

الفصل الثاني
طرق وأساليب تنفيذ العمليات
في مختلف البورصات والقوانين الحاكمة
للتعامل في بعض الأسواق

الفصل الثاني

طرق وأساليب تنفيذ العمليات في مختلف البورصات والقوانين الحاكمة للتعامل في بعض الأسواق

المبحث الأول

طرق وأساليب تنفيذ العمليات في مختلف البورصات

مقدمة :

كثير من المدخرين يودون لو أنهم استثمروا أموالهم في الأوراق المالية إلا أنهم يتوجسون خيفة من تقلبات أسعارها ويتهبون أسواقها ، وتحيط بالكثير منهم الجهالة بباهيتها، وأساليب التعامل فيها، حتى لقد ذهب أحد الكتاب الإنجليز في مقدمة إحدى مؤلفاته إلى القول:

I am to speak of what all people are busy about, not one in forty understands⁽¹⁾.

فإذا كانت الشعوب الأوروبية التي نشأت البورصات في أحضانها لا تتجاوز نسبة العارفين بباهيتها ٢.٥٪ فلا غرابة أن أدار لها الناس ظهورهم وتوجسوا خيفة منها في البلاد حديثة العهد بها.

وهناك فريق من صغار المدخرين يرى أن هذه الأسواق هي ملتقى الأثرياء ورجال المال والأعمال الذين يقصدونها من كل صوب وينشدونها من كل حدب، ولذلك نجدهم عنها معرضين ومن التعامل فيها متهيئين.

وفريق آخر لا يكاد يتقبل التعامل في البورصات بقبول حسن ويتأى بجانبه عن التعامل فيها ويرى أنها ليست سوى منتديات للقمار، والتعامل فيها محفوف بالمخاطر والأضرار الخاصة مع اشتداد سعار المضاربات over-heated speculation وعوامل الانهيار وتقلبات الأسعار المصاحبة للدورات الاقتصادية Business cycles وتدهور

(١) Stock & Shares, Hartly withers, London .

الأسعار مع أزمات الكساد وشيوع البطالة وإضرابات العمل وهي الظواهر التي تعرفها جيداً المجتمعات الرأسمالية والدول التي تحاكيها.

وهناك فريق آخر يميل إلى المقامرة وآخر إلى المضاربة «بمفهومها الغربي» والمضارب وفقاً لهذا المعنى لا يعتبر نفسه مقامرًا ولا يشك في كونه مضاربًا.

وهناك فريق آخر أولئك هم المستثمرون الذين يسارعون إلى الاكتتاب في الإصدارات الجديدة للشركات المساهمة وتمثل مدخراتهم إضافة جديدة لثروة المجتمع وهم لا يشترون الأسهم بقصد إعادة بيعها وإن باعوها.

طرق وأساليب تنفيذ العمليات : Methods of trading

لو أن أحد المدخرين قرر أن يستثمر مبلغاً من المال في شراء أوراق مالية، ولم يسبق له أن عرف طريقه إلى أسواق الأوراق المالية ذلك أنه كان قد اعتاد -بحكم انتشار العادة المصرفية- أن يودع كافة مدخراته في أحد البنوك الربوية التي تضمن له عائداً ثابتاً على مدخراته خالياً من المخاطرة ولا يرتبط بأوجه النشاط التي يمارسها ولا العوائد التي يحققها فإن أول تساؤل يثور لدى هذا المدخر يدور حول الكيفية التي يشتري بها الأوراق المالية التي ينوي استثمار أمواله فيها، ولا يلبث هذا المدخر أن يجد الإجابة على تساؤله في الاختيار بين أسلوبين عليه أن يفاضل بينهما ويفضل.

الأسلوب الأول: أن يتوجه إلى البنك الذي يتعامل معه ويصدر إليه التعليمات بشراء الأوراق المالية التي يرغب في استثمار أمواله فيها، وسيقوم البنك في هذه الحالة بكافة الإجراءات بالنيابة عن العميل وفي حدود التعليمات التي تلقاها منه.

الأسلوب الثاني: أن يتصل مباشرة بأحد بيوت الوساطة المالية Brokerage houses المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية وهنا تثار المشكلة الثانية أمام العميل والتي تتمثل في اختيار الوسيط الذي سيقوم بصفته وكيلاً عنه بتنفيذ أوامره، والذي يستطيع أن يحصل لعميله على أفضل الأسعار بآثماً كان أم مشترياً، ويقدم له أفضل الخدمات وسيسعي العميل للبحث عن الوسيط المالي المشهود له بالكفاءة والأمانة والسمعة الطيبة والذي يقوم حينئذ بدور المستشار المالي والاقتصادي للعميل⁽¹⁾، فيوجهه دائماً لما فيه مصلحته

(1) Choose a broker in whom you have Full confidence. Give him all your business, let him know your investment plans, get his advice, but after all use your own head and make your own decision. (Dice, Op. Cit P 66)

وينبغي أن يكون هذا الوسيط قادرًا في جميع الأوقات على أن يمد عميله بكافة المعلومات المتاحة عن السوق واتجاهاتها والأوراق التي يرغب في شرائها ومدى سلامة المراكز المالية لشركاتها، كما ينبغي أن يكون الوسيط فوق كل الشبهات فلا يكون من أولئك الذين يدفعون عملاءهم للبيع أو الشراء لمجرد التربح والحصول على مزيد من العمولات والأتعاب أو بغرض التأثير على اتجاهات الأسعار، أو المماطلة في تنفيذ أوامر العملاء بدعوى التريث حين تحسن مستوى الأسعار، على حين أن الأمانة ربما كانت تقتضي سرعة تنفيذ أوامر هؤلاء العملاء.

أنواع الأوامر : Types of orders

فإذا ما قرر العميل أن يصدر أمرًا للوسيط بالبيع والشراء فإن من مصلحته - ولا ريب - أن يلم بأنواع الأوامر التي يمكن إعطاؤها للوسيط، وغني عن البيان أن إحاطة المستثمر وإمامه بهذه المعلومات من شأنه إيانة المقاصد على وجهها الصحيح بحيث لا يساء فهمها وكذلك دعم قدرة الوسيط على التنفيذ. وقد لوحظ أن معظم المستثمرين يفضلون التعامل وفقا لسعر السوق at the market رغم اختلاف الميول والتزعات ويمكن تقسيم الأوامر إلى نوعين رئيسيين^(١).

الأول: أوامر صادرة وفقا لسعر السوق. **Market orders**

الثاني: أوامر صادرة بسعر محدد. **Limit or Limited orders**

وكلا النوعين قد يكون بيعاً أو شراء.

أما بالنسبة للنوع الأول، وهي الأوامر الصادرة بسعر السوق، والتي اصطاح الفنيون على تسميتها «at the market» «au miex» فهي أبسط أنواع الأوامر التي يتلقاها الوسيط من عميله بل وأكثرها شيوعاً في مختلف الأسواق، ولعل السر في ذلك يكمن فيما يراه بعض الفنيين أن هذه الأوامر واجبة التنفيذ الفوري وأنه من المتوقع دائماً أن يقوم الوسيط فور تلقيه الأمر بتنفيذه أن يبذل قصارى جهده من أجل الحصول لعملية على أحسن سعر ممكن، ونظراً للسرعة التي يتم بها تنفيذ هذه الأوامر أطلق عليها الأوامر الفورية immediate orders.

(١) The market order instructs the broker to buy or sell immediately at the price available to the customer, this means to buy at the lowest price or sell at the highest possible price. (Robert wessel, Op. Cit. P. 214.)

إلا أن ثمة خللاً يدور حول الأوامر الفورية واندرجها تحت أي من النوعين السابقين، فبينما يرى فريق من الكتاب أن الأوامر الصادرة بسعر السوق هي أوامر فورية وواجبة التنفيذ في الحال^(١) يحذر فريق آخر من الخلط بين الأوامر الصادرة بسعر السوق Market orders والأوامر الفورية immediate ويرى هذا الفريق أن النوعين ليسا شيئاً واحداً وإنما شيئان مختلفان، فالأمر الفوري على خلاف الأمر الصادر بسعر السوق لا يترك فيه تحديد الأسعار لاتجاهات السوق وإنما يحدد العميل في الأمر الذي يصدره أسعار الأوراق التي يرغب في بيعها أو شرائها ويحمل الأمر صيغة التنفيذ الفوري كما جرت العادة على الوجه التالي.

«اشتروا لي فوراً مائة سهم من أسهم الشركة بسعر ٢٥٠٠ قرش»

«Buy 100 shares of A common at 2500 p.t immediately »

فإذا كان سعر السوق يتجاوز هذا السعر يقوم الوسيط بإلغائه ويُخطر العميل بظروف السوق.

وعلى ذلك يمكن التفرقة بين الفورية في النوعين^(٢) ونقصد بذلك الفورية العفوية غير المنصوص عليها في الأوامر الصادرة بسعر السوق والفورية المنصوص عليها صراحة في الأوامر محددة السعر، أنه بالنسبة للأوامر الصادرة بسعر السوق فإن هذه الأوامر يتم تنفيذها عادة فور وصولها إلى ردهة البورصة The trading floor نظراً لتحرر هذه الأوامر من القيود التي تعوق سرعة تنفيذها، حيث يترك تحديد السعر لظروف السوق وحركة اتجاه الأسعار، ولذلك فإن الفورية التي تكتسبها هذه الأوامر تأتي بطريقة عفوية وتلقائية ومن خلال التزام الوسيط بتنفيذ الأمر بأفضل سعر يمكن التوصل إليه.

والأمر على خلاف ذلك في الأوامر محددة السعر إذ يأتي النص فيها صريحاً وواضحاً بوجود تنفيذها بصفة فورية بالسعر المحدد بالأمر فإذا استحال ذلك على الوسيط قام بإلغائه وأخطر العميل بظروف السوق.

إلا أن إصدار الأوامر على الوجه المتقدم قد يفضي إلى النزاع بين العميل والوسيط

(١) Robert Wessel, Op. Cit. P. 215.

(٢) Dice, Op. Cit. P.68 .

فقد يختلف المفهوم عن المقصود نظرًا لقصور البيانات عن أداء المعنى المقصود، ولتوضيح ذلك نفرض أن أحد العملاء أصدر أمرًا لأحد بيوت السمسرة في مصر لشراء مائة سهم من أسهم شركة النصر للملابس والمنسوجات «كابو» بسعر ١٠٠٠ قرش وأن سعر الإقفال السابق وفقا لنشرة الأسعار الرسمية يوم ١٠ / ١ / ١٩٨٩ كان ١٠٣٠ قرشا «بائع» وبفرض أن السعر لم يتراجع إلى ١٠٠٠ قرش، فهنا يثور التساؤل هل يعتبر أمر الشراء ساري المفعول بعد هذا التاريخ، وإذا كان الأمر كذلك يصبح السؤال: ولمتى!؟

حقيقة الأمر أن أمر البيع أو الشراء إذا جاء خاليا من البيانات التي تحدد مدة سريانه يعتبر صالحًا لمدة يوم واحد good for one day بينما قد يختلف المقصود عن المفهوم ، وسيضطر الوسيط - إذا اقتضى الأمر - إلى تأويله Interpretate وفقا للأعراف الجارية وهو غير متيقن مما يقصده العميل، وفي أغلب الأحوال يعيد الوسيط الأمر إلى العميل لكي يستوفي الأخير بيان مدة سريان الأمر درءًا للشقاق والخلاف وحفاظًا على مصلحة العميل.

ولذلك جرى العرف والعادة على تحديد فترات معينة Customary Periods تمثل فترة سريان الأوامر الصادرة من العملاء بسعر محدد سواء كانت بيعًا أم شراء ويطلق على الأمر في هذه الحالة Time order وتفصيل ذلك على الوجه التالي:

أولاً: بالنسبة للأوامر الصادرة بسعر السوق Market orders فإنه يتم تنفيذها فورًا بسعر السوق، ولذلك فليس هناك مدة لسريانها.

ثانيًا: أوامر سارية المفعول ليوم واحد Day orders.

وهذه الأوامر صالحة لليوم الذي صدر فيه الأمر فقط good for one day

ثالثًا: أوامر سارية المفعول لتاريخ معين ويتم إلغاؤها تلقائيًا بعد هذا التاريخ.

رابعًا: أوامر سارية المفعول لمدة أسبوع good this week G.T.W

خامسًا: أوامر صالحة لمدة شهر good this month G.T.M

سادسًا: أوامر سارية المفعول حتى التنفيذ أو الإلغاء G.T. C

أو ما يسمى Good till Completed (open orders)

ويثور التساؤل بالنسبة لهذا النوع من الأوامر أنه إذا كانت هذه الأوامر سارية المفعول حتى التنفيذ أليست هناك حدود قصوى لفترة سريانها؟ وهذا السؤال لا يطرح نفسه على الدارسين والباحثين فحسب ، بل وعلى الممارسين والمتعاملين في أسواق الأوراق المالية وخاصة في البلدان حديثة العهد بالبورصات والإجابة على ذلك تخلص في أن معظم بيوت السمسرة في الولايات المتحدة والدول الرأسمالية عامة دأبت على أن تعزز في نهاية كل أسبوع الأوامر المفتوحة open orders الصادرة إليها من العملاء والسارية المفعول حتى التنفيذ أو الإلغاء وذلك من خلال إخطارات بريدية يتم توجيهها لهؤلاء العملاء فإذا انقضت ثلاثة أشهر ولم يتم تنفيذ أو إلغاء أمر لأحد العملاء ، يتلقى العميل حينئذ تعزيزاً من الوسيط بالأمر المذكور ويطلب من العميل التوقيع، على هذا التعزيز وإعادةته إلى مكتب الوسيط إذا ما كان راغباً في استمرار سريان الأمر، فإذا ما وقع العميل على التعزيز وأعاد لمكتب الوسيط امتد سريان الأمر ثلاثة أشهر أخرى، وفي حالة عدم إعادةته فإن الوسيط يقوم بإلغائه تلقائياً ودون حاجة للرجوع إلى العميل^(١).

الأوامر بوقف الخسارة: stop loss orders

وهناك نوع آخر من الأوامر هو خليط Combination من الأوامر محددة السعر Limited orders والأوامر الصادرة للتنفيذ بأحسن سعر وهذه الأوامر هي التي اصطلح على تسميتها Stop orders or stop loss orders .

هذا النوع من الأوامر تكاد تنعدم فرص إصداره في الأسواق غير الرأسمالية العالمية وتفصيل ذلك أن حاملي الأسهم كما يجدهم الأمل دائماً في تحقيق كسب سريع إذا ما ارتفعت أسعار الأسهم التي في حيازتهم، فكثيراً أيضاً ما ينتابهم القلق خوفاً من هبوط الأسعار هبوطاً متوالياً يترتب عليه ضياع جزء كبير من ثروتهم، ويزداد هذا القلق إلى حد التوتر والاضطراب إذا ما كان من المحتمل أن يفقد العميل اتصاله بالوسيط وبالتالي قدرته على متابعة الأسعار وليس بمستغرب أن تتصور أحد أثرياء المجتمع الأمريكي وقد خرج في رحلة لصيد الأسماك في خليج هودسون أو لصيد الحيوانات في أفريقيا الوسطى، في مثل هذه الظروف يصبح بوسع العميل بل ينبغي عليه استخدام هذا الأمر فيحدد سعراً أدنى من سعر السوق الجاري والفرق بين السعر الذي يحدده وسعر السوق في ذلك الحين يمثل حدود الخسارة التي بوسعه تقبلها أو بإمكانه تحملها، فإذا انخفض

(١) It is customary in some brokerage offices to send out each Friday a confirmation (Dice, Op. Cit, P68).

السعر إلى هذا المستوى يتحول أمره من stop loss order إلى market order أي إلى أمر بيع بأحسن سعر ممكن^(١).

ولو افترضنا أن دبلوماسياً مصرياً هو أحد كبار المساهمين في الشركة المصرية للدواجن «إجبيكو» وأن أسفار هذا الدبلوماسي تحول أحيانا دون متابعته لأسعار السوق، وبفرض أن المستثمر المذكور خرج في أحد أسفاره يوم ١١/١/١٩٨٩ وكان سعر الإقفال في اليوم السابق - وفقا لنشرة الأسعار الرسمية لسوق الأوراق المالية - لأسهم هذه الشركة هو ١٤٢ قرشاً.

ونظراً لما لا حظه من توالي نزول أسعار الأسهم طوال العام الميلادي السابق على أثر الإعلان عن المركز المالي للشركة وتدهور ربحيتها، أصدر لشركة الوساطة أمراً قبل سفره بإيقاف الخسائر وبيع الأوراق إذا بلغ السعر ١٣٩ قرشاً فإذا انخفض السعر إلى القيمة التي حددها العميل إلى ١٣٩ قرشاً يتحول أمر هذا الدبلوماسي من stop loss order إلى أمر بيع بالسعر الجاري حينئذ، وقد يختلف سعر البيع عن السعر المحدد في أمر العميل stop loss order ولا غرابة في ذلك، فما أن يبلغ السعر ١٣٩ قرشاً إلا وتجري عمليات جديدة على أساس السعر الجديد بعد التراجع وقد يكون أعلى سعر طلب شراء في هذه الحالة أعلى أو أدنى من السعر بعد التراجع إلا أن هذه الفروق غالباً ما تكون زهيدة.

وقد عرفت أسواق الأوراق المالية في مصر العديد من صور أوامر البيع والشراء والتي تختلف في صيغتها من أمر لآخر ولكنها لا تخرج عن كونها تفرعاً للأوامر المتعارف عليها والتي تصدر في أي بلد في العالم، وهي الأوامر الصادرة بسعر السوق أو تلك الصادرة بسعر محدد، إلا أنه من المشاهد في الوقت الحاضر اندثار العديد من صور هذه الأوامر، وارتبط ذلك على أرجح الأقوال بانقراض الرأسمالية الوطنية التي كانت تعرف طريقها دائماً إلى أسواق الأوراق المالية وكذا بإصدار القوانين الاشتراكية والتي كان لها أسوأ الأثر على بورصتي الأوراق المالية في مصر وكان من ثمارها أن تحولت إلى جسد لا حياة فيه، عاجز عن التقاط أنفاسه إلا بالقدر الذي يسمح ببقائه كالرجل المريض، على أن اندثار هذه الصور من أوامر البيع والشراء واختفاءها من حياة هذه الأسواق لا ينفي إمكان إصدار مثل هذه الأوامر، بل وأي صور مستحدثة لأنها لا تخرج عن الأصل العام في كون الأمر بسعر السوق أو بسعر محدد.

(١) Robert wessel, Op. Cit, P. 215.

ومن صور أوامر البيع التي كانت سائدة الصور الآتية^(١):

au mieux	الأوامر الصادرة بأحسن سعر.
au prix fixe	الأوامر الصادرة بسعر محدد.
au prix d'ouverture	الأوامر الصادرة بسعر الفتح.
au prix du cloture	الأوامر الصادرة بسعر الإقفال.
a votre choix	الأوامر الصادرة حسب اختيار الوسيط.

بقي بعد أن يلزم العميل بأنواع الأوامر التي يمكن إصدارها للوسيط وإدراكه لمزية كل منها أن يفاضل بينها، ويفضل بعد إمعان النظر في ظروف السوق واتجاهات حركة الأسعار وتقلباتها ثم يصدر الأمر المناسب.

إعطاء الأمر: Giving The Order

تبدأ العملية عادة باتصال المستثمر بيت السمسرة الذي وقع عليه اختياره وقد يكون الاتصال شخصياً in person وهذا هو المسلك الأكثر شيوعاً وقد يكون هاتفياً إذا ما كان العميل معروفاً لدى بيت السمسرة Brokerage house فإذا ما اتجه العميل إلى مكتب الوسيط استقبله الموظف المسئول والموجود دائماً في هذا المكان لتلقي أوامر العملاء، فإذا ما أبلغه العميل برغبته في شراء الأسهم التي قرر أن يستثمر فيها جزءاً من مدخراته، واستخدم العميل هنا كما جرت العادة العبارة التقليدية التي صارت مصطلحاً في الدول الغربية I should like to place an order فإن الموظف المسئول لن يكلف العميل من الجهد ما يزيد على التوقيع على أمر الشراء ويعتبر العقد منذ توقيعه وقبوله من جانب المكتب عقداً بين طرفين يوجب التزامات محددة على كلا الطرفين.

يقوم الموظف المسئول على أثر ذلك بتسجيل الأمر في سجلات المكتب ثم يبادر بإبلاغه هاتفياً إلى أحد موظفي المكتب الموجودين بالبورصة خصيصاً لهذا الغرض، وإلى هنا فليس ثمة خلاف بين الإجراءات أو الخطوات التي تسبق عملية تنفيذ الأوامر في مختلف البورصات.

فإذا تصورنا أنفسنا الآن في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة فسوف يكون بوسعنا ملاحظة موظفي مكاتب السمسرة الموجودين في البورصة في الأماكن المخصصة لهم وهم

(١) Charles Amos Dice, P.P. 70-71.

يستقبلون الأوامر التي ترد إليهم من مكاتبهم من خلال الاتصال الهاتفي وقيامهم بإبلاغ الوسطاء أو مندوبيهم الرئيسيين -الموجودين حول المقصورة- بهذه الأوامر ورغبة منا في توسيع دائرة المعرفة فلا مناص فمن قفزة نتقل بها من نطاق البورصات المحلية بمعاملاتها المحدودة وإمكاناتها المتواضعة إلى البورصات العالمية ذات الإمكانيات غير المحدودة والمعاملات اليومية التي توصف -بلغة العصر- بأنها فلكية لا بأس إذن أن نتصور أنفسنا الآن في بورصة وول ستريت في الولايات المتحدة الأمريكية لتتابع عن قرب الخطوات التي تسبق تنفيذ العمليات ثم نتناول بعد ذلك الكيفية التي يتم بها تنفيذ هذه العمليات .

من المعلوم أن لكل بيت من بيوت السمسرة عددًا من الموظفين بعضهم في المكتب الرئيسي وبعضهم في المكاتب الفرعية، البعض الآخر داخل أسواق الأوراق المالية، والجميع يتعاونون على تنفيذ أوامر البيع والشراء التي ترد إلى المنشأة من سائر العملاء .

فإذا بدأنا من حيث سبق أن انتهينا أي إلى قيام الموظف المسئول بمكتب السمسرة بإبلاغ الأمر إلى البورصة واستقباله بمعرفة الموظف المنوط به تلقي الأوامر فسيكون بوسعنا أن نلاحظ الآتي:

١- قيام الموظف التابع لبيت السمسرة فور تلقيه لأحد الأوامر في مقره بالبورصة من خلال الاتصالات الهاتفية بإبلاغه بذات الأسلوب إلى أحد موظفي المنشأة الموجودين في ردهة البورصة Trading floor بالقرب من المقصورة التي يتم فيها تنفيذ الأوامر Trading post .

٢- يقوم الموظف المذكور بتسجيل الأمر على بطاقة مخصصة لهذا الغرض ويناولها إلى الوسيط فإذا لم يكن الوسيط موجودًا حول المقصورة يقوم هذا الموظف باستدعائه عن طريق اللوحات المضيئة .

٣- فور تسلم الأمر يعمل على تنفيذه بأفضل سعر ممكن إذا ما كان الأمر صادرًا للتنفيذ بسعر السوق Market order أما إذا كان الأمر محددًا limited order فإن الوسيط يقوم في هذه الحالة بتحويله إلى أحد المتخصصين والذين يطلق عليهم في الولايات المتحدة الأمريكية specialists وهم أولئك الذين يجمعون بين وظيفة الوسطاء والتجار - حيث يقوم هذا الأخير (Dealer) بتنفيذه عند أول فرصة مواتية وفقًا للسعر الذي حدده العميل^(١) .

(١) Encyclopedia Britanica, Op.Cit. PP 450-451.

٤- بعد إتمام العملية يقوم الوسيط بتسجيل السعر على البطاقة التي يتسلمها من الموظف المختص ويسجل عليها اسم الوسيط الآخر الذي اشترك معه في تنفيذ العملية.

٥- يقوم الوسيط الذي قام بالتنفيذ بالتوجه إلى حجرة الهاتف Phone booth حيث يسلم هذه التعليمات إلى موظف التليفون والذي ينقلها بدوره إلى المكتب المركزي «المكتب الرئيسي للوسيط».

٦- يقوم المكتب المركزي عن طريق التليتيب Teletype بإبلاغ هذه المعلومات إلى المكتب الفرعي.

٧- يقوم المكتب الفرعي بإبلاغ العميل بأنه قد تم تنفيذ الأمر ويوافيه بفاتورة موضح بها السعر الذي تم به التنفيذ وكذلك الكمية المشتراه أو المبيعة طبقاً للأمر الصادر إلى المكتب.

٨- آخر خطوة في هذه الإجراءات هي عملية الانتقال الحقيقي Actual transfer لصكوك الأسهم من البائع إلى المشتري وتتم هذه العمليات عن طريق غرفة المقاصة والتي قد تكون جهة خارجية عن البورصة.

وأما إذا كانت نية العميل هي عدم تسليم الأسهم المبيعة أو عدم استلام الأوراق المشتراه بحيث لا يترتب على عقد هذه الصفقة انتقال حقيقي للأصول المالية المبيعة، فإن قوانين نيويورك^(١) والتي ألغيت في هذا الصدد بقوانين أخرى تعتبر العملاء في هذه الحالة مقامرين على الفروق، وبذلك تعتبر هذه العمليات غير نافذة المفعول ولا شك أن الأمر الصادر من العميل ينطوي ضمناً على نية العميل في انتقال الأوراق انتقالاً حقيقياً من حيازة البائع إلى حيازة المشتري.

طريقة التنفيذ في المقصورة:

لما كانت طرق أو أساليب تنفيذ عمليات Methods of execution ليست واحدة في جميع البورصات فلا مندوحة من التصدي للكيفية التي يتم بها تنفيذ العمليات في أعظم الأسواق العالمية وأكثرها للمضاربين جاذبية وهي الأسواق الأمريكية.

(١) gf it is the intention of Customers not to deliver stock sold or not to receive stock bought, so that the transaction involues no transfer of stok, the new yourk laws hold that such customers are gambling in differences, Dice, Op.Cit. P. 70.

أسلوب تنفيذ العمليات في البورصات الأمريكية :

تناولنا في الصفحات السابقة الكيفية التي يتم بها تداول الأمر الصادر من العميل في بورصة وولستريت Wall Street Stock Exchange وتعقبنا الأمر واقتفينا أثره منذ لحظة تلقي بيت السمسرة الأمريكي للأمر إلى أن يتم إبلاغ العميل بتمام التنفيذ ونتناول فيما يلي الكيفية التي يتم بها تنفيذ الأمر بما يحقق مصلحة العميل من خلال الحصول له على أفضل سعر ممكن Best possible Price ما لم يكن الأمر محدد السعر^(١).

دعنا نتصور الآن أن الوسيط الأمريكي قد تلقى من خلال معاونه بالبورصة أمرًا صادرًا إلى منشأته بشراء مائة سهم لشركة جنرال إلكتريك General Electric بأحسن سعر فور تلقي الأمر سيقوم الوسيط بالاتجاه إلى المقصورة Trading post التي يجري التعامل فيها Trading على الأوراق المذكورة وبمراجعة الوسيط للأسعار المعلنة تبين له أنه قد تم تنفيذ عمليات لهذه الشركة بسعر $62 \frac{1}{8}$ دولار لذلك فإن الوسيط لا يداخله أدنى شك - ما لم تكن الظروف القائمة غير طبيعية أنه سوف يكون بإمكانه تنفيذ العملية بسعر قريب من هذا السعر، حيث يبدأ الوسيط بالمناداة معلنا اسم شركة جنرال إلكتريك مستخدمًا الاصطلاحات المتعارف عليها في السوق What is G-E وهو هذه العبارة يستفسر عن السعر المعروض والمطلوب في المقصورة فيرد أحد المحترفين floor traders الموجودين حول المقصورة بأن السعر $62 \frac{1}{4}$ إلى $62 \frac{1}{4}$ (62 to 1/4) واستخدام المصطلحات المختصرة على الوجه المتقدم (abbreviated terminology) يهدف إلى توفير الجهد الخاصة في ظل سوق يموج بالمعاملات ويتزاحم ويتنافس فيه المتعاملون من المستثمرين والمضاربين والمقامرين، ولما كانت الأوامر محل التعاقد مازالت قائمة، فإن ذلك يعني أنها لم تصادف قبولا حتى ذلك الحين، ويوقن الوسيط في هذه الحالة أنه لن يكون بوسعه الحصول على السهم المطلوبة بسعر $62 \frac{1}{8}$ دولار ولكنه يثق كل الثقة أن بوسعه الحصول على هذه الأسهم بسعر $62 \frac{1}{8}$ دولار، ومن ثم تبدأ محاولاته أملا الوصول إلى هذا السعر الأخير فينادي $62 \frac{1}{8}$ دولار، ومن ثم تبدأ محاولاته أملا الوصول إلى هذا السعر الأخير فينادي $62 \frac{1}{8}$ لكل مائة بما يعني أنه على استعداد لشراء مائة سهم بسعر $62 \frac{1}{8}$ فإذا ما كان هناك سمسار آخر ينافس الآخرين في عملية البيع، فمن المحتمل أن يقبل هذا

(١) Robert wessel, op Cit. P.P 231-234.

السعر، يعني موافقته على أن يبيع بهذا السعر، فإن لم يظهر هذا البائع الذي أبدى استعداداه للبيع بسعر $62 \frac{1}{8}$ دولار فإن الوسيط هنا سوف يقبل $62 \frac{1}{4}$ دولار ، وهو واثق تمامًا من القبول بهذا السعر.

فور تنفيذ العملية سوف يقوم كل من الوسيطين بتسجيل رقم بادج الآخر بما يجد شخصية المنشأة التي اشتركت معه في تنفيذ العملية، أما العقد الذي تم بموجبه تنفيذ هذه العملية Contract فهو عقد شفهي غير مكتوب وهذا لا يخجل بالالتزام في أعراف البورصات المختلفة ، حتى لقد ذهب أحد الكتاب إلى القول بالالتزام المتعاملين حتى لو كان أحدهم لصًا أو محتالًا في معاملاته خارج ردهة البورصة^(١).

ولو افترضنا أن الأمر الصادر إلى بيت السمسرة من العميل كان بيعًا ولم يكن شراء فإن الأمر يقتضي من الوسيط هنا أن يعرض السهم للبيع بذات السعر الذي اشترى به عند افتراضنا الأول أي $62 \frac{1}{8}$ وسوف ينادي في هذه الحالة ($100 \frac{1}{8}$) لا شك أن الدافع وراء قبول الوسيط لأن يعرض الأوراق بسعر $62 \frac{1}{4}$ والذي لم يصادف قبولًا من جانب المشترين فأعرضوا عنه وفي نفس الوقت فإنه قد حاول أن يحصل لعميله على فرق مقدراه $\frac{1}{8}$ دولار يمثل الفرق بين أسعار الأسهم المعروضة والسعار المطلوبة فاتخذ رقماً بينياً ووسطاً بين السعرين محققاً لعميله هذا الفرق.

المشتغلون بالتجارة في الأوراق المالية : The floor traders

تتلخص وظيفة هذه الفئة في بيع وشراء الأوراق المالية ليس لحساب غيرهم وإنما لحسابهم، وهم أعضاء في بورصة الأوراق المالية ويطلق عليه أيضا على سبيل التقريب لفظ «ديلر» Dealer وإن كان مفهوم هذا اللفظ ينصرف إلى من يقومون بعمليات البيع والشراء في السوق غير الرسمية، ويمتنع على المشتغلين بالتجارة في الأوراق المالية الاتصال بالجمهور أو تنفيذ الأوامر لأعضاء البورصة، وثمة فرق يتعين الإشارة إليه بين أن يتعامل هذا العضو مع أعضاء البورصة وبين أن يشتري أو يبيع لحسابهم ، فهاتان مسألتان مختلفتان ، ولكونه عضوًا في البورصة ويقوم بتنفيذ العمليات لحسابه الخاص، لذلك فإنه لا يتحمل أية عمولات ويقنع بأي هامش من الربح أخذًا في الاعتبار أن

(١) Para doxically aman may be a fraud and a thief in his other dealings and at the same time be honest while on the floor of the exchange. Here a man's word is as good as his bond. (Robert wessel, op. Cit, P. 234.

تكاليف وأعباء ممارسة وظيفته تعتبر هينة، ذلك أنه غالباً ما يكفي باستئجار غرفة مكتب Desk room لدى أحد بيوت السمسرة ويدفع مقابل ذلك مبلغاً معيناً مقابل شغل المكان ومعاونته على عمليات إمساك الدفاتر والتصفية في غرفة المقاصة والمعلومات التي تتعلق بمعاملاته في السوق، ويطلق على من يقوم بهذه الوظيفة أيضاً Room trader نسبة إلى الغرفة التي يستأجرها.

ويعتمد هؤلاء التجار في تحقيق أرباحهم على حجم معاملاتهم وسرعة دوران الأسهم.

وهؤلاء الأفراد ليسوا مضاربين بالمفهوم الغربي للفظ على الصعود أو الهبوط لفترة طويلة.

ويرى علماء الاستثمار والمتخصصون في شئون البورصات أن المتاجرة في الأوراق المالية من خلال هذه الفئة تؤدي إلى ثلاث مزايا:

الأولى: خلق سوق مستمرة.

الثانية: تضييق الفرق بين سعري البيع والشراء.

الثالثة: تؤدي إلى الحد من تقلبات الأسعار بين ساعة وأخرى وتعمل على استقرارها. هذا ومن المعروف أن أوامر الوسطاء لا تصل إلى السوق منتظمة، حتى أنه في لحظة معينة قد يكون هناك كم هائل من أوامر الشراء يقابله كم محدود من أوامر البيع أو على النقيض من ذلك قد يكون هناك كم كبير من أوامر البيع ولا يقابله سوى كم محدود من أوامر الشراء، هنا يصبح بوسع هؤلاء المتاجرين اغتنام الفرص المتاحة من خلال البيع في الحالة الأولى وتحقيق هامش معقول من الربح، أو الشراء في الحالة الثانية وبالتالي يسترد ما سبق أن باعه بثمان أقل، وهذا مما يحول دون حدوث تقلبات عنيفة في السوق.

إلا أن هناك ما يستحق أن نتوقف عنده لحظة، إذ يرى علماء الاستثمار والمختصون بشئون البورصات أن كل من يكرس كل وقته في هذا العمل يصبح موضع انتقاد باعتباره من كبار المقامرین الذين يناورون ويؤثرون على حركة الأسعار ويخلقون قيماً مصطنعة وغير حقيقية^(١)، وأن هذه الفئة لا تؤدي خدمة اقتصادية هامة وأن أنشطتهم تؤدي إلى

(١) Charles Amos Dice & Eiteman, Stock Market op - Cit, P. 140.

زيادة عدم استقرار السوق^(١).

التاجر المتخصص متعدد المهام : The specialist

هو الشخص الذي يجمع بين عملي «الديلر» والوسيط، فحينما يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه الخاص فهو يقوم بعمل «الديلر» وحينما يبيع ويشترى لحساب ساسرة الأوراق المالية والديلرز أيضا مقابل تقاضي عمولة فهو يقوم بذلك بعمل الوسيط، إلا أنه يمتنع عليه الاتصال بالعملاء شأنه في ذلك شأن الوسيط المفوض من قبل الوسيط الأصيل The two-Dollar broker وكذلك من يشتغلون في أعمال المتاجرة في الأوراق المالية The floor traders ويقتصر تعامل التاجر المتخصص The specialist على عدد قليل من الأوراق، وفي الأوقات التي ينشط فيها السوق فإنه قد يتعامل على ورقة واحدة نظراً لتعذر وجوده في أكثر من موقع في آن واحد.

أما عن أصل هذه التسمية فتروي لنا كتب الأدب المالي من تراث الأسواق أن واحداً من أنشط أعضاء البورصة فقد أحد ساقيه، الأمر الذي استحاله معه أن يستمر في أداء مهنته لكونه عاجزاً عن الحركة والانتقال من مكان إلى آخر في مواقع التعامل لذلك فقد اتخذ قراره ووقع اختياره على ورقة مالية معينة كان التعامل نشطاً عليها وقرر أن يتخصص في التعامل على هذه الورقة وهي خاصة بشركة western union فاتخذ موقعه في المقصورة The trading post التي يجري فيها التعامل على هذه الورقة، وبدأ الوسيط في إعطائه أوامرهم المتعلقة بهذه الشركة لتنفيذها، وكان لنجاح هذا الأسلوب والتزام على الوسيط المتخصص أن صار عمله أكثر ربحية ممن يتاجرون في جميع الأوراق.

ومع هذا فإن مهمة التاجر المتخصص ليست سهلة ولا هينة إذ عليه أن يقف في المقصورة يستقبل الأوامر الوافدة عليه ويقوم بتنفيذها رغم تعاضم كمياتها.

إن دقة الملاحظة والمعرفة المتميزة والفائقة Super Knowledge وسرعة اتخاذ القرار والتصرف في الوقت المناسب تعد من مقتضيات أداء هذه الوظيفة .

والوظيفة الاقتصادية للتاجر المتخصص تتفق ووظيفة المشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية؛ إذ إنه يساعد على خلق سوق مستمرة Constant market للأوراق المالية التي

(١) The floor trader has been criticized as performing no important economic function and that their activities in crease market in stability. Fredrick Amling op. Cit, P. 243.

يتعامل عليها، وإذا كان هناك من لا يبيع أو يشتري فإنه يقف في موقعه مستعداً دائماً للبيع أو الشراء، وهو كذلك ساعد على التخفيف من حدة تقلبات الأسعار وبالتالي العمل على استقرارها نسبياً.

إلا أنه لما كان هذا الوسيط المتخصص The specialist يبيع ويشتري لحسابه ولحساب الوسطاء، والديلرز أيضاً، ولما كان لدى هذا الوسيط من المعلومات ما ليس لدى غيره، فإنه يصبح في وضع يمكنه من الاستفادة من عملائه.

ولتوفير الحماية للعملاء فقد وضعت بورصة نيويورك مجموعة من القواعد، ومن هذه القواعد ألا يترخص أي عضو في التخصص في ورقة مالية معينة ما لم يكن مسجلاً بصفته Specialist وألا تكون له صلة بأحد الصناديق أو الأوعية المماثلة التي تتعامل في هذه الأسهم.

الظروف التي تقتضي الاستعانة بالتاجر المتخصص:

١- أن الوسيط الذي لديه عدد من أوامر البيع والشراء سوف يلجأ إلى الوسطاء المتخصصين إذا كانت هذه الأوامر تقتضي مهارة خاصة عند التنفيذ، أو إذا كانت مما يتعين تنفيذه في عدة مقصورات Trading posts .

٢- الوسيط الذي لديه خليط من الأوامر بعضها بسعر السوق والبعض الآخر بأسعار محددة ليس بوسعه أن ينتظر حتى يصل السعر إلى السعر المحدد في الأمر، ذلك أن أمامه أوامر أخرى يتعين تنفيذها في مقصورات أخرى، بل وقد يتم استدعاؤه إلى غرفة الهاتف في الوقت الذي يصل فيه السعر في المقصورة إلى السعر المحدد في الأمر.

٣- لو افترضنا أن لدى الوسيط أوامر مفتوحة open orders بمعنى أنها سارية المفعول حتى التنفيذ، وبفرض أن أحد هذه الأوامر بشراء مائة سهم من أسهم الصلب الأمريكية U.S. steel بسعر ٧٠ دولار وكان السعر حينئذ ٧٣ دولاراً، ليس بمستغرب ألا يصل السعر ذلك اليوم ولعدة أيام تالية إلى السعر المحدد في الأمر، ولكن لما كان التاجر المتخصص ملازماً لموقعه ملازمة الظل لصاحبه طوال فترة انعقاد الجلسات، فإنه يصبح في وضع متميز يمكنه من تنفيذ هذه الأوامر بكفاءة عالية.

٤- إن معظم الأوامر الصادرة بوقف الخسائر Stop loss orders إنما تتم عن طريق هذا التاجر المتخصص بسبب وجوده المستمر في المقصورة وبالتالي قدرته على متابعة

الأسعار من لحظة لأخرى.

ميكانيكية تنفيذ العمليات المشتركة بين التاجر المتخصص والوكيل بالعمولة:

إذا ما تلقى الوسيط أمرًا في ردهة البورصة ببيع مائة سهم من أسهم شركة الصلب الأمريكية U.S. steel فإنه سوف يسرع إلى المقصورة التي تباع فيها هذه الورقة وتشتري، ويستفسر من التاجر المتخصص عن سعر السوق، ولما كان التاجر المتخصص لا يعلم إن كان الوسيط الذي يستعلم بائعًا أم مشتريًا، فإنه سوف يجبره بأعلى سعر طلب وأدنى سعر عرض وليكن ٧٥ إلى ٨٥ دولار، بمعنى أنه على استعداد أن يشتري بالسعر الأول ويبيع بالسعر الأخير، ولما كان الوسيط يسعى إلى تحقيق مصلحة عميله، ويبدل في ذلك غاية الجهد وصولًا لأفضل سعر يمكنه الحصول عليه لذلك يقوم الوسيط بعرض الورقة في المقصورة على أمل أن يجد من يقبل شراءها بسعر ٨٥ دولار، فإذا لم يصادف عرضه قبولًا فسوف يعرض الورقة للبيع بذات السعر الذي قبله التاجر المتخصص الأول وهو ٨٤ دولار، حينئذ سوف يجد من يقبل هذا السعر من أعضاء البورصة فينادي أحدهم معبرًا عن قبوله لها Take it فيكون ذلك إيجابًا منه ويرد البائع بما يفيد معنى القبول . sold to you 100 shares U.S.steel at 81 $\frac{8}{7}$

هذا وتبلغ نسبة العمليات التي يعقدها التجار المتخصصون لحسابهم الخاص ١٥٪ من جملة معاملاتهم، ولأوامر الوسطاء الأسبقية في المقصورة على الأوامر التي ينفذها التجار المتخصصون لحسابهم، ولقد كانت العمولة التي يتقاضاها التجار المتخصصون من سائر الوسطاء مقابل تنفيذ العمليات التي يكلفونهم بها حتى مطلع عام ١٩٧٧ من ١.٢ سنت عن السهم الذي تقل قيمته السوقية عن ٢ دولار إلى ٤.٥ سنت عن السهم الذي تبلغ قيمته السوقية ٢٠٠ دولار فأكثر، أما الآن فإن العمولة تخضع للمفاوضة والمساومة^(١).

تاجر تجزئة الأوراق المالية: The odd lot dealer

تختلف وحدة التعامل أي الحد الأدنى من الكميات التي يجري التعامل عليها من بورصة لأخرى، لذلك نجد أن وحدة التعامل في البورصات المصرية مائة سهم حاليًا بعد

(١) Fredrick Amling, op. Cit. P. 242.

التعديل بالقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ وكانت ٢٥ سهماً فقط قبل التعديل، وهذا العدد يمثل الحد الأدنى في كل صفقة يتم التعاقد عليها داخل المقصورة، أما في بورصة وول ستريت الأمريكية فإن وحدة التعامل مائة سهم، وبالتالي فإن كل مائة سهم تعتبر round lot وما دون ذلك يعتبر Odd lot.

ونظراً لما بدا من تزايد الطلب من جانب صغار المستثمرين على التعامل على ما دون هذا العدد من الأسهم الذي يمثل وحدة التعامل في الولايات المتحدة فقد بادر عدد من بيوت السمسرة تمشياً مع رغبات فئة من المستثمرين بتطوير أعمالهم وقبولهم التعامل كوسطاء بين العملاء وبين تجار التجزئة الذين قبلوا التعامل على الأوراق التي يقل عددها عن مائة سهم، وهؤلاء التجار جميعهم من التجار المتخصصين، أما عن كيفية تعاملهم في هذه الأوراق - والتي يمتنع قانوناً عقد صفقات عليها داخل المقصورة - فتمت على الوجه التالي:

١- في حالة وجود عروض بيع يقوم الوسيط ببيع هذه الأوراق إلى تاجر التجزئة والذي لا يألو جهداً في تجميعها ثم إعادة بيعها في المقصورة عندما يصل عددها إلى ما يمثل وحدة تعامل كاملة.

٢- وفي حالة وجود طلبات شراء يقوم تاجر التجزئة بشراء وحدة تعامل كاملة «مائة سهم» من خلال المقصورة ثم يقوم بتفتيتها Splits it up وفقاً لرغبات المشترين من صغار المستثمرين الذين لا يتعامل معهم بطريقة مباشرة، ولكن من خلال الوسطاء. أما عن السعر فيتم تحديده على أساس نسبة معينة من الأسعار التي تمت بها المعاملات في ذات اليوم، هذا ولقد صار عمل هذه الفئة على درجة كبيرة من الأهمية من وجهة النظر الاقتصادية والاجتماعية^(١).

الموازنون : The Arbitragers

يُعرف الموازن بأنه الشخص الذي يشتري في سوق ويبيع في سوق أخرى مبتغياً الحصول على فرق السعرين وتتم هذه البيوع في شتي الأسواق السلعية والمالية، وبين سوقين داخل البلد الواحد أو بين سوقين أحدهما داخلية والأخرى خارجية، ففي

(١) Dice, op. Cit. P. 138.

البورصات السلعية تختلف رتب السلع ودرجة جودتها، وتختلف تبعاً لذلك أسعارها، فأسعار القطن المصري تختلف باختلاف الرتب والدرجة عن أسعار القطن الأمريكي، إلا أن هناك دائماً نسبة معلومة بين أسعار القطن في البلدين.

فإذا اختلفت هذه النسبة بأن ارتفع سعر القطن المصري بالنسبة للقطن الأمريكي فإن ذلك سوف يدفع بعض المحترفين من أعضاء البورصة إلى بيع القطن المصري وشراء القطن الأمريكي ويحققون بذلك لأنفسهم هامشاً من الربح، ويترتب على هذه البيوع عادة إعادة التوازن بما يسمح ببقاء السعر بين القطنين في حدود النسب المعلومة.

وما يتم في الأسواق السلعية يتم أيضاً في أسواق الأوراق المالية، ذلك أن هبوط سعر إحدى إصدارات الأوراق المالية، وخاصة الدولية - في أحد الأسواق من شأنه دفع المحترفين في البورصات إلى شرائها بقصد إعادة بيعها في سوق أخرى.

ويشير مصطلح الموازين The Arbitrators في بورصة وول ستريت إلى مجموعة من المحترفين الذين يشتغلون بعمليات البيع والشراء فيما بين بورصة نيويورك والبورصات الخارجية، وعلى الأخص بورصة لندن، وقد كان لهؤلاء المحترفين موقع ثابت في البورصة فيما قبل الحرب العالمية، إلا أن الحال قد تغير الآن وانتقل تنفيذ هذه العمليات من ردهات البورصة إلى مكاتب أعضاء البورصة^(١).

صانعو الأسواق: Marker Makers

يلعب صانعو الأسواق دوراً بالغ الأهمية في جميع أسواق الأوراق المالية العالمية حتى لا يكاد المرء يتصور إمكان الاستغناء عنهم دونما التسبب في تعطيل عملية التداول عن دورها المنظم.

وقد كان يقوم بوظيفة صانعي الأسواق في لندن فئة من الوسطاء المشتغلين بالتجارة في الأوراق المالية وهم أولئك الذين كانوا يعرفون بالجوربرز Jobbers وكان يبلغ عددهم ثلاثة عشر تاجرًا، يتعاملون مع وسطاء الأوراق المالية من أعضاء البورصات في سوق مستمر تتدفق فيه أوامر البيع والشراء، ولكن هذا النظام لم يعد له وجود الآن.

وليس من المتصور في هذا السوق ولا غيرها حدوث اختناقات على أحد

(١) وتعرف عمليات الموازنة أيضاً لقانون السعر الواحد The Law of one price .

الإصدارات أو تدفق عروض البيع دون أن يقابلها طلبات شراء في وجود صانعي الأسواق، إذ تحتفظ السوق دائماً بحالة من التوازن بين العرض والطلب، ويتحقق هذا التوازن بين العرض والطلب، ويتحقق هذا التوازن من خلال الدور الذي يقوم به الجوريز وصانعو الأسواق، فما كان الوسيط -في لحظة- بائعاً إلا وكان الجوريز مشترياً، وما كان الوسيط مشترياً إلا وكان الجوريز بائعاً، ويترتب على ذلك استمرار تدفق السيولة في السوق والمحافظة على توازن العرض والطلب، حتى إنه ليصدق القول: إن دور الجوريز مع الوسيط أشبه في أداؤه بنظرية الأواني المستطرقة.

ويتحقق لسوق التداول بذلك أهم وظائفه وهي القدرة على تسييل الأوراق المالية بسرعة وسهولة وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب مما يخفف من حدة تقلبات الأسعار ويؤدي إلى استقرارها واقترابها من الثمن العادل Fair price فضلاً عن ضمان استمرارية السوق.

وفي بورصة نيويورك يتعاضد دور صانعي الأسواق على اختلاف مسمياتهم، ولعل أكثرهم حيوية وقدرة ونشاطاً هم من يتسمون بالمتخصصين Specialists وعددهم وحدهم يبلغ حوالي ٣٦٠ تاجرًا متخصصًا، ويشارك هؤلاء في صناعة السوق market making سائر أعضاء البورصة المشتغلين بأعمال المتاجرة لحسابهم وهم الذين يطلق عليهم Floor traders وكذا التجار الذين يتعاملون على عدد من الأوراق يقل عن وحدة التعامل odd-lot-Dealers بغرض مقابلة احتياجات صغار المستثمرين وإن كانوا لا يتعاملون معهم بطريقة مباشرة كل أولئك وغيرهم من المشتغلين بأعمال المتاجرة في الأوراق المالية يقومون بدور صانعي الأسواق في بورصة نيويورك.

ولا يقتصر دور صانعي الأسواق على الأسواق الرسمية، وإنما يتسع هذا الدور من جانبهم ليشمل الأسواق غير الرسمية، إذ يقوم الديلرز في هذه الأسواق بدور رئيسي في صناعة هذه السوق، وقد سبق التصدي لهذه المسألة بالتفصيل عند تناولنا لدور الديلرز في الأسواق غير الرسمية.

ولعله من المفيد أن نضيف أن المهمة التي تضطلع بها شركات الوساطة المالية في صناعة الأسواق لا تدخل ضمن فلسفة عملها أية اعتبارات تستهدف دعم السوق التي تعمل بها، وما دخولها السوق بائعة أو مشتريّة إلا بغرض تحقيق هامش من الربح يمثل

الفرق بين سعري البيع والشراء The spread between asked and Bid quotations
فما يباع من خلالها اليوم يسترد في الغد بثمان أقل لبيع مرة أخرى بثمان أعلى.

ويتعين الإشارة هنا إلى الآتي:

١- أن التزام صانعي الأسواق بتسعير الأوراق المالية بيعًا وشراءً تحت جميع الظروف السوقية (عدا القهرية منها) يقتضي تمتعهم بمقدرة مالية وقدرة استكشافية خارقة وخبرة واسعة.

٢- أن ضخامة المسؤولية الملقاة على عاتق صانعي الأسواق ، وعظم المخاطر التي هي التي دعت المشتغلين بالمتاجرة إلى التخصص في قطاع معين وإصدار واحد في هذا القطاع أو عدد من الإصدارات يقل عادة عن أصابع اليد الواحدة.

٣- أن تعدد صناعات السوق والتنافس الحر فيما بينهم هو ضمان لاستمرارية التداول والحيلولة دون سيطرة أحد الأطراف على السوق وحركة الأسعار.

٤- أن طبيعة أعمالهم تقتضي حضورهم المستمر داخل قاعات التداول وهو الأمر الذي يمكنهم من تحديد أسعار البيع والشراء.

ضمان جدية المعاملات وعدم صوريتهما :

- تقتضي المادة ٦٩ من اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية في مصر بالآتي:

يجب على الوسيط التحقق من وجود الأوراق المالية أو ثمنها لدى العميل صاحب الشأن قبل إجراء التعاقد، وله أن يطلب من العميل أن يسلمه الأوراق أو الثمن قبل التعاقد، وللجنة البورصة عند الاقتضاء أن تقرر إلزام الوسيط بذلك بالنسبة إلى بعض الأوراق المالية أو كلها.

- وتقتضي المادة ٣٥ من اللائحة الداخلية بأن يكون تسليم الأوراق المالية المباعة في مكتب المشتري مقابل أداء الثمن بواسطة شيك على غرفة المقاصة وللبيع حق تسليم الأوراق خلال اليوم الأول في بورصة الإسكندرية واليوم الثاني في بورصة القاهرة. ويلتزم المشتري بأداء الثمن عن التسليم، وتعين لجنة البورصة الساعات التي يمكن فيها أداء الثمن.

- يقابل هذه المادة في النظام الداخلي لسوق عمان المالي المادة ٤١ فقرة ب التي تنص على الآتي : «على الوسيط عدم القيام بالتعامل بالأوراق المالية إلا بعد التأكد من حيابة شهادة ملكية الأسهم من قبل مالكيها أو من ينوب عنه قانوناً أو أن تبين الشركة أن الشهادة موجودة في حوزتها وليست محجوزة أو مرهونة أو مفقودة ولم تعط شهادة جديدة بدلا عنها».

- وتنص المادة ٣٦ من لائحة سوق الكويت على الآتي:

على الوسطاء في موعد أقصاه يوم العمل التالي ليوم التداول اتخاذ جميع الإجراءات المتعلقة بتحويل ملكية الأسهم وسداد أثمانها إلى عملائهم وفقاً لنظام التقاضي الذي تحدده إدارة السوق، ويتحمل الوسطاء كامل المسؤولية عن جميع الصفقات التي قاموا بإبرامها ما لم تنفذ خلال الموعد المذكور.

- تتفق بورصة كوبنهاجن مع باقي البورصات في تحمل الوسيط للمسؤولية في إنجاز العمليات أي تسليم الأوراق المبيعة إلى المشتري وتسليم الثمن للبائع ولذلك تنص المادة السابعة عشرة من قانون بورصة كوبنهاجن رقم ٢٢٠ سالف الذكر على الآتي :

«أعضاء البورصة مسئولون أمام بعضهم البعض عن إتمام العمليات التي نفذت بواسطتهم في البورصة»

The members of the stock exchange shall be responsible towards each other for the completion of the transactions carried out by them on the exchange.

إحكام الرقابة على الوسطاء:

درءاً للمفاسد التي يمكن أن تترتب على محاولة الوسيط الاستفادة من الوكالة التي عهد إليه بها الآخرون وإمكان المتاجرة بحقوق هؤلاء الموكلين ، قضت المادة ٣٥ من اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية في مصر بأنه لا يجوز للوسيط أن يعقد عمليات لحسابه الخاص أو لحساب زوجته أو أحد أقاربه أو أصحابه إلى الدرجة الرابعة أو التابعين له أو شركائه تنفيذاً لأوامر صادرة من عملائه وعملاء التابعين له.

ويتفق التشريع الأردني مع التشريع المصري في هذا الصدد، إذ تنص المادة ٤٤ من النظام الداخلي لسوق عمان المالي على الآتي:

(أ) يمتنع على الوسيط إذا كان شخصاً طبيعياً تداول الأوراق المالية لحسابه الشخصي أو لحساب زوجته أو أحد أقاربه حتى الدرجة الرابعة إلا من خلال وسيط آخر.

(ب) يمتنع على الوسيط إذا كان شخصاً اعتبارياً تداول الأوراق المالية لحساب الشركاء وأعضاء مجلس الإدارة أو هيئة المديرين حسب واقع الحال أو لحساب أزواجهم أو لحساب أقاربهم حتى الدرجة الرابعة إلا من خلال وسيط آخر كما يسري هذا المنع على كل موظفي الوسيط.

- أما التشريع الكويتي وإن اتجه أيضاً إلى وضع القيود على تصرفات الوسطاء إلا أنه كان أيسر شأنًا وأقل حسماً من سابقه، إذ تقضي المادة ٤٢ من لائحة الكويت على الآتي: «لا يجوز لأي شركة من شركات الوساطة التوسط في بيع أو شراء الأوراق المالية المقبولة لدى السوق لحساب أي من أعضاء مجلس إدارتها أو مديرها أو أحد موظفيها أو أزواجهم أو أقاربهم من الدرجة الأولى، ويجوز لهؤلاء البيع أو الشراء من خلال شركة وساطة أخرى».

- ولم يخالف التشريع الدانماركي التشريعات السابقة فيما ذهبت إليه في سبيل ضمان نزاهة الوسيط وإحكام الرقابة عليه، إذ تنص المادة الثامنة عشرة من قانون بورصة كوبنهاجن رقم ٢٢٠ على الآتي: «أن أعضاء البورصة قد يقومون بتنفيذ العمليات على أساس من العمولة أو لحساب أنفسهم، ولكن ذلك رهن بشرط ألا يقوم عضو بالبورصة بتنفيذ عمليات لحسابه الخاص في أسهم قد تلقى بشأنها أوامر من عملائه بالبيع أو الشراء».

1- A members of the stock exchange exchange may carry out transactions at the quotation on a commission basis or for his own account.

2- Provided that a member of the stock exchange shall not carry out transactions for his own account in shares in which he has orders to buy or orders to sell.

ومن القيود التي سنتها التشريعات الأخرى ولم يتصد لها الشارع المصري وكأنه اكتفى بالأعراف السائدة ما يلي:

تنص المادة السابعة من لائحة بورصة الكويت على الآتي:

- يجب على الوسيط أن يتصرف وفقاً للأوامر الصادرة إليه من عملائه وألا

يتصرف وفقاً لرأيه المطلق ما لم يكن مفوضاً في ذلك.

- واتفق التشريع الأردني مع التشريع الكويتي فيما ذهب إليه ، إذ تنص المادة ٦١ من النظام الداخلي لسوق عمان المالي على الآتي:

- لا يجوز للوسيط أو وكيله أو التابع لهما أن يتصرف حسب رأيه المطلق أو أن يفرض رأيه عندما يقوم بالتعامل بالأوراق المالية لصالح عملائه ما لم يكن مخولاً من قبل عميله بموجب تفويض خطي لممارسة مثل هذا التصرف^(١).

موقف الفقه الإسلامي من المشتغلين بالتجارة في بورصات الأوراق المالية :

تناولت خلال هذا البحث موقف الشريعة الإسلامية من سمسرة الأوراق المالية باعتبارهم وكلاء بالعمولة، وانتهيت إلى أن الوكالة جائزة شرعاً بالكتاب والسنة وبلا خلاف بين الفقهاء من السلف والخلف، على أساس أن كل ما جاز للإنسان أن يتصرف فيه بنفسه، جاز له أن يوكل فيه غيره ، وله أن يقيم شخصاً آخر مقام نفسه في تصرف جائز معلوم إذا كان الموكل ممن يملك التصرف.

أما فيما يتعلق بباقي أعضاء البورصات ممن يشتغلون بالتجارة في الأسواق المالية بيعاً وشراء فشانهم شأن سائر التجار، والتجارة جائزة بالكتاب والسنة وإجماع الأمة.

أما دليلنا من الكتاب فقولته تعالى:

﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا هَلْ أَدُلُّكُمْ عَلَىٰ تِجَارَةٍ تُنْجِيكُمْ مِّنْ عَذَابِ أَلِيمٍ ﴾ [الصف: ١٠]

﴿ يَرْجُونَ تِجَارَةً لَّن تَبُورَ ﴾ [فاطر: ٢٩]

﴿ رِجَالٌ لَا لُفْهِمْ تِجَارَةٌ وَلَا بَيْعٌ عَن ذِكْرِ اللَّهِ ﴾ [النور: ٣٧]

﴿ وَإِذَا رَأَوْا تِجَارَةً أَوْ لَهْوًا انفَضُوا إِلَيْهَا وَتَرَكُوكَ قَائِمًا ﴾ [الجمعة: ١١]

﴿ إِنَّ اللَّهَ اشْتَرَىٰ مِنَ الْمُؤْمِنِينَ أَنفُسَهُمْ ﴾ [التوبة: ١١١]

﴿ أُولَٰئِكَ الَّذِينَ اشْتَرُوا الضَّلَالَةَ بِالْهُدَىٰ فَمَا رَبِحَت تِّجَارَتُهُمْ ﴾ [البقرة: ١٦]

(١) استحدث المشرع المصري نصاً مماثلاً حيث تنفي المادة ٩٦ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على أن تلتزم شركة السمسرة التي نفذت عملية على خلاف أوامر العميل أو على ورقة مالية غير جائزة تداولها قانوناً أو محجوز عليها بتسليم ورقة غيرها، وإلا وجب عليه تعويض العميل.

ففي هذه الآيات البيّنات والتي تعرضت لمسألة التجارة والربح والخسارة ما يكفي لإقامة الدليل على جوازها.

وأما دليلنا من السنة المطهرة فالأحاديث المروية عن الصادق المصدوق الذي لا ينطق عن الهوى صلوات الله وسلامه عليه.

فعن جابر بن عبد الله قال: قال رسول الله ﷺ:

«رحم الله عبداً ، سمحاً إذا باع ، سمحاً إذا اشترى ، سمحاً إذا قضى ، سمحاً إذا اقتضى».

وعن أبي سعيد الخدري رضي الله عنه عن النبي ﷺ قال: «التاجر الصدوق الأمين مع النبيين والصديقين والشهداء».

وعن أنس رضي الله عنه قال: قال رسول الله ﷺ: «التاجر الصدوق تحت ظل العرش يوم القيامة».

وعن حكيم بن حزم رضي الله عنه قال: قال رسول الله ﷺ «البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما».

وعن عبد الله بن عمر رضي الله عنهما أن رجلا ذكر للنبي ﷺ أنه يخذع في البيوع فقال: «إذا بايعت فقل: لا خلافة».

وعن عبد الله بن عمر رضي الله عنهما، أن رسول الله ﷺ قال: «من ابتاع طعاما فلا يبيعه حتى يستوفيه».

إلا أن الإسلام وضع الضوابط والقواعد التي تضمن سلامة البيوع وصحة العقود ودفعه الغرر والسلامة من الضرر، وأكل أموال الناس بالباطل، وهو الأمر الذي تناولناه في موضع سابق لنا بالتفصيل وأبنا من خلاله موقف الشريعة الإسلامية من البيوع التي تتم في أسواق الأوراق المالية، فمن تعامل في محرم كان آثما، ومن أعان منهم على معصية كان عاصيا، ومن تصرف فيما لا يملكه ولم يكن مأذوناً في تصرفه كان فضولياً، ومن أعطى قرصاً جر نفعاً كان مرابياً، وكل امرئ بما كسب رهين.

* * *

المبحث الثاني

القوانين الحاكمة للتعامل في بعض بورصات الأوراق المالية

تمهيد:

إذا كان القانون الخاص لا يخرج في مفهومه العام عن كونه مجموعة من القواعد التي تنظم التعامل فيما بين الأفراد فإن المعاملات التي تتم في مختلف أسواق الأوراق المالية تختلف من سوق لأخرى في درجة تحصنها مما يشوبها من الغرر والتغريب والربا والتدليس والتزييف والأراجيف والمعاملات الصورية والوهمية وذلك باختلاف النظم الحاكمة للتعامل في كل منها . واختلاف القوانين الوضعية من بلد لآخر أمر طبيعي ذلك أنها تعبر عن فلسفة الشعوب والمجتمعات، والقيم والمعتقدات ، وتتعدد من حين لآخر بتعدد الحاجات وتغير الزمان والمكان، ولتواكب حركة التطور في شتى العصور والأزمان.

ومن الملاحظ أن معظم التشريعات السائدة في الدول العربية تحكمها قوانين متفرقة ومتشعبة حتى إنه ليصعب تلمس أي تشابه بين تشريع وآخر في الدول العربية ولو رجعنا إلى الوراء قليلاً- نجد أن معظم القوانين في الدول العربية ما هي إلا قوانين مقتبسة من القوانين الأمريكية والفرنسية ومن مجلة الأحكام العدلية المفاهيم التي تنظم الأنشطة التجارية لكل دولة على حدة ومن ثم كان من الطبيعي أن تختلف القوانين من بورصة لأخرى^(١)، وقد ترتب على اقتباس هذه التشريعات من الغرب أن جاءت هذه التشريعات بمفاهيم لم نألفها ومعتقدات لا ندين بها وإنما تعبر عن حضارات شعوبها ولذلك نرى معظم هذه التشريعات تستبيح التعامل في الأدوات الربوية، ولم يقف الأمر عن هذا الحد إذ يجري الآن في بعض الدول الإسلامية دراسة البيوع التي تتصف بالمقامرة لتطبيقها لديها كبيع الخيار في البورصات العالمية كأدوات استشارية اقتباساً من التشريعات الغربية التي يعدونها أكثر تطوراً^(٢).

كل هذه الممارسات وجدت من يُقبل عليها في المجتمع العربي إلا أن أغلبية المواطنين العرب وهم يدينون بالإسلام يعتقدون أن هذه الممارسات محرمة وحتى لو أقبلوا عليها

(١) د. مصطفى كمال طه - القانون التجاري - مرجع سابق، ص ٧١.

(٢) د. عبد العزيز الخياط، مرجع سابق، ج ٢، ص ٢٢٠.

فإنهم يشعرون بمرارة الذنوب والآثام، ولو منحت لهم فرص استثمار أموالهم.

النظم الحاكمة للتعامل في البورصات المصرية :

خلال نصف القرن الأخير صدرت عدة تشريعات تنظم التعامل في بورصات الأوراق المالية في مصر وقد تم التصديق على أول لائحة عامة لبورصات الأوراق المالية في مصر بمقتضى المرسوم الصادر في ٣١ ديسمبر سنة ١٩٣٣ وجرى العمل بها حتى عام ١٩٥٧.

وفي الثالث عشر من شهر يوليو سنة ١٩٥٧ صدر القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، بعد أن كان قد انقضى على العمل باللائحة السابقة ما يقرب من ربع قرن تغيرت خلاله الظروف الاقتصادية والمالية للبلاد، مما دعا إلى إعادة النظر فيها خاصة وأن هذه اللائحة كانت أيضا محل انتقاد نظرًا لما شابهها من عيوب في الترجمة -تقدح في دقتها- عند النقل من اللغة الفرنسية التي وضعت بها - إلى اللغة العربية- ثم صدرت اللائحة الداخلية بقرار وزير الاقتصاد برقم ٤٦ لسنة ٥٨ في ١٥ مايو سنة ١٩٥٨.

إلا أن التغيرات المالية والاقتصادية والاجتماعية التي صاحبت سياسة الانفتاح الاقتصادي اقتضت إجراء بعض التعديلات على بعض القوانين المعمول بها ، فصدر القانون رقم ١٢١ لسنة ٨١ بتعديل بعض أحكام القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية وكان من أحد التعديلات التي تضمنها هذا القانون إلغاء أحكام القانون رقم ٣٢٦ لسنة ١٩٥٣ في شأن التعامل في الأوراق المالية وإضافة مادتين جديدتين برقمي ٢٠ مكرر، ٥٤ مكرر على النحو التالي:

مادة ٢٠ مكرر: لا يجوز التعامل في الأوراق المالية سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمي أو غير مقيدة بالجدول إلا بواسطة أحد الوسطاء المقيدين ببورصات الأوراق المالية، ويكون الوسيط الذي تتم الصفقة بواسطته ضامنا لسلامة البيع ويقع باطلاً بحكم القانون كل تعامل بخلاف ذلك.

مادة ٥٤ مكرر: يقيد أعضاء مراسلون الوسطاء المقيدون في البورصات الأجنبية وذلك بشرط المعاملة بالمثل، وبشرط أن يعمل الوسيط المراسل عن طريق سمسار مصري.

ومع توجهات الدولة نحو صلاح المسار الاقتصادي وتوسيع قاعدة الملكية والتحول إلى اقتصاديات السوق الحر شرعت الدولة في إصدار قانون ينظم سوق رأس المال في مصر ويتفادى السلبيات التي كشفت عنها الممارسات خلال الفترة السابقة، ويستهدف رفع مستوى كفاءة البورصات المصرية وتحسين مستوى أدائها وترشيد آليات السوق والتي يغلب عليها عدم الرشادة الاقتصادية، فصدر القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية.

ومن أهم النصوص التي استحدثها القانون والتعديلات التي أدخلها ما يلي:

السماح بإصدار أسهم لحاملها^(١):

أجازت المادة الأولى من القانون إصدار الشركة أسهمًا لحاملها في الحدود ووفقًا للشروط التي تبينها اللائحة التنفيذية.

وإذا كان المشروع قد أضاف هذه الأداة بما يكفل تعدد روافد الاختيار بين المستثمرين، إلا أن الحدود والشروط التي أشارت إليها المادة السابقة لم تكن سوى عدد من القيود التي لا تترك معها للمستثمر خيارًا سوى الانصراف عن هذا النوع من الأسهم ومن هذه النصوص المقيدة.

(أ) ما نصت عليه المادة ١٢ من اللائحة التنفيذية للقانون بأنه لا يجوز استخراج بدل فاقد عن الورقة المالية لحاملها المفقودة.

(ب) ما نصت عليه المادة السابقة أيضًا في الفقرة الثالثة بأنه لا يجوز استخراج بدل تالف عن الورقة المالية لحاملها إلا إذا أمكن التعرف عليها وتحديد معالمها.

(ج) ما نصت عليه المادة الأولى من القانون بـ«ألا يكون لحاملي هذه السهم الحق في التصويت».

ورغبة من المشرع في تحجيم إصدار هذا النوع من الأسهم - والتي يبدو أنه قد مُهل على استحداثها بدعوى التطوير والتنويع - قيد المشروع إجازته لإصدار هذه الأداة بما نصت عليه المادة الأولى من اللائحة التنفيذية الفقرة الثالثة بـ«ألا يتجاوز المصدر من

(١) انظر مقالنا بالأهرام الاقتصادي - العدد ١١٧٠ في ١٧/٦/٩١ تحت عنوان «لا للأسهم لحاملها» التي ألغاهها القانون المصري» ردًا على المستشار محمود فهمي الرئيس السابق بهيئة سوق المال بمصر.

الأسهم لحاملها ٢٥٪ من جملة الأسهم التي أصدرتها الشركة.

معالجة قانون سوق رأس المال لمسألة الشركات المغلقة:

ومن النصوص التشريعية المعالجة للسليبيات التي كشفت عنها الممارسات خلال الفترة السابقة، ما نصت عليه المادة ١١ من قانون سوق رأس المال من قصر الإعفاءات الضريبية على شركات الاكتتاب العام دون الشركات المغلقة باستثناء المقيد منها في بورصة الأوراق المالية في تاريخ العمل بهذا القانون.

وقد أحسن المشرع صنعاً بإصدار هذا النص بعد أن تكشفت مثالب قيد هذه الشركات في السوق الرسمية، والتي تمثل نحو ٨٠٪ من جملة الشركات المقيدة في هذه السوق، ومع هذا لم تكن المقصورة تشهد تعاملًا عليها إلا لماماً. ليس هذا فحسب بل ساهمت هذه الشركات في إفساد جهاز الثمن وتحييد آليات السوق وتشويه الأسعار، وكيف لا والمؤسسون هم البائعون، وهم المسيطرون على السوق!

ومن المعروف أن هذه الشركات إما عائلية أو مملوكة لنفر قليل، وقد سارع أصحابها بتأسيسها وقيدتها في بورصة الأوراق المالية للتمتع بالإعفاءات الضريبية التي تقررت بالقانون لتحفيز المستثمرين وأصحاب رءوس الأموال على تأسيس الشركات وتوجيه أموالهم في استثمارات عينية أو خدمية للمساهمة في عمليات الإنماء الاقتصادي وتنشيط سوق رأس المال.

القانون يلزم بورصات الأوراق المالية بنقل الملكية في أقل من ٧٢ ساعة:

ومن النصوص التي استحدثها القانون وعالجت ما يراه البعض من العيوب الملازمة للأسهم الاسمية ما نصت عليه المادة ١٠٠ من قانون سوق رأس المال والتي تقضي بانتقال ملكية الأوراق المالية الاسمية المقيدة بإتمام قيد تداولها بالبورصات، وتنص ذات المادة على قيام البورصة بإخطار الجهة مصدرة الورقة بانتقال الملكية خلال ثلاث أيام من تاريخ القيد.

وقد ساهم هذا النص في إبطال حجج المنادين بإصدار أسهم لحاملها، بزعم أن عملية نقل الملكية لدى الجهة المصدرة للورقة المالية تستغرق شهراً كاملاً، وأن ذلك يعد من أهم معوقات تنشيط السوق، والحد من قدرته على تسهيل الأوراق المالية.

قصر التعامل في مجال الوساطة المالية على شركات المساهمة والتوصية بالأسهم:

ومن المواد التي استحدثها القانون وتعد طفرة بالتشريع لملاحقة التطور المذهل في

أسواق رأس المال ما نصت عليه المادة ١٢٤ من اللائحة التنفيذية بأن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في القانون شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالسهم، وقد ألزمت المادة ٣٤ من قانون سوق رأس المال ببيوت السمسرة بتعديل أوضاعها وفقاً لأحكام هذا القانون والقرارات المنفذة له خلال ستة أشهر من تاريخ العمل باللائحة التنفيذية لهذا القانون.

وقد أحسن المشرع صنعاً بإلزامه بيوت سمسرة الأوراق المالية أن تتخذ شكل شركات مساهمة أو التوصية بالسهم بعدما استبان لكافة الجهات العاملة في سوق المال والمراقبة لأداء سوق رأس المال أن هذه البيوت قد عجزت عن القيام بوظائفها الأصلية والتي تقتضي توفر قدرات مالية كبيرة لاستخدامها في عمليات تغطية الاكتتاب، والاستعانة بعدد وفير من الخبراء في مجال التحليل المالي والاستثمار بما يمكنها من الوقوف على مدى سلامة المراكز المالية للشركات وقدراتها على تحقيق الأرباح ودراسة المؤشرات، والتنبؤ باتجاهات الأسعار، وتقويم الاستثمارات المالية للمتعاملين في البورصات والناشدين الاستفادة من تقلبات الأسعار.

ورغبة من المشرع في الحد من قيد أوراق الشركات المغلقة والتي يغلب عليها طابع الشركات العائلية، والتي لا يرجى تعامل عليها أو انتقال لحيازتها إلا بوفاء أحد الشركاء، أو بقصد التلاعب بالأسعار، نصت المادة ٩٧ من اللائحة التنفيذية على أن يشطب سعر إقفال الورقة إذا مضت ستة أشهر متصلة دون عقد عمليات عليها، ويشطب قيد الشركة من البورصة إذا بلغت المدة المذكور سنة.

العمليات التطبيقية (عمليات المراجحة):

عالج المشرع مسألة العمليات التطبيقية والتي كان يقوم بها وسيط واحد باعتباره وكيلًا عن البائع ووكيلًا عن المشتري في ذات الوقت فنصت المادة ٩٢ من اللائحة التنفيذية على الآتي على شركة السمسرة في حالة قيامها بتنفيذ لأوامر صادرة إليها من طرفها الإعلان عن ذلك بطريقة واضحة على لوحة التداول لمدة نصف ساعة على الأقل قبل تنفيذ العملية، ويجوز لكل شركة خلال مدة الإعلان التدخل لتنفيذ العملية بذات شروط العميل بسعر أعلى من سعر الطلب أو أقل من سعر العرض واستحداث هذا النص يتفق مع التشريع الكويتي في المادة ٢٦ من لائحة البورصة عام ٨٤ والتي تنص على

أنه إذا كان الوسيط بائعاً ومشترياً في نفس الوقت فلا يجوز له عقد الصفقة مع نفسه إلا بعد أن يضيء اللون الأحمر المثبت باللوحة والانتظار لمدة دقيقتين له بعدها عقد الصفقة مع نفسه ما لم يتقدم أحد من الوسطاء خلال تلك المدة لإتمام الصفقة معه.

والنص في التشريع المصري أو الكويتي على الوجه المتقدم يراعي مصلحة العميل سواء كان بائعاً أم مشترياً ويتصف بالإنصاف بالنسبة لطرفي التعاقد.

ويتفق ذلك أيضاً مع توصيتنا في رسالتنا عن أسواق الأوراق المالية ، والتي اقترحنا من خلالها ألا يتعامل الوكيل بالعمولة والوسيط مع نفسه ولو لتنفيذ عملية تطبيقية إذا تصادف وصدر إليه أمر بالبيع وآخر بالشراء لذات الورقة وبذات السعر ما لم يكن قد عرض الورقة للبيع ولم يجد استجابة من جانب الطلب أو طلبها للشراء دون استجابة من جانب العرض خروجاً من الخلاف في جواز توكيل شخص عن العقدين في عقد واحد فضلاً عن إمكان الحصول على سعر أفضل للطرفين.

وقريباً من ذلك ما اتجه إليه المشرع الدانماركي من خلال المادة ١٩ من القانون رقم ٢٣٠ من إتمام الصفقة وفقاً للسعر الجاري وليس بالمقاصة إذا اشترط العميل ذلك.

Where a member of the stock Exchange has received orders to buy as well as to sell the same securities, he may execute the order to buy by delivery of such securities as he has orders to sell (Compensation) unless the principal has stipulated that the Order shall be executed at the quotation on the stock exchange. Where matching orders are executed by Compensation, the transactions shall be settled at the same price with buyer and seller.

الرقابة على اتجاهات الأسعار:

رغبة من المشرع في الحد من المناورات والمضاربات التي تشهد قاعات التداول في بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، والتي أدت إلى تحييد آليات السوق وإفساد جهاز الثمن وتشويه الأسعار وخلق قيم غير حقيقية Fabricated values لا تعكس بأي قدر حقيقة المراكز المالية للشركات المتعامل على أوراقها بالسوق وهو الأمر الذي ترتب عليه انفصام القيم السوقية عن المراكز المالية للشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية وأصبحت السوق ولأول مرة في تاريخها تبدو وكأن لها حياتها الخاصة مستقلة تماماً عن كل قواعد وأصول الاستثمار، لذلك لم يكن مستغرباً أن يتدخل التشريع لحماية

المتعاملين فيه، ويقلل من مخاطرة هيمنة حفنة من المضاربين على السوق واتجاهات الأسعار فنصت المادة ٢١ من قانون رأس المال رقم ٩٥ على حق رئيس البورصة وقف التعامل على أية ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه.

كما أجازت المادة ٢٢ لرئيس الهيئة إذا طرأت ظروف خطيرة أن يقرر تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار القفل في اليوم السابق على القرار، وتفرض هذه الأسعار على المتعاقدين في جميع بورصات الأوراق المالية.

وتتفق هذه النصوص مع القواعد التي تضمنتها اللائحة الداخلية لبورصة الكويت والتي تقضي بأنه يجوز للجنة السوق وعند الضرورة تحديد نسب تقلبات الأسعار بما يؤدي إلى تجاوز النسب المحددة ولمدة تزيد على ثلاثة أيام عمل لكل حالة، وقد حددت إدارة السوق الكويتية وحدات تغير الأسعار بنسب تتراوح بين ٠.٤٪ و ٠.٥٪.

ويقابل هذه النصوص في سوق عمان في نطاق الرقابة على الأسعار ما نصت عليه المادة ٦٧ من النظام الداخلي لسوق عمان المالي والتي تقضي بالآتي:

يحق للجنة البورصة أن تقرر نسبة الزيادة أو الانخفاض في أسعار الأوراق المالية في فترة التداول وفق ما تراه مناسباً، وللمدير العام أو من يفوضه في ذلك الحق في إيقاف التداول الذي يجري خلافاً لأحكام هذه المادة.

وعلى الرغم من وضوح دلالة هذه التوجهات والغايات التي توخاها المشرع في العديد من البلدان من حرص على حماية المتعاملين في هذه الأسواق من المضاربات والمناورات التي تؤدي إلى إفساد الأسعار، إلا أن هذه التوجهات قوبلت بالنقد من جانب بعض الليبراليين الذين يرون أن التدخل في حركة واتجاهات الأسعار وسلوك السوق من جانب الجهات المراقبة لأداء هذه الأسواق لا يتفق وقواعد اقتصاديات السوق وميكانيزم الأسعار.

ولعل أبلغ رد على الليبراليين هو ما تضمنه قانون بورصة باريس وهي إحدى دول الاقتصاد الحر حيث تستبيح النصوص التدخل في مسار الأسعار من جانب البورصة.

On the Cash market the chamber syndicate does not allow opening price for French bonds to differ by more than 2 to 3% from the closing

prices for the day before, and opening prices for French shares not to differ by more than 4 to 5 % from the closing price for the day before.

ويتفق ذلك جميعه مع توصيتنا التي وردت في ختام بحثنا عن أسواق الأوراق المالية بوضع سقوف علوية و حواجز سفلية لكبح جماح تقلب الأسعار، وأن مثل هذا الأمر لا يترك لجهاز السوق والذي لا يقوم غالبًا بدوره إلا في بطون الكتب، وأن ذلك يتحدد من خلال تحديد نسبة مئوية لارتفاع السعر أو انخفاضه عن إقبال اليوم السابق وكذلك توصيتنا في ذاك البحث بوقف التعامل على الأسهم التي يثبت تعرض الشركات المصدرة لها لخسائر جسيمة من شأنها الإضرار بالمتعاملين في السوق الذين تحيط بهم الجهالة في غياب المعلومات عن موقف الشركة، ومدى سلامة مركزها المالي، وقدرتها على تحقيق الأرباح، وتعظيم ثروة المساهمين.

إطلاق حرية الشركات في عملية قيد أوراقها المالية في جداول الأسعار ببورصات الأوراق

المالية في مصر:

اتجه المشرع اتجاها حميدًا بإلغائه النصوص المقيدة لحرية الشركات في مسألة قيد أوراقها المالية المصدرة بجداول الأسعار الرسمية بالبورصات المصرية، فقرر من خلال المادة ١٦ من قانون سوق رأس المال أن يكون قيد الأوراق المالية في جداول البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة لها. وكانت المادة ٥٥ من القانون رقم ١٦١ لسنة ٥٧ باللائحة العامة للبورصات تلزم كافة شركات المساهمة بقيد أوراقها المالية المصدرة في جداول الأسعار في السوق الرسمية، كما ألزمت ذات المادة في نفس الوقت لجان البورصات بأن تقيد من تلقاء نفسها جميع الأوراق التي تصدرها الشركات في جداول الأسعار إذا لم تتقدم الشركات صاحبة الشأن بطلب القيد في الميعاد المقرر.

إلا أن الغاية التي توخاها المشرع بتركة الخيار لهذه الشركات في مسألة القيد في جداول أسعار السوق الرسمية، لم تتحقق حيث جاء القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ في شأن سوق رأس المال خُلوًا من أي نص يسمح بإنشاء سوق غير رسمية في مصر باعتبارها البديل الوحيد للسوق الرسمية، الأمر الذي لا تجد معه هذه الشركات محيصًا من قيد أوراقها في السوق الرسمية حتى يتمكن حاملو أوراقها من تسيلها والتعامل عليها.

ويلزم هذا التنويه إلى أن البورصات الخاصة التي أجاز قانون سوق رأس المال إنشاءها بناء على اقتراح الهيئة، وموافقة الوزير ليست بديلاً للأسواق القائمة ولا

للأسواق غير الرسمية (الغائبة)، وقد أشار البنك الدولي في تقريره عام ١٩٩٢ إلى أن البورصات يجب أن تبقى كمنظمات مملوكة للقطاع الخاص. وأضاف التقرير أن قانون سوق رأس المال في مصر يتسم بالغموض في هذه المسألة، وهذا ما انتهى إليه رأينا أيضًا^(١).

صور أخرى من البيوع التي تجري في أسواق الأوراق المالية والتي تتسم بأعلى درجات المخاطرة والمقامرة

أولاً: الشراء الهامشي: Trading of Margin

نكون بصدد البيوع التي يطلق عليها الشراء الهامشي عندما يقوم المضارب (المشتري) باقتراض المال الذي يبذله في الشراء من شركة الوساطة المالية على أمل أن يصعد السعر، فيقوم ببيع الأوراق التي اشتراها محققاً هامشاً من الربح، ويردُّ المبلغ المقرض إلى الوسيط مع الفائدة المستحقة على القرض وقيمة العمولة، ولا يقوم المضارب عند التعاقد سوى بدفع نسبة من المبلغ المستثمر تبلغ في الولايات المتحدة ٢٥٪ فقط من جملة المال المستثمر.

Trading on margin is based on borrowing money from brokerage houses at a fixed and pre-determined rate of interest.

أما عن كيفية تنفيذ هذه المعاملات، فتتم عندما يتجه المضارب إلى إحدى شركات الوساطة ويطلب منه - على سبيل المثال - شراء مائة سهم IBM فيبادره الوسيط بالقول: ولماذا مائة؟ إنها فرصة العمر، فلتشر خمسمائة أو ألفاً. ويحاول إغراءه بشتى الطرق، فيخبره المضارب أنه لا يمتلك سوى قيمة مائة سهم، فيبادره الوسيط أنا أقرضك المال الذي تشتري به.

فإذا أتت الرياح بغير ما تشتهي السفن، وانخفضت أسعار هذه الأسهم، حينئذ يطلب الوسيط من العميل أن يدفع له مبلغاً من المال بقيمة الانخفاض في السعر بحيث يحتفظ دائماً بنسبة ٢٥٪ من رأس المال المستثمر لديه وهو ما يسمى بالهامش. فإذا لم يتمكن من السداد قام الوسيط ببيع جزء من أسهمه، فتراجع الأسعار مرة أخرى، وتستمر هذه العمليات في تسلسلها إلى أن تصل إلى حد الانهيار.

(١) تقرير البنك الدولي عام ١٩٩٢ - والجزء الخاص بسوق الأوراق المالية في مصر.

ومن المعلوم أن الشراء الهامشي كان عاملا حاسما في جميع الأزمات التي تعرضت لها الأسواق العالمية.

Many economists believe that excessive margin trading was one of the factors that caused securities prices to rise as high as they did in the late 1920 and then decline to the depths which they did in the early 1930s . It would seem that excessive speculation was bad for the country as a whole. (Charles Amos Dice, Stock Market, P163).

ثانياً : البيع على المكشوف : Short Sale

وعرفته الموسوعة الأمريكية بأنه: الذي يحدث عندما يبيع شخص ما لا يملكه.

A short sale occurs when a person sells shares that he does not yet own.

وعرفه Robert Wessel بأنه: عملية مضاربية تستهدف تمكين التجار (المضاربين) من التربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم.

A Short sale is a speculative transaction designed to enable traders to profit from declining stock prices.

وعرفه Fredrick Amling بقوله: البيع على المكشوف هو في جوهره بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، فإذا انخفض السعر قام المضاربون بشراء الأوراق المالية التي باعوها.

وهو ما يعني أن كلاً من الشراء الهامشي والبيع على المكشوف يقوم على القرض. فبينما يقوم الشراء الهامشي على اقتراض المضارب للمال الذي يشتري به الأسهم، فإن البائع على المكشوف يقترض أيضاً، ولكن ليس مالا وإنما الأوراق التي يرغب في بيعها، وهو ما يعني أن المضارب يبيع أصلا لا يملكه ثم يشتريه في تاريخ لاحق، فالبيع يسبق الشراء بينما الأصل أن الإنسان يشتري ثم يبيع لا أن يبيع أصلا لا يملكه ثم يشتريه وهذا يخالف الفطرة التي خلق الله الناس عليها.

والأمر الذي لا خلاف عليه بين المتعاملين والمشتغلين بأعمال البورصات أن البيع على المكشوف محفوف بالمخاطر، فاحتمال ارتفاع السعر أمر وارد بينما البائع هنا مضارب على الهبوط، الأمر الذي يضطر معه البائع إلى تغطية مركزه بخسارة كبيرة.

واحتتمالات وقوع البائع على المكشوف تحت الابتزاز أمر لا خلاف عليه وهو ما أكده

أيضا Jack Clark Francis .

بقوله: «إن الشخص الذي يشتري من البائع على المكشوف قد يبتزّه إذا ما ارتفعت الأسعار خلافا لتوقعات البائع، ويطالبه باستلام الأسهم. يعرض البائع على المكشوف على المشتري أن يشتري منه ما باعه إليه (على الورق) فيبتزّه المشتري بفرض السعر الذي يحدده هو بإرادته المنفردة، وإلا كان على البائع انتظار عقوبة السجن وهذا ما يسمى بـ:

Cornering the shorts or squeezing the Shorts".

وقد ذكر Chance في موسوعته عن المشتقات المالية أن أسواق الأوراق المالية تفرض العديد من القيود التي تستهدف الحد من البيع على المكشوف ما لم يكن متعلقاً بالمشتقات المالية.

Securities Markets impose several restrictions designed to limit or discourage short selling that is not applied to derivative transaction.

* * *

