن يقوم بإعادة شرائها فيما بعد لردها إلى مالكةا في وقت لاحق<sup>(٣)</sup>. غير أننا نرى هذا القول قاصرا وأن حدث فهو نادرا، لأن من متطلبات بيع الأوراق المالية أن يقوم بتسليمها إلى المشتري حتى يحصل على الثمن الذي يكون غاية المقرض كما سنرى، فكيف يحدث ذلك والمشتري يقوم بدفع الثمن دون نقل الأوراق المالية إليه فعملية التسوية تتطلب ذلك، وكما إن المشتري قد لا يرغب ببيعها، ومن ثم على المقترض أن يقوم بشراء أوراق مالية مثلها وإعادة تسليمها إلى المقرض باعتبار إن الأوراق المالية العائدة لذات المصدر لا تختلف عن بعضها سوى بتسلسل الأرقام .

أما عن موقف التشريعات فنجد التشريع المصري قد وضع إليه لتطبيق نظام اقتراض الأوراق المالية لغرض البيع بموجب تشريعات فرعية صادرة عن البورصة المصرية، ووضع تعريف للاقتراض والاقتراض في سوق الأوراق المالية، فقد عرف اقتراض الأوراق المالية لغرض البيع " يقصد به الاتفاق بين شركة السمسرة وأحد عملائها على أن تقوم الشركة لصالح العميل بإقتراض أوراق مالية مملوكة لطرف آخر (مقرض) من خلال نظام إقتراض أوراق مالية، وذلك بغرض بيع هذه الأوراق وإعادة شرائها في وقت لاحق بالشروط التي يتم الاتفاق عليها"، وهذا عندما تكون هذه العملية بمبادرة المقترض، وكما وضع تعريف من جهة الطرف الآخر المقرض وهو إقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها، إذ عرف " يقصد به الاتفاق بين أمين الحفظ وأحد عملائه على أن يقوم أمين الحفظ بعرض الأوراق المالية المملوكة للعميل



وعلى الرغم من أنتشار هذا النوع من التعامل في الآونة الأخير بأسواق الأوراق المالية، وقيام البعض من البورصات بوضع ضوابط لهذا النوع من التداول لما له من أهمية في تنشيط حركة الاستثمار غير المباشر إلا إنَّ المشرع العراقي لم يكن له موقف من جواز العمل بهذا الأسلوب ولم نجد في سوق العراق للأوراق المالية ما يشير إلى التعامل به، لذا ندعوا المشرع إلى إقرار صفقات التعامل من هذا النوع وضرورة وضع آليه من قبل السوق تنظم كيفية التداول بشكل منضبط على غرار ما فعل المشرع المصري .

### الفرع الثاني

#### الأسباب الدافعة لاقتراض الأوراق المالية لغرض التداول

إنَّ الأسباب التي تكمن وراء إبرام صفقات التداول على أوراق مالية مقترضة تكمن بما تمنحه من مزايا للأطراف كافة المتعاملة بهذا الأسلوب، وهذه يمكن اجمالها بالاتي :

أولاً: بالنسبة للمقترض الذي يقترض أوراق مالية ويقوم بأبرام صفقات التداول عليها بالبيع وإعادة الشراء في وقت لاحق، فهو يأمل تحقيق ربحا من فرق سعر البيع والشراء الذي يجريه على هذه الأوراق، غير أنَّ هذا الأمر يعتمد على صدق توقعاته وقرأته الصحيحة لحركة التداول في السوق، فأن تحقق ذلك سيحقق مردودا من غير أن يدفع شيء من ماله الخاص، فهذا الإقدام يحتاج شخصا ذا خبرة في عمليات التداول يستطيع أن يضع قرائه صحيحة لحركة السوق، لذا فهي قائمة على المخاطرة فقد يتحقق عكس ما توقعه ومن ثم ترتب خسارة بدل الفائدة<sup>(٥)</sup>، وخاصة عندما يفاجئ بمطالبة المقترض بإعادة الأوراق المالية في وقت غير مناسب، لكون عقد

للإقراض للغير من خلال نظام إقراض الأوراق المالية، ويتم الإقراض مقابل عائد يتحدد وفقا لقواعد هذا النظام .

وعلى هذا الأساس فان هذه القواعد التي تحكم عمليات التداول عن طريق الاقتراض تكون بوساطة شركات السمسرة وأمناء الحفظ، ومن ثم فالعميل لا يستطيع أن يتعامل بهذه العملية بشكل مباشرة دون وساطة هذه الجهات، غير أن علاقة المقترض ترتبط بالوسيط ( السمسار ) الذي يقوم بالاقتراض لصالحه، في حين أن علاقة المقرض ترتبط بأمين الحفظ الذي يتولى عرضة أوراقه المالية لصفقات الإقراض .

غير إننا نتفق مع ما جاء في التشريع الأمريكي الذي استبعد أمين الحفظ من هذه العلاقة، إذ بإمكان الوسيط أن يقوم بهذه العملية في مواجهة الطرفين ولا داعي لهذا التعقيد، فممكّن أن يتلقى طلبات الاقتراض وعروض القرض كما في عملية الشراء، ففي هذا تسهيل على المتعاملين إذ يكون الوسيط فيها على معرفة تامة بما هو معروض وما مطلوب، وبصدد موقف المشرع الأمريكي هو الآخر عرف هذه العملية (بانه بيع أوراق مالية لم يمتلكها البائع أو اي عملية بيع يتم من خلالها تسليم أوراق مالية مقترضة لحساب البائع )<sup>(٤)</sup>.

ويمكّن أن نعرف هذا الأسلوب من التداول (بانه عملية اقتراض اوراق مالية بضوابط محددة من اجل استثمارها بالتداول في السوق مدة محددة ومن ثم إعادة شراء مثلها لردها إلى مالكها مع تسوية المراكز المالية الناتجة عن ذلك بتدخل وضمن وسيط متخصص).



العرض والطلب ومن ثم جعل سوق الأوراق المالية أكثر كفاءة<sup>(٧)</sup>، وذلك عندما يكون هناك رغبة من بعض المستثمرين بالاحتفاظ بالأوراق المالية واستثمارها على الاجل الطويل سينتج عن ذلك ارتفاع في الأسعار، فيأتي دور عمليات الاقتراض لخلق التوازن بين العرض والطلب ومن ثم المحافظة على سعر السوق، لان صاحب الأوراق المالية سيقدم على ذلك ما دام يعلم بان هناك فائدة ستعود عليه من وراء ذلك دون أن يفقد أوراقه المالية، كما أن الهيئة المشرفة على سوق الأوراق المالية الأمريكي ترى بأن تداول الأوراق المالية عن طريق الاقتراض تلعب دورا مهما في توفير السيولة النقدية للسوق بالإضافة إلى المحافظة على استقرار وكفاءة التسعير<sup>(٨)</sup>.

ومقابل ذلك هناك من يذهب إلى إن هذا الاسلوب من التداول مدعاة للأضرار بالاقتصاد الوطني من خلال ما يلجئ اليه المضاربون من اتفاقات سرية لتخفيض سعر الاسهم من خلال زيادة عروض الاقتراض واعادة شرائها ومن ثم احتجازها لرفع سعرها بشكل غير متوقع ومما يجبر المقترض على شرائها بسعر مرتفع خلال مدد قصيرة، فهذا يمكن مجابهته بأجراء مبسط من البورصة بمنع البيع القصير عند هبوط الاسعار بفوارق سعرية كبيرة وتفعيل دور الرقابة على التداول وهذا ما تم اقراره في امريكا من خلال قاعدة تسمى بقاعدة Uptick<sup>(٩)</sup>، وتحديد مدة للمقرض .

القرض غير ملزم فيستطيع كليهما المطالبة بإنهائه وتسويته في أي وقت بعد إقراض الأوراق المالية إلا إذا اشترط في العقد بقاءه مدة محددة.

ثانياً: بالنسبة لمالك الأوراق المالية (المقرض) فهذا الأسلوب يحقق استثمار لأوراقه المالية المجمدة بتحويلها إلى أوراق نقدية يستطيع أن يتعامل بها ويستثمرها خلال مدة الاقتراض، لان ثمن بيع الأوراق المالية من قبل المقرض سوف يوضع تحت تصرف المقرض كضمان يسمح له استثماره هذه من جهة ومن جهة أخرى فان أوراقه المالية ستعاد له دون المساس بها متى أراد ذلك متجنباً مخاطر السوق وتحميلها على عاتق المقترض، وهذا الأسلوب لا يفقده ميزة الحصول على الأرباح<sup>(٦)</sup>.

ثالثاً: بالنسبة للوسيط فيمكن التعامل بهذا الأسلوب هو ما يحصل عليه من التعاملات الأخرى من مردودا إيجابيا، باعتباره أي عملية تداول أخرى تتم عن طريق الوسطاء لصالح عملائه، فهو يقوم بهذا مقابل عمولة التداول التي يحصل عليها من صفقات البيع والشراء التي يجريها بناءً على أمر العميل، بل إن هذه العملية قد تكون أكثر مردود بكونها تتضمن عدة عمليات يقوم بها للطرفين ومردود اخر ناتج عن ضمان عملية الاقتراض.

رابعاً: بالنسبة للاقتصاد الوطني: فمثل هكذا معاملات ممكن أن تحقق جدوى اقتصادية فقد تعمل على استقرار أسعار الأسهم في السوق وفق قيم عادلة، التي تسهم في الموازنة بين قانون

**المطلب الثاني****خصوصية عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول**

تعد عملية الاقتراض لغرض التداول من العمليات المتعددة والمعقدة التي تتميز بها عن غيرها من الصفقات التي تجري داخل سوق الأوراق المالية، فهي مزيج من عقد قرض وبيع يجري على الأوراق المالية محل الصفقة وإعادة شرائها، مع تقديم ضمانات بمثابة رهن تكفل تنفيذ ما ينتج على هذه الصفقة من آثار متعددة، لذا فمن الضروري تمييزها عن ما يقترب منها من عمليات تجري داخل السوق، ولا بد من أن تكون قد وضعت قواعد منضبطة تضمن انسيابية هذه العملية دون تعقيد، لذا لا بد من أن نتناوله من خلال فرعين نخص الأول بتمييزها عما يقترب منها، ونتناول في الثاني القواعد التي تحكم عملية اقتراض الأوراق المالية بغرض التداول .

**الفرع الأول****تمييز اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول عما يشبهه به من اوضاع قانونية**

تعد عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول من العمليات التي تقوم على فكرة الائتمان في صفقات الاستثمار التي تجري على الأوراق المالية والتي تمنح المستثمر أجلا وفرصة استثمارية مموله، فهذا يجعلها تقترب من بعض العمليات الائتمانية المستحدثة في سوق الأوراق المالية التي يعتمد فيها المستثمر في تمويل صفقاته على الغير، لذا فمن المفيد أن نميز بينهما وكما يأتي :

أولا: تمييزه عن شراء الأوراق المالية بالهامش

لقد عرف الشراء بالهامش بأنه شراء الأوراق المالية لسداد جزء من قيمتها نقدا ليتسنى له

تسديد الباقي بقرض بشرط ضمان الأوراق المالية محل الصفقة<sup>(١٠)</sup>.

وعرف التشريع المصري عملية شراء الأوراق المالية بالهامش " يقصد بالشراء الهامش الاتفاق بين شركة الوساطة واحد عملائها على أن تتولى الشركة التمويل اللازم لسد جزء من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحساب هذا العميل"<sup>(١١)</sup>.

وعلى الرغم من أهمية هذه الصفقات في سوق الأوراق المالية لما لها من دور في تنشيط حركة التداول غير أن المشرع العراقي لم يهتم بها وينظم أحكامها .

وعلى أية حال فإن شراء الأوراق المالية بالهامش يقوم على فكرة اعتماد المستثمر في تمويل صفقته على القرض الذي يقدمه له الوسيط الذي يتعامل معه، وبهذا فإن كلاهما يسمح للمتعامل بان يجري صفقات معتمدا جزئيا أو كليا في تمويل ذلك على الغير، إلا انهما يختلفان بما يأتي

١. إن شراء الأوراق المالية بالهامش يقوم على وجود قرض أموال يمنحها الوسيط إلى العميل، بينما اقتراض الأوراق المالية يقوم على عملية اقتراض الأوراق المالية ذاتها .

٢. إنَّ الشراء بالهامش يقوم الوسيط بتمويل جزء من الصفقة فقط ويسدد المشتري الباقي منها، بينما في الاقتراض لا يدفع المقترض شيء من ماله الشخصي كثمن للأوراق المالية محل الصفقة وإن كانت هناك ضمانات يلتزم بتقديمها .

٣. التعامل بالهامش لا يلزم على المشتري بإعادة شراء الأوراق المالية عند بيعها، بينما في



وعلى هذا فان العقد المستقبلي عبارة عن صفقات تجري على الأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية غير أن تنفيذها يؤجل إلى وقت لاحق، وبهذا فان كل من العمليتان أدوات يتم عن طريقها تداول أوراق المالية بالاعتماد على التوقعات التي يفترضها المتعاملين في السوق، وفي كلاهما يلتزم المتعاملين بدفع تأمينات لذلك، ومن دون أن يكون في نيتهم التنفيذ الفوري بدفع قيمة الأوراق المالية، غير أنهما يخالفان فيما يلي :

١. العقد المستقبلي هو عقد بيع تام غير أن تنفيذه مؤجل إلى وقت لاحق، بينما اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول هي عملية قرض يتبعها عقد بيع وإعادة شراء، فهو مزيج من عدة عمليات .

٢. في العقد المستقبلي كل من الطرفين يقدم على المخاطر لاختلاف التوقعات بينهما، فالبائع يتوقع الانخفاض في الأسعار والمشتري يتوقع ارتفاعها، ومن ثم ففي كل الأحوال احدهما يتعرض إلى الخسارة، أما في الاقتراض فان من يقدم على المخاطر هو المقرض فان ارتفاعه حقق ربحاً وأن انخفضت تعرض للخسارة أما المقرض فهو محتفظ بالأوراق المالية وضامن الحصول على فوائدها .

٣. أن عمليات الاقتراض تلعب دوراً أكبر في تنشيط حركة التداول في السوق بما يترتب عليها من بيع وإعادة شراء، على العكس من العقود المستقبلية فهو لا يؤدي نفس الدور بل على العكس قد يؤدي إلى تجميد الأوراق وتقييد حركة التداول عندما تطول مدة التنفيذ .

٤. - إنَّ عقد البيع الذي يرد على الأوراق المالية المقترضة يعد من العمليات العاجلة

الاقتراض ملزم برد الأوراق المالية إلى المقرض أي بإعادة شرائها .

٤. إن عملية الشراء بالهامش قد لا يقدم المشتري على بيعها مباشرة فقد ينتظر ارتفاع الأسعار في الاسوق لتحقيق ربح، في حين المقرض يقدم على بيعها وهو يأمل انخفاض أسعارها لكي يعيد شرائها لإعادتها إلى المقرض .

٥. إن تعامل المقرض يكون على أوراق مالية لا يمتلكها وانما مملوكة للغير، اما التعامل بالهامش فانه يتعامل بأوراق مالية مملوكة له .

ثانياً: تمييزه عن العقد المستقبلي

يعرف العقد المستقبلي " بأنه ذلك العقد الذي يعطي الحق بشراء أو بيع كمية من أصل معين وبسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، ويلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك أما بصورة نقدية أو بصورة أوراق مالية، لغرض حماية كل طرف من المشاكل التي تترتب على عدم مقدرة الطرف الأخر بتنفيذ التزاماته" (١٢)

ورغم أهمية هذه العمليات وشيوعها لم نجد في التشريع العراقي سواء في قانون التجارة أو في القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية ما يشير إلى هذه العمليات، بل التشريع الأخير ذهب إلى العمليات الفورية، بينما المشرع المصري قد أقر بمشروعية هذه التعاملات في المادة (٤٦) من قانون التجارة النافذ بالقول " تكون العمليات المضافة إلى أجل صحيحة ولو قصد المتعاملان منها أن تؤول إلى مجرد التزام بدفع فروق الأسعار بشرط أن تعقد العمليات في سوق الأوراق المالية) .





حتى وإن تأخر تسليمها إلى عدة أيام<sup>(١٣)</sup>، بينما العقد المستقبلي من العمليات الآجلة .

### الفرع الثاني

#### القواعد التي تحكم عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول

٤. ضرورة تنظيم عقد تفصيلي بين الأطراف

الراغبة بالتعامل بهذه الطريقة من التداول، إذ يجب على شركة الوساطة تنظيم عقد بينها وبين العميل المقترض، يتضمن مقدار الضمان الذي يضعه العميل تحت تصرف الشركة وحالات المطالبة بضمانات إضافية، والإجراءات التي تتبعها الشركة في حال عدم قيام العميل بتقديم هذه الضمانات أو عدم إعادة الأوراق المالية المقترضة، والعمولات والمصاريف التي تتقاضها الشركة، وكذلك مع المقرض يلزم تنظيم عقد يؤكد رغبته بعرض الإقراض ومقدار الحقوق التي يتمتع بها، وحالات إعادة الأوراق المالية وإفقال حساب الأوراق المالية المقترضة .

٥. عدم بيع الأوراق المالية قبل الاقتراض، لأن شرعية تصرف المقرض بالبيع مستمد من الإذن الممنوح له بعقد القرض، ومن ثم أي تصرف قبل الاقتراض غير صحيح لكونه وارد على ملك الغير وبدون إذنه، ومن ثم يلزم أن تكون مقترضه ومتاحة لدى شركة الوساطة قبل المباشرة في تداولها، وهذا ما أكد عليه قانون البورصات الأمريكي والتي حضر على الوسيط القيام بأي عملية قرض على الأوراق المالية المودعة لديه ما لم يحصل على موافقة مالكيها<sup>(١٤)</sup>.

وهذه القواعد تعد من الأمور الضرورية عند اعتماد كل سوق العمل بنظام تداول الأوراق

عند التدقيق في التشريعات<sup>(١٤)</sup> التي نظمت عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض تداولها في الأسواق المالية، تجدد اهتمامها بوضع قواعد كمبادئ عامة تضبط عمليات الاقتراض من أجل التداول وأهمها الآتي :

١. تخصيص جهة واحدة في سوق الأوراق المالية تجمع لديها جميع طلبات وعروض الاقتراض وتتولى الإشراف عليها، وهذه الجهة في مصر هي شركة مصر للمقاصة، إذ نجد جميع طلبات الاقتراض وعروض الإقراض متجمعة لديها، وذلك لتعدد أمناء الحفظ والوسطاء واختلاف الكميات المتوافرة لديهم ومن ثم فمن المفيد تجميعها لدى جهة واحدة معروفة يستطيع كل المعنيين ذلك الاطلاع، ويقوم على إدارة هذه الآلية ما يسمى بلجنة صندوق التسليف .

٢. وضع حد أقصى بالنسبة للمتعاملين بهذا النوع من الصفقات، إذ تقوم الهيئة العامة في سوق الأوراق المالية بتحديد عدد الصفقات المسموح أجراءها بالنسبة لكل عميل وكذلك بالنسبة للوسيط، لكي لا يتم المبالغة في ذلك للحد الذي يعجز معه المقرض على الوفاء بالتزاماته لاحقاً عند فشل توقعاته .

٣. تحديد الأوراق المالية التي يمكن اقتراضها، وتفضل أن تكون من الأوراق المالية التي تتمتع بسيولة عالية وأن لا تخضع في تداولها لحدود سعرية، وذلك يكون وفق الآلية التي

## الفرع الأول

### التزامات الوسيط في عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول

يعد الوسيط العنصر الأبرز في تنفيذ عملية الاستثمار عن طريق اقتراض الأوراق المالية بغرض تداولها، فمن غيره لا يمكن أن تتحقق هذه العملية لان هذه العمليات يتم في أسواق متخصصة تحكمها قواعد قانونية خاصة تهدف إلى حماية المتعاملين وتوفير الثقة والأمان في التعاملات، وهذا يلزم أن يجري من خلال شخص ذا خبرة في هذا المجال، والوسيط يعد شخص مهني متخصص في ممارسة أعمال التداول في سوق الأوراق المالية، وعلى هذا الاعتبار تفرض عليه جملة من الالتزامات عند ممارسة أعمال الاقتراض لغرض التداول بعد الحصول على ترخيص من الهيئة العامة في سوق الأوراق المالية، وهذه الالتزامات متعددة أبرزها بما يلي :

١. التزام الوسيط بإبرام عقد مع مالك الأوراق المالية من جهة ومع العميل الراغب بالاقتراض من جهة أخرى يحدد حقوق والتزامات الأشخاص المتعاملين بهذا الأسلوب منعاً للنزاع الذي ينشأ في المستقبل .

والسؤال الذي يمكن أن يثار هنا هل يستطيع الوسيط اقتراض الأوراق المالية المودعة عنده دون موافقة صاحبها؟ عند قيام الوسيط بإقتراض الأوراق المالية المودعة لديه عندها يكون مسؤولاً عنها أمام صاحبها بان يردّها له عند طلبها، كما أن هذا من الصعب تحقيقه لان الحقوق الناشئة عن الأسهم تنتقل بالبيع بعد الاقتراض، وهنا مالکها الأصلي ما زال يتمتع بها،

المالية المقترضة تجنباً للمشاكل العقيمة التي قد تنشأ فيما لو اعتمد ولم تراعى هذه الأمور، لذا ندعو المشرع عند تنظيم هذه الصورة من التداول مراعاة ما وردته أعلاه من قواعد .

## المبحث الثاني

### أحكام اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول

إنَّ اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول يترتب عليها جملة من الآثار التي تلزم الأشخاص المعنيين بالتزامات تتلاءم مع عملية الاقتراض ويتدخل وسيط مخول بذلك، ومن ثم فان عملية الاقتراض هذه تلزم تسويتها بين الأطراف وإعادة الأوراق المالية للمقرض وتسوية الحقوق الناشئة عن ذلك، وهذا يتطلب أن نتناوله من خلال مطلبين الأول يخص آثار عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول والثاني يخص إلى تسوية عملية اقتراض الأوراق المالية .

## المطلب الأول

### آثار عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول

يترتب على عملية الاقتراض لغرض التداول جملة من الالتزامات التي تفرض على أشخاص هذه العملية، ومن أهم هذه الالتزامات ما يفرض على الوسيط باعتباره الشخص الذي يلعب الدور الأبرز في عمليات التداول هذه، وكما يكون على المقرض والمقترض التزامات متقابلة في سبيل تحقيق عملية الاقتراض في سوق الأوراق المالية، لذا سنعرض هذا المطلب من خلال فرعين الأول يكون لالتزامات الوسيط في عملية اقتراض الأوراق المالية، والثاني يكون إلى التزامات المقرض والمقترض في عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول .

إلزام الوسيط بالتحقق من القدرة المالية للعميل المقترض على الوفاء بالتزاماته، وعليه بذل عناية الرجل الحرص في ذلك، باعتباره شخصا مهنيا متخصصا بالتحقق من مقدرة العميل على الوفاء بالتزاماته المترتبة على عملية الاقتراض للأوراق المالية المراد تداولها من خلال معرفة حالته المالية، والهدف من الاستثمار، ومصادر التمويل المتاحة له، والمعلومات المتوافرة عن هذا العميل عند العقد للشخص المقترض، ويلزم عليه أن يعيد تقييم حالة العميل المالية كلما دعت الحاجة إلى ذلك وعلى الأقل مرة واحدة في السنة<sup>(١٩)</sup>.

وكما على الوسيط هنا اخذ ضمانات لعملية الاقتراض من العميل المقترض، وهذه الضمانات ليس بالضرورة أن تكون بصورة نقدية بل يمكن أن تتجسد بشكل اوراق مالية اخر موازية لقيمة الأوراق المالية المقترضة، وهذا الالتزام في الحقيقة يعد في الوقت نفسه حق للوسيط لضمان عملية الاقتراض له على اعتبار هو من يتحمل نتيجة فشل التنفيذ إن حصل، وهذه الضمانات ليس بالضرورة أن تكون معادلة لقيمة الأوراق المقترضة لكن يلزم أن لا تقل عن النسبة التي تحددها الانظمة والتعليمات بهذا الصدد.

٤. الالتزام بالإفصاح في سوق الأوراق المالية يلزم على الوسيط في سوق الأوراق المالية عند إجراء عملية اقتراض على الأوراق المالية لغرض التداول لصالح عملائه أن يفصح إلى إدارة السوق وهيئة الرقابة المالية عن جميع المعلومات المتوافرة لديه عن عمليات الاقتراض، ويلزم أيضا عليه مسك دفتر

وإذا كان الوسيط ملزم بتعويض صاحبها عن الفوائد غير إن الصعوبة تعترض عند ممارسة حق التصويت، لذا فان عملية الاقتراض في سوق الأوراق المالية لا بد من موافقة مالك الأوراق المالية المقترضة، ومن ثم لا يمكن للبائع أن يقوم ببيع الأوراق المالية قبل اقتراضها لان ليس لديه محل البيع ومن ثم يكون تصرفه وارد على ملك الغير<sup>(١٦)</sup>.

وهنا نلاحظ المشرع المصري قد أكد على موافقة مالك الأوراق المالية في عملية الاقتراض وإلزام الوسيط بإبرام عقد معه بشكل تحريري<sup>(١٧)</sup>.

٢. الالتزام بإعلام العميل: يعد إعلام العميل بالتفاصيل التي تتعلق بعملية اقتراض الأوراق المالية من الالتزامات التي تفرض على عاتق الوسيط على اعتبار توافر البيانات الصحيحة له أهمية في اتخاذ قرار الاستثمار، وبما أن الوسيط هو المتخصص بهذا المجال عليه توفير المعلومات الكافية للعملاء بهذا الشأن، فعليه تقديم بيان موضحا به وبشكل مفصل نظام الاقتراض وبحسب ما معمول به في السوق والمخاطر المترتبة عليه، وهذا الالتزام كما يكون ابتداءً يلزم التقييد به استمراراً، لذا فعليه وبصفه دوريه إعلام العميل بالبيانات الضرورية وخاصة عند حدوث تعديل على ما هو أساس منها<sup>(١٨)</sup>.

٣. التحقق من المقدرة المالية للعميل المقترض واخذ ضمانات الاقتراض تعد المقدرة المالية من المواضيع المهمة في عملية الاقتراض لكون هذه العملية قائمة على المخاطر، إذ يذهب المشرع المصري إلى

يتقاضى من المقترض أم من المقرض أم يتقاضى العمولة من كلاهما منفصلين، وهل ممكن أن يتقاضى عمولتين عن عملية واحدة؟

إن الوسيط يتقاضى عمولة مقابل الخدمة التي يقدمها للعميل وذلك بناءً على الاتفاق المبرم بينهما، فهنا الوسيط يقدم خدمة إلى المقرض والمقترض في الوقت نفسه بهذه العملية، فهو قد يتفق مع صاحب الأوراق المالية لغرض استثمار ما يملكه بأسلوب التداول عن طريق الاقتراض وهو بذلك يقوم بالبحث عن شخص مقترض من أجل تنفيذ طلب صاحب الأوراق المالية، وكذلك قد يتلقى العرض من المقترض لغرض اجراء عملية الاقتراض لحسابه، أي انه يقدم خدماته للطرفين وهذه الخدمات في الاصل لا يمكن أن تقدم مجاناً في مجال تداول الأوراق المالية باعتباره عمل تجاري قائم على الربح، وهي بالنتيجة لا تعد عمولتين عن عملية واحدة وخاصة عندما يكون للوسيط وعن الوسيط أي هو من يقترض الأوراق المالية في محفظته ويعيد اقراضها لعميل آخر، وكما إن الوسيط يعمل بأوامر وطلبات العملاء وتنفيذه هذه الاوامر يكون بعمولة وقد تكون لديه اوامر متقابلة هنا ومن ثم يتقاضى اجرين عن تنفيذها كما انه تكون عليه التزامات لصالح الطرفين ومقابل ذلك يستحق له عمولة على كلاهما .

وأما عن نسبة العمولة التي يتقاضها فتحدد بموجب اتفاق بين الوسيط والعميل في الاصل غير أن المشرع العراقي قد حدد نسبة للعمولة بشكل قطعي ومنع تخطيها بمقدار واحد بالمئة من قيمة الصفقة التي يقوم بتنفيذها بموجب المادة ١٦ من تعليمات تداول الأوراق المالية

حسابات مستقل لتدوين جميع العمليات التي يجريها بهذا الصدد من اقتراض وإقراض، وكما يلزم عليه التأكد من وجود الأوراق المالية محل الاقتراض في حيازة البائع أو مودعه باسمه في نظام الحفظ والقيود المركزي في سوق الأوراق المالية .

٥. الالتزام بفتح حساب اقتراض للعميل بعد اتفاق العميل مع الوسيط على عملية الاقتراض بتفاصيلها يلزم على الوسيط أن يقوم بفتح حساب لصالح العميل الراغب بالاقتراض ويكون خاص بعمليات الاقتراض التي سيقوم بها، فيقوم الوسيط المالي فيه بتدوين عمليات الاقتراض بدفاتر منتظمة تعد لهذا الغرض، وذلك لضمان انضباط ووضوح عمليات الاقتراض التي يجريها الوسيط لصالح العملاء في السوق<sup>(٢٠)</sup>.

### الفرع الثاني

#### التزامات المقرض والمقترض في عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول

إن عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول تفرض على المتعاملين بها جملة من الالتزامات، وهذه الالتزامات منها ما هو مشترك بينهما لصالح الوسيط الذي يتدخل في هذه العملية، ومنها ما تفرض عليهم فراداً، وهذا ما سنتناوله فيما يلي :

أولاً : الالتزامات المشتركة فيما بين الطرفين بعد اداء العمولة من الالتزامات المشتركة التي تفرض على العملاء لصالح الوسيط الذي يدير هذه العملية، وهذا الالتزام بالمقابل يشكل الحق الاساس من حقوق الوسيط لقاء تسهيل عملية الاقتراض، لكن من هو الذي يتحمل هذه العمولة بالدرجة الاساسية هل



الايداع والقيود المركزي لحفظها لحين التسوية (٢٣).

وكذلك عليه تسديد المقابل المتفق عليه إلى المقرض مقابل استثماره لأوراق مالية مدة معينه، إذ إن قيام المقرض بالسماح للمقرض بالتعامل بما يمتلكه من أوراق مالية ليس تبرعاً بل من أجل التزام المقرض بأداء مقابل لذلك .

### المطلب الثاني

#### تسوية عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول

بعد انتهاء مدة عقد اقتراض الأوراق المالية أو تحقق أي سبب من الأسباب التي تؤدي إلى انتهائه بمبادرة أحد الطرفين أو باتفاقهما يترتب عند هذه اللحظة جملة من المتعلقات ترتبط بالطرفين والوسيط، وهذا يلزم تسوية المراكز المالية التي نتجت عن ذلك، إذ إن عمليات التداول في سوق الأوراق المالية تهدف إلى إنهاء الرابطة العقدية بين الطرفين المقرض والمقرض، والسيطرة على حالات فشل التنفيذ بينهما، وهذا الاجراء لا بد منه في عملية الاقتراض للأوراق المالية .

وعلى الرغم من اهتمام بعض التشريعات في عملية الاقتراض كالمصري والامريكي غير انه لم يبين اجراءات التسوية الخاصة بهذه العملية وتركتها إلى عموم الاجراءات الخاصة بالتداول، ومن ثم يلزم انطباق القواعد الخاصة بتسوية عموم عمليات التداول التي تجري في السوق، وهنا يلزم على الوسيط أن يتأكد من ملكية الاوراق المالية للمقرض الذي اصدر له امراً بعرضها للاقتراض ومن ثم يقوم بعد ذلك بعرض هذه الاوامر على شاشات العرض في سوق الأوراق المالية، كما يلزم على الوسيط أن يتأكد من توافر الرصيد الكافي لدى المشتري الذي

٢٠٠٤، إلا انه يبدو قد عدل عن هذا الرأي وجعل الاصل لاتفاق الطرفين بموجب تعليمات هيئة الأوراق المالية المحدثه لسنة ٢٠٢٢ (٢١) .

ثانياً : الالتزامات المنفردة على الطرفين يلتزم المقرض في هذه العملية بالترخيص للطرف الثاني باستثمار الأوراق المالية التي يمتلكها خلال الفترة المتفق عليها بينهما، والسبب الذي يكمن وراء الترخيص للمقرض باستثمار اوراقه المالية تكمن في الحصول على العائد وهي طريقة من الاستثمار أولاً وتوقعه بهبوط سعرها مع رغبته بالاحتفاظ بها فيلجئ إلى الاستثمار بهذه الطريقة والترخيص للمقرض بالتعامل بها .

أما عن التزم المقرض فعليه أن يعيد شراء الأوراق المالية محل العقد بعد انتهاء مدة القرض إلى مالكةا عن طريق الوسيط<sup>٢٢</sup>، وذلك لاعتبار عقد اقتراض الاوراق المالية بالأصل قابل للاسترداد في أي وقت من قبل المقرض الذي يستطيع استردادها إلى الوسيط الذي يتعامل معه، وكذلك المقرض يستطيع المطالبة بردها من خلال الوسيط عندما يرى ذلك مناسباً له، فهنا أما أن يلجئ إلى إعادة شرائها وردها للوسيط أو يقوم باقتراضها من مستثمر اخر وردها لهم، وهنا نكون امام عقد قرض جديد يترتب عليه الوفاء به لاحق.

كما يلتزم المقرض بتقديم ضمان مقابل الاستثمار بالتداول للأوراق المالية المقرضة بنسبة معينة من قيمة الأوراق المالية المقرضة، ونجد هنا المشرع المصري حددها بما لا يقل عن ٥٠٪ من القيمة السوقية للأوراق المالية حسب اسعار قفلها قبل اقتراضها وتداولها، ومن ثم تقوم شركة الوساطة بتحويل هذه الضمان إلى شركة



لضمان الاقتراض لدى مصارف التسوية أو ما يسمى بأمناء الحفظ في مصر .

٢. في اليوم الثاني يقوم أمين الحفظ أو مركز المقاصة والتسوية بمطابقة البيانات الواردة اليه من شركة الوساطة مع ضرورة التأشير عليها هنا بانها اوراق مالية مقترضة لصالح المقرض الذي يتضمن التحويل له بتداولها وبيعها، وعند بيعها من قبله تتم الاجراءات السابقة مع البائع ونقل ملكيتها اليه مع اشغال ذمة المقرض برد مثلها .

٣. كما أن جهة المقاصة تقوم بالتأكد من كفاية هذه رصيد المقرض من الأوراق المالية محل الاقتراض وذلك قبل تأشير عملية الاقتراض والبيع التالية عليها .

٤. ويضاف إلى ذلك بخصوص القرض بحتمية قيام المقرض بشراء مثل هذه الأوراق المسجل في ذمته وتحويلها اليه ومن ثم تحويلها إلى المقرض بإيعاز من المقرض، أو بتحويلها مباشرة من ذمة البائع إلى المقرض مع رفع تأشير القرض المسجل على حساب المقرض .

ومن الجدير بالذكر في حال تأخر المقرض بتسديد قيمة الأوراق المالية التي قام بشرائها لوفاء القرض الذي في ذمته، يقوم صندوق ضمان التسوية في مصر بتنفيذ هذه الالتزامات بدلا عنه، ومن ثم يرجع الصندوق عليه ويمهله يومان لوفاء ما متبقي في ذمته نتيجة عملية الاقتراض فان لم يلتزم يقوم بمنعه من التداول في سوق الأوراق المالية إلى أن يقوم بوفاء التزاماته<sup>(٢٤)</sup>، أما عن المشرع العراقي بما انه لم ينظم عملية الاقتراض ندعو إلى اعتماد التسوية وفقا للقواعد العامة، مع

يتقدم بطلب الاقتراض، ومن ثم بعد ذلك يقوم بتنفيذ عملية الاقتراض ويتم تسليم الأوراق محل العملية من غير أن تنتقل ملكيتها قبل تداولها من المقرض، فالسؤال كيف يقوم المقرض بالتداول هنا؟

إن ملكية الاوراق المالية لا تنتقل إلا عندما يجري بيعها من قبل المقرض فتتم عملية التسوية بين المشتري ومالكها من قبل الوسيط كون المقرض بموجب عقد القرض تم تحويله بالتداول، ومن ثم يمكن القول بان هذه الاوراق المالية بهذه الطريقة من التداول لا تمر بملكية المقرض، أما عن اعادتها فان هذه الأوراق المالية عند تداولها فإنها تتحول إلى حكم الاشياء المثلية التي تحل بعضها محل البعض في الوفاء، فان المقرض يلزم عليه اعادة شراء مثلها وتسليمها لمن اقترض منه، وهذه العمليات عادة تتم بين وسيط مالي نفسه نيابة عن الطرفين ومن ثم عملية تسويتها تتم من خلاله، فهو يقوم بالنيابة عن الطرفين وبالتالي يكون التسليم حكما للأوراق المالية محل التداول .

وتجري عملية التسوية من خلال الوسيط المالي ومركز المقاصة والتسوية بالارتباط مع مصرف المقاصة والتسوية الذي يوجد فيه الحسابات المالية للمتعاملين، إذ تتم التسوية في عمليات الاقتراض على وفق القواعد العامة في هذا الشأن وهي كما يأتي

١. في اليوم الأول للاقتراض يقوم الوسيط بأرسال كشف عن عمليات الشراء والاقتراض إلى مركز الايداع في سوق الأوراق المالية، وكما يلزم بان يتأكد من وجود رصيد للعملاء المقرضين من وجود رصيد بالنسبة الكافية

بتسليمها إلى المقرض، فنجد المشرع الأمريكي الزم البائع بتسليمها إلى المشتري خلال ثلاثة أيام بعد تنفيذ عملية التداول بموجب شرط close-out requirement وهذا له أهميته بالنسبة للمتعاملين (المشتري والمقرض) لأن استلامه للأوراق المالية تمنح حقوق التصويت والفوائد وتأخر ذلك ممكن أن يشكل عائق لهذا الشأن، وهذا الأمر لا بد من حصره في مدة قصيرة في مجال اقتراض الأوراق المالية، لأن هذه الورقة المالية تبدو وكأنها مال لهما مالكين قبل التسليم وهما المقرض الذي ما زال محتفظ بحيازة الورقة والمشتري الذي حصل على شهادة الأوراق المالية هذا في بداية عقد القرض للتداول، والمشتري الذي استلم الأوراق المالية وهو (المقرض) والمقرض عند انتهاء عقد القرض وإعادة الأوراق إلى المقرض، وهذا وضع غير طبيعي فممكن أن تجري عمليات متعددة من التداول ومن قبل اشخاص متعددين على نفس الأوراق ومن ثم تزيد عدد الأوراق المتداولة على الأوراق المصدرة، وممكن هذا أن يزيد من هبوط اسعار الأوراق المالية لزيادة العرض على الطلب ومن ثم ينعكس سلبي على السوق<sup>(٢٥)</sup>.

وعلى ما تقدم أن التسوية في عقد قرض الأوراق المالية بما تقدم يلزم ان تجري بمرحلتين الأولى عند الاقتراض وبعد بيع الأوراق المالية من قبل المقرض إلى المشتري ومن ثم تسلم وتنتقل ملكية الورقة إلى المشتري الثاني عند انتهاء عقد القرض وبعد إعادة شراء الأوراق من قبل المقرض وإعادة لها للمقرض فهذا أيضا يلزم التسوية بين البائع والمشتري ومن ثم مع المقرض وتسليمها لهذا الأخير .

ضرورة اضافة نصوص خاصة بعملية الاقتراض وبما يضمن حسن التنفيذ بتدخل وسيط مالي، وتدخل مركز المقاصة والتسوية الذي يتولى القيام بهذه الاجراءات تنظيمها ومتابعتها .

ولضمان حسن سير مثل هذه العمليات لا بد من تحديد جهة مسؤولة عن تسوية عمليات الاقتراض على الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، وذلك من اجل ضمان تنفيذ الالتزامات عن العضو المتخلف ومتابعة وتنظيم هذه العمليات وعمليات التداول المرتبطة بها، مع الزام الوسطاء في السوق المتعاملين بهذا العمليات الاشتراك به ويمكن أن يسمى صندوق ضمان التسوية لعمليات التداول بالاقتراض، ويتكون رأس ماله من اشتراكات جميع اعضاء الصندوق ويكون مرتبط بالهيئة العامة لسوق الأوراق المالية، والذي يلزم عليه تزويدها بتفاصيل دورية عن عمليات الاقتراض وتسويتها وحالات تلكى أو فشل الأعضاء في تنفيذ التزاماتهم .

وفي صدد تنفيذ العملية وتسوية الالتزامات نجد المشرع الأمريكي الزم الوسطاء بتنفيذ الالتزامات المالية خلال T+3 وهذا التنظيم اعطى للوسيط حق طلب يومين اضافيين من الجهة المختصة في السوق حتى يرتب تنفيذ الالتزامات المالية الناتجة عن العمليات التي يقوم بها، وفي الحقيقة هذا الاجراء يزيد من ثقة المتداولين في السوق، إذ وجود الوسيط وجعله المسؤول عن تنفيذ الالتزامات أو ضمانها امرا ضروريا ويجنب الاربك بسبب اخفاق وفشل المتعاملين في السوق.

وبإعادة الأوراق المالية إلى المقرض من قبل المقرض ليتم تسوية هذه العملية، ويلزم تحديد اجل قصير بعد قيام المقرض في شرائها



## الخاتمة

وهذا ما يميزها عن العمليات الأخرى كالعقود المستقبلية والشراء بالهامش .

٥. إن نجاح عملية الاقتراض بشكل عام تعتمد على وجود قواعد منضبطة تحكمها في سوق الأوراق المالية، من حيث تنظيم التزامات الطرفين والوسيط والتي يلزم تجسيدها بشكل واضح قائم على الشفافية والافصاح المستمر بينهما حفظا لثقة المتعاملين .

٦. إن تسوية عملية اقتراض الأوراق المالية لغرض التداول عند انتهائها تتم بين الطرفين بطريقة منضبطة ولدى جهة مختصة تتولى متابعتها والاشراف عليها وهذه تعد من اقسام سوق الأوراق المالية تضم في عضويتها الوسطاء المرخصين بالتداول .

### ثانيا : التوصيات

١. نرى أن ندعو المشرع إلى تنظيم عملية الاقتراض لغرض التداول في نصوص منضبطة داخل سوق الأوراق المالية في قانون الأوراق المالية، وذلك لعدم كفاية القواعد العامة لتغطية هذه العملية المركبة من عدة عملية من اجل حماية المتعاملين وحماية السوق ومواكبة التطور في هذا المجال .

٢. ندعو المشرع إلى وضع حد اعلى لعمليات التداول التي يجريها العميل الواحد وعدد الأوراق المالية محل الاقتراض، والزام المتعاملين بعدم تداول الأوراق المالية قبل اقتراضها لضمان شرعية التعاملات واستقرارها .

٣. تحديد جهة متخصصة تجتمع لديها جميع طلبات وعروض الاقتراض التي يتم اجرائها في السوق يكون وعاء واحد يجمع هذه العمليات يسمى مركز عمليات الاقتراض .

بعد أن انتهينا من دراسة موضوع (اقتراض الاوراق المالية لغرض التداول -دراسة مقارنة) توصلنا إلى جملة من النتائج والتوصيات، واهمها ما يأتي :

### أولا : النتائج

١. تعد عملية اقتراض الأوراق المالية من عمليات التداول المستحدثة في سوق الأوراق المالية التي لم تحضى باهتمام المشرع، والتي تقوم على فكرة اقتراض المستثمر مجموعة من الأوراق المالية من مستثمر آخر لاستثمارها معتمدا على خبرته في صدق توقعاته من حركة اسعار السوق .

٢. إن عملية الاقتراض تعود بمردود ايجابي على كل الاشخاص المتعاملة بها سواء الطرفين المقرض والمقترض والوسيط المالي وكذلك الاقتصاد الوطني بما تنتجه من حركة للأوراق المالية مستمر التي تسهم في استقرار اسعارها وفق قيم عادلة تسهم في الموازنة بين العرض والطلب ومن ثم اسواق أكثر استقرارا وكفاءة لكن هذا لا يخلو من المخاطر بالنسبة للمستثمر وبالخصوص المقترض عند خيبة توقعاته.

٣. ضرورة وجود وسيط مالي يتولى عملية الاقتراض بناءً على أوامر العملاء يضمن صحة هذه العمليات وانسيابها، فلا يمكن أن يتم العمل بطريقة مباشرة بين الطرفين من غير وجود وسيط مالي مرخص في السوق وذلك لانتظام السوق ومهنيته .

٤. إن اقتراض الأوراق المالية عملية مستقلة بذاتها والاكثر تنشيطا للسوق لما ينتج عنها عدة عمليات تداول من بيع وشراء واقتراض





٤. ندعو المشرع إلى تحديد جهة تتولى مراقبة عملية الاقتراض الذي يجري على الأوراق المالية وتتولى عملية التسوية فيما بين الطرفين، وذلك لضمان استقرار التعاملات في السوق وتجنب حالات الفشل في تنفيذ الالتزامات بين الطرفين وتسمى هذه الجهة (مركز تسوية عمليات اقتراض الأوراق المالية) وتكون مرتبطة بهيئة سوق الأوراق المالية.



١. د- أحمد بن هلال الشيخ، البيع على المكشوف وتطبيقاته في تداول الأسهم في السوق السعودي دراسة فقهية تأصيلية، بحث منشور في مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد ١٣، ٢٠٢٠، ص ١١٤.
٢. محمد صبري هارون، احكام الاسواق المالية الاسهم والسندات وضوابط الانتفاع بها، عمان، دار النفائس، ١٩٩٩، ص ٢٦٧.
٣. د- وليد مصطفى، البيوع المنهي عنها شرعا واثرها في الوقاية من الازمات المالية العالمية المعاصرة البيع على المكشوف نموذجا، بحث مقدم إلى مؤتمر العالمي الدولي حول الازمات المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الإسلامي، عمان، ٢٠١٠، ص ٥.
٤. اعتمد المشرع الأمريكي تنظيم SHO اختصارا إلى short selling البيع القصير والذي تم اعداده ٢٠٠٤ وعدل ٢٠٠٥ ونظم من اجل مواجهة حالات الفشل باعادة شراء الاوراق المالية المقترضة، ومنع بيع اي ورقة مالية قبل اقتراضها.
٥. د- ارشد فؤاد و دأسامة عزي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان ٢٠٠٤، ص ٢٥٣.
٦. فادي توكل، التنظيم القانوني للبيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية، بحث الجمعية المصرية للاقتصاد والسياسي والاحصائي والتشريعي، مجلد ١١٠، عدد ٥٣٤، ٢٠١٩، ص ٢١٧.
٧. أسامة عمر الأشقر، البيع على المكشوف، ص ٦.
٨. د فادي توكل، مصدر سابق، ٢١٨.
9. Harry D,Schults, Bear , Market investing strategies , Wiley Trading , England ,2002 , p.990.
  ١٠. د- أسامة عبد العليم، الاحكام الفقهية للتعامل بالهامش في بورصة الأوراق المالية، مكتبة الوفا القانونية، الإسكندرية، ٢٠١٣، ص ١٠.
  ١١. المادة (٢/٢٨٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المصرية.
  ١٢. د- عبد الحميد محمود، المشتقات المالية في الممارسات العملية وفي الرؤية الشرعية، مطبعة الديوان الاميري، الكويت، ١٩٩١، ص ٢٦.
  ١٣. أسامة عبد العليم، مصدر سابق، ص ١٣.
  ١٤. راجع المواد (٢٩٨-٢٩٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المعدل بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨.
  ١٥. المادة (٢/٨) من قانون البورصات الامريكى عام ١٩٣٤.
  ١٦. أحمد بن هلال الشيخ، مصدر سابق، ص ١١٥.
  ١٧. المادة (٢٩٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية المصري.
  ١٨. د- فادي توكل، مصدر سابق، ص ٢٣٤.
  ١٩. (٢٩٢) اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية المصري.
  ٢٠. د عقيل مجيد كاظم، المركز القانوني للوسيط في عملية اقتراض الاسهم، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، السنة العاشرة العدد الثاني، ٢٠١٨، ص ١٣٤.
  ٢١. المادة (٣) من تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للاوراق المالية ٢٠٢٢.
  ٢٢. اسامة عمر الاشقر، مصدر سابق، ص ٤.
  ٢٣. المادة (٢٩٨) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المعدل بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٤٧٩ لسنة ٢٠١٨.
  ٢٤. د- اشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربي، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٣٣٩.
  ٢٥. د فادي توكل، مصدر سابق، ص ٢٤٢.

### قائمة المصادر

#### أولاً: الكتب

١. د- ارشد فؤاد و دأسامة عزي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان ٢٠٠٤، ص ٢٥٣.
٢. د- أسامة عبد العليم، الاحكام الفقهية للتعامل بالهامش في بورصة الأوراق المالية، مكتبة الوفا القانونية، الإسكندرية، ٢٠١٣.
٣. د- اشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربي، القاهرة، ٢٠٠٧.



٤. د- عبد الحميد محمود، المشتقات المالية في الممارسات العملية وفي الرؤية الشرعية، مطبعة الديوان الاميري، الكويت، ١٩٩١

#### ثانياً: البحوث

١. د - أحمد بن هلال الشيخ، البيع على المكشوف وتطبيقاته في تداول الأسهم في السوق السعودي دراسة فقهية تأصيلية، بحث منشور في مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد ١٣، ٢٠٢٠
٢. د - أسامة عمر الأشقر، البيع على المكشوف، بحث متاح على شبكة الانترنت بالموقع [www.researchgate.net/profile/asamt-alashqr](http://www.researchgate.net/profile/asamt-alashqr)
٣. د - عقيل مجيد كاظم، المركز القانوني للوسيط في عملية اقتراض الاسهم، بحث منشور في مجلة رسالة الحقوق، السنة العاشرة العدد الثاني، ٢٠١٨،
٤. د - فادي توكل، التنظيم القانوني للبيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية، بحث الجمعية المصرية للاقتصاد والسياسي والاحصائي والتشريعي، مجلد ١١٠، عدد ٥٣٤، ٢٠١٩
٥. د - وليد مصطفى، السيوع المنهي عنها شرعا واثرها في الوقاية من الازمات المالية العالمية المعاصرة البيع على المكشوف نموذجاً، بحث مقدم إلى مؤتمر العالمي الدولي حول الازمات المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الإسلامي، عمان، ٢٠١٠،

#### ثالثاً: القوانين

١. قانون سوق العراق للأوراق المالية رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ .
٢. من تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية ٢٠٢٢
٣. اللائحة التنفيذية لقانون سوق رس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المصرية
٤. قانون البورصات الامريكاني عام ١٩٣٤

#### رابعاً: المصادر الاجنبية

1. Harry D,Schults, Bear , Market investing strategies , Wiley Trading , England ,2002 , p.990 .

