

تنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية في سوق الكويت للأوراق المالية (بين إتاحة العقود الآجلة وحماية السوق العاجلة)

الأستاذ/ همام القوصي

قسم القانون التجاري - كلية الحقوق
جامعة حلب - الجمهورية العربية السورية

ملخص:

في ظل التطور بحجم المدخرات وزيادة السيولة بالإضافة إلى نضوج الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في سوق الكويت للأوراق المالية، ظهرت الحاجة لوجود تعاملات تقوم على تأجيل إتمام الصفقة المتفق عليها إلى وقت لاحق، لتحقيق غايات استثمارية، وهو ما تقوم به العقود الآجلة.

وينتج عن هذه التعاملات الآجلة آثار عميقة على أسعار الأوراق المالية التي يتم التعامل عليها بشكل فوري في السوق العاجلة، مما استتبع ضرورة تدخل إدارة سوق الكويت للأوراق المالية وتنظيم التعاملات الآجلة والبيوع المستقبلية بطريقة صارمة تقي من أثارها.

ومن الواضح أن تنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية بحاجة إلى التوفيق بين أمرين، الأول هو منح المتعاملين حرية التعامل بهذه العقود الآجلة، والثاني هو حماية السوق العاجلة الفورية من الآثار العميقة لهذه العقود على أسعارها.

وسوف نرى من خلال هذا البحث كيف أن سوق الكويت للأوراق المالية قد حاولت التوفيق بين هذين الأمرين عبر تنظيمها للتعامل الآجل والبيوع المستقبلية، ومن خلال تحليلنا للنصوص سوف نظهر النقاط الإيجابية لهذا التنظيم، ونبين النقاط التي نقترح تعديلها، بهدف الوصول إلى أفضل نص ممكن، وننتهي إلى مجموعة من النتائج والتوصيات.

مقدمة:

عندما يتفق متعاملان في سوق الأوراق المالية على تأجيل تنفيذ صفقة تداول إلى وقت آجل مقابل مبلغ يدعى "سعر الآجل" يدفعه الطرف المستفيد من الآجل، فهذا يعني أنّ لكلٍ منهما وجهة نظر في التحرك المستقبلي لسعر الورقة المالية التي تمّ التعامل الآجل عليها.

فيحاول المشتري الحصول على أكبر قدر ممكن من الأرباح بالتعامل الآجل والبيوع المستقبلية عندما يتوقّع ارتفاع السعر في وقت تنفيذ الصفقة، بينما يرغب البائع بتجاوز أكبر قدر ممكن من الخسائر عندما يبيع بالآجل، وذلك لأنّه يتوقّع انخفاض الأسعار عندما يحين وقت إتمام الصفقة.

وبين هذه الخلافات في تفسير حركة الأسعار المستقبلية في السوق، تنشأ التعاملات التداولية الآجلة على الأوراق المالية، والتي تترك آثارها السعرية على ذات الأوراق المالية المتعامل عليها في السوق العاجلة نتيجة المضاربة على تغيير سعر هذه الأوراق، وهو أمر لا يحبّه المشرعون^(١).

فالمستثمر في السوق العاجلة يعرف كيف يترجم كل المؤشّرات في السوق إلى قرارات استثمارية، فمثلاً يستنتج من زيادة تعاملات الشراء بالآجل أنّ الأسعار سوف ترتفع، فيقوم هو بشراء ذات الأوراق المالية في السوق العاجلة بصفقة فورية، ويتبعه أيضاً عدد كبير من المستثمرين الذين فسّروا المعلومات الآتية من السوق الآجلة بنفس الطريقة، وترتفع بالتالي أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة نتيجة إباحة التعامل الآجل على الأوراق المالية.

وبالعكس، تنخفض أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة عندما يكثر البيع الآجل لذات الورقة المالية، وقد يُصيب السكون السوق العاجلة إذا سكنت السوق الآجلة، وذلك للاعتقاد بعدم وجود تغيير سعري مستقبلي سيحدث في السوق.

(١) Lynn A. Stout, "Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives", DUKE Law Journal, Vol:48:701, 1999, pp 701-786, page 703.

وكل هذه المعطيات تؤدي بنا إلى ضرورة تنظيم العقود الآجلة بنصوص مختلفة عن باقي التعاملات في السوق، فيجب أن تكون أكثر صرامة وتقييداً، ويجب أن يأخذ واضع هذه النصوص باعتباره في كل قاعدة يضعها تأثير أسعار التعاملات الآجلة على توازن أسعار السوق العاجلة.

ومن الجيد أن قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية^(٢) رقم ١ والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية - الصادر بتاريخ ٣/٥/٢٠٠٩ - قد وضع في حسابه هذا الأمر، بالإضافة إلى أنه ميّز بين نوعين من التعاملات الآجلة، وهما التعامل الآجل العادي، والبيوع المستقبلية.

ويكمن الفرق بين النوعين المذكورين في أن "التعاملات الآجلة" "Forward Transactions" بمعناها العام، تعني تأجيل تنفيذ الصفقة بسعر محدد إلى وقت محدد أو في مجال زمني محدد، وقد يُترك الخيار "Option" للطرف مشتري العقد الآجل في تنفيذ الصفقة من عدمها.

أما "البيوع المستقبلية" "Future Sales" فهي أيضاً تعاملات تداولية آجلة، ولكن تتميز بأنها لا يجوز الرجوع عنها، فهي تُنشئ التزامين متقابلين عند حلول الأجل^(٣) إلى جانب أن هذه التعاملات تتم بعقود نموذجية مُنمّطة^(٤)، لها عناصر محدّدة وقياسية^(٥)؛ حيث إنَّ مشتري الأسهم بعقد مستقبلي بات يتوجّب عليه مثلاً أن يُنفذ الصفقة ويدفع ثمن الأسهم عند تاريخ معيّن وسعر

(٢) هيئة سوق المال حالياً. انظر: القانون الكويتي، رقم ٧، الخاص بإنشاء هيئة سوق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، الصادر عام ٢٠١٠، المادة ٢.

(٣) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، الكويت، مجلس النشر العلمي، مطبوعات جامعة الكويت، عام ٢٠٠١، الصفحة ٢٧.

(٤) د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، عام ٢٠٠٣، الصفحة ٦٨٠.

(٥) د. نضال الشعار، الأسواق المالية "البورصة"، حلب، دار الضاد للطباعة والنشر، عام ٢٠٠٢، الصفحة ١٩٤.

معين هو "السعر المستقبلي" "Future Price" والذي يتم الاتفاق عليه منذ البداية، دون أن يكون لأحد المتعاقدين حق العدول عن هذا الاتفاق^(٦).

وتسمى عقود التداول الآجلة أيضاً بأدوات التداول المُشتَقَّة، والتي تدعى بـ "المُشتَقَّات المالية" "Financial Derivatives"^(٧). وتدعى أيضاً بـ "الأوراق المالية المُشتَقَّة" "derivative securities"^(٨)، وسبب تسمية هذه التعاملات التداولية بالمُشتَقَّة يكمن في أنَّ قيمتها تُشتق من سعر الأصول المالية محل العقد^(٩)، وهي عقود ذات أجل^(١٠)، وتنمو بسرعة وتنوع كبير^(١١)، حتى أنَّها تعتبر أعظم الابتكارات المالية في الثلاثين عاماً الماضية^(١٢).

وفي جميع الأحوال، نُطلق على المدَّة التي يجوز خلالها إمَّا تنفيذ العقد أو طلب إنجائه والتي سينتهي العقد بانقضائها اسم "مدَّة الآجل"، بينما نسمي المبلغ الذي يدفعه مشتري الصفقة الآجلة ثمناً للأجل بـ "سعر الآجل" ويكون

(٦) محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، الجزء الثاني العقود التجارية- الأوراق التجارية، الإسكندرية، مطبعة اتحاد الجامعات، عام ١٩٥٥، الطبعة الثانية، الصفحة ٣٤.

(٧) د. نضال الشعار، الأسواق المالية "البورصة"، مرجع سابق، الصفحة ١٦٧.

(٨) Edmund W. Kitch, "Regulation of the Securities Market", Bouckaert, Boude-
wijn and De Geest, Gerrit (eds.), Encyclopedia of Law and Economics,
Cheltenham, Edward Elgar, 2000, page 819. See:

(٩) د. سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت في عام ٢٠٠٠، غير منشورة، الصفحة ٢٨٩.

(١٠) د. نصر على طلاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ٢٠٠٣، الصفحة ٢٠٩.

(١١) Joost M.E. Pennings and M.T.G. Meulenberg, "The Financial Industry's
Challenge of Developing Commodity Derivatives", 1997, page 2. See:

(١٢) Gunther Capelle-Blancard, "Les Marches Derives Sont-Ils Dangereux?", page 1.
Voir le line: <http://team.univ-paris1.fr/teamperso/capelle/Les%20derives%20sont-ils%20dangereux%20version%20academique.pdf>

نسبة من المبلغ المتبقي من قيمة الصفقة، والذي يسمى بـ "سعر الإنهاء"، وذلك وفقاً للمادة الأولى من القرار المذكور رقم ١ لعام ٢٠٠٩.

ويهدف البحث في تنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية، وفقاً لنظام سوق الكويت للأوراق المالية بشكل عام إلى تحليل الواقع التنظيمي الموجود، والخروج إما بالثناء على النصوص، أو باقتراح تعديلها لما فيه خير السوق، ويهدف البحث بشكل خاص إلى إظهار توفيق نصوص النظام المذكور في حماية سوق الأوراق المالية العاجلة من تأثيرات التعامل في السوق الآجلة.

وتظهر أهمية البحث من حيث إنَّ التعاملات الآجلة بشكل عام تُعتبر من أكثر التعاملات تأثيراً على الأسعار في السوق العاجلة، وهذا ما يستتبع دراسة تنظيمها بشكل دقيق خوفاً من اضطراب التعاملات الفورية في السوق بسبب "التلاعب بالأسعار" "Price Manipulation" عبر قيام تعاملات تداولية آجلة لتشويه السوق - والتي هي عبارة عن مساحة تلاقى العرض بالطلب^(١٣) - عبر العقود الآجلة التي تُمثِّل "مجازفة شاملة" "systemic risk"، وبالتالي قد تؤدي بعدد كبير من الشركات إلى الإفلاس نتيجة ردود أفعال المتعاملين في السوق^(١٤).

وعلى هذا، تستوجب حساسية العقود الآجلة عدم وجود ثغرات في النظام الذي يحكمها، وهذه مهمتنا كباحثين في مجال قانون سوق الأوراق المالية.

(١٣) Fabian Muniesa, "Le marché comme solution informatique: le cas du Arizona Stock Exchange", papiers de recherche du CSI, CSI working papers series, N° 008, version juillet 2007, page 2. Voir le line: http://www.csi.ensmp.fr/items/WorkingPapers/Download/DLWP.php?wp=WP_CSI_008.pdf.

(١٤) Lynn A. Stout, "Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives", DUKE Law Journal, op.cit, page 707.

كما أنّ البحث يحاول حل الإشكالية المتمثلة بالسؤال التالي: "ما مدى توفيق سوق الكويت للأوراق المالية في تنظيم تأثير إتاحة التعاملات الآجلة على توازن أسعار السوق العاجلة؟".

وسوف نقوم بالإجابة عن هذا السؤال من خلال البحث وحل الإشكالية المذكورة عبر المنهج الوصفي التحليلي؛ حيث سنقوم بوصف الإشكاليات مع تحليل المواد التي تنظمها، لنخرج بالنتيجة والاقتراح المناسب.

وقد قسّمنا البحث إلى مبحثين ندرس في الأول كيف يتم تنظيم إجراء التعامل الآجل والبيوع المستقبلية، وندرس في المبحث الثاني الحقوق التي يمنحها التعامل الآجل والبيوع المستقبلية، وكل ذلك وفقاً للنظام الذي وضعه سوق الكويت للأوراق المالية لهذه التعاملات.

المبحث الأول

تنظيم إجراء التعامل الآجل والبيوع المستقبلية

بما أنّ التعاملات الآجلة والبيوع المستقبلية ذات طبيعة خاصّة، فالتنظيم الخاص بها والمتعلّق بإجرائها يجب أن يكون ذا طبيعة خاصّة أيضاً.

وقد أكّد تنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية في سوق الكويت للأوراق المالية على هذه الخاصيّة المميّزة، ووضع قواعد غاية في التفرد لإجراء التعاملات الآجلة، ويمكننا دراستها عبر البحث في شروط إجراء هذه التعاملات، وخطوات إجرائها، وذلك في المطالبين التاليين.

المطلب الأول

شروط إجراء التعامل الآجل والبيوع المستقبلية

قام تنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية الصادر بقرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ بإتاحة القيام بالتعاملات الآجلة في السوق؛ حيث سمحت المادة الثانية من هذا القرار بالتعامل الآجل والبيوع المستقبلية على الأسهم داخل سوق الكويت للأوراق المالية وفقاً للإجراءات والقواعد التي يتضمنها القرار وأيّة قرارات أو تعليمات أخرى يصدرها السوق.

ولكنّ هذه الإباحة لم تكن مطلقة استناداً إلى طبيعة التعاملات الآجلة الحساسة، فقد وضع القرار المذكور شروطاً خاصة بإجراء هذه التعاملات، ويمكن تقسيم هذه الشروط إلى فئتين، تختصّ الفئة الأولى بشروط القائم بهذه التعاملات، وتضع الفئة الثانية الشروط الخاصة بذات التعاملات الآجلة، وسوف ندرس هاتين الفئتين من الشروط في الفقرتين التاليتين.

أولاً - الشروط الخاصة بالقائم بالتعامل الآجل والبيوع المستقبلية:

عندما يقوم نظام التعاملات الآجلة بوضع القواعد الأولى لتنظيم هذه التعاملات، فإنّه يتجه أولاً نحو القائم بها، فهل يسمح لأي شخص بأن يجريها،

أم يقصر ذلك على أشخاص معيّنين ضابطاً للأمر، وكذلك هل يترك الشخص صاحب الحق بإجراء التعاملات الآجلة بدون التزامات خاصّة بالإفصاح عن هذه التعاملات، أم يُقيده بهذه الالتزامات حمايةً لجمهور المستثمرين والسوق من آثار تعاملاته. هذا ما سوف نبحث فيه من خلال دراسة شرطي الشخص القائم بالتعامل الآجل، وشرط التزامه بالإفصاح عن تعاملاته التداولية وذلك في ما يلي:

أ - الشخص القائم بالتعامل:

عندما يتم السماح لأي مستثمر في السوق بأن يتعامل بالعقد الآجل مثلما يتعامل بالعقود العاجلة، تظهر إمكانية كبيرة لإساءة استعمال هذا الحق، فالتعامل الآجل والبيوع المستقبلية من أعقد التعاملات التداولية في سوق الأوراق المالية، وأكثرها تأثيراً على الأسعار، وهذا يعني أنّ أي قرار استثماري آجل مُتسرّع قد يؤثّر على أسعار الأوراق المالية ذاتها التي يتم التداول عليها في السوق العاجلة، وهذا التسرّع قد يكون مظهراً لتعاملات تداولية غير طبيعية يُقصد منها التلاعب بأسعار الأوراق المالية المحظور قانوناً^(١٥)، وبعدها يقوم المتلاعب بجني ثمار ممارسته غير المشروعة في السوق العاجلة عبر صفقة ينفّذها بشكل فوري، ويكون بهذه الطريقة قد تلاعب بالسوق وأضرّ بأحد المستثمرين، وأصاب ثقة المستثمرين في السوق في الصميم.

ولهذه الوضعيات نصّ قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية في المادة الثالثة منه على أن تتم هذه التعاملات في الأسهم من خلال ما أسماهم القرار بـ "صنّاع السوق" وعن طريق الوسطاء، وسوف ندرس هذين الشخصين فيما يلي:

١ - صنّاع السوق:

صنّاع السوق "Market Makers" هم عبارة عن شركات تحترف تداول الأوراق المالية، وتُحرّك صفقاتها السوق بسبب ما لديها من سيولة كبيرة وخبرة

(١٥) انظر: القانون الكويتي، رقم ٧، الخاص بإنشاء هيئة سوق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، الصادر عام ٢٠١٠، المادة ١٢٢.

وثقافة استثمارية واسعة وعميقة، وصانع السوق هو "مستثمر مؤسّساتي" "Institutional Investor" مختص بمنظومة أو أسلوب للتداول "exchange floor specialist"^(١٦) وبالتالي هو شخص معنوي محترف في تعاملات التداول

(١٦) ذكر الأستاذان Cataldo و Killough عند البحث بصانع السوق مصطلحاً هو Exchange Floor Specialist (انظر: PH.D. A. J. Cataldo, PH. D. Larryn, Killough, "Market Makers' Methods of Stock Manipulation", Management Accounting Quarterly, 10 summer, 2003, vol.4, page 10. See: <http://www.imanet.org/pdf/1832.pdf>)، فإذا أردنا أن نعرف معنى هذا المصطلح فعلينا أن نقول بأن الترجمة الحرفية لكلمة Exchange هي تبادل أو تداول مع أن المعنى الاصطلاحي لها هو "السوق" "البورصة"، وبالنسبة لكلمة Floor فمعناها الحرفي هو أرضية أو مجال بينما تعني في مصطلحات سوق الأوراق المالية "ساحة السوق" التي يتم فيها تداول الأوراق المالية، أما كلمة Specialist فهي تعني "المتخصص" أو الشخص الذي يقوم بموازنة الأسعار في السوق وخلق سوق مستمرة، وبالتالي فالمعنى الكامل للمصطلح ككل هو "المتخصص في أرضية التداول" أو "متخصص ساحة السوق"، وهذا المعنى يُظهر المتخصص كشخص طبيعي يقوم بإدخال أوامر التداول إلى السوق بشكل تقليدي. ولكن بعد استبدال نظام المناذاة في أسواق الأوراق المالية وإحلال نظام التداول الإلكتروني في معظم أسواق العالم أصبح إدخال الأمر التداولي يتم بشكل "مؤتمت" Automated، وحلّت "السوق الهجينة" Hybrid Market محل التداول الفيزيائي الذي كان يحدث في ساحة السوق. (انظر: Terrence Hendershott, Pamela C. Moulton, "The Shrinking New York Stock Exchange Floor and the Hybrid Market", March 28, 2008, section 1, page 1. See: http://www.wlu.ca/documents/29974/HybridPaper_20080328.pdf) وللحصول على معاني المصطلحات الكلاسيكية الخاصة بسوق الأوراق المالية، (انظر: Montgomery Rollins, Money and Investments, George Routledge & Sons, Ltd., 1917, Fifth Edition). ويشابه دور "المتخصص" Specialist دور صانع السوق، حتى أنه في الولايات المتحدة في بورصة نيويورك NTSE يُدعى صانع السوق في هذه البورصة بالمتخصص (انظر: أحمد عقيل الخطيب، دور صناع السوق، اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية "السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول"، الرياض، ١٣-١٥ نوفمبر ٢٠٠٥، الصفحة ٦) =

في سوق الأوراق المالية، وقد سُمِّي بـصانع السوق؛ لأنَّ تعاملاته التداولية هي التي تُشكِّل كمية كبيرة من تلاقي العرض بالطلب، ونشوء تداول الأوراق المالية^(١٧).

وقد عرَّف قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيع المستقبلية في المادة الأولى منه صناع السوق بأنهم: "الشركات الخاضعة لرقابة البنك المركزي المصرح لها من قبل السوق ببيع وشراء الأسهم وفقاً لأحكام هذا القرار".

= فمن أهم مهام صانع السوق موازنة الأسعار في سوق الأوراق المالية، حيث يتركز عمله كموازن للأسعار بإعادة التوازن إلى سعر إحدى الأوراق المالية أو مجموعة من الأوراق التي يختص بها، فإذا اتجه سعر أحد الأسهم إلى الهبوط بشكل غير طبيعي قام صانع السوق بشرائها ووقف انهيار السعر فيعود إلى حدوده الحقيقية، وبالمقابل يقوم صانع السوق ببيع السهم الذي يتجه سعره نحو الارتفاع إلى حدود غير حقيقية خادعة للمتعاملين في السوق إلى أن يصبح السعر عاكساً حقيقياً لقيمة الأوراق المالية، كما أن صانع السوق من مهامه أن يخلق سوقاً مستمرة على ورقة مالية معينة أو مجموعة من الأوراق، ويقوم بمقابلة أوامر التداول التي لم تتقابل مع أوامر أخرى، فتحتفظ السوق بتوازنها. (انظر: أ. د. رمضان الشراح، "صناع السوق: التجربة الكويتية"، ٢٠٠٦، الصفحة ٣، الرابط: www.unioninvest.org/Reaserches/A/1Market%20Makers2.doc).

(١٧) لبيان المقصود بصانع السوق وطبيعة دورهم نضرب مثلاً عن "البنوك الاستثمارية" التي يمنحها صك تأسيسها صلاحية الاستثمار برأس مالها كأحد أغراضها إلى جانب القيام بالعمليات المصرفية، وهو ما يميزها عن "بنوك التجزئة" التي تعمل في مجال الخدمات المصرفية فقط. وبالتالي بإمكان البنك الاستثماري مثلاً أن يقوم باستثمار مبلغ ٢٠٠ ألف دينار كويتي بكل سهولة وبدون التأثير على توازنه المالي، وهو ما لا يتوفر لدى المستثمر العادي الأمر بالبيع والشراء. ومن جهة أخرى فإنَّ فئة صناع السوق هذه تمتلك شبكة قوية من العلاقات والمصالح مع جهات تعمل في القطاع المالي ممَّا يسهِّل لها مهمَّة اتخاذ القرار الاستثماري وتحمل نتائجه، وهذا أيضاً قد يسهِّل لها القيام بممارسات غير قانونية مثل التلاعب بالأسعار واستغلال المعلومات الداخلية. وهذه الوضعية أيضاً تنطبق على "صناديق الاستثمار".

ومن الواضح أنّ لجنة سوق الكويت للأوراق المالية بنصّها على ضرورة أن يتم التعامل بالعقود الآجلة عن طريق صنّاع السوق، تُظهر حرصها على أن تتأكّد من جدية ومقدرة المتعامل بالآجل والبيوع المستقبلية. فالشركات التي يجب أن يتم عبرها التعامل هذا -صنّاع السوق- هي شركات تضمّنّها رقابة البنك المركزي، كما أنّها تحت الضوء والمراقبة؛ وذلك لأنّه يجب أن يكون مصرّح لها بتداول الأوراق المالية بالآجل من سوق الكويت للأوراق المالية.

وبالتالي يظهر من خلال هذه القاعدة الحرص الشديد لدى لجنة سوق الكويت للأوراق المالية على حماية السوق من التعاملات الآجلة غير الطبيعية، وهذا يناسب حساسية سوق الأوراق المالية في الكويت^(١٨)، وهي صفة تُحوّل أي تعاملات -وعلى رأسها الآجلة طبعاً- إلى تحرك بأسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة.

ونقترح فيما يخص شخصية القائم بالتعامل الآجل والبيوع المستقبلية أن يتم هذا التعامل حصراً عبر صانع السوق، طالما كانت السوق حساسة وقد يصيبها الاضطراب إن تعامل بهذه العقود أي مستثمر لوحده، والسماح بتداول المتعاملين العاديين للتعاملات الآجلة دون تدخل صنّاع السوق عندما تكون السوق في حالة استقرار وحاجة للسيولة.

٢ - الوسطاء الماليين:

عرّف القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ الوسطاء في المادة الأولى بأنهم: "شركات الوساطة المقيمة لدى السوق"، بينما عرّف البعض الوسيط المالي أو السمسار بـ "الشخص المعنوي المرخص الذي يتولى عملية الوساطة في نقل ملكية الأوراق المالية باسم ولحساب العميل..."^(١٩).

(١٨) د. يعقوب يوسف صرخو، "الأسهم وتداولها في الشركة المساهمة"، رسالة مقدمة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت عام ١٩٨٢، غير منشورة، الصفحة ١٤.

(١٩) صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية، بدون دار نشر، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى، الصفحة ١٢٢.

ولا يمكن لصانع السوق أن يتعامل بذاته في السوق إلا بعد أن يتلقَّى طلب الوسيط المالي، فيجب أن يقوم الوسطاء الماليون المسجلون بشكل رسمي في السوق بإعطاء أوامر التداول الآجلة إلى أحد صناع السوق، وهذا يعني ضمانته إضافية للتأكد من أن التعامل الآجل حقيقي ولا يهدف التلاعب بالأسعار، وذلك لأنَّ من واجب الوسيط أن يُبلِّغ عن الأوامر التداولية التي يَشْتَبِه بكونها قد تهدف إلى التلاعب بالأسعار أو غير ذلك من الأهداف غير القانونية.

ولكن الوسطاء الماليين يسعون لأن لا يخسروا زبائنهم الكبار، وقد يتكتمون عن بعض أوامر التعاملات الآجلة التي يشتهب بأنَّها قد أُصدرت للتلاعب بالأسعار، ولذلك يجب أن يوضع على الوسيط المالي مسؤولية جزائية تتمثل بكونه مُتَدَخِّلاً أساسياً في جريمة التلاعب بالأسعار إن حدثت، فلولا تجاهل الوسيط لمظاهر التلاعب بالأسعار الموجودة في أوامر عميلة وتنفيذها في السوق، لما تمَّ التلاعب بالأسعار.

والتوسُّط المالي في مجال التعاملات الآجلة يستوجب - برأينا أيضاً - وضع قواعد خاصَّة أكثر صرامة فيما يخص علاقة المتعامل مع الوسيط المالي، وذلك بأن يتم فتح حساب خاص منفصل لهذه التعاملات عن حساب التعاملات الفورية^(٢٠)، وأن يُلزم الوسيط بتسليم تقارير دورية إلى السوق وهيئته تتضمن تحليلاً لأوامر التعاملات الآجلة التي تلقَّاهَا، وما هي الغاية الظاهرة منها، وكيف استبعد أن تكون بغاية التلاعب بالأسعار، أو حتى بغاية استغلال المعلومات غير المعلنة المؤثرة على الأسعار والتي تعلمها فئة محدَّدة فقط، وبشكل خاص فيما يتعلَّق بعقد الخيار حيث يعتبر من أكثر التعاملات حساسية تجاه المعلومات^(٢١).

(٢٠) وهو ما أخذ به قرار لجنة سوق الأوراق المالية الكويتي رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية، المادة ٥.

(٢١) Kose John, Apoorva Koticha, Ranga Narayanan, Marti Subrahmanyam "Margin Rules, Informed Trading in Derivatives, and Price Dynamics", March 2000, page 15. See: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.31.9157&rep=rep1&type=pdf>.

فالمُطَّلَع على معلومة غير معلنة يضمن تقريباً تحرك الأسعار في المستقبل بالاتجاه الذي تعامل على أساسه، ممَّا يخرق مبدأ المساواة بين المتعاملين في السوق.

وبعد أن حدّدنا الشخص القائم بالتعامل الآجل والبيع المستقبلية، علينا أن ندرس الالتزام المُلقى عليه بالإفصاح، وذلك في الفقرة القادمة.

ب - إفصاح القائم بالتعامل:

الإفصاح في سوق الأوراق المالية هو ببساطة تعميم المعلومات الجوهرية غير المعلنة (الداخلية) على جمهور المتعاملين في السوق بهدف إحاطتهم جميعاً بالعلم بهذه المعلومات، وضمن اتخاذهم للقرار الاستثماري المدروس على أساسها.

وما يقوم به صانع السوق من تعاملات آجلة، يعتبر من أهم المعلومات الداخلية التي يجب الإفصاح عنها للعموم، وذلك لأنَّ المتعاملين في السوق قد يقومون باتخاذ قرارهم الاستثماري بالاستناد إلى هذه المعلومات.

وكذلك قد يتم استغلال المعلومات الداخلية بالتعامل على أساسها من المُطَّلَعين عليها قبل أن يُفصح عنها، وجني ثمار تحرك أسعار الأوراق المالية بعد أن يتم هذا الإفصاح، وهو ما يسمَّى بـ "تعامل المُطَّلَعين"، وهو محظور قانوناً^(٢٢)، وهذا ما يفتح الباب لاستغلال المعلومات الداخلية عن التعاملات الآجلة في سوق التعامل الفوري العاجل، وهذا الاستغلال يستتبع أضراراً في توزيع الملكية ودقة أسعار الأوراق المالية والسيولة المطروحة في السوق^(٢٣)

(٢٢) انظر: المرسوم الكويتي رقم ١٥٨ لعام ٢٠٠٥ والمعدل للمادة السادسة من المرسوم الأميري الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، والصادر بتاريخ ١٤/٨/١٩٨٣، وكذلك: المادة ١١٨ من قانون إنشاء هيئة سوق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، رقم ٧ لعام ٢٠١٠.

(٢٣) Laura N. Beny, "Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World, Journal of Corporation Law, an Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate", The Journal of Corporation Law, Winter 2007, pages 258-261-263.

بالإضافة إلى طعن ثقة المستثمرين في السوق. ولذلك يجب أن يشمل الإفصاح التعامل الآجل عبر قواعد تنظيمية^(٢٤).

ولهذه الأسباب، نصّ القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩، والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية في المادة الرابعة منه على واجب مفروض على صناع السوق بالإعلان وبشكل يومي قبل بدء التعامل الآجل عن بيانين، يتعلّق الأوّل بالأسهم التي سيتعاملون فيها، والثاني بأسعار الآجل^(٢٥) الملتزمين بالتعامل على أساسها، وسوف ندرس هذين البيانين فيما يلي.

البيان الأوّل - الأسهم التي سيتم التعامل عليها بالآجل:

يهيئُ المستثمر في سوق الأوراق المالية أن يعرف أية أسهم تلك التي سوف يتم التعامل عليها بالآجل، فهو البيان الأساسي الذي يجب أن يقوم صانع السوق بالإفصاح عنه.

فبالأسهم التي يكثر التعامل عليها بالآجل يجب دراسة التعاملات التي جرت عليها قبل عقد صفقة فورية أو آجلة عليها، وذلك لأنّ هذه الأسهم على الأغلب

(٢٤) Jerry W. Markham, "Confederate Bonds," "General Custer," and the Regulation of Derivative Financial Instruments", SETION HALL Law Review, Vol. 25:1, 1994, pp 1-73, page 4.

(٢٥) نستطيع أن نُعرّف أسعار الآجل هنا بأنّها المبالغ التي يدفعها مشتري العقد الآجل لبائع العقد الآجل مقابل تمتّعه بالحقوق التي يمنحه إيّاها هذا العقد، فمشتري خيار الشراء يدفع سعر الآجل مقابل منحه الحق بإتمام الصفقة أو تراجعها عن إتمامها في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة، ومشتري العقد المستقبلي يدفع سعر الآجل مقابل تمتّعه بحق تأجيل إتمام الصفقة إلى تاريخ معين، حيث أنّ مشتري العقد الآجل يحوز على إمكانية تحقيق أرباح من خلال الآلية السابقة. وكمثال حسابي إذا حُدّد سعر الآجل في صفقة خيار الشراء من اللجنة الفنية لسوق الكويت للأوراق المالية بنسبة ٥٪ من قيمة الصفقة وكانت الصفقة بقيمة ١٠ آلاف دينار كويتي فإنّ سعر الآجل سوف يكون ٥٠٠ دينار يدفعها مشتري العقد الآجل - مشتري خيار الشراء في مثالنا - مهما كان قراره سواء أعقدت الصفقة أم لا، وكذلك سواء أحقق أرباحاً أم تكبّد خسائر.

من النوع المُتحرِّك، أي التي تختلف أسعارها من فترة لأخرى، وإلا لما تمَّت عليها صفقات آجلة.

وبالمقابل تُسبب العقود الآجلة اضطراباً في تحركات الأسعار، وكذلك إنشاء "فقاعات" "bubbles" سعرية^(٢٦) غير حقيقية سرعان ما تذهب ويعود السعر إلى طبيعته، ممَّا قد يشكّل قلقاً استثمارياً لدى المتعاملين في السوق إن لم يتم الإفصاح عن الأسهم التي ينوي صانع السوق التعامل عليها بالآجل.

كما أنّ هذه التعاملات تحمل ثلاثة بيانات في غاية الأهمية، وهي تاريخ إنشائها، وسعر إنهاؤها، وتاريخ إتمامها، فالمشتري لأحد الأسهم لا يُحبذ أن تكون هناك صفقات بيع آجلة أنشئت على هذا السهم في الوقت الذي اشتراه بها، وذلك لأنّه مؤشّر على انخفاض أسعارها في تاريخ إتمامها.

كما أنّ بائع الأسهم قد يعدل عن بيعها، إذا علم أنّ هناك تعاملات آجلة لشراء نفس الأسهم بسعر إنهاء مرتفع، وذلك لأنّ السهم من المتوقع أن يرتفع سعره بشكل كبير في تاريخ إتمام التعامل الآجل، وإلا لما عُقدت عليه صفقات شراء آجلة تستهدف ربح فرق السعر.

وهنا تظهر أهمية الإفصاح عن نوع التعامل الآجل الذي سوف يتم التعامل عليه في تكوين رؤية واضحة لدى المستثمر عن هذه التعاملات، ولذلك نقترح إضافة إلزام على صانع السوق بأن يُفصح عن نوع التعامل الآجل الذي ينوي القيام به على الأسهم (بيع أو شراء)، وعن تاريخ إنشائه، وسعر إنهاؤه، وتاريخ إتمامه.

البيان الثاني - أسعار الآجل التي سوف يتم التعامل على أساسها:

يتمثّل سعر الآجل بمبلغ يكون عبارة عن نسبة محسوبة من المبلغ المتبقي من سعر الصفقة الآجلة والذي سيتم دفعه عند إتمامها. وهو ببساطة مقابل لموافقة الطرف الآخر المواجه لصانع السوق بعقد تعامل آجل.

Lynn A. Stout, "Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private (٢٦) Ordering in the Market for OTC Derivatives", DUKE Law Journal, op.cit, page 706, margin 19.

ونُعطي مثالاً عن سعر الآجل في عقود الخيار، والتي تعطي صاحبها الحق وليس الالتزام بشراء أو بيع الأوراق المالية بثمن محدد وفي وقت محدد أو فترة زمنية محددة مقابل ثمن الخيار أو سعر الآجل، فإذا تحرّكت الأسعار كما توقّع صانع السوق يخسر سعر الآجل ويربح فرق السعر، وإذا تحرّكت بطريقة مغايرة لما توقّع يخسر سعر الآجل فقط ويخرج من الصفقة عبر استخدام حقه بالخيار.

ويُعتبر الإفصاح عن سعر الآجل أمراً ضرورياً لاستنتاج أهمية ووزن التعاملات الآجلة إذا كان هذا السعر مرتفعاً، وبالتالي تستحق هذه التعاملات اتخاذ قرار استثماري على أساسها، أو استنتاج ضعف هذه التعاملات إذا كان هذا السعر منخفضاً، وهو ما يجعل المستثمر يُفكّر ملياً قبل اتخاذه لقراره الاستثماري بناءً عليها.

وسبب ذلك أنّ الطرف المقابل لصانع السوق لن يقبل أن يتعاقد على تعامل آجل سوف يربح منه صانع السوق على الأغلب ويقع هو بخسارة شبه أكيدة، إلّا بسعر آجل مرتفع يجعله يقبل بالمخاطرة، وعلى العكس، عندما تنخفض المخاطر وتظهر صفقة صانع السوق الآجلة شبه فاشلة يقبل الطرف المقابل بأي سعر آجل لأنّه شبه ضامن لربحه ورجوع صانع السوق عن إتمام الصفقة إذا كان ذلك ممكناً.

وبعد أن درسنا الفئة الأولى من شروط إجراء التعامل الآجل والبيوع المستقبلية، علينا الآن دراسة الفئة الثانية من هذه الشروط، والمتعلّقة بذات هذه التعاملات الآجلة.

ثانياً – الشروط الخاصة بذات التعامل الآجل والبيوع المستقبلية:

لا يكفي أن نشترط صفات الشخص القائم بالتعامل الآجل ونضع عليه التزامات بالإفصاح عن هذا التعامل، فالتعامل بذاته يجب أن يكون مشروطاً ببعض الشروط التي تُكَمِّل تنظيم التعاملات الآجلة.

وفي سبيل التأكيد من جدية التعاملات التداولية الآجلة، وأنها عُقدت بشكل طبيعي ولأهداف استثمارية قانونية، يتم اشتراط عدة شروط خاصة بذات هذه التعاملات.

وتتعلق هذه الشروط بشكل أساسي بمدة أجلها، وكمية الأسهم التي تحويها، وسوف نقوم بدراستها فيما يلي.

أ - مدة العقد الآجل:

تظهر ضرورة وضع مدة محدّدة للتعاملات الآجلة والبيوع المستقبلية منذ السماح بالقيام بها، فاسم الآجل يعني أنّ أمراً ما قد تأجل، ولا يمكن أن يتم الاتفاق على تأجيل شيء إلى ما لا نهاية، وعلى هذا تظهر ضرورة وجود مدة محدّدة للعقد الآجل التي يتم خلالها تنفيذ التعاملات التداولية الآجلة من حيث حدّها الأدنى والأعلى.

وعلى هذا الأساس نصّ قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية في المادة الأولى منه على تعريف "مدة الآجل": بـ "المدة التي يجوز خلالها تنفيذ العقد أو طلب إنهائه والتي ينتهي العقد بانقضائها"، ونصّ القرار في المادة الثالثة منه على أنّ مدة الآجل يجب ألا تقل عن ٩٠ يوماً، وبالمقابل يجب ألا تتجاوز ٣٦٠ يوماً.

ويبدو من الواضح أنّ مدة الآجل تحتوي على حد أعلى وآخر أدنى، وسوف ندرس سبب اشتراط وجود هذه الحدود، وتقييدهم لإرادة المتعاقدين على التعاملات التداولية الآجلة.

١ - سبب اشتراط حد أدنى لمدة العقد الآجل:

يجب أن تكون مدة الآجل واقعية وكافية لحدوث تغيير سعري ملموس على الأسهم محل التعامل، وعلى الرغم من أنّ أسعار الأوراق المالية في السوق تتغير بسرعة كبيرة في جلسات التداول إلا أنّ اشتراط حد أدنى لمدة الآجل يبقى أمراً ضرورياً، خاصّة أنّ "المضاربين" "Speculators" هم من أهم المتعاملين في

هذا النوع من العقود^(٢٧)، ومدة الآجل شديدة القصر توحى بأنَّ التعامل التداولي جاء للمضاربة السريعة على الأسعار، فمثلاً لو أنَّ مدة الآجل كانت يوماً واحداً فالتعامل أصبح شديد الحساسية، وقد يدفع أحد المتعاقدين لقرارات متسرّعة أو حتى للتلاعب بالأسعار؛ لإجبار السعر السوقي على السير في اتجاه مصلحته.

فالتعامل بالعقود المُشَنَّقَة - ومنها الآجلة - يكون عادةً مصاحباً بمضاربات مصطنعة تهدف إلى التلاعب بالأسعار^(٢٨)، كما أنَّ المضاربة الشديدة على الأسعار - حتى ولو لم تكن بغرض التلاعب - تُعتبر غير مستحبة، فهي تشجع التعامل السريع والذي لا ينتج استثماراً حقيقياً، كما أنَّها تحمل أسعار الأوراق المالية إلى حدود غير حقيقية، ولذلك تعمل أنظمة أسواق الأوراق المالية على تقويض المضاربات الجامحة، ونعتبر أنَّ وضع حد أدنى لمدة الآجل قد جاء في هذا السياق، وتعتبر مدة الـ ٩٠ يوماً مدة مناسبة.

ولكن في الواقع يستطيع مشتري أحد الأسهم بالخيار مثلاً أن يقوم بإظهار رغبته بتنفيذ الصفقة منذ اليوم الأول لمدة الآجل، ولذلك نقترح النص على حد أدنى للمدة التي يجوز من خلالها طلب تنفيذ العقد أو إنهائه، بحيث لا تقل عن أسبوع.

٢ - سبب اشتراط حد أعلى لمدة العقد الآجل:

لا يجوز مد الآجل في التعامل الآجل والبيوع المستقبلية إلى ما لانهاية، فالتعامل يجب أن تكون له حدود زمنية قصوى واضحة ومتمفّق عليها، والسبب أنَّ المدة الزمنية هي التي تضع ملامح العقد، ومن دونها يصبح الطرف مشتري العقد الآجل قادراً على تنفيذ الصفقة في أفضل وقت، مهما كان هذا الوقت بعيداً أو قريباً، وفي ذلك خسارة مؤكّدة للطرف المقابل، وأسواق الأوراق المالية

(٢٧) د. كنجو كنجو، د. أيمن شيحا، مروان رشيد، الأسواق المالية، منشورات جامعة حلب، مديريةية الكتب والمطبوعات الجامعية، عام ٢٠٠٥، الصفحة ١٨٤.

(٢٨) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، مرجع سابق، الصفحة ٣٣.

لا تقبل أن يقع أحد في خسارة أكيدة منذ قيامه بالتعامل، ولهذا جرى تنظيم العقد الآجل على تحديد وقت ينتهي فيه أجل التعاملات الآجلة، ويصبح بعده العقد إمّا لاغياً إن كان يحتوي حق الخيار لأحد المتعاقدين، وإمّا مُستحق التنفيذ إن كان مستقبلياً باتاً.

ولذلك نصّ القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ على وضع حد أعلى لمدة العقد الآجل بلغ ٣٦٠ يوماً، وهي مدة طويلة إذا ما قورنت بطبيعة أسواق الأوراق المالية المتغيّرة، فقد يتم شطب الأسهم التي تمّ التعامل عليها بالآجل خلال هذه المدة، وقد تتغير أسعار الأسهم بطريقة عميقة جداً ممّا يفتح المجال للأرباح غير المحدودة، وبالمقابل للخسائر غير المحدودة، وذلك بشكل خاص بالنسبة للبيوع المستقبلية الباتّة حيث تُستخدّم المشتقّات المالية - ومنها البيوع المستقبلية - لمضاعفة المكاسب التي تحدث نتيجة تغيير إيجابي أو سلبي في سعر الأوراق المالية^(٢٩).

وتقديراً للطبيعة الإلزامية للبيوع المستقبلية، ولكونها تتم خلال عمل السوق الفوري، وما يحمله ذلك من آثار سعرية كبيرة على الأوراق المالية التي يتم تداولها بشكل عاجل، نقترح جعل الحد الأقصى لمدة الآجل بالنسبة للبيوع المستقبلية أقصر منه بالنسبة للتعامل الآجل الذي يتم بعد ساعات التداول الفوري^(٣٠)، ولذلك نقترح جعل الحد الأقصى لمدة الآجل في البيوع المستقبلية ١٥٠ يوماً.

وننتقل الآن إلى شرط آخر متعلّق بذات العملية الآجلة، وهو كمية الأسهم التي يتم التعامل عليها بالآجل.

(٢٩) Etienne PERROT, "La Bourse. exubérante autant que rationnelle", SER-SA études, N° 397, Paris, Décembre 2002\6, page 620. Voir le line: http://www.cairn.info/article.php?ID_REVUE=ETU&ID_UNMPUBLIE=E-TU_976&ID_ARTICLE=ETU_976_0615.

(٣٠) انظر إلى الفرق بين تعريفى التعامل الآجل والبيوع المستقبلية في: قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية، رقم ١، الخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٥/٣، المادة ١.

ب - كمية الأسهم المتداولة بالعقد الآجل:

تلعب كمية الأسهم التي يتم التعامل بها بالعقد بالآجل دوراً كبيراً في إظهار جدية التعامل، فصانع السوق الذي ينوي إجراء عملية تداول آجلة يُفترض به الرغبة الحقيقية بتداول الأسهم، وليس مجرد عقد صفقة لإيهام المتعاملين باتجاه سعري قادم، والتلاعب بأسعار الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق العاجلة، وبالمقابل إذا زادت هذه التداولات الآجلة عن حدها تصبح شديدة التأثير والخطورة، وهو ما يدفعنا إلى دراسة الحد الأدنى لكمية الأسهم المتداولة بالآجل، والحد الأعلى لها، وذلك في الفقرتين التاليتين.

١ - الحد الأدنى لكمية الأسهم المتداولة بالعقد الآجل:

رغبةً من سوق الكويت للأوراق المالية في التأكد من جدية التعامل الآجل والبيوع المستقبلية التي يعقدها صناع السوق، فقد اشترطت لجنة السوق بقرارها رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم هذه التعاملات في المادة الرابعة منه ألا تقل كمية الأسهم التي يلتزم صناع السوق ببيعها أو بشرائها عن عشر وحدات شراء وعشر وحدات بيع مهما كانت مدة الأجل.

ونتيجة للنص على هذه القاعدة، لن يستطيع المتعامل قليل السيولة أو غير الجاد القيام بالتعامل الآجل أو بالبيوع المستقبلية، وذلك لأنه يتوجب عليه التعامل بما لا يقل عن عشر وحدات من الأسهم، وهذا يقي السوق وصغار المستثمرين من الآثار السلبية للتعاملات التداولية الآجلة.

كما أن النص على هذا الحد الأدنى من التعامل الآجل، يضمن بالمقابل نسبة معينة من التأثير السعري للتعاملات الآجلة، بحيث تلعب دورها الطبيعي والمدروس في سوق الأوراق المالية، وهي برأينا الغاية المثلى من إيجاد هذا النوع المميز من تعاملات التداول، والتي لا يتم دفع ثمنها بشكل فوري ولا يتم تسليمها فوراً ولكن تؤجل فيها العمليتان^(٣١).

(٣١) د. سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، مرجع سابق، الصفحة ٣٩٧.

ونعطي مثالاً على ذلك، فلو أن أحد الأسهم المتداولة في السوق العاجلة لم تتم دراسته بطريقة صحيحة من أحد المستثمرين، وتصرف باقي المستثمرين في السوق بطريقة التقليد واتباع تداولات بعضهم، فاندفعوا نحو شراء هذا السهم وبأسعار متزايدة، وهم سائرون بذلك إلى خسارة محتمة، ف جاء أحد صنّاع السوق بصفقة بيع أجل لكمية كبيرة من هذه الأسهم ذاتها بعد أن درس المستثمر الذي أعطاه أمر التداول بيانات الشركة المُصدرة لهذه الأسهم، واكتشف وجود مشاكل في تدفقاتها النقدية مثلاً، فأراد ألا يقع في خسارة قد تحدث لو اكتشفت هذه المشاكل وبيع أسهمه مع إعطائه حق الخيار، فمثل هذه الصفقة الكبيرة سوف تدفع المستثمرين المندفعين نحو شراء السهم إلى إعادة التفكير فيه، وربما تدفعهم نحو بيعه، وهذا سوف يخفض سعره إلى الحدود الطبيعية له بعد أن صعد لعنان السماء بسبب اندفاع المستثمرين غير العقلاني.

وبهذه الطريقة نرى كيف لعب التعامل الآجل دوره الطبيعي في التأثير على أسعار التعامل الفوري في السوق العاجلة، وهو ما ترغب فيه كل أسواق الأوراق المالية من وراء السماح بالتعاملات التداولية الآجلة.

٢ - الحد الأعلى لكمية الأسهم المتداولة بالعقد الآجل:

عندما نعرف أن العقود الآجلة هي مرتع للمضاربة - فهي عبارة عن عقود تجري بين شخصين أحدهم يسعى للتخلص من المخاطر وآخر يضارب على الدخول بها^(٣٢)، وأنها من أكثر التعاملات التداولية تأثيراً على أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة، ونعرف أن التلاعب بالأسعار من أكثر الممارسات غير العادلة في السوق تخريباً لتوازن العرض والطلب، وتشكل السعر العادل فيها، وطعناً في ثقة المستثمر فيها أيضاً، نعرف ضرورة تقويض هذا التأثير الكبير بشكل لا يسمح لأي شخص أن يقوم بالتلاعب بالأسعار عبر التعامل الآجل، فلا يجب إتاحة العقود الآجلة بدون ضبطها اعتماداً على "الأخلاق

(٣٢) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، مرجع سابق، الصفحة ٣٠.

المالية "l'ethique financire" (٣٣) في سوق الأوراق المالية؛ حيث تظهر ممارسات مثل التلاعب بالأسعار، واستغلال المعلومات الداخلية (٣٤).

وقد وجدنا أن لجنة سوق الكويت للأوراق المالية وضعت حدًا أدنى لكمية الأسهم محل التعاقد الآجل ولم تضع حدًا أعلى له، وهو أمر يجب التنبيه له مستقبلاً، والنص على حد أعلى معقول يقي السوق العاجلة من التأثير السعري العميق للتعاملات الآجلة، ونفضل أن يكون ٢٥ وحدة من الأسهم.

حيث إن لجنة تعاملات البورصة الفرنسية (COB) - والتي حلت محلها هيئة الأسواق المالية (AMF) - نظمت العقود المشتقة المتداولة في جداول مستمرة والتي يتم تداولها بمجرد تلاقي العرض بالطلب وذات التسوية المؤجلة، وأوجبت على الشركة التي تنوي شراء أسهمها عبر هذه التعاملات ألا تمثل العملية حجماً أكبر من ٢٥٪ من متوسط حجم التداول اليومي ذات التسوية المؤجلة خلال ثلاثة أيام تداول سابقة على دخول الشركة للسوق، وذلك عبر اللائحة رقم [٩٨-٠٣] (٣٥). ممّا يؤكد خطورة وعمق تأثير عقود التداول ذات التسوية الآجلة في تكوين السعر و اصطناعه، ولذلك تمّ النص على حد أعلى من

(٣٣) Etienne PERROT, "La Bourse. exubérante autant que rationnelle", op.cit, page 623.

(٣٤) يتم استغلال المعلومات الداخلية بشكل ناجح على صعيد خيار البيع، لأنّ التعامل على أساس هذا الخيار يضارب على انخفاض الأسعار، ويعتبر هذا الخيار الأكثر حساسية تجاه المعلومات السلبية التي تقوم بخفض الأسعار، ممّا يساعد المُطلّع على هذه المعلومات على القيام بهذه الممارسة بشكل شبه مضمون. للمزيد من التفاصيل انظر:

Kose John, Apoorva Koticha, Ranga Narayanan, Marti Subrahmanyam, "Margin Rules, Informed Trading in Derivatives, and Price Dynamics", op.cit, page 18.

(٣٥) د. محمد محب الدين قرباش، "النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، دراسة مقارنة بين القانونين الفرنسي والمصري"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت في عام ٢٠٠٤، غير منشورة، الصفحة ١٧٣.

هذه العقود في حالة شراء الشركة لأسهمها، ونقترح وضع حد أعلى عام على جميع تعاملات العقود الآجلة.

ونذكر بأنه يجب أيضاً على السلطة التنفيذية أن تراقب وضع السوق، فإذا وجدت أن الأسعار قد تمّ التلاعب بها عبر التعاملات الآجلة، فعليها التدخل بسرعة لمنع هذه التعاملات بشكل كامل ولو مؤقتاً، وهو ما حدث في الكويت عندما تمّ منع البيع الآجل للأسهم في سوق الأوراق المالية عبر صدور قرار وزير التجارة والاقتصاد الكويتي رقم ٥٢ لعام ١٩٧٤، وذلك بعد مضاربات عنيفة حصلت عبر التعاملات الآجلة في السوق والتي رفعت الأسعار بشكل غير طبيعي^(٣٦).

وبعد أن درسنا شروط إجراء التعامل الآجل والبيوع المستقبلية في سوق الكويت للأوراق المالية، علينا دراسة خطوات إجراء هذا التعامل، وذلك في المطلب التالي.

المطلب الثاني

خطوات إجراء التعامل الآجل والبيوع المستقبلية

تبعاً للطبيعة المميّزة الخاصّة بالتعاملات الآجلة، يتوجّب على السوق أن ينظّم خطوات إجراء هذه التعاملات بطريقة مغايرة لما يتم مع التعاملات التداولية العاجلة، وهذا ما قامت به لجنة سوق الكويت للأوراق المالية عندما وضعت قواعد خاصة لتنظيم إجراء عقد التعاملات الآجلة، ولتنظيم تسوية هذه التعاملات، وهو ما سوف ندرسه في الفقرتين التاليتين.

أولاً - إجراء عقد التعامل الآجل والبيوع المستقبلية:

يكتسي عقد التعامل الآجل والبيوع المستقبلية أهمية خاصة، فهو الوثيقة التي تضع الالتزامات المميّزة الخاصّة بعقد التداول الآجل في سوق الأوراق

(٣٦) د. يعقوب يوسف صرخو، "الأسهم وتداولها في الشركة المساهمة"، مرجع سابق، الصفحة ٢٥٤.

المالية، وبسبب هذه الأهمية، قامت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية عبر قرارها رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية بوضع قواعد للإجراءات التسلسلية التي تنتهي بعقد العملية الآجلة، وقواعد خاصة بتنظيم هذا العقد، وسوف ندرس هذه القواعد فيما يلي.

أ - الإجراءات التسلسلية لعقد الآجل:

على اعتبار أن التعاملات الآجلة لا يقوم بها إلا صناع السوق وعبر الوسطاء الماليين حصراً، وذلك وفقاً للمادة الثالثة من القرار السابق رقم ١ لعام ٢٠٠٩، فإن إجراءات عقد التعاملات الآجلة والبيوع المستقبلية تحتوي على مرحلتين، تختص الأولى بالوسيط المالي، والثانية بصنّاع السوق، وسوف ندرس هاتين المرحلتين فيما يلي.

١ - الإجراءات التسلسلية الخاصة بالوسطاء الماليين:

يتميز عمل الوسطاء الماليين فيما يخص التعاملات الآجلة بكون الوسيط غير مخوّل بتنفيذ العملية، ويقتصر دوره على تلقي الأوامر التداولية من المتعاملين وإرسالها إلى صناع السوق ليتم عقدها.

ولكن الطبيعة المؤثّرة للتعامل الآجل والبيوع المستقبلية هي التي جعلت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية توجب على الوسطاء وفقاً لتنظيمها لهذه التعاملات عبر المادة الخامسة من القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ تسجيل أوامر العملاء المتعلّقة بالتعامل الآجل في سجلات خاصة تقوم بإعدادها لهذا الغرض.

ومن القاعدة السابقة يظهر لنا ضرورة فصل السجلات المؤثّقة للتعاملات الآجلة عن تلك العاجلة، وهذا يعني أن العقد الآجل بحاجة إلى رقابة خاصة، ودقيقة، وهو ما يدفعنا لاقتراح تشكيل لجنة فحص وتدقيق خاصة بهذه السجلات.

كما أن المادة نفسها من القرار السابق أوجبت على الوسيط أن يسلم هذه الأوامر وفقاً لأولوية كل منها إلى صناع السوق، وهذا يعني أن دور الوسطاء الماليين في مجال التعاملات الآجلة يقتصر على تسجيل الأوامر بسجل خاص، وإرسالها بترتيبها إلى صناع السوق.

ولكن الأمر ليس بهذه البساطة، فوجود مرحلة الوسيط المالي في سلسلة إجراءات عقد التعامل الآجل والبيوع المستقبلية يعني وجود حماية أكبر للسوق من التعاملات الآجلة التي يقصد بها التلاعب، وذلك بشرط تفعيل الدور الرقابي للوسطاء بشكل نزيه وبدون أي محاباة للعملاء، وبشكل خاص العملاء الذين يصدرن أوامر التداول الآجلة الضخمة والتي قد تقود إلى خسائر ضخمة بالمقابل^(٣٧).

حيث نصّت المادة الخامسة من المرسوم الكويتي لعام ١٩٨٦ بشأن تنظيم تصفية تعاملات تداول الأوراق المالية وغرفة المقاصة في سوق الكويت للأوراق المالية، على أن: "يضمن الوسطاء سلامة المعاملات التي تتم خلالهم والوفاء بكافة الالتزامات المترتبة عليها، ويكونون مسؤولين تجاه غرفة المقاصة عن سلامة الأوراق والمستندات والبيانات التي يزودونها بها".

٢- الإجراءات التسلسلية الخاصة بضئاع السوق:

يستلم صانع السوق الأوامر التداولية الآجلة من الوسيط المالي، وفور تنفيذ هذه الأوامر عليه إخطار الوسيط بذلك، وعليه أيضاً تحرير عقود البيع فور انتهاء الوقت الذي تمّ تحديده للتعامل الآجل، وذلك حسب المادة الخامسة من القرار السابق رقم ١ لعام ٢٠٠٩.

وهذا يعني أنّ على صانع السوق التزامين فيما يخص الإجراءات التسلسلية لعقد التعاملات التداولية الآجلة، الالتزام الأول: يتعلّق بإخطار الوسيط المالي بتنفيذ أمر التداول الآجل من حسابه الخاص بالتعامل الآجل^(٣٨)، وبهذا

(٣٧) Jerry W. Markham, "Confederate Bonds," "General Custer," and the Regulation of Derivative Financial Instruments", op.cit, page 46.

(٣٨) لم يسمح تنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية الصادر بقرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ في المادة ١٩ منه بأن يستعمل صناع السوق حساباتهم الخاصة بالتعامل الآجل في السوق الفوري إلاّ بموافقة مسبقة من إدارة سوق الكويت للأوراق المالية، ونقترح عدم النص على هذا الاستثناء لخطورة تحويل حساب العمليات الآجلة إلى التداول الفوري، فقد يكون بغرض تضليل مراقبي التداول، كما أنّه قد يستخدم للتلاعب بأسعار السوق العاجلة بشكل مفاجئ.

يتم معرفة أنَّ العلاقة التداولية الآجلة بين المستثمرين قد بدأت وتحدّدت ملامحها الزمنية، ممّا يسمح بدراستها قبل إتمامها حرصاً على توازن الأسعار وبشكل خاص أسعار الأوراق المالية العاجلة، وهنا يأتي دور لجنة السوق بتدقيق كل الإخطارات الخاصة بتنفيذ أوامر التداول الآجلة، التي يُشتبه بأنّها قد تستهدف التلاعب بالأسعار.

حيث إنّ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) اعتبرت في تقريرها الخاص بالتلاعب بالأسعار لعام ٢٠٠٠ أنّ تداول مُشتقّات الأوراق المالية -ومنها الآجل- يُعتبر إحدى طرق اتفاقيات التلاعب بالأسعار، وخاصة فيما يتعلّق بـ "سعر إقفال" "Closing Price" جلسة التداول في السوق، وتدعى هذه الممارسة بـ "تحديد الإغلاق" "marking the close"^(٣٩)؛ حيث إنّ سعر الإغلاق من أكثر المؤثّرات التي تدفع المستثمرين إلى اتجاه معيّن في يوم التداول التالي، أو في فترة التداول التي تليه.

وقد أعطت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية عبر القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والمتعلّق بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية في المادة ١٨ منه لإدارة السوق صلاحية تحديد فترة قبل انتهاء التعامل في السوق الفوري، لا يجوز من خلالها لصانع السوق في السوق الآجل إدخال أوامر تداول جديدة في نظام التداول الفوري، وبدون الإخلال بأوامر التداول المدخلة قبل ذلك، وبهذا يتم حماية سعر إغلاق السوق الفوري من التلاعب بتعاملات عاجلة لضمان الربح في التعامل الآجل.

والالتزام الثاني الذي يجب على صانع السوق القيام به هو: تحرير عقد البيع عند انتهاء الآجل، وهي مهمة دقيقة يجب أن يتم من خلالها وضع البنود التي اتفق عليها المتعاملون بالآجل منذ تلاقي أمرَي التداول خاصّتهما، وقد

The International Organization of Securities Commissions "OICU-IOSCO", (٣٩) "Investigating and Prosecuting Market Manipulation", report of technical committee, May 2000, page 6. See: <http://iosco.org/library/pubdoce/pdf/IOSCOPD103.pdf>

يظهر لصانع السوق عند إنشاء العقد النهائي شبهة تلاعب بالأسعار لم تكن واضحة عند تنفيذ الصفقة، وهنا عليه - برأينا - تنبيه لجنة السوق بذلك بشكل فوري، وتقديم تقرير عن الأسباب التي دعت له للاعتقاد بوجود تلاعب بالأسعار عبر التعامل الآجل أو البيوع المستقبلية.

وبعد أن ينتهي الأجل الخاص بالتعامل الآجل أو البيوع المستقبلية، ويتم تحرير العقد النهائي لهذه العملية من صانع السوق، تأتي مرحلة إجراءات تسوية هذا التعامل، والتي سوف ندرسها في الفقرة القادمة.

ثانياً - تسوية التعامل الآجل والبيوع المستقبلية:

تتميز سوق الأوراق المالية بشكل عام بطرق استثنائية لتسوية الصفقات، فالمتعاملون قد لا يعرفون بعضهم البعض، وهم لا يقومون بتعاملاتهم التداولية بأنفسهم وإنما عبر وسطائهم الماليين، وفي مرحلة تسوية التعامل تظهر مجموعة إجراءات مهمّة تهدف لإنهاء الصفقة ودفع ثمنها للبائع وتسليم أوراقها المالية للمشتري.

وتبعاً للطبيعة الخاصة التي تتميز بها التعاملات الآجلة، تظهر قواعد خاصة بتسوية هذه التعاملات، وهي منقسمة إلى قسمين، الأول خاص بالوسيط المالي، والثاني بغرفة المقاصة. وسوف ندرس قواعد التسوية هذه فيما يلي.

أ - إجراءات الوسيط المالي الخاصة بتسوية العقد الآجل:

يُعتبر الوسيط المالي الطرف الوحيد الذي يحظى بالاحتكاك الفعلي مع المتعامل على الآجل، وهذا ما يجعل من الوسيط الشخص الأكثر اطلاعاً على حساب عميله بشكل دائم، وما يجعله أيضاً الشخص الأكثر قدرة على تسوية التعامل الآجل من طرف عميله. ونستطيع أن ندرس مهام الوسيط المالي فيما يخص تسوية التعاملات الآجلة من خلال دراسة التزام الوسيط بتسليم الأسهم، ووقت هذا التسليم وذلك فيما يلي.

١ - التزام الوسيط بتسليم الأسهم:

نصَّ قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية في المادة السابعة منه على وضع واجب على الوسيط القائم بتنفيذ صفقة التداول الآجل بأن يُسَلِّم الأسهم التي تمَّ التعاقد عليها بالإضافة إلى مبلغ الدفعة المقدَّمة.

ومن الواضح أنَّ دور الوسيط أساسي فيما يخص تسوية الصفقة الآجلة، وهذا يظهر من إلزامه بتسليم الأسهم المتعاقد عليها والتي هي محل الصفقة.

وبالنسبة للـ "دفعة المقدَّمة" فهي عبارة عن نسبة من المبلغ الإجمالي للصفقة، وتقوم بتحديددها اللجنة الفنية الخاصة بسوق الكويت للأوراق المالية كما نصَّت المادة الأولى من قرار لجنة السوق السابق، وهي مسؤوليات بالغة الأهمية يُعدّ الفشل في تحقيقها كفيلاً بإفشال الصفقة.

ونستشف من القواعد السابقة رغبة سوق الكويت للأوراق المالية بحدوث تعامل فعلي بموجب التعاملات التداولية الآجلة، وليس مجرد القيام بتعاملات تنتهي إلى التسوية بدفع الفرق من الطرف الخاسر كما جرى التعامل على البيوع المستقبلية بشكل خاص.

حيث إنَّ العقود المستقبلية تتميز بأنَّ التعامل عليها يؤوّل لمجرد دفع الفرق أو التصفية دون تنفيذ فعلي للصفقة، ويُقصد بالتصفية هنا "التسوية النقدية" "cash settlement" أو "دفع الفرق" "paiement de difference"^(٤٠) أي دفع فرق السعر بين يوم الاتفاق وبين يوم التصفية دون تداول حقيقي^(٤١)، وبسبب

(٤٠) د. سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، مرجع سابق، الصفحة ٤٣٩.

(٤١) محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، الجزء الثاني العقود التجارية- الأوراق التجارية، مرجع سابق، الصفحة ٣٣.

نظام دفع الفرق هذا أحجمت أغلب الدول عن تنظيم العقود المشتقة^(٤٢) ومن ضمنها العقود المستقبلية.

وقد أحسنت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية بوضع التزام على الوسيط بتسليم الأسهم محل الصفقة بالإضافة إلى الدفعة المقدمة، فقد وضعت حداً للمضاربات الجامحة على التعاملات الآجلة وبشكل خاص البيوع المستقبلية التي قد تؤثر على توازن الأسعار في السوق الفورية العاجلة.

٢ - وقت التزام الوسيط بتسليم الأسهم:

نكر القرار السابق رقم ١ لعام ٢٠٠٩ أنَّ التزام الوسيط بتسليم الأسهم محل التعامل الآجل والدفعة المقدمة يجب أن يكون في مدة لا تتجاوز ١١ ساعة من صباح اليوم التالي للتعاقد، وإذا لم يكن اليوم التالي يوم عمل أوجب القرار الوسيط أن يقوم بهذا التسليم قبل أن تنتهي ساعات العمل الرسمية في التاريخ الذي تمَّ التعاقد فيه.

وقد حُصِرَ تنفيذ هذا الالتزام بنطاق زمني ضيق محسوب بالساعات، ولا مجال فيه للانتظار إلى أول يوم عمل، بل يجب إتمامه بذات اليوم إن كان اليوم التالي يوم عطلة رسمية.

وتدلُّ كل هذه القواعد السابقة على حساسية وأهمية التعاملات التداولية الآجلة، وخطورة تأثيرها الذي لا يتحمَّل المماثلة في تسويتها، وقد أحسنت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية بإصدارها لهذه القواعد الصارمة فيما يتعلَّق بالتزامات الوسيط بتسوية الصفقة، فقد تكون هذه الصرامة حاجزاً أمام الوسيط غير المؤهَّلين، يمنعهم من القيام بالتوسط المالي في التعامل الآجل والبيوع المستقبلية.

(٤٢) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، مرجع سابق، الصفحة ٤.

والآن سننتقل لدراسة دور غرفة المقاصة في تسوية الصفقات الآجلة، بعد أن عرفنا الدور ذاته بالنسبة للوسيط المالي.

ب - إجراءات غرفة المقاصة الخاصة بتسوية العقد الآجل:

تقوم غرفة المقاصة في سوق الأوراق المالية بالدور الأهم في تسوية تعاملات التداول^(٤٣) عبر إعطاء الثمن للبائع وتسليم الأوراق المالية للمشتري، فهي تقوم بدور ضامن التنفيذ لهذه العقود الخطرة مالياً. فيتم توجيه المخاطر في التعاملات الآجلة^(٤٤) وذلك من خلال إعطاء غرفة المقاصة دوراً أساسياً في تسويتها، حتى أن طرفي التعاقد الآجل لا يلتفتان إلى بعضهما بقدر التفاتهم لغرفة المقاصة باعتبارها الطرف المُنفذ لهذه العقود^(٤٥)، كما أن الاعتماد على غرفة المقاصة في ضمان العقود الآجلة يعتبر من أهم أسباب النجاح فيها^(٤٦).

وتقوم "الشركة الكويتية للمقاصة" بهذا الدور في سوق الكويت للأوراق المالية وفقاً لتعريف "غرفة المقاصة" في المادة الأولى من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية.

(٤٣) تنص المادة الأولى من المرسوم الكويتي لعام ١٩٨٦ بشأن تنظيم تصفية عمليات تداول الأوراق المالية وغرفة المقاصة في سوق الكويت للأوراق المالية، على أن: "تتولى تصفية المعاملات التي تجرى على الأوراق المالية المسجلة في سوق الكويت للأوراق المالية غرفة مقاصة تقوم بتحديد مراكز أطراف هذه المعاملات وإجراء المقاصة بين ما لهم وما عليهم من حقوق تجاه بعضهم البعض...".

(٤٤) Jerry W. Markham, "Confederate Bonds," "General Custer," and the Regulation of Derivative Financial Instruments", op.cit, page 61.

(٤٥) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، مرجع سابق، الصفحة ١٠٤.

(٤٦) د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٦٩٠.

وتظهر قواعد تنظيم دور غرفة المقاصة في إجراءات تسوية الصفقات الآجلة في محورين، المحور الأول: يتعلق بتنفيذ التزامات طرفي العقد الآجل بالدفع والتسليم، ويتعلق المحور الثاني: بقواعد تصرف غرفة المقاصة في حالة خاص تتعلق بتسوية العقد الآجل، ويتم فيها بيع الأسهم محل العقد الآجل في السوق العاجل، وسوف ندرس هذه القواعد فيما يلي.

١ - تنفيذ التزامات طرفي العقد الآجل:

تقوم غرفة المقاصة بفتح حساب للبائع في التعامل الآجل، وتلتزم بتقييد الدفعة المقدمة للصفقة الآجلة بالإضافة إلى سعر الآجل في حساب البائع المذكور فور استلام غرفة المقاصة لهذه المبالغ، ولكنها لا تقوم بتسليمها له إلا في موعد التسوية الذي يلي تاريخ التعاقد، وذلك وفقاً للقرار السابق رقم ١ لعام ٢٠٠٩ في المادة الثامنة منه.

بينما وفقاً للمادة التاسعة من نفس القرار لا تسجل الأسهم محل الصفقة الآجلة أثناء فترة الآجل باسم المشتري، وإنما باسم غرفة المقاصة نفسها، ولا تنتقل لاسمه إلا إذا دفع سعر الإنهاء - المبلغ المتبقي من الصفقة - خلال فترة الآجل.

ومن الواضح أن القواعد السابقة كانت أكثر ضماناً لحق البائع في استلام الدفعة المقدمة وسعر الآجل عندما سجلت هذه المبالغ باسمه دون إعطائه الحق باستلامها، وبالمقابل سجلت الأسهم محل الصفقة الآجلة باسم غرفة المقاصة، وذلك حتى تضمن للبائع أن أسهمه لن تتحوّل للمشتري إلا بعد دفع سعر الإنهاء كاملاً، وحتى تضغط على المشتري لكي يدفع هذا المبلغ بشكل سريع وبدون ممانعة.

وفي هذا الإطار، علينا التحذير من مغبة تجاهل بائعي الأوراق المالية بالآجل، واعتبارهم الحلقة الأضعف في التعامل الآجل والبيوع المستقبلية، ونسيان دورهم الممكن في تخفيض أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق الفورية إذا قاموا بعرض أسهمهم للبيع الآجل بأسعار منخفضة، ولذلك يجب

معاملة طرفي العقد على قِدَم المساواة فيما يخص فحص التعاملات التداولية الآجلة، وعدم افتراض حسن النية بشكل دائم في بائعي الآجل.

٢ - موقف غرفة المقاصة من التصرف بالأسهم في السوق العاجل:

لا يُعتبر المشتري بالآجل خلال فترة الأجل مالِكاً للأسهم محل الصفقة، وتُسجل هذه الأسهم باسم غرفة المقاصة حتى تتم تسوية الصفقة، ولكن تظهر هنا حالة مهمّة تتمثل بإعطاء الحق للمشتري أثناء الآجل ببيع الأسهم محل الصفقة في السوق الفوري، وهي الحالة التي نظمها قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية في المادتين العاشرة والحادية عشرة منه، وهي حالة مميّزة لتسوية العقد الآجل.

حيث إنّ المادة العاشرة من القرار السابق أعطت الحق لمشتري الأسهم بصفقة آجلة أثناء الآجل ببيع جميع الأسهم محل التعاقد في السوق الفورية، ووضعت التزاماً على عاتق غرفة المقاصة في هذه الحالة بقيد سعر الإنهاء في حساب البائع لديها، وتسليمه إليه في موعد التسوية التالي، بينما كان الحكم في المادة الحادية عشرة من ذات القرار أنّه إذا قام المشتري ببيع جزء من الأسهم وقت الآجل، فتقوم عندها غرفة المقاصة بخضم هذا المبلغ من سعر الإنهاء وقيده في حساب البائع، وتسليمه إليه أيضاً في موعد التسوية التالي.

ومن الواضح أنّ القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ قد فتح المجال لمشتري العقد الآجل بالمضاربة على الأسعار بين السوقيين الآجلة والعاجلة، عبر شراء أسهم بالآجل وبيعها بربح بصفقة فورية قبل حلول الآجل وإعطاء البائع حقه من سعر الإنهاء، ويبدو أنّ سبب السماح بمثل هذه التعاملات التداولية هو اعتبار لجنة السوق أنّ واقعة بيع المشتري بالآجل للأسهم في السوق العاجلة يُعد بمثابة إظهار رغبته بتسوية الصفقة خلال فترة الأجل، وهو ما يساعد في طرح السيولة في السوق، ويوجد حلاً لبعض الصفقات الآجلة العالقة إن لم يستطيع المشتري الإيفاء بسعر الإنهاء.

ولكن يجب رفع درجة الحذر إلى أقصاها مع مثل هذه التداولات، كما يجب أن تقوم هيئة سوق المال بفحص دقيق لإمكانية وجود تلاعب بأسعار الأوراق المالية العاجلة عبر عقد صفقات آجلة وبيعها في السوق قبل حلول أجلها، فهذه الحالة التداولية تساعد في عملية التلاعب بأسعار العقود الفورية، وتوجد حلاً للمتلاعب بالأسعار حتى يتقاضى ربحه غير المشروع، ولذلك نقترح عدم السماح بهذه التداولات في حالات اضطراب السوق.

وبعد أن قمنا بدراسة إجراء التعامل الآجل والبيوع المستقبلية في سوق الأوراق المالية في المبحث الأول، علينا أن ندرس في المبحث الثاني الحقوق التي يمنحها التعامل الآجل.

المبحث الثاني

الحقوق التي يمنحها التعامل الآجل والبيوع المستقبلية

عندما يتم وضع نظام لآليّ تعاملٍ كان، يتوجّب على واضعيه تنظيم الحقوق التي تعطيها لكل طرف من أطراف هذا التعامل، والتي تُعتبر حقاً لصاحبها وواجباً على الطرف الآخر.

وفي مجال التعامل الآجل والبيوع المستقبلية، فإنّ خصوصية هذه التعاملات تستتبع إيجاد نظام خاص بالحقوق التي تمنحها لأطرافه، وقد كان لتنظيم هذه التعاملات الآجلة عبر قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ موقف متميّز من تنظيم الحقوق المتعلقة بالعقود الآجلة.

حيث إنّ القرار المذكور قد أعطى حقوقاً خاصة بالأسهم محل التعاملات الآجلة، وأعطى حقوقاً أخرى خاصة بإنهاء العقد الآجل. وسوف ندرس هذه الحقوق في المطلبين التاليين.

المطلب الأول

الحقوق الخاصة بالأسهم خلال مدة الآجل

تُنشئ العقود الآجلة فترة في غاية الحساسية، وهي مدة الآجل التي عرّفتها المادة الأولى من القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ بأنّها المدة التي "يجوز من خلالها تنفيذ العقد أو طلب إنهائه والتي ينتهي العقد بانقضائها"، فهذه المدة تتميز بأنّ الأسهم محل التعاقد لم تعد ملكاً خالصاً للبايع، لأنّها تُسجّل باسم غرفة المقاصة وفور إتمام التعامل تنتقل إلى المشتري، ومن جهة أخرى فهي ليست ملكاً للمشتري لأنّه لم يؤدّ بعد التزاماته الخاصة بالعقد ولا يمكن ضمان عدم رجوعه عن تنفيذها، ولذلك تبقى الأسهم باسم غرفة المقاصة خلال مدة الآجل.

وخلال هذه المدة الحساسة تبقى الحقوق التي تعطيها الأسهم بحاجة إلى أحكام خاصة بها، وتنقسم هذه الحقوق إلى حقوق متعلّقة بذات الأسهم، وحقوق

متعلّقة بالتغييرات التي قد تحدث عليها، وسوف ندرس قواعد تنظيم هذه الحقوق خلال مدة الآجل فيما يلي.

أولاً - الحقوق المتعلقة بذات الأسهم:

تُعطي الأسهم لحاملها بعض الحقوق الناتجة عن تملكه حصّة من الشركة المساهمة تتمثّل بهذه الأسهم، ومن أهم الحقوق المتعلقة بذات الأسهم، الحق بتقاضي الأرباح، والحق بالتصويت في الجمعية العامة، وسوف ندرس قواعد وأحكام هذين الحقّين خلال مدة الآجل عبر الفقرتين التاليتين.

أ - الحق بتقاضي أرباح الأسهم:

إنّ من حق المساهم تقاضي الأرباح عن أسهمه متى تمّ إقرار توزيعها، ولكن ما الحكم لو أنّ عقداً آجلاً تمّ على هذه الأسهم وكانت الأرباح سوف توزّع عليها خلال مدة الآجل التي تسجل فيها الأسهم باسم غرفة المقاصة؟

أجابت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية عن هذا السؤال عبر القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بالتعامل الآجل والبيوع المستقبلية؛ حيث ذكرت المادة ١٤ من هذا القرار حكم الأرباح التي توزّع نقداً، أو التي توزّع عبر أسهم المنحة، وسوف ندرس هاتين الحالتين فيما يلي.

١ - تقاضي الأرباح الموزّعة نقداً:

اعتبر قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لعام ١٩٦٠ أنّ المساهمين الذين اكتبوا بأسمهم الشركة هم أعضاء فيها (المادة ١٣٠)، وأنّ العضو يتمتّع بشكل خاص بمجموعة من الحقوق، أولها قبض الأرباح والفوائد التي يتم إقرار توزيعها على المساهمين (المادة ١٣١/أولاً).

ونصّت المادة ١٤ من القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ على أن تعود الأرباح التي يتم توزيعها نقداً عن الأسهم محل العقد الآجل إلى بائعها وتخصم من سعر الإنهاء، كما تتولّى غرفة المقاصة تحصيلها.

وقد آثرت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية عبر القاعدة السابقة إعطاء الأرباح لبائع العقد الآجل، وهي مُحَقَّة بذلك، فالبائع لا يزال في موقع قانوني أقرب من المشتري للأسهم محل العقد الآجل، فهو لم يتقاضَ بعد إلا جزءاً من ثمنها، على الرغم من قيامه بالتزامه بتسليم الأسهم إلى غرفة المقاصة خلال مدة الآجل، وعلى الرغم من أنَّ الغرفة المذكورة سجَّلت هذه الأسهم باسمها.

ونكرت القاعدة السابقة أنَّ الأرباح التي يتقاضاها بائع الآجل تُخصم من سعر الإنهاء، وذلك لأنَّ البائع يكون قد تقاضى أكثر من حقه لو أخذ سعر الإنهاء كاملاً، فالمشتري الذي حُرِم من تقاضي الأرباح خلال مدة الآجل وهو قد يصبح مالكاً لها، لا يجب إلزامه بأكثر من قيمة سعر الإنهاء.

وطالما أنَّ البائع تقاضى أرباحاً عن الأسهم، فهو قد تقاضى ما كان يجب أن يتقاضاه المشتري فيما لو أتمَّ الصفقة، ولذلك ومع إتمام صفقة البيع الآجل لا يبقى على المشتري إلا أن يدفع ما بقي من سعر الإنهاء بعد خصم الأرباح التي آلت للبائع.

وتستمر بعد ذلك غرفة المقاصة بالقيام بدورها الضامن للتعامل الآجل والبيوع المستقبلية، وتقوم هي بنفسها بتحصيل الأرباح، وليس البائع، وتقوم كذلك بخصمها من سعر الإنهاء، وفي هذا حكمة تنظيمية كبيرة؛ حيث إنَّ قيام غرفة المقاصة بهذا الدور تريح طرفي العقد الآجل، وتعطيهم الثقة اللازمة لإتمام العقد.

٢ - استلام أسهم المنحة:

قد تقوم الشركة بتوزيعات خاصَّة للأرباح على المساهمين، وقد تتمثَّل هذه الأرباح بصورة أسهم تمنحها لهم، ويعتبر استلام هذه الأسهم من حقوق مالك الأسهم الأصلية التي أعطت المساهم صفة العضوية بالشركة المساهمة، والتي أعطته الحق بتقاضي هذه التوزيعات، ومن ضمنها أسهم المنحة، وتقوم الشركة

عادة بتوزيع الأرباح على شكل أسهم إذا أرادت الاحتفاظ بالسيولة فتقوم بحساب أرباحها وإصدار أسهم جديدة^(٤٧).

وبالنسبة للأسهم التي تشكل محلاً لعقد آجل، والتي تقرّر توزيع أسهم منحة عليها، فلم يسمح القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية في سوق الكويت للأوراق المالية لأي من بائع الآجل أو مشتريه بالاحتفاظ بأسهم المنحة هذه.

حيث نصّت المادة ١٤ من القرار المذكور على أن تقوم غرفة المقاصة بالاحتفاظ بأسهم المنحة، وأن تخصم قيمتها من الثمن الباقي، ويتم تسليمها للمشتري إذا قام بدفع سعر الإنهاء، أو ترد هذه الأسهم للبائع بالإضافة إلى الأسهم محل التعاقد الآجل إذا انتهى العقد ولم يقم المشتري بتسديد سعر الإنهاء.

ومن العادل أن تحتفظ غرفة المقاصة بأسهم المنحة الموزعة على الأسهم محل العقد الآجل، فهي جهة موضوعية لا مصلحة لها سوى في حسن سير أعمال سوق الأوراق المالية، والقيام بواجبات تسوية الصفقات، وهي بصفقتها الشخصية تقوم بحل وسط يرضي طرفي العقد الآجل.

ويبقى تسديد سعر الإنهاء - المبلغ الباقي من الصفقة الآجلة - هو عنصر الفصل في تسليم أسهم المنحة لمشتري العقد الآجل، بينما يبقى حق البائع في هذه الأسهم إذا لم يتم تنفيذ العقد الآجل ولم يتقاضَ سعر الإنهاء، وهي قواعد عادلة وتضمن حقوق طرفي العقد الآجل.

(٤٧) إسماي فيربر، كل شيء عن البورصة، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جريز، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، الصفحة ٢٩، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Esmé Faerber, ALL ABOUT STOCKS, McGraw - Hill, New York, 2000, Second Edition.

ب - حق التصويت في الجمعية العامة:

تُعقد في الشركة اجتماعات تضم المساهمين في الشركة بشكل دوري أو استثنائي، وتهدف هذه الاجتماعات إلى اتّخاذ القرارات الدورية أو المصيرية والتي يجب الرجوع فيها إلى مُلاك الشركة من المساهمين.

وحتى يستطيع المساهم أن يشارك بقراره في هذه الاجتماعات يتوجب أن يكون مُتَمَتِّعاً بحق التصويت فيها، ولذلك أعطى قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لعام ١٩٦٠ في الفقرة الثالثة من المادة ١٣١ منه لأعضاء الشركة المساهمة - والمساهم عضو طبعاً - الحق بالمساهمة في إدارة أعمال الشركة في الجمعيات العامة طبقاً لنظامها، وذلك يعتبر إقراراً صريحاً بوجود صوت للمساهم في هذه الاجتماعات.

وتظهر إشكالية حق التصويت المقترن بالأسهم خلال مدة العقد الآجل، فهل يبقى هذا الحق بحوزة بائع العقد الآجل أم أنه ينتقل إلى مشتريه؟

أجابت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية عن هذا السؤال عبر نص المادة ١٥ من القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بالتعامل الآجل والبيوع المستقبلية؛ حيث إنّ هذه المادة أعطت المشتري الحق بأن يطلب إعطاءه حق التصويت الخاص بالأسهم المتعاقد عليها بالآجل من غرفة المقاصة، وألزمت المادة السابقة غرفة المقاصة أيضاً بإعطاء المشتري التفويض الخاص بالحق بالتصويت، وسوف ندرس هذا الطلب والإلزام فيما يلي.

١ - طلب مشتري العقد الآجل ممارسة حق التصويت:

يتميّز مركز مشتري العقد الآجل بأنّه غامض وغير معروف النهاية، فطالما كان يتمتّع بحق إنهاء العقد، وطالما أنّه لم يدفع من ثمن الصفقة إلاّ سعر الآجل والدفعة المقدّمة، فلا يمكن التأكّد بشكل قاطع من جدية رغبة مشتري العقد الآجل بشراء الأسهم، ولا بقراره النهائي بخصوصها.

وعلى هذا، فلا يمكن إعطاء المشتري الحق بالتصويت في الجمعية العامة للشركة المساهمة بدون التأكّد من رغبته بتمثيل هذه الأسهم في الاجتماع،

والتأكد من نيته لتحمل المسؤولية عن تسيير الشركة واتخاذ قراراتها، ويكون ذلك بشكل مبدئي عبر اشتراط تقديمه لطلب إعطائه حق التصويت عن الأسهم إلى غرفة المقاصة.

وهنا تظهر لنا علة جديدة من النص على ضرورة تقديم طلب التصويت، وهو أنّ الأسهم انتقلت إلى اسم غرفة المقاصة منذ إجراءات عقد الصفقة، وبالتالي فمن غير الممكن أن يصوت المشتري بدون تفويض صريح من هذه الغرفة، وبهذا يتبين لنا الدور المهم الذي تلعبه غرفة المقاصة على صعيد تخفيض مخاطر التعاقد الآجل^(٤٨)، وإعطاء كل من المتعاقدين الحقوق بشكل متوازن وحريص.

ومن جهتنا، فإننا نرى ضرورة عدم الاقتصار على اشتراط تقديم طلب لغرفة المقاصة، وأن يتم طلب تعهد خطي من مشتري العقد الآجل بأنه يريد استعمال حق التصويت؛ لأنه يريد تمثيل الأسهم في الجمعية العامة، وأنه سوف يدلي بصوته بشكل جدي ومنطقي بدون استخفاف أو تلاعب بهذا الحق.

فمشتري العقد الآجل قد يكون متخذاً لقرار إنهاء العقد في داخله، وفي الوقت نفسه يطلب استعمال حق التصويت من غرفة المقاصة لتحقيق أغراض غير مشروعة، ومنها التأثير على قرارات الشركة بما يخدم مصالحه أو مصالح شركاته أو مصالح الكيانات المرتبطة بها، أو القيام بالتصويت في الاتجاه الذي يريده أحد كبار المساهمين بمقابل مادي - أي أن يبيع صوته -، أو دفع الشركة إلى اتخاذ قرارات تساهم في تغيير اتجاه أسعارها بالشكل الذي يخدم مصالحه.

وهذا ما يعني أنّ مشتري الآجل بإمكانه التلاعب بأسعار السوق العاجلة عبر استعمال حقه بطلب التصويت.

(٤٨) Jerry W. Markham, "Confederate Bonds," "General Custer," and the Regulation of Derivative Financial Instruments", op.cit, page 63.

وكل هذه الاستعمالات الخطيرة لحق التصويت نتجت عن كون مشتري العقد الآجل غير آبه بمستقبل الشركة ولا بالمستقبل البعيد لأسعار أسهمها، طالما أنّ بإمكانه إنهاء العقد والخروج من الصفقة، وهو ما يدفعنا لدراسة موقف غرفة المقاصة من إعطاء الحق بالتصويت لمشتري العقد الآجل.

٢ - إلزام غرفة المقاصة بإعطاء التفويض بالتصويت:

نصّت المادة ١٥ من القرار السابق رقم ١ لعام ٢٠٠٩ بشكل حرفي حول موضوع إعطاء مشتري العقد الآجل للتفويض بالتصويت أنّ: "على غرفة المقاصة تزويده بتفويض يسمح له بذلك"، ومن الواضح من ألفاظ هذا النص أنّ إعطاء التفويض بالتصويت للمشتري يعتبر ملزماً عند طلبه.

ويعني هذا الإلزام أنّ غرفة المقاصة لا تملك حق التقدير في هذا الموقف، فعليها تسليم التفويض بالتصويت إلى مشتري العقد الآجل، وإن كانت مرتابة لكونه غير جاد أو متلاعب وله غايات غير مشروعة دفعته لطلب التصويت في الجمعية العامة.

وفي الواقع نحن نقترح أن يتم تعديل النص السابق، واستبدال جملة "على غرفة المقاصة..." المذكورة أعلاه، بجملة "ويمكن لغرفة المقاصة تزويده بتفويض يسمح له بذلك"، وبهذا نعطي غرفة المقاصة الحق برفض طلب مشتري العقد الآجل إعطائه التفويض بالتصويت.

وهذا التعديل يعتبر ضرورياً - برأينا - لأنّ مشتري العقد الآجل قد يُفدّم على الدخول في هذه الصفقة الآجلة فقط، بغاية الحصول على هذا التفويض والتلاعب بأسعار أسهم الشركة في السوق العاجلة عبر المساهمة بقرارات تخدم مصلحته، وبعدها يخسر ما دفعه في بداية التعاقد الآجل ويكسب أضعافه من التعامل في السوق العاجلة بعد ما تصل أسعار الأسهم إلى الحدود المصطنعة التي أرادها.

ونعطي مثلاً لذلك مشتري الأسهم بخيار الشراء، والذي تتلخّص مصلحته بشكل دائم في ارتفاع الأسعار غير المحدود، فقد يقوم بالتعاقد الآجل على عدد

كبير من الأسهم لتحصيل عدد أصوات كافي من أجل أن تتخذ الشركة قراراً بتوزيع الأرباح على المساهمين بدلاً من تدويرها وإعادتها إلى رأس المال، ومثل هذا القرار سوف يرفع أسعار الأسهم، فيقوم بشراء أسهم ذات الشركة في السوق الفورية قبل عقد الجمعية العامة وبيعها بعده، فيحقق أرباحاً كبيرة، وينهي التعاقد الآجل بعد أن تعاود الأسعار النزول لتعود إلى حدودها الطبيعية، فمثل هذه الممارسات تحمل ملامح مخالفات تعامل المُطَّلَعين والتلاعب بالأسعار، وكلُّها جاءت بسبب إعطاء مشتري العقد الآجل الحق بطلب التفويض بالتصويت وإلزام غرفة المقاصة على الموافقة على هذا الطلب.

ونحن نعلم أنَّ عدداً كبيراً من مشتري العقود الآجلة قد يتم رفض طلباتهم للتصويت، وهذا قد يؤثر على الإقبال على هذا النوع من العقود، ولكن التلاعب بأسعار الشركة سوف يؤدي إلى الإقلال من الإقبال على سوق الأوراق المالية كلُّها، وطعن ثقة المستثمر فيها، وتشويه أسعارها، واضطراب مؤشراتهما، وفي النهاية انهيارها تماماً، ولذلك تقتضي ضرورة حماية السوق عدم إطلاق حق مشتري العقد الآجل بالحصول على التفويض بالتصويت.

وننتقل الآن لدراسة حقوق التعاقد الآجل في حالات تتعلق بالتغيرات الخاصة بالأسهم محل التعاقد الآجل. وذلك في الفقرة التالية.

ثانياً - الحقوق المتعلقة بتغيرات الأسهم:

في ظل حياة الشركة تحصل تغييرات كثيرة على أسهمها، فقد تحتاج الشركة لتمويل كبير متعلق بمشروع جديد، فتقوم بإصدار أسهم جديدة يكتب عليها المساهمون، وقد تقوم بتجزئة الأسهم أو بتخفيض رأس المال، وكل هذه الحالات تنتج حقوقاً على الأسهم تحتاج لأحكام صريحة فيما يتعلق بالتعاقد الآجل على الأسهم التي تتعرض لمثل هذه الأحداث.

وسوف ندرس حق المساهم بالاكنتاب على الأسهم الجديدة، والحق الخاص بتجزئة الأسهم وتخفيض رأس المال، وذلك إذا كانت الأسهم محلاً لعقد آجل خلال مدة الأجل.

أ - الحق بالاكتتاب الخاص بزيادة الأسهم:

على اعتبار أنّ المساهمين القدامى هم من قامت وتطوّرت الشركة بفضل مساهماتهم، أقرّ قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لعام ١٩٦٠ في المادة ١١١ منه، على حكم خاص بالمساهمين عند طرح الاكتتاب على أسهم جديدة، يتمثل بحقهم بالأولوية في الاكتتاب بحصة من الأسهم الجديدة تكون متناسبة مع عدد أسهمه، وتمنح مدة لممارسة حق الأولوية، يجب ألا تقل عن ١٥ يوماً من تاريخ نشر دعوة المساهمين لممارسة حق الاكتتاب هذا، وهو ما يسمّى البعض بـ "حق الشفعة"^(٤٩) والغاية من إعطاء المساهمين القدامى هذه الأفضلية هي حق المساهم بالاستفادة من موجودات الشركة بدلاً من أن يزاحمه عليها المكتتبون الجدد^(٥٠) ففي ذلك ضرر أكيد للمساهمين الأصليين^(٥١).

فإذا كان المساهم قد باع أسهمه بعقد آجل، وخلال مدة الآجل أصدرت الشركة أسهماً للاكتتاب، فما حكم حقه بالاكتتاب على الأسهم الجديدة، هل يبقى حاملاً لهذا الحق أم ينتقل بشكل كامل لمشتري الأسهم بالآجل؟

جاء قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية بحل وسط لهذه الإشكالية؛ حيث نصّت المادة ١٦ منه على إعطاء مشتري العقد الآجل الحق بأن يطلب من غرفة المقاصة أن تكتتب بأسهم الزيادة على رأس المال والمتعلّقة بالأسهم المتعاقد عليها بالآجل، وذلك بشرط أن يقوم المشتري بدفع ثمن هذه الأسهم الجديدة. وسوف ندرس هذه القاعدة من حيث أسبابها ومصير الأسهم فيها عبر الفقرتين التاليتين.

(٤٩) إسماعي فيربر، كل شيء عن البورصة، مرجع سابق، الصفحة ٢٩.

(٥٠) د. جاك يوسف الحكيم، الشركات التجارية، دمشق، منشورات جامعة دمشق، عام ٢٠٠٠، الصفحة ٤٩٥.

(٥١) محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، مرجع سابق، الصفحة ٦٤٧.

١ - أسباب إعطاء المشتري الحق بطلب اكتتاب غرفة المقاصة:

يبدو لنا أنَّ إعطاء المشتري الحق بالطلب من غرفة المقاصة أن تكتتب في الأسهم الجديدة على حسابه كان لسببين:

السبب الأول: هو أنَّ مشتري الأسهم بالأجل قد يكون جاداً بشراء الأسهم، وعندما يقوم بدفع سعر الإنهاء وتنتقل الأسهم إليه سوف يتضرر كثيراً إن حُرِم من الاكتتاب على الأسهم الجديدة، خاصَّة أنَّ ذلك يعتبر تفويتاً لفرصة كبيرة في الحصول على الأسهم الجديدة بالسعر الأسمى لها والذي قد يتضاعف عدة مرات إن أُرجت الأسهم بالسوق وصار لها سعر سوقي خاص بها.

وبالمقابل فإنَّ بائع الأسهم بالأجل قد فقد رغبته بالحفاظ على هذه الأسهم، وإلَّا لما باعها، وبالتالي لن يُشغل باله بإصدارات الأسهم الجديدة، على عكس المشتري المقبل على الحصول على هذه الأسهم، والذي من مصلحته الدخول بالاكتتاب الجديد.

والسبب الثاني: أنَّ مشتري الأسهم بالأجل لن يقوم بأي عملية اكتتاب فعلية؛ حيث إنَّ غرفة المقاصة هي التي ستكتتب بالأسهم الجديدة باسمها، ولكن بعد طلب المشتري، وبعد أن يقوم بدفع ثمنها، وهذا يشبه التعامل بالوكالة الخفية.

فغرفة المقاصة تشتري الأسهم الجديدة لحساب المشتري وبنقوده لكن باسمها، على الرغم من أنَّ الشركة التي أصدرت الأسهم الجديدة لا تعرف من الشخص الذي تكتتب غرفة المقاصة باسمها لحسابه، وقانونياً يجب الأخذ بالظاهر عند توافر حسن النية، وبالتالي تَعَبِّر الشركة أنَّ غرفة المقاصة هي التي تكتتب بأسهمها.

ولإزالة هذا الغموض، نقترح أن يتم النص على أن تُدَكَّر غرفة المقاصة بأنَّها تكتتب بالأسهم الجديدة بناءً على طلب مشتري الأجل الفلاني الذي لا يزال عقده خاضعاً لمدة الأجل والتي لم تنته بعد، ففي هذه الحالة تتضح الأمور، ويظهر المشتري وكأنَّه اشترى الأسهم بناءً على شرط واقف، يقوم

التعامل باسمه ولحسابه إن حصل هذا الشرط، وهو دفعه لسعر إنهاء الصفقة الآجلة، وتملكه للأسهم المتعاقد عليها بالآجل، فإذا لم يحصل هذا الشرط وفشلت الصفقة الآجلة، فما مصير الأسهم الجديدة التي تمّ الاكتتاب عليها من غرفة المقاصة؟.

٢ - مصير الأسهم الجديدة:

لا تظهر مشكلة حول مصير الأسهم الجديدة إن تمّ تعاقد المشتري على الأسهم بالعقد الآجل، وقام بدفع سعر الإنهاء، واستلم الأسهم المتعاقد عليها مع الأسهم الجديدة، ولكن تظهر المشكلة فيما لو لم يتم التعاقد على الآجل، بعد أن قامت غرفة المقاصة بالاكتتاب على الأسهم الجديدة على حساب المشتري.

فالقرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بالتعامل الآجل والبيوع المستقبلية في سوق الكويت للأوراق المالية لم يذكر مصير هذه الأسهم إن فشل التعاقد الآجل،، فهل تؤول الأسهم الجديدة مع الأخرى المتعاقد عليها للبائع، الذي يتوجب عليه بهذه الحالة دفع ثمنها، أم تعود الأسهم المتعاقد عليها بالآجل للبائع، ويأخذ المشتري الأسهم الجديدة التي دفع ثمنها.

وفي الواقع الحل الأول يجبر البائع على أمر قد لا يريده، كما أنّ المشتري في الحل الثاني إذا أخذ الأسهم الجديدة يكون قد استفاد من حق المساهم في الاكتتاب بالأسهم الجديدة على الرغم من أنّه لم يكن مساهماً لا خلال مدة الآجل ولا بعد انقضائها، ولو كان الأمر كذلك فما من حاجة فعلية لأن يطلب المساهم من غرفة المقاصة أن تكتتب بالأسهم الجديدة باسمها، وكان اكتتب فيها على حسابه وعلى مسؤوليته.

ولذلك، نرى ضرورة أن تقوم لجنة سوق الكويت للأوراق المالية بالنص على مصير هذه الأسهم المكتتب بها على أساس أسهم لم يتم تنفيذ التعاقد الآجل عليها، ونرى الأخذ بالحل الوسط، فعلى البائع إن أراد الاحتفاظ بالأسهم الجديدة أن يدفع ثمنها للمشتري، وتقوم غرفة المقاصة التي اكتتبت بها بتحويلها لحسابه، وإن لم يرغب البائع بذلك يحتفظ المشتري بالأسهم مع دفع

تعويض مناسب للبائع لأنَّ المشتري يكون قد استفاد من حقه بالاكتتاب على الأسهم الجديدة، إلا إذا كان سعر الأجل مرتفعاً وذكُر في العقد أنَّ سعر الأجل مُنَّصَّم لتعويض البائع عن استعمال حقه بالاكتتاب على الأسهم الجديدة إذا قام المشتري بذلك ولم يظهر البائع رغبته بالقيام بهذا الاكتتاب.

ولا تقتصر الحقوق المتعلقة بتغييرات الأسهم على الحق بالاكتتاب على الأسهم الجديدة، فهناك الحق الخاص بتجزئة الأسهم، والحق الخاص بتخفيض رأس المال، وسوف ندرسهما في الفقرة التالية.

ب - الحق الخاص بتجزئة الأسهم وتخفيض رأس المال:

تجتمع تجزئة الأسهم مع تخفيض رأس المال في كونهما إجراءين قد تتخذهما الشركة في إطار إدارة أصولها، وينشأ عن هذين الإجراءين تغيير في الشركة. وسوف ندرس انعكاس قيام الشركة بهذه الإجراءات على حقوق طرفي العقد الأجل على الأسهم فيما يلي.

١ - تجزئة الأسهم وحقوق العقد الأجل:

قد تقوم الشركة بتجزئة الأسهم فتزيد عددها دون أن تزيد قيمتها، وهذا يعني أنَّ حامل السهم بقيمة معينة سوف يصبح حاملاً لسهمين بذات القيمة. وقد سمح قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لعام ١٩٦٠ للشركة المساهمة أن تقوم بتجزئة أسهمها المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك مع توافر شرطين ذكرتهما المادة ٩٩ مكرر من القانون المذكور، الأول: أن تحصل الشركة على موافقة إدارة سوق الكويت للأوراق المالية، والثاني: أن تكون الشركة قد قامت بتوزيع أرباح لمدة سنتين متتاليتين.

وتقوم الشركة بهذا الإجراء إذا شعرت أنَّ أسهمها المتداولة غير كافية لتلبية الطلب المتزايد عليها ولا تريد القيام باكتتاب جديد، أو أنَّ أسعار أسهمها بازدياد غير طبيعي، فتقرر تقسيم قيمتها على عدد أكبر من الأسهم ممَّا يخفِّض قيمة السهم الواحد، ويبدأ السعر يأخذ شكله الطبيعي، وهو ما يعطي رواجاً أكبر

لأسهمها^(٥٢). وهذا يعني أنّ تجزئة الأسهم يُعتبر من أساليب مواجهة تأثير التعاملات الآجلة على الأسعار السوقية في العقد الآجلة.

ونستطيع أن نسأل السؤال التالي: ما مصير الأسهم المتعاقد عليها بالآجل إذا تمّت تجزئتها وهي لا تزال في مدة الآجل؟، وكيف سيتم حساب سعر إنهاء الصفقة بعد أن تغيرت قيمة كل سهم؟.

جاءت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية بالإجابة عن هذا السؤال عبر القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية؛ حيث نصّت المادة ١٧ منه على أنّ تجزئة الأسهم يسري عليها بنفس النسبة دون تأثير في حق البائع المتمثل بتقاضي سعر الإنهاء المحدد بعقد الآجل.

وهذه القاعدة سديدة، فالتغيير الذي تسببه تجزئة الأسهم لا يؤثر في القيمة الكلية للصفقة الآجلة، وإنّما بعدد الأسهم المتعاقد عليها، وبالتالي فإنّ حق البائع من سعر الإنهاء يجب أن يبقى ثابتاً.

ولكن يجب التنبّه إلى حالة ممكنة الحدوث، وهي علم مشتري العقد الآجل بنية الشركة بتجزئة أسهمها قبل إعلانها عن هذه العملية، وعلمه أنّ عملية التجزئة هذه سوف تؤدي إلى ازدياد رواج أسهمها المجزأة وارتفاع أسعارها، وقيامه بعدها بشراء عدد من هذه الأسهم بالآجل قبل عملية التجزئة لربح فرق السعر، والمساهمة برفع أسعار الأسهم المجزأة بسبب تعاملات شراءه بالآجل التي توحى أيضاً بارتفاع الأسعار، فهذه الممارسات غير العادلة تحتوي على مخالفات للقانون فيما يتعلّق باستغلال المعلومات الداخلية والتلاعب بالأسعار، وهو ما يشكل خطورة على توازن أسعار الأوراق المالية في السوق الفورية، ولهذا يجب دراسة التعاملات الآجلة التي يتم عقدها قبل تجزئة الأسهم، وتتم تسويتها بعد هذه العملية وكتابة تقرير عن كلّ منها، وتقدير إن كانت تستحق فتح تحقيق بالحادثة أم لا.

(٥٢) إسماي فيربر، كل شيء عن البورصة، مرجع سابق، الصفحة ٢٧.

٢ - تخفيض رأس المال وحقوق العقد الآجل:

شرحت المادة ١١٢ من قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لعام ١٩٦٠^(٥٣) عملية خفض رأس مال الشركة المساهمة بأنّها العملية التي تقوم بها الشركة إذا زاد رأس مالها عن حاجتها، أو إذا حدثت خسارة للشركة ورأت إنقاص رأس المال إلى القيمة الموجودة فعلياً^(٥٤)، واشترطت المادة أن يستند التخفيض إلى قرار صادر من الجمعية العامة غير العادية للشركة^(٥٥)، وتتمثّل أهم غايات تخفيض رأس المال بإزالة الأموال الفائضة عن حاجة الشركة، أو إذا كان رأس المال الكبير مستغرقاً بالديون والخسائر المتتالية فتعمد الشركة إلى تخفيضه والتخلص من هذه الالتزامات حتى يعود سعر سهمها في سوق الأوراق المالية إلى الانتعاش نتيجة توزيع أرباح أكبر على عدد محدود من الأسهم^(٥٦).

وفيما يخص التعامل الآجل والبيوع المستقبلية، فإنّ قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ اعتبر في المادة ١٧ منه أنّ تخفيض رأس مال الشركة التي تمّ التعاقد الآجل على أسهمها خلال الآجل يسري على الأسهم بنفس النسبة، ولا يؤثر على حق بائع الأسهم بتقاضي سعر الإنهاء المحدد بالعقد.

(٥٣) تم النص على هذه المادة في المرسوم بقانون الكويتي رقم ٥٢، الصادر بتاريخ ١٥/٦/١٩٩٩، المعدل لقانون الشركات رقم ١٥ لعام ١٩٦٠.

(٥٤) يجب أن نميّز بين خفض رأس مال الشركة واستهلاك الأسهم، فخفض رأس المال يعني تعديله، بينما استهلاك الأسهم يتم عبر الأرباح، ولذلك لا ينطوي على تعديل لرأس المال، كما أنّ خفض رأس المال بحاجة إلى قرار من الجمعية العامة غير العادية، بينما ينص على استهلاك الأسهم في نظام الشركة. انظر: محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، الجزء الثاني، العقود التجارية، الأوراق التجارية، مرجع سابق، الصفحة ٦٥٢.

(٥٥) انظر: قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لعام ١٩٦٠، المادة ١٥٨.

(٥٦) د. جاك يوسف الحكيم، الشركات التجارية، مرجع سابق، الصفحتين ٥٠٠ و ٥٠١.

ومن الواضح أنّ بائع الآجل لن يتأثر بعملية خفض الشركة لرأس مالها، وأنّه سوف يتقاضى سعر الإنهاء كما حدّد بالعقد قبل عملية الخفض، وهذا يضمن حق البائع ويدفعه نحو إتمام التعاقد الآجل.

ولكن أسعار أسهم مشتري الآجل - الذي اشترى الأسهم بسعرها قبل عملية خفض رأس المال - قد ترتفع بعدها؛ حيث إنّ أرباح السهم الواحد سوف تزداد لأنّ الأرباح سوف توزع على أسهم أقل بعد خفض رأس المال، وهذا يعني ربح شبه مضمون لمشتري العقد الآجل، وبالتالي تظهر من جديد شبهة استغلاله لمعلومات داخلية، أو تلاعبه بالأسعار لتعميق اتجاه الأسعار الصاعد، وهو ما يجب أن تنتبه له لجنة السوق إذا تمّ عقد تعاملات آجلة قبل تخفيض رأس مال الشركة وتنفيذها بعده.

وبعد أن درسنا الحقوق الخاصة بالأسهم خلال مدة الآجل، علينا أن ندرس الحقوق المتعلقة بإنهاء العقد الآجل، وذلك في المطلب الأخير من هذا البحث.

المطلب الثاني

الحقوق الخاصة بإنهاء العقد الآجل

يجب أن نُشير إلى أنّ مشتري العقد الآجل قد يكون مشترياً للأوراق المالية كما قد يكون بائعاً لها، ونقصد بمشتري العقد الآجل الشخص الذي دفع سعر الآجل كمقابل لتمنّعه بحق طلب إبرام العقد أو إنهائه خلال مدة الآجل، بغض النظر عن صفته في صفقة الأوراق المالية مشترياً كان أم بائعاً.

وعلى اعتبار أنّ العقد الآجل لا تتم تسويته بشكل فوري، فقد يترك لأحد الأطراف حق إنهاء العقد خلال مدة الآجل، وقد يكون حق الإنهاء مرتبطاً بإرادة مشتري العقد الآجل، وقد يتم في حالة معيّنة مشروطة بحصول أحداث محدّدة بالإضافة إلى رغبة المشتري بالإنهاء. وسوف نقوم بدراسة هذين الحقيّن في الفقرتين التاليتين.

أولاً - إنهاء العقد الآجل المرتبط بإرادة المشتري:

يقوم مشتري العقد الآجل الذي يعطيه العقد حق إنهاء الصفقة - مثل عقد الخيار - بدفع سعر الآجل أو ما يسمى بـ "علاوة الإصدار"^(٥٧) لكي يتمتع بهذا الحق، وقد يكون هذا الحق لمصلحة مشتري الأسهم أو لمصلحة بائعها^(٥٨).

وبالتالي فإنَّ مشتري العقد الآجل يدخل في غمار التعامل الآجل؛ لأنَّه لم يتَّخذ قراراً نهائياً فيما يخص الأوراق المالية التي تعاقد عليها بالآجل بعد، كما أنَّ بائع العقد على بينة من أمره، ويعرف أنَّ التعاقد قد يؤول للإلغاء في فترة الآجل بناءً على محض إرادة مشتريه، ولهذا تلقى سعر الآجل كمقابل لإعطاء هذا الحق لمشتري العقد.

ويستطيع مشتري العقد الآجل إنهاء العقد بمحض إرادته في حالتين، الأولى هي أن يطلب ذلك الإنهاء صراحة، والثانية هي ألا يقوم بالالتزامات التي يضعها عليه العقد قاصداً إنهاءه. وسوف ندرس هاتين الحالتين فيما يلي:

أ - طلب إنهاء العقد الآجل من مشتريه:

قد يظهر لمشتري العقد الآجل خطأ تقديره عندما أبرم العقد، وتتغير أسعار الأسهم التي تعاقد عليها في غير مصلحته، فيرى أنَّ إتمام العقد ليس في مصلحته، ولذا يقرّر استخدام حقه المتعلق بإنهاء العقد الآجل من طرفه، وبطلب صريح كما نصّت الفقرة ب من المادة ١٢ من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية المتعلق بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية.

(٥٧) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، مرجع سابق، الصفحة ٦٨.

(٥٨) محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم، بيروت، منشورات الحلبي الحقوقية، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى، الصفحة ١١٣.

ونقترح فيما يخص طلب الإنهاء هذا وضع محورين لدراسته من لجنة السوق إذا حامت شبهة حول هذا الإنهاء، بأنّه قد جاء للتلاعب بالأسعار أو لإنهاء عملية ناجحة للتلاعب بأسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة، وهذان المحوران هما:

١ - المحور الأول: دراسة توقيت طلب إنهاء العقد الآجل:

من الطبيعي أن يقوم مشتري العقد الآجل بإنهائه إذا تغيرت الأسعار بطريقة مختلفة عن تلك التي خطّ لها، ونضرب مثلاً لذلك ببائع الأسهم بالخيار والذي يتوقّع انخفاض أسعارها، ولذلك يقوم ببيعها بسعر محدد ويعطي نفسه مدة الآجل ليأخذ القرار النهائي مقابل دفعه لمبلغ سعر الآجل، فإذا انخفضت الأسعار فعلاً يُظهر رغبته بإتمام العقد ويكون قد باع الأسهم بسعرها القديم الذي انخفض في وقت التسوية، أمّا إذا بقيت أسعار الأسهم على ما هي عليه أو إذا ارتفعت، فسوف تلحق بالبائع خسارة مؤكّدة لو نفذ العقد الآجل ولذلك يطلب إنهائه.

ولكنّ التحرك المذكور في سعر الأسهم يحتاج لبعض الوقت لكي يظهر ويتبلور، فإذا قام مشتري العقد الآجل بطلب إنهائه في وقت غريب مُبكر أو مُتأخّر، تظهر هنا إمكانية قيام مشتري العقد بعملية تلاعب بالأسعار، وهذه الممارسات هي التي وسّعت من نطاق عمل لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) إلى سوق الخيار؛ خوفاً من إحداث تأثير مقصود عبر عقود الخيار الآجلة على أسعار السوق العاجلة^(٥٩)، وينتج عن هذا التأثير المقصود آثار شديدة الإضرار في النظام المالي تبدأ بالإفلاس^(٦٠) وتنتهي ببث الاضطراب في السوق ككل.

(٥٩) د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف، عام ١٩٩٩، الصفحة ١٨٩.

(٦٠) Gunther Capelle-Blancard, "Les Marches Derives Sont-ils Dangereux?", op.cit, page 6.

فإذا قام مشتري العقد الآجل بإنهاء العقد فور إنشائه قبل أن تظهر تحركات الأسعار بشكل واضح، تظهر إمكانية قيامه بعقد هذه الصفقة الآجلة بغرض إنشاء قوة سعرية مُعَيَّنَة، وعندما تظهر يقوم بإنهاء العقد الآجل وتسوية التعاملات العاجلة الفورية بالسعر الجديد المصطنع.

أمّا إن قام بإنهاء العقد الآجل بشكل متأخر جداً أي مع اللحظات الأخير من عمر فترة الآجل، على الرغم من أن تحرك الأسعار لم يكن مفاجئاً، فتظهر إمكانية اتجاه إرادة مشتري العقد لإنشاء انطباع خطأ لدى المتعاملين في السوق يريده أن يدوم لأطول فترة ممكنة.

وبالتالي على هيئة سوق المال الانتباه إلى أي طلب إنهاء للعقود الآجلة إن جاء توقيته غريباً، كما عليها أن تفسّر هذا القرار الاستثماري بمحاولة معرفة الغاية من الطلب الإنهاء.

٢ - المحور الثاني: دراسة الغاية من طلب إنهاء العقد الآجل:

يهدف المتعامل بالعقد الآجل إلى تحقيق الربح من فروق الأسعار بين وقتين، وقت إبرام الصفقة ووقت تنفيذها وتسويتها، ولذلك تظهر بسهولة الغاية من قيام مشتري العقد الآجل بإنهائه إذا كان يتعامل بشكل طبيعي.

فلو أنّ مشتري الأسهم بـ "خيار الشراء" "Call Option" ^(٦١) ألغى الصفقة بعد أن انخفضت أسعار الأسهم التي تعاقد عليها بالآجل، فتفسير هذا القرار الاستثماري بسيط، وهو أنّ الأسهم التي اشتراها بسعر معين وقت عقد الصفقة قد فقدت جاذبيتها وانخفضت أسعارها في السوق، وإن نفذ العقد الآجل سيكون قد اشتراها بسعرها القديم المرتفع، وخسر الفرق بين سعرها السوقي القديم والجديد، ولذلك يُقرّر إنهاء العقد.

(٦١) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، مرجع سابق، الصفحة ١٠.

ولكن لو قام مشتري الأسهم المذكور بإنهاء العقد على الرغم من ارتفاع أسعارها وقت طلبه عن سعرها وقت عقد الصفقة، فلا تظهر أي غاية استثمارية لقرار الإنهاء هذا، بل إنَّ المشتري يكون قد أوقع نفسه بخسارة فرق السعر، ولكنَّ الواقع قد يكون أنه قد ربح أضعاف خسارته في السوق العاجلة الفورية بعد أن رفع الأسعار هناك بعقده لصفقات شراء آجلة تُوحي للمتعاملين بأنَّ أسعار الأسهم التي تعاقد عليها بالآجل سوف ترتفع.

وبالمثل فإنَّ بائع الأسهم بـ "خيار البيع" "Put option"^(٦٢) إن قام بإلغاء الصفقة على الرغم من انخفاض أسعارها، فهو يتلقى خسارة مؤكدة، لكنَّه قد يكون خطَّط لخفض أسعار الأسهم في السوق العاجلة عبر تعاملات البيع الآجلة التي تُوحي بانخفاض الأسعار، وذلك بغاية الاستزادة من هذه الأسهم، وشراء أكبر كمية ممكنة، منها واحتكارها والاستحواذ عليها بأرخص ثمن ممكن.

ولذلك على هيئة سوق المال أن تُبقى أعيونها مفتوحة على أي طلب إنهاء لعقد آجل إن لم تكن مصلحة مُتَّخِذَه في هذا القرار الاستثماري، فالغاية من هذا التعامل الآجل قد تكون التلاعب بأسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة.

وليس من الضروري أن يُظهر مشتري العقد الآجل رغبته الصريحة بإنهاء العقد الآجل إن أراد إنهائه، فبإمكانه أن يترك التزاماته الخاصة بتنفيذ العقد. وسوف ندرس طريقة الإنهاء هذه في الفقرة القادمة.

ب - عدم قيام مشتري العقد الآجل بالتزاماته:

على اعتبار أنَّ مشتري العقد الآجل مسؤول عن متابعة حلول أجل عقده من حيث انتهاء مدته أو نشوء الحاجة إلى زيادة الدفعة المقدمة، وفقاً للمادة ٢١ من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩، فإنَّ المشتري يستطيع أن يُنهي العقد الآجل بإرادته إن لم يتم بدفع سعر إنهاء الصفقة في ساعات العمل الرسمية في ذات اليوم الذي ينتهي العقد فيه، وقد ذكرت أيضاً

(٦٢) المرجع السابق.

الفقرة أ من المادة ١٢ من القرار المذكور أنَّ الأسهم محل العقد الآجل تؤول في هذه الحالة إلى صانع السوق، وتتم التسوية في يوم العمل التالي. وبالتالي يُشترط حتى يتم إنهاء العقد الآجل عبر عدم قيام مشتريه بالتزاماته ألا يقوم بدفع سعر إنهاء الصفقة، وأن يكون عدم الالتزام هذا قد حصل في آخر يوم للعقد الآجل. وسوف ندرس هذين الشرطين في الفقرتين التاليتين.

١ - عدم دفع سعر إنهاء الصفقة:

يُعتبر المبلغ المتبقي من سعر الصفقة الآجلة هو سعر إنهاء الصفقة، ويعني دفع هذا المبلغ من مشتري العقد الآجل خلال مدة سريان العقد ببساطة انعقاد الصفقة وضرورة تسويتها، ونقل الأسهم محلها إلى ملكية المشتري.

ويتمثل امتناع مشتري العقد الآجل عن دفع سعر الإنهاء خلال مدة الآجل، إظهاراً سلبياً لرغبته بعدم إتمام الصفقة، وهذا يعني أنَّ المشتري الذي يملك حق إنهاء العقد بمحض إرادته يستطيع أن يمارس هذا الحق بفعل إيجابي وهو طلب الإنهاء الصريح، أو بالامتناع السلبي عن دفع سعر الإنهاء.

ولكن متى يستخدم مشتري العقد الآجل الإنهاء الصريح، ومتى يستخدم الإنهاء السلبي؟

يبدو لنا أنَّ طلب الإنهاء الصريح يستخدمه المشتري في بعض الحالات التي يتأكد من خلالها أنه لا يمكن أن يقبل بالصفقة مستقبلاً، مثل أن تتحرك الأسعار بشكل عميق بعيداً عن أهداف مشتري الآجل، بينما يقوم بالامتناع عن دفع سعر الإنهاء وينهي الصفقة بهذا الفعل السلبي في حالتين برأينا.

الحالة الأولى: إذا كان مشتري العقد الآجل يتوقَّع تحركاً مهماً بالأسعار سيأتي في آخر مدة الآجل، فلا يطلب إنهاء العقد أملاً أن يحدث هذا التغير في آخر لحظة، ومن ثم لا يحدث، فلا يقوم بدفع سعر الإنهاء.

والحالة الثانية: إن كان الغرض من عقد الصفقة الآجلة إنشاء قوة سعرية تُحرِّك أسعار الأسهم بالاتجاه الذي يخدم مصلحته في السوق الفورية، ولا يريد

المشتري إزالة هذه القوة السعرية بإنهاء العقد، ويريد إبقاء الحالة غير الطبيعية اقتصادياً في السوق^(٦٣)، والتي تسبب بها عبر قيامه بالتلاعب بالأسعار.

لذا فإنَّ على هيئة سوق المال التحقيق في العقود الآجلة المنتهية بسبب عدم دفع سعر الإنهاء، وذلك إذا تبين للهيئة أن المشتري لم تكن له مصلحة حقيقية في الصفقة، ولم تبدُ عليه ملامح الجدية لإتمام الصفقة حتى لو تحرك السعر بالاتجاه الذي يريد.

٢ - عدم الالتزام بالدفع في آخر يوم للعقد الآجل:

يملك مشتري العقد الآجل الحق بطلب إنهاء أو تنفيذ الصفقة حتى آخر يوم من مدة الآجل التي تمَّ الاتفاق عليها في العقد، فإذا لم يقم المشتري بأي عمل حتى آخر يوم من مدة الآجل، ومضت ساعات العمل الرسمية دون أن يدفع سعر الإنهاء تعتبر الصفقة الآجلة مُنتهية.

واللافت للنظر في هذه القاعدة أنَّ مشتري العقد الآجل لديه مساحة كبيرة للتحرك، وأساليب متنوعة في قبول وإنهاء العقد الآجل، ولكن ليس لديه الحق بتمديد مدة الآجل، وهذا يعني أنَّ قراره الذي يتخذه خلال مدة الآجل سيكون نهائياً.

ومن الجيد عدم النص على السماح لمشتري العقد الآجل بتمديده، فحتى لو لم يتجاوز العقد الحد الأعلى للآجل بعد تمديده، فإنَّ واقعة التمديد تحمل مُماطلة لبائع هذا العقد، كما أنَّ تمديد العقد يحمل دلالة إنشاء عقد جديد بالنسبة للمتعاملين في السوق، ممَّا قد يدفعهم لاتخاذ قرار استثماري في نفس الاتجاه، فقد يقوم بخفض الأسعار، وبعد زوال تأثير التلاعب يظهر أنَّ السعر الحقيقي للأسهم أعلى بكثير من السعر الذي تمَّت فيه صفقات ضحايا عملية التلاعب خلال "السوق المُنخدر" "declining market"^(٦٤). وهو ما قد

(٦٣) Fabian Muniesa, "Le marché comme solution informatique: le cas du Arizona Stock Exchange", op.cit, page 13.

(٦٤) PH. D. A. J. Cataldo, PH. D. Larryn. Killough, "Market Makers' Methods of Stock Manipulation", op.cit, page 10.

يستخدمه مشتري العقد الآجل للتلاعب بأسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة، وبشكل خاص لرفع أسعار الأسهم إذا كان مشتري العقد مشترياً للأسهم على الآجل، وقد حدثت مثل حالة التلاعب هذه في الولايات المتحدة عام ١٩٢٩^(٦٥).

ومن جهة أخرى، فقد يحدث إنهاء العقد الآجل عبر حالة معينة تحمل بالإضافة إلى إرادة المشتري شرطاً آخر، سوف ندرسهما في الفقرة التالية.

ثانياً - إنهاء العقد الآجل المرتبط بحدوث انخفاض بالأسعار:

يقوم مشتري العقد الآجل في الواقع باحتجاز الأسهم محل هذا العقد إلى أن تنتهي مدة الآجل مقابل سعر الآجل، وذلك لعدم رغبته باتخاذ قرار استثماري يخص هذه الأسهم بشكل فوري، فيؤجّل تنفيذ العقد إلى أجل آخر؛ علّ الأسعار تتحرك في صالحه ويُقرّر بعدها تنفيذ الصفقة، أو لرغبته بالمضاربة على أسعار الأسهم عبر توقُّع أسعارها في المستقبل، فالتعاملات الآجلة لطالما أخذت طابعاً مضاربياً^(٦٦)، أو لرغبته بالقيام بعملية الـ "مُرْأَجَحَة" "Arbitrage"، وهي تعني بيع ما تمّ شراؤه في السوق العاجلة بصفقة آجلة أو العكس، وذلك اتِّقاءً للتحركات المفاجئة بالأسعار في السوق وللخسائر التي قد تسببها، كما ينتج من هذه العملية أرباح تتمثّل بفرق السعر بين السوقيين العاجلة والآجلة وبدون التعرض للمخاطر.

وكل هذه الأهداف والمصالح التي قد يُحقِّقها مشتري العقد الآجل لا يدفع مقابلها إلاّ دفعة مقدّمة من العقد وسعر الآجل، وهذه المبالغ تعتبر جزءاً من سعر الصفقة الإجمالي الذي يبقى منه سعر الإنهاء، ولا يلزم المتعامل على الآجل بدفعه إلاّ إذا أراد إتمام الصفقة، ولذلك ذكرت لجنة سوق الكويت للأوراق

(٦٥) د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، الصفحتين ١٨٠ و ١٨١.

(٦٦) محمد يوسف ياسين، البورصة، مرجع سابق، الصفحة ١٠٩.

المالية في الفقرة ج من المادة ١٢ من القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ حالة يتم فيها إنهاء العقد الآجل بشرط وصول قيمة الأسهام إلى سعر الإنهاء، وعدم سداد سعر الإنهاء أو زيادة الدفعة المقدمة، وسوف نشرح هذين الشرطين في الفقرتين التاليتين.

أ - وصول قيمة الأسهام إلى سعر الإنهاء:

إذا انخفض سعر الأسهام محل العقد الآجل بشكل كبير، وأصبحت قيمتها تساوي سعر الإنهاء لوحده، تَضَعُ ضمانته المبالغ المقدمة من المشتري والتي هي عبارة عن دفعة مقدّمة بالإضافة إلى سعر الآجل، ويصبح بائع العقد الآجل في خطر حقيقي. وسوف ندرس موقف مشتري العقد الآجل من هذا الانخفاض، وإمكانية اتخاذه لقرار يسوّي فيه التعاقد، وذلك فيما يلي.

١ - موقف مشتري العقد الآجل من انخفاض سعر الأسهام:

إذا كان مشتري العقد الآجل مشترياً للأسهام محل العقد فإنّ مصلحته تتمثّل بارتفاع أسعارها^(٦٧)، فيؤدي انخفاض سعر الأسهام إلى حد تساوي قيمتها مع سعر الإنهاء إلى رفض متوقّع للصفقة، وإنهاء للعقد من طرف المشتري وإن لم يجاهر بهذا الأمر، فمن حقّه الانتظار حتى آخر يوم عمل في مدة العقد الآجل، ولذلك تجب حماية البائع من هذا الانخفاض بالأسعار وإلزام المشتري بزيادة الدفعة المقدّمة أو أن يطلب تنفيذ العقد، وفي غير هاتين الحالتين ينتهي العقد الآجل.

أمّا إن كان مشتري العقد الآجل بائعاً للأسهام، يأتي هذا الانخفاض في مصلحته، وعلى الأغلب سوف يقبل تنفيذ العقد لأنّه سَيُنْفَذُ بسعر التعاقد القديم وليس بسعر السوق المنخفض وقت التنفيذ، أي أنّه يكون قد باع الأسهام المتهاوية القيمة بسعر أعلى من قيمتها، وفي هذه الحالة سوف يخسر الطرف

(٦٧) د. سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية"، مرجع سابق، الصفحة ٤٦٩.

المقابل في العقد الآجل بشكل مؤكّد، بالإضافة إلى أنّ المبالغ التي دفعها وقت عقد الصفقة تصبح غير كافية لحماية هذا الطرف بعد انخفاض الأسعار.

ولذلك وُضِعَ الالتزام على مشتري العقد الآجل والبائع للأسهم في حالة تساوي قيمة الأسهم مع سعر الإنهاء، يتمثّل في أن يطلب المشتري تنفيذ الصفقة طالما كانت في مصلحته، وإن أراد الانتظار حتى نهاية مدة الآجل والاستزادة من الأرباح، فعليه أن يزيد من الدفعة المقدّمة، وإلّا انتهى العقد وخسر الصفقة الرابحة؛ حيث تظهر بنود العقد الخاصّة بالدفعة المقدّمة أنّها مجحفة بحق بائع العقد الآجل إن انخفضت أسعار الأسهم بهذه الطريقة.

وقد أصابت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية بوضع هذه القواعد التي تضمن حق الطرف الأضعف في العقد الآجل وهو بائعه الذي قدّم الأسهم بالكامل، بينما لم يدفع الطرف الآخر إلا دفعة مقدّمة وسعر الآجل، وهي مبالغ لا يمكن لها أن تحمي بائع العقد الآجل إذا تساوت قيمة الأسهم محل الصفقة مع ما تبقى من مبلغ الصفقة - سعر الإنهاء -، وبالتالي تعتبر حالة إنهاء العقد في هذه الوضعية مع عدم زيادة الدفعة المقدّمة أو طلب تنفيذ العقد عادلة وحكيمة.

٢ - تسوية المشتري للعقد الآجل بعد انخفاض سعر الأسهم:

يستطيع مشتري العقد الآجل أن يقوم بدفع سعر الإنهاء عندما يتساوى مع قيمة الأسهم في السوق الفورية، ويتخلّص من أعباء زيادة الدفعة المقدّمة إن أراد تنفيذ العقد بشكل فعلي؛ حيث إنّ تنفيذ العقد أو طلب إنهائه أقل تكلفة على مشتري العقد الآجل وأكثر واقعية بالنسبة له.

وتظهر هذه الحالة بشكل واضح إن كان مشتري العقد الآجل بائعاً للأسهم، فإبقاؤها على الآجل في هذه الحالة عبر زيادة الدفعة المقدّمة قد يعني خسارة المشتري لجزء من الصفقة إن عاودت الأسهم الارتفاع بسعرها^(٦٨).

(٦٨) وهذا يجعلنا ننبّه إلى إمكانية قيام العقود الآجلة بـ"تفريغ الأوراق المالية من قيمتها" عبر بيعها بخيار البيع المكثّف مثلاً، وللتعمّق في الموضوع أكثر انظر: Gunther Capelle-Blancard, "Les Marches Derives Sont-Ils Dangereux?", op.cit, page 6.

ولذلك على هيئة سوق المال أن تقوم بمراقبة مشتري العقد الآجل وقراره حيال تسوية هذا العقد، فإن قام بتنفيذ العقد في هذه الحالة على الرغم من انعدام مصلحته بذلك، أو قام بزيادة الدفعة المقدمة على الرغم من أنها تزيد من خسائره، وكذلك إن قام بإنهاء العقد على الرغم من أنه يمثل صفقة رابحة بالنسبة له، فكل هذه الحالات السابقة وإن كانت توحى بانعدام خبرة مُتَّخِذِهَا الاستثمارية، إلا أنَّ السذاجة قد تخفي وراءها إرادة أئمة تستهدف التلاعب بالأسعار.

فالمشتري الذي ينفذ صفقة خاسرة دفع فيها مقابل الأسهم سعراً أعلى من سعرها الحالي، قد يكون استفاد في السابق من رفع أسعارها في السوق العاجلة، وذلك لأنَّ صفقته الآجلة قد تنشئ قوة سعرية ترفع الأسعار، وبعد أن تزول تأثيرات الصفقة تعود الأسعار للهبوط، ويقوم المشتري هنا بتنفيذ الصفقة لإبعاد الأنظار عنه، ولن تهمه الخسارة البسيطة فيها بالمقارنة مع المكاسب الكبيرة التي حقَّقها عبر التلاعب بالأسعار.

وبالطريقة نفسها قد يزيد المشتري السابق من الدفعة المقدَّمة على الرغم من أنها قد تزيد من خسائره، وذلك بهدف إقناع المتعاملين في السوق بأنَّ الأسعار سوف تعاود الارتفاع، أي أنه يريد من وراء السير بالعقد إلى آخر مدة الآجل أن يستمر تأثير صفقته على المتعاملين، وقد يكون هذا المتلاعب هو الشركة مُصدرة الأسهم إذا قامت بعملية شرائها لأسهمها عبر سوق الأوراق المالية^(٦٩)، ولهذا نصَّت المادة ٥ من قرار مدير سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ بشأن إجراءات بيع وشراء شركات المساهمة لأسهمها في السوق - الصادر بتاريخ ٢٠/٥/٢٠٠٩ - على أن تراعي الشركة من خلال ممارستها لحقَّها في التعامل على أسهمها في السوق تجنُّب المضاربة الضارة على هذه الأسهم.

(٦٩) د. محمد محب الدين قرياش، "النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها"، مرجع سابق، الصفحة ١٧٠.

كما قد يُنهي مشتري العقد الآجل وبائع الأسهم العقد على الرغم من أن تساوي قيمة الأسهم مع سعر الإنهاء وانخفاضها يُعتبر في مصلحته، وذلك قد يحدث بعد أن خفّض الأسعار بشكل مصطنع في السوق العاجلة عبر العقد الآجل، فيريد أن يخرج من الصفقة التي خفّض عبرها الأسعار بدون أرباح ليُبعد عنه الشبهات، على الرغم من أنه يكون قد اشترى عدداً كبيراً من الأسهم في السوق الفورية بسعر رخيص بعد أن خفّض الأسعار.

وعلى هذا يبدو أن وصول قيمة الأسهم إلى سعر الإنهاء يعد بمثابة مؤشر قد يدل على المتلاعبين بالأسعار إن تم تفسير معطياته بشكل صحيح، وبدون افتراض حسن النية بالمتعاملين في السوق الذين تشوب قراراتهم الاستثمارية غموض يتعلّق بالغاية منها.

وبالإضافة إلى ضرورة تساوي سعر الأسهم محل العقد الآجل مع سعر إنهائه، يُشترط في حالة الإنهاء الخاصة هذه ألا يقوم مشتري العقد الآجل بالتزامات التغطية. وهو ما سوف ندرسه في الفقرة القادمة.

ب - عدم القيام بالتزامات التغطية:

تَشْتَرِطُ هذه الحالة المميّزة لإنهاء العقد الآجل ألا يقوم مشتري العقد الآجل بتغطية مركزه عبر زيادة الدفعة المقدّمة ولا عبر دفع سعر الإنهاء، وعلى الرغم من ذلك يبقى أجل العقد الآجل المنتهي سارياً. وسوف ندرس هذه القواعد فيما يلي.

١ - عدم زيادة الدفعة المقدّمة:

ألزمتُ الفقرة ج من المادة ١٢ من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بالتعامل الآجل والبيوع المستقبلية مشتري العقد الآجل بزيادة الدفعة المقدّمة بما نسبته ١٠٪ من سعر الإنهاء، أو أن يقوم بدفع سعر الإنهاء وعقد الصفقة، وفي غير هاتين الحالتين ينتهي العقد الآجل.

ويبدو أن لجنة السوق أرادت من القاعدة المذكورة أن يبقى هامش زيادة يساوي ١٠٪ بين الدفعة المقدّمة وقيمة الأسهم محل العقد الآجل لمصلحة

الدفعة المقدّمة خلال مدة الآجل، وألا يحدث تساوي بين المبلغين، وهذا يعطي بائع العقد الآجل بعض الضمان؛ لأنّه لم يتلق إلاّ جزءاً من سعر أسهمه التي سجلت باسم غرفة المقاصة أثناء الآجل.

وفي الواقع يوازن نظام الدفعة المقدّمة وزيادتها بين حقوق والتزامات طرفي العقد الآجل، وهذا ما سعت إليه لجنة السوق بنصّها على هذه القواعد.

وعلى هذا نقترح أن يتم حظر العقود الآجلة مؤقتاً في حالات السوق الهابطة، والتي تصيب أي سوق أوراق مالية لبعض الوقت؛ حيث إنّ انخفاض الأسعار المضطرد في هذه السوق لا يسمح بإنشاء عقود آجلة، طالما أردنا طرح التوازن بين طرفي العقد، وإعمال قاعدة زيادة الدفعة المقدّمة في حالة تساوي قيمة الأسهم محل العقد الآجل مع سعر الإنهاء.

٢ - سريان مدة الآجل رغم انتهاء العقد:

نصّت المادة ١٣ من القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ على أنّه في حالة إنهاء العقد الآجل بسبب عدم زيادة الدفعة المقدّمة أو تنفيذ العقد بعد تساوي قيمة الأسهم محل العقد الآجل مع سعر الإنهاء، فلا يجوز لصانع السوق في هذه الحالة بيع الأسهم محل العقد الآجل في السوق الفورية إلاّ بعد أن تنتهي المدة المحددة في العقد - مدة الآجل -.

ومن الواضح حرص القاعدة المذكورة على توازن الأسعار في السوق الفورية، والخوف عليها من الانهيار نتيجة طرح كل الأسهم التي انتهى التعاقد الآجل عليها بسبب انخفاض أسعارها في السوق الفورية، ممّا قد يجعل عروض البيع أكثر بكثير من عروض الشراء، وهذا قد يؤدي إلى خفض الأسعار بشكل عميق، كما أنّ العقد الآجل إن كان بيعاً مستقبلياً قد يتسبب بانهيار السوق كلها مثلما حصل عند انهيار سوق الأوراق المالية الأمريكي عام ١٩٨٧^(٧٠)؛ وذلك لإلزامية هذا العقد وعدم وجود حدود لخسائره.

(٧٠) د. نصر على طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٢١٨.

ولذلك نصّت القاعدة المذكورة على ضرورة انتظار مدة الأجل حتى تنتهي، على الرغم من انتهاء العقد الذي نصّ عليها، وهي حالة نادرة من سريان بند في عقد منته الأجل بسبب نص خاص؛ حيث إنّ "للضرورة أحكام".

كما أنّ قاعدة سريان مدة الأجل رغم انتهاء العقد تقي السوق من محاولات التلاعب بالأسعار التي تستهدف تعميق انخفاض الأسعار من الأشخاص الذين يستهدفون الاستحواذ على هذه الأسهم، ويريدون الحصول عليها بأرخص ثمن ممكن، كما أنّ تعاملات الاستحواذ هذه بعد أن تتّضح ترتفع الأسعار كثيراً؛ لأنّ حملة الأسهم يعرفون الرغبة الكبيرة للمستحوذ بالحصول على الأسهم بأي ثمن، ولذلك يحاط الأشخاص مستهدفو الاحتكار من ارتفاع الأسعار بتعاملات خفض للأسعار عبر تعاملات تداولية، يستهدفون بها المستثمرين الذين يجتمعون في مجموعات تتّخذ قرارها الاستثماري، اعتماداً على الضوضاء وتشكل توجّهات استثمارية مختلفة^(٧١)، ولذلك كان من المهم سد الطريق أمام مثل هذه المحاولات التي قد تستفيد من حالة تساوي قيمة الأسهم محل العقد الأجل مع سعر الإنهاء لخفض الأسعار المصطنع.

الخاتمة:

يُعتبر إصدار تنظيم خاص بالعقود الآجلة وبشكل خاص التعامل الأجل والبيوع المستقبلية اعترافاً بأهمية طبيعتها الخاصة التي تحتاج إلى تنظيم خاص يراعي هذه الطبيعة وي طرح توازن الحقوق والواجبات بين المتعاقدين.

وعلى هذا أصدرت لجنة الكويت للأوراق المالية القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ والخاص بتنظيم التعامل الأجل والبيوع المستقبلية، ومن خلال دراستنا العميقة له ولما يتعلق به من أنظمة أصدرتها الجهات الرقابية والتنظيمية في سوق

(٧١) Beny, Laura Nyantung, "Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World", op.cit, page 259.

الأوراق المالية الكويتي وقوانين أصدرها المشرع الكويتي، يتوجّب علينا القول بأنّ الجهد التنظيمي الذي بُذل في هذا النطاق كان ممتازاً وحكيماً ومُتَخَصِّصاً.

كما أنّ تجربة سوق الكويت للأوراق المالية فيما يخص العقود الآجلة تُعتبر تجربة رائدة على جميع الأصعدة الاقتصادية والمالية والقانونية، ويجب أن يتم الاقتداء بها والاستنارة بوهج نجاحها في الوطن العربي كلّهُ.

ومن جهة تفاصيل البحث، فقد وصلنا إلى مجموعة من النتائج فيما يخص تنظيم سوق الكويت للتعامل الآجل والبيوع المستقبلية التي تجري في سوق الأوراق المالية، فمن حيث شروط إجراء التعاقد الآجل نجد أنّ القرار السابق رقم ١ لعام ٢٠٠٩ قد أحسن عندما وضع شروطاً خاصة بإجراء هذا التعامل فيما يخص الشخص القائم به والعملية ذاتها، وإعطاء دور شديد الأهمية لصانع السوق والوسيط المالي.

ولكننا نرى ضرورة النص على شروط خاصة بظروف السوق، فيجب أن تكون سوق الأوراق المالية مواتية لعقد مثل هذه الصفقات وإلا فلا يسمح بها.

حيث إنّ الخسائر الكبيرة التي قد تلحق بالمستثمرين من جراء العقود الآجلة تُفترض ضرورة رفع وتيرة تنظيم التعاملات الآجلة^(٧٢)، ومنعها بشكل مؤقت إن اقتضى الأمر.

وبالنسبة لخطوات إجراء العقد الآجل وتسوية التعامل فيه، فقد أعطى القرار المذكور الدور الأساسي فيها لغرفة المقاصة، وذلك يدعم ثقة المستثمر في السوق والتعاقد الآجل، ويريح أطراف هذا التعاقد، ولكننا نرى ضرورة إنشاء غرفة مقاصة خاصة بالتعامل الآجل لكي تُزيح ضغط التعاملات التداولية قليلاً عن كاهل غرفة المقاصة الرئيسية.

(٧٢) Jerry W. Markham, "Confederate Bonds," "General Custer," and the Regulation of Derivative Financial Instruments", op.cit, page 72.

أمّا بالنسبة للحقوق التي يُعطىها التعامل بالآجل لطرفي العقد، نجد أن القرار المذكور قد أجاد في إحلال التوازن بين طرفي التعاقد، وإعطاء مشتري العقد الآجل مميزات كثيرة تُشجع على زيادة هذا النوع من العقود، كما أنّ هذه المميزات كانت مُصانة بضمانات كثيرة تحمي حقوق بائع العقد الآجل، ويعتبر دور غرفة المقاصة محورياً في هذا المجال أيضاً.

ولكننا نرى ضرورة النص على حُكم مصير الأسهم الجديدة التي تمّ شراؤها باسم غرفة المقاصة وبتحويل مشتري الآجل الذي لم تتم صفقاته، فهي من الحالات النادرة التي لم ينص القرار المذكور على تنظيم لها.

وفيما يتعلّق بحقوق إنهاء العقد الآجل، فقد تمّ تنظيم حقوق مشتري العقد في هذا المجال بشكل واضح وعادل طالما قام بدفع سعر الآجل والدفعة المقدمة عند عقد الصفقة الآجلة، وتُعتبر إضافة نظام زيادة الدفعة المقدّمة بنسبة ١٠٪ التي نصّ عليها القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ من أُمير الأنظمة التي تضمن المحافظة على توازن الحقوق والواجبات في العقد الآجل، وهي توضّح الالتزامات المالية الثقيلة التي يتحمّلها أطراف العقد الآجل.

ولذلك ننصح بتنبية صغار المساهمين قبل دخولهم في هذه الصفقات بأنّها قد تحمل إمكانية الربح غير المحدود، ولكنها بالمقابل قد تأتي بخسائر غير محدودة أيضاً.

التوصيات:

ومع انتهائنا من كتابة البحث وبعد تعمّقنا بأفكاره، وصلنا إلى مجموعة من التوصيات:

أولاً: نتيجة التأثير الكبير للتعاملات الآجلة والبيوع المستقبلية وحساسيتها تجاه أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق الفورية العاجلة نقتراح عدم طرح أدوات التداول المشتقة التي تتمثّل بالعقود الآجلة للتداول إلّا بعد أن ينضج السوق، ويأخذ اتجاهه السعري المستقر.

ثانياً: نوصي بدعم ما يسمى بـ "عمق السوق" "the Market Deepness"، وهو يعني أن يتحوّل السوق إلى درجة من السيولة تمنع عن أسعاره التأثير بأي عملية تداولية، فعندما يصل السوق إلى هذه الدرجة يمنع عن نفسه تأثير العقود الآجلة على السوق العاجلة وإن كانت تستهدف التلاعب بأسعاره.

ثالثاً: نوصي بتوسيع دائرة المتعاملين في سوق الأوراق المالية ودعم ثقتهم به وثقافتهم المتعلقة بتفاصيله، فذلك إن تحقق يُعتبر كفيلاً بعدم قدرة المتعاقد على الآجل والذي يستهدف التلاعب بأسعار العقود العاجلة على تضليل المستثمرين وقيادتهم نحو قرارات استثمارية غير مدروسة.

رابعاً: نوصي هيئة سوق المال أن تُرسّخ في أذهان المستثمرين غايات أخرى للعقود الآجلة غير المضاربة على الأسعار، ومن ذلك استخدام هذه العقود كوسيلة للحماية من أخطار التعامل أو ما يسمى بـ "إدارة المخاطر" (٧٣)؛ حيث يقوم المتعامل بالسوق العاجلة بعكس موقفه الاستثماري في السوق الآجلة، وهكذا يحتاط من حالة فشل قراره الاستثماري، وبالتالي يجب أن يتم "تحسين كفاءة التحوط" (٧٤) "improve hedging efficiency" لدى المتعاملين بالمشتقات بشكل عام، فيتم استخدام هذه العقود بغاية تشجيع المستثمرين على وضع مدّخراتهم في السوق، والتخفف من حدة المضاربات الجامحة التي قد تصيب السوق بالاضطراب كما قد تقود الأسعار إلى حدود غير حقيقية.

خامساً: على اعتبار أنّ العقود الآجلة بشكل عام تحتوي العديد من المخاطر، نوصي أن يتم إلزام صانع السوق الذي يقوم بالتعاملات الآجلة بأن يشير إلى درجة المخاطر في هذه التعاملات في بيانه الخاص بالإفصاح عن التعامل الآجل،

(٧٣) د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، مرجع سابق، الصفحة ٢٩.

(٧٤) Joost M.E. Pennings and M.T.G. Meulenberg, "The Financial Industry's Challenge of Developing Commodity Derivatives", op.cit, page 24.

وذلك بهدف تنبيه المتعاملين في السوق إلى خطورة العقود الآجلة التي سيتم عقدها، وإلى مقدار تأثيرها المحتمل على أسعار العقود العاجلة.

سادساً: نوصي هيئة سوق المال بأن تتفحص كل التعاملات الآجلة والبيوع المستقبلية التي لا يظهر لأحد طرفيها أو لكليهما أي مصلحة لهم بها، فقد تكون المصلحة الحقيقية مختبئة في السوق العاجلة وذلك للتلاعب بأسعارها.

سابعاً: نوصي هيئة سوق المال بأن تدرس القرارات الاستثمارية للمتعاقدين على الآجل وبشكل خاص قرار مشتري العقد بإنهائه خلال مدة الآجل، وقراره بالاستمرار إلى آخر مدة الآجل على الرغم من عدم تنفيذه للعقد، وكذلك قراره بزيادة الدفعة المقدّمة إذا تساوت قيمة الأسهم المتعاقد عليها على الآجل مع سعر الإنهاء خلال الآجل، فكل هذه القرارات يجب أن يكون لها غاية استثمارية واضحة فيما يتعلّق بالعقد الآجل، فإذا شاب هذه الغاية الغموض، أو كانت في عكس اتجاه مصلحة متخذها، فإنّ على هيئة سوق المال البحث عن إمكانية وجود تلاعب بأسعار العقود في السوق العاجلة.

ثامناً: نوصي بمراقبة عمل صنّاع السوق بشكل أكبر من باقي العاملين فيه؛ حيث إنّ موقعهم الحساس قد يدفعهم للقيام بتعاملات مقابلة لأوامر العملاء مع أوامرهم التداولية، أو الاستفادة من المعلومات التي تصل إليهم عبر مركزهم في السوق قبل الإفصاح عنها لجمهور المتعاملين، ولهذا يجب أن تكون عقوبة صانع السوق المخالف للقواعد أكبر وأشد من باقي أعضاء السوق، وأن يتم منعه من العمل فيه مع تكرار المخالفة.

تاسعاً: نوصي بإنشاء غرفة مقاصة خاصة بالتعامل الآجل والبيوع المستقبلية، ويكون اسمها "غرفة مقاصة العقود الآجلة"، وتأخذ نفس مهام غرفة المقاصة العامة فيما يتعلّق بالعقود الآجلة، بالإضافة إلى المهام التي تأخذها عليها طبيعة العقود الآجلة؛ حيث إنّ صلاحيات الهيئة يجب أن تكون أكبر وأسرع في مجال العقود المُشْتَقَّة بصفة عامة^(٧٥)، ومن هذه المهام

(٧٥) د. سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، مرجع سابق، الصفحة ٤٧٧.

والصلاحيات تسجيل الأسهم باسمها خلال مدة الآجل، واكتتابها على الإصدارات الجديدة على الأسهم في ذات الفترة، وغير ذلك من المهام المتعلقة بخصوصية العقود الآجلة، والتي قد تشكل ازدحاماً في العمل وارتباكاً بسبب تغيير القواعد الخاصة بتسوية هذا النوع من العقود.

عاشراً: نوصي بوضع حد أعلى للتعاقد الآجل الممكن في سوق الأوراق المالية، وذلك لتقويض أثرها السعري على الأوراق المتداولة في السوق العاجلة، ونقترح جعل هذا الحد ٢٥ وحدة من الأسهم كحد أقصى للعملية الواحدة.

حادي عشر: نقترح تعديل النص الملزم لغرفة المقاصة بأن تُعطي مشتري العقد الآجل التفويض الخاص بالتصويت بعد طلبه خلال مدة الآجل، وأن يتم إعطاء الغرفة حق التقدير وقبول هذا الطلب أو رفضه بحسب ما يتبين لها من ظروف هذا الطلب.

ثاني عشر: نوصي بإضافة مواد جزائية تتعلق بعقوبات مخالفة تنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية إلى القرار رقم ١ لعام ٢٠٠٩ أو إصدار قرار خاص بهذه العقوبات، وأن يتم فيه تشديد عقوبة التلاعب بالأسعار إذا تمت عبر عقود آجلة، أو إذا كانت الغاية من التلاعب هذا الاستحواذ على سهم معين من السوق العاجلة وتخفيض سعرها قبل البدء بعملية الاستحواذ عن طريق عقود آجلة، ووضع عقوبة جنائية لهذه الممارسة، وذلك حتى نضمن ردع المتعاملين عن القيام بمثل هذه الممارسات التي قد تقود السوق للانهايار.

ثالث عشر: على اعتبار أن مرتكبي المخالفات في سوق الأوراق المالية يعيدون ارتكابها مرة أخرى، وينتقلون من دولة لأخرى لأكثر من عقود^(٧٦)، نوصي بتشديد العقوبة في حالة تكرار ارتكاب الجرم، ونقترح أن يكون بمقدار النصف مع أول تكرار، وبمقدار الضعف في المرة التالية، وأن تستمر الغرامة بالتضاعف مع كل تكرار.

Jayne W. Barnard, "Securities Fraud, Recidivism, and Deterrence", Penn State Law Review, Vol. 113:1, 10/30/2008, page 191. See: (٧٦)

رابع عشر: نقترح إنشاء لجنة خاصة منبثقة عن هيئة سوق المال تقوم بمراقبة بعض المتهمين في التلاعب بالسوق وبشكل خاص السوق الآجلة، ويجب أن يتم إعطاء قاضي الحكم في أوّل جريمة صلاحية إصدار أمر بمراقبة المحكوم عليه بعد انتهاء مدة عقوبته، إذا تبين له من دراسة ملفّه أنّ شخص قد يكرّر القيام بهذا النوع من الجرائم^(٧٧).

Jayne W. Barnard, "Securities Fraud, Recidivism, and Deterrence", op.cit, page (٧٧) 224.

المراجع

أولاً - القوانين والقرارات:

- قانون الشركات الكويتي، رقم ١٥، الصادر عام ١٩٦٠.
- المرسوم الكويتي لعام ١٩٨٦ بشأن تنظيم تصفية تعاملات تداول الأوراق المالية وغرفة المقاصة في سوق الكويت للأوراق المالية.
- المرسوم بقانون الكويتي رقم ٥٢، الصادر بتاريخ ١٥/٦/١٩٩٩، المعدل لقانون الشركات رقم ١٥ لعام ١٩٦٠.
- المرسوم الكويتي رقم ١٥٨ لعام ٢٠٠٥ والمعدل للمادة السادسة من المرسوم الأميري الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، والصادر بتاريخ ١٤/٨/١٩٨٣.
- قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية، رقم ١، الخاص بتنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية، الصادر بتاريخ ٣/٥/٢٠٠٩، والنافذ ابتداءً من ١/٧/٢٠٠٩.
- قرار مدير سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١، بشأن إجراءات بيع وشراء شركات المساهمة لأسهمها في السوق، الصادر بتاريخ ٢٠/٥/٢٠٠٩.

ثانياً - المؤلفات العربية:

أ - الكتب العربية:

- د. جاك يوسف الحكيم، الشركات التجارية، دمشق، منشورات جامعة دمشق، عام ٢٠٠٠.
- صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية، بدون دار نشر، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى.
- د. نضال الشعار، الأسواق المالية "البورصة"، حلب، دار الضاد للطباعة والنشر، عام ٢٠٠٢.

- إسماي فيربر، كل شيء عن البورصة، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، العنوان الأصلي للكتاب بالإنكليزية: Esm Faerber, ALL ABOUT STOCKS, McGraw - Hill, New York, 2000, Second Edition.
- محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، الجزء الأول، الإسكندرية، مطبعة دار نشر الثقافة، عام ١٩٥٢، الطبعة الثانية.
- محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، الجزء الثاني العقود التجارية-الأوراق التجارية، الإسكندرية، مطبعة اتحاد الجامعات، عام ١٩٥٥، الطبعة الثانية.
- د. نصر على طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ٢٠٠٣.
- د. كنجو كنجو، د. أيمن شيحا، مروان رشيد، الأسواق المالية، حلب، منشورات جامعة حلب، عام ٢٠٠٥.
- د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، الكويت، مجلس النشر العلمي، مطبوعات جامعة الكويت، عام ٢٠٠١.
- د. منير إبراهيم هندي:
- الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف، عام ١٩٩٩.
- أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، عام ٢٠٠٣.
- محمد يوسف ياسين، البورصة، تعاملات البورصة-تنازع القوانين-اختصاص المحاكم، بيروت، منشورات الحلبي الحقوقية، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى.

ب - الرسائل والأبحاث العربية:

- د. يعقوب يوسف صرخو، "الأسهام وتداولها في الشركة المساهمة"، رسالة مقدمة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت عام ١٩٨٢، غير منشورة.
- د. محمد محب الدين قرياش، "النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، دراسة مقارنة بين القانونين الفرنسي والمصري"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت في عام ٢٠٠٤، غير منشورة.
- د. سيد طه بدوي محمد، "تعاملات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت في عام ٢٠٠٠، غير منشورة.

ثالثاً - المؤلفات الأجنبية:

أ - مؤلفات باللغة الإنكليزية:

- Jayne W. Barnard, "Securities Fraud, Recidivism, and Deterrence", Penn State Law Review, Vol. 113:1, 10/30/2008. See: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1291852.
- Laura N. Beny, "Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World, Journal of Corporation Law, an Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate", The Journal of Corporation Law, Winter 2007, pp. 237-300.
- PH. D. A. J. Cataldo, PH. D. Larryn. Killough, "Market Makers' Methods of Stock Manipulation". Management Accounting Quarterly, 10 summer, 2003, vol. 4, no. 4. See: <http://www.imanet.org/pdf/1832.pdf>.

- The International Organization of Securities Commissions "OICU-IOSCO", "Investigating and Prosecuting Market Manipulation", report of technical committee, May 2000. See: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOS-COPD103.pdf>.
- Kose John, Apoorva Koticha, Ranga Narayanan, Marti Subrahmanyam, "Margin Rules, Informed Trading in Derivatives, and Price Dynamics", March 2000. See: [http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10,1,1,31,9157&rep=rep1&type=pdf](http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.31.9157&rep=rep1&type=pdf).
- Edmund W. Kitch, "Regulation of the Securities Market", Bouckaert, Boudewijn and De Geest, Gerrit (eds), Encyclopedia of Law and Economics, Cheltenham, Edward Elgar, 2000. See: <http://encyclo.findlaw.com/5660book.pdf>.
- Jerry W. Markham, "'Confederate Bonds,' 'General Custer,' and the Regulation of Derivative Financial Instruments", SETION HALL Law Review, Vol. 25:1, 1994, pp 1-73.
- Joost M.E. Pennings and M.T.G. Meulenberg, "The Financial Industry's Challenge of Developing Commodity Derivatives", 1997. See: <http://129.3.20.41/econ-wp/fin/papers/9905/9905001.pdf>.
- Lynn A. Stout, "Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives", DUKE Law Journal, Vol:48:701, 1999, pp 701-786.

ب - مؤلفات باللغة الفرنسية:

- Gunther Capelle-Blancard, "Les Marches Derives Sont-Ils Dangereux?". Voir le line: <http://team.univ-paris1.fr/teamperso/capelle/Les%20march>

es%20derives%20sont-ils%20dangereux%20-%20version%20academique.pdf.

- Fabian Muniesa, "Le march comme solution informatique: le cas du Arizona Stock Exchange", papiers de recherche du CSI, CSI working papers series, N 008, version juillet 2007. Voir le line:

http://www.csi.ensmp.fr/items/WorkingPapers/Download/DLWP.php?wp=WP_CSI_008.pdf

- Etienne PERROT, "La Bourse. exubérante autant que rationnelle", SER-SA études, N 397, Paris, Dcembre 2002\6. Voir le lien:

http://www.cairn.info/article.php?ID_REVUE=ETU&ID_NUMPUBLIE=ETU_976&ID_ARTICLE=ETU_976_061