

## الفصل الثاني

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

obeikandi.com

## 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 ويتهيبون أسواقها، وتحيط بالكثير منهم الجهالة بماهيتها، 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, but not one in forty understands<sup>(123)</sup>

فاذا كانت الشعوب الأوروبية التي نشأت البورصات في أحضانها لا تتجاوز نسبة العارفين بماهيتها ٢,٥٪ فلا غرابة ان أدار لها الناس ظهورهم وتوجسوا خيفة منها في البلاد حديثة العهد بها.

وهناك فريق من صغار المدخرين يرى أن هذه الأسواق هي ملققة 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 وينأى بجانبه عن «التعامل فيها» ويرى أنها ليست سوى منتديات للقمار، والتعامل فيها محفوف بالمخاطر والأضرار خاصة مع اشتداد سعار المضاربات over- heated speculation وعوامل الانهيار وتقلبات الأسعار المصاحبة للدورات الاقتصادية Business cycles وتدهور الأسعار مع أزمات الكساد وشيوع البطالة وإضرابات العمال 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 مقامراً ولا يشك في كونه مضارباً.

وهناك فريق أخير. 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 فى شراء أوراق مالية، ولم يسبق له أن عرف طريقه إلى أسواق الأوراق المالية، ذلك أنه كان قد أعتاد- بحكم إنتشار العادة المصرفية- أن يودع كافة مدخراته فى أحد البنوك الربوية التى تضمن له عائداً ثابتاً على مدخراته خال من المخاطرة ولا يرتبط بأوجه النشاط التى يمارسها ولا العوائد التى يحققها فان أول تساؤل يثور لدى هذا المدخر يدور حول الكيفية التى يشتري بها الأوراق المالية التى ينوى استثمار أمواله فيها، ولا يلبث هذا المدخر أن يجد الإجابة على تساؤله فى الاختيار بين أسلوبيين عليه أن يفاضل بينهما ويفضل.

**الأسلوب الأول:** أن يتوجه إلى البنك الذى يتعامل معه ويصدر إليه التعليمات بشراء الأوراق المالية التى يرغب فى استثمار أمواله فيها، وسيقوم البنك فى هذه الحالة بكافة الإجراءات بالنيابة عن العميل وفى حدود التعليمات التى تلقاها منه.

**الأسلوب الثانى :** أن يتصل مباشرة بأحد بيوت السمسرة Brokerage houses المتخصصة فى بيع وشراء الأوراق المالية. وهنا تثار المشكلة الثانية أمام العميل والتى تتمثل فى اختيار السمسار الذى سيقوم بصفته وكيلا عنه بتنفيذ أوامره، والذى يستطيع أن يحصل لعميله على أفضل الأسعار بئعاً كان أم مشترياً، ويقدم له أفضل الخدمات. وسيسعى العميل للبحث عن السمسار المالى المشهود له بالكفاءة والأمانة والسمعة الطيبة والذى يقوم حينئذ بدور المستشار المالى والاقتصادى للعميل<sup>(١٧٤)</sup> فيوجهه دائماً لما فيه مصلحته. وينبغى أن يكون هذا السمسار قادراً فى جميع الأوقات على أن يمد عميله بكافة المعلومات المتاحة عن السوق وإتجاهاتها والأوراق التى يرغب فى شرائها ومدى سلامة المراكز المالية لشركاتها. كما ينبغى أن يكون السمسار 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 إتجاهات الأسعار، أو المماطلة فى تنفيذ أوامر العملاء بدعوى التريث لحين تحسن مستوى الأسعار، على حين أن الأمانة ربما كانت تقتضى سرعة تنفيذ أوامر هؤلاء العملاء.

## أنواع الأوامر : Types of orders :

فإذا ما قرر العميل أن يصدر أمراً للسمسار بالبيع والشراء فإن من مصلحته -ولا ريب- أن يلم بأنواع الأوامر التى يمكن اعطاؤها للسمسار، وغنى عن البيان أن إحاطة المستثمر وإلمامه بهذه المعلومات من شأنه إبانة المقاصد على وجهها الصحيح بحيث لا يساء فهمها وكذلك دعم قدرة السمسار على التنفيذ. وقد لوحظ أن معظم المستثمرين

يفضلون التعامل وفقاً لسعر السوق "at the market" رغم إختلاف الميول والنزعات. ويمكن تقسيم الأوامر إلى نوعين رئيسيين (١٢٥).

الأول: أوامر صادرة وفقاً لسعر السوق Market orders .

الثاني: أوامر صادرة بسعر محدد Limit or Limited orders وكلا النوعين قد يكون بيعاً أو شراءً.

أما بالنسبة للنوع الأول وهي الأوامر الصادرة بسعر السوق، والتي اصطلح الفنيون على تسميتها "at the market" "au miex" فهي أبسط أنواع الأوامر التي يتلقاها السمسار 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 السمسار فور تلقيه الأمر بتنفيذه، أن يبذل قصارى جهده من أجل الحصول لعميله على أحسن سعر ممكن، ونظراً للسرعة التي يتم بها تنفيذ هذه الأوامر أطلق عليها الأوامر الفورية Immediate orders (١٢٦).

وأما بالنسبة للنوع الثاني من الأوامر Limited orders وهي التي تتضمن أسعاراً محددة للأوراق المعروضة للبيع أو تلك المطلوبة للشراء من جانب العميل، فهي على هذا النحو على النقيض من النوع الأول، حيث لا يترك تحديد الأسعار لاتجاهات السوق وظروفه (١٢٧).

إلا أن ثمة خلاف يدور حول الأوامر الفورية واندراجها تحت أى من النوعين السابقين. فبينما يرى فريق من الكتاب أن الأوامر الصادرة بسعر السوق هي أوامر فورية وواجبة التنفيذ في الحال (١٢٨) يحذر فريق آخر من الخلط بين الأوامر الصادرة بسعر السوق market orders والأوامر الفورية immediate ويرى هذا الفريق أن النوعين ليساً شيئاً واحداً وإنما شيئان مختلفان. فالأمر الفوري على خلاف الأمر الصادر بسعر السوق لا يترك فيه تحديد الأسعار لإتجاهات 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.

«اشترُوا لى فوراً مائة سهم من أسهم الشركة بسعر ٢٥٠٠ (قرش)».

"Buy 100 shares of "A" Common at 2500 p. t. immediatly"

فإذا كان سعر السوق يتجاوز هذا السعر يقوم السمسار بالغائه ويخطر العميل بظروف السوق.

وعلى ذلك يمكن التفرقة بين الفورية في النوعين (١٢٩) 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 السمسار بتنفيذ الأمر بأفضل سعر يمكن التوصل إليه.

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

إلا أن إصدار الأوامر على الوجه المتقدم قد يفضي إلى النزاع بين العميل والسمسار فقد يختلف المفهوم عن المقصود نظراً لقصور البيانات عن أداء المعنى المقصود. ولتوضيح ذلك نفرض أن أحد العملاء أصدر أمراً لأحد بيوت السمسرة في مصر لشراء مائة سهم من أسهم شركة النصر للملابس والمنسوجات «كابو» بسعر ١٠٠٠ قرش وأن سعر الإقفال السابق وفقاً لنشرة الأسعار الرسمية يوم ١٠/١/١٩٨٩ كان ١٠٣٠ قرشاً «بائع» ويفرض أن السعر لم يتراجع إلى ١٠٠٠ قرش، فهنا يثور التساؤل هل يعتبر أمر الشراء سارى المفعول بعد هذا التاريخ، وإذا كان الأمر كذلك يصبح السؤال ولتى؟

حقيقة الأمر أن أمر البيع أو الشراء إذا جاء خالياً من البيانات التي تحدد مدة سريانه يعتبر صالحاً لمدة يوم واحد good for one day بينما قد يختلف المقصود عن المفهوم، وسيضطر السمسار -إذا اقتضى الأمر- إلى تأويله interpret وفقاً للأعراف الجارية وهو غير متيقن مما يقصده العميل، وفي أغلب الأحوال يعيد السمسار الأمر إلى العميل لكي يستوفى الأخير بيان مدة سريان الأمر درءاً للشقاق والخلاف وحفاظاً على مصلحة العميل.

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

أولاً: بالنسبة للأوامر الصادرة بسعر السوق market orders فإنه يتم تنفيذها فوراً بسعر السوق ولذلك فليس هناك مدة لسريانها (١٣٠).

ثانياً: أوامر سارية المفعول ليوم واحد Day orders :-

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

ثالثاً: أوامر سارية المفعول لتاريخ معين ويتم إلغاؤها تلقائياً بعد هذا التاريخ .

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

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

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

good till Completed (open orders)

ويشور 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 السمسة 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 السمسار بالأمر المذكور ويطلب من العميل التوقيع على هذا التعزيز وإعادةه إلى مكتب السمسار إذا ما كان راغباً في استمرار سريان الأمر، فإذا ما وقع العميل على التعزيز وأعاد له مكتب السمسار امتد سريان الأمر ثلاثة أشهر أخرى، وفي حالة عدم إعادةه فإن السمسار يقوم بإلغائه تلقائياً ودون حاجة للرجوع إلى العميل<sup>(١٣١)</sup>.

- الأوامر بوقف الخسارة : stop loss orders :

وهناك نوع أخير 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

وهذا النوع من الأوامر تكاد تنعدم فرص إصداره في الأسواق غير الرأسمالية العالمية. وتفصيل ذلك ان حاملي الأسهم كما يحدهم 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 الى حد التوتر والاضطراب اذا ما كان من المحتمل أن يفقد العميل اتصاله بالسمسار 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 فى أفريقيا الوسطى، فى مثل هذه الظروف يصبح بوسع العميل بل وينبغى عليه استخدام هذا الأمر فيحدد سعراً أدنى من سعر السوق الجارى والفرق بين السعر الذى يحدده وسعر السوق فى ذلك الحين يمثل حدود الخسارة التى بوسعه تقبلها أو بإمكانه تحملها، فإذا انخفض السعر الى هذا المستوى يتحول أمره، stop order الى market order أى أمر بيع بأحسن سعر ممكن<sup>(١٣٢)</sup>.

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

ونظراً لما لاحظته من توالى نزول أسعار الأسهم طوال العام الميلادى السابق على أثر الإعلان عن المركز المالى للشركة وتدهور ربحيتها، أصدر للسمسار أمراً قبل سفره بإيقاف الخسائر وبيع الأوراق إذا بلغ السعر ١٣٩ قرشاً. فإذا إنخفض السعر الى القيمة التى حددها العميل الى ١٣٩ قرشاً يتحول أمر هذا الدبلوماسى من stop loss order الى market order أى إلي أمر بيع بالسعر الجارى حينئذ. وقد يختلف سعر البيع عن السعر المحدد فى أمر العميل stop loss order ولا غرابة فى ذلك فما أن يبلغ السعر ١٣٩ قرشاً إلا وتجرى عمليات جديدة على أساس السعر الجديد بعد التراجع وقد يكون أعلى سعر طلب شراء فى هذه الحالة أعلى أو أدنى من السعر بعد التراجع إلا أن هذه الفروق غالباً ما تكون زهيدة.

وقد عرفت أسواق الأوراق المالية فى مصر العديد من صور أوامر البيع والشراء والتى تختلف فى صيغتها من أمر لآخر ولكنها لا تخرج عن كونها تفريعا للأوامر المتعارف عليها والتى تصدر فى أى بلد فى العالم، وهى الأوامر الصادرة بسعر السوق أو تلك الصادرة بسعر محدد، إلا أنه من المشاهد فى الوقت الحاضر إندثار العديد من صور هذه الأوامر، وارتبط ذلك على أرجح الأقوال بانقراض الرأسمالية الوطنية التى كانت تعرف طريقها دائماً الى أسواق الأوراق المالية وكذا بإصدار القوانين الاشتراكية والتى كان لها أسوأ الأثر على بورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والاسكندرية وكان من ثمارها أن تحولت سوق الأوراق المالية فى مصر إلى جسد لا حياة فيه عاجز عن التقاط أنفاسه إلا بالقدر الذى يسمح ببقائه كالرجل المريض، على ان اندثار هذه الصور من أوامر البيع والشراء وإختفائها من حياة هذه الأسواق لا ينفى إمكان إصدار مثل هذه الأوامر بل وأى صور مستحدثة لأنها لا تخرج عن الاصل العام فى كون الأمر بسعر السوق أو بسعر محدد.

ومن صور أوامر البيع التي كانت سائدة الصور الآتية (١٣٣):

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 إختيار السمسار

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

### إعطاء الأمر: Giving The Order :

تبدأ العملية عادة باتصال المستثمر ببيت السمسرة الذي وقع عليه إختياره وقد يكون الإتصال شخصياً in person وهذا هو المسلك الأكثر شيوعاً وقد يكون هاتفياً إذا ما كان العميل معروفاً لدى بيت السمسرة Brokerage house فاذا ما اتجه العميل إلى مكتب السمسار إستقبله الموظف المسئول والموجود دائماً في هذا المكان لتلقى أوامر العملاء، فإذا ما ابلغه العميل برغبته في شراء الأسهم التي قرر أن يستثمر فيها جزءً 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 إلتزامات محددة على كلا الطرفين (١٣٤).

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 يستقبلون الأوامر التي ترد إليهم من مكاتبهم من خلال الاتصال الهاتفي وقيامهم بإبلاغ السماسرة أو مندوبيهم الرئيسيين - الموجودين حول المقصورة - بهذه الأوامر للعمل على تنفيذها.

ورغبة منا في توسيع دائرة المعرفة فلا مناص من قفزة ننتقل بها من نطاق البورصات المحلية بمعاملاتها المحدودة وإمكاناتها المتواضعة إلى البورصات العالمية ذات الإمكانيات غير المحدودة والمعاملات اليومية التي توصف - بأثة العصر - بأنها فلكية لا بأس 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 عدد 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 فإنه سيكون بوسعنا أن نلاحظ الاتي:

١- قيام الموظف التابع لبيت السمسرة فور تلقيه لأحد الأوامر في مقره بالبورصة من خلال الاتصالات الهاتفية بإبلاغه بذات الأسلوب إلى أحد موظفي المنشأة<sup>(١٣٥)</sup> الموجودين في ردهة البورصة Trading floor بالقرب من المقصورة التي يتم فيها تنفيذ الأوامر<sup>(١٣٦)</sup> Trading Post

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

٣- فور تسلم الأمر يعمل على تنفيذه بأفضل سعر ممكن إذا ما كان الأمر صادراً للتنفيذ بسعر السوق market order أما إذا كان الأمر محدداً limited order فإن السمسار يقوم في هذه الحالة بتحويله إلى أحد المتخصصين والذين يطلق عليهم في الولايات المتحدة الأمريكية specialists وهم أولئك الذين يجمعون بين وظيفة السماسرة والديلز Dealers - على النحو الذي سنفصله في موضعه في هذا الفصل - حيث يقوم هذا الأخير بتنفيذه عند أول فرصة مواتية وفقاً للسعر الذي حدده العميل<sup>(١٣٧)</sup>.

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

٥- يقوم السمسار الذى قام بالتنفيذ بالتوجه إلى حجرة الهاتف "phone booth" حيث يسلم هذه التعليمات إلى موظف التليفون والذي ينقلها بدوره إلى المكتب المركزى «المكتب الرئيسى للسمسار».

٦- يقوم المكتب المركزى عن طريق التليتيب Teletype بإبلاغ هذه المعلومات إلى المكتب الفرعى.

٧- يقوم المكتب الفرعى بإبلاغ العميل بأنه قد تم تنفيذ الأمر ويوافيه بفاتوره موضح بها السعر الذى تم به التنفيذ وكذلك الكمية المشتراه أو المباعه طبقاً للأمر الصادر إلى المكتب.

٨- آخر خطوة فى هذه الإجراءات هى عملية الانتقال الحقيقى Actual transfer لصكوك الأسهم من البائع إلى المشتري والوفاء بمقابل الشراء من المشتري إلى البائع وتتم هذه العمليات عن طريق غرفة المقاصة والتي قد تكون جهة خارجة عن البورصة(١٣٨).

وأما إذا كانت نية العميل هى عدم تسليم الأسهم المباعه أو عدم استلام الأوراق المشتراه بحيث لا يترتب على عقد هذه الصفقة انتقال حقيقى للأصول المالية المباعه فإن قوانين نيويورك(١٣٩) تعتبر العملاء فى هذه الحالة مقامرين على الفروق، ولذلك تعتبر هذه العمليات غير نافذه المفعول ولا شك أن الأمر الصادر من العميل ينطوى ضمناً على نية العميل فى انتقال الأوراق حقيقاً انتقالاً حقيقياً من حيازة البائع إلى حيازة المشتري(١٤٠).

### طريقة التنفيذ فى المقصورة :

لما كانت طرق او اساليب تنفيذ العمليات Methods of execution ليست واحدة فى جميع البورصات فلا مندوحة من التصدى للكيفية التي يتم بها تنفيذ العمليات فى مختلف الأسواق، فقد يكون من التوفيق والبعد عن التلفيق أن نتناول هذه المسألة فى ثلاث، نرى ان الجمع بينها لا يبقى بعده وجه الاختلاف.

الاولى: أسواق الأوراق المالية المحلية.

الثانية: أسواق الأوراق المالية فى الدول الأوروبية ونختار منها سوق لندن.

الثالثة : أسواق الأوراق المالية الأمريكية

## أولاً: أسواق الأوراق المالية في مصر:

يقوم بعض السماسرة عادة قبل إفتتاح الجلسة بعشر دقائق بتسليم البطاقات التي دونوا عليها عروض البيع أو طلبات الشراء - المكلفين بالتعاقد عليها من قبل العملاء - إلى الموظف المنوط به وضع جدول الأسعار، وهذا المسلك من جانب السماسرة ليس مبعثه الجبر والإلزام وإنما يحقق لهم حق الأولوية في التنفيذ عند تساوى الكميات المطلوبة والمعرضة وتساوى الأسعار أو كون أسعار الطلبات أعلى من أسعار العروض، أو كون أسعار العروض أدنى من أسعار الطلبات.

- يقوم موظف الجدول بتدوين كافة عروض وطلبات الأوراق المالية والأسعار المحددة لكل منها على اللوحة المعدة خصيصاً لهذا الغرض بالقرب من المقصورة ويمتنع عن تسلّم البطاقات عندما يذق أول جرس لإقفال الجلسة<sup>(١٤١)</sup>.

- عند بدء العمل يشرع السماسرة وأعاونهم في المناداة بأعلى أصواتهم بأسماء الأوراق المالية التي يطلبونها للشراء أو يعرضونها للبيع وغالباً ما يسرون نواياهم فلا يدرك الآخرون إن كانوا بائعين أو مشتريين حتى لا يستغل ذلك من جانب السماسرة الآخرين في فرض سعر عليهم ليس في مصلحة عملائهم. ويظل السمسار في ترديد إسم الورقة الى أن يستدعى سمع سمسار آخر يكون مكلفاً من قبل عملية بشراء أو بيع نفس الورقة فتجرى بينهما المداولات للاتفاق على السعر وغالباً ما يلجأ السمساران الى ثالث لإخباره بنية كل منهما بائعاً كان أو مشترياً فإذا ما كان السمساران بائعين أو مشتريين، لم يكن في هذه الحالة ثمة وجه للتعاقد بينهما وأما اذا كان احدهما بائعاً والآخر مشترياً تمت الصفقة.

- يجري تدوين العمليات فور التعاقد عليها في دفتر الجيب الصغير ويوقع كل من الطرفين علي دفتر الآخر كأول دليل على التعاقد.

- تحرر بطاقة لكل عملية تعقد ويوقعها الطرفان ويسلمها المشتري إلى الموظف المختص بالمقصورة ويوضح بهذه البطاقة اسم المشتري واسم البائع وكمية الأوراق محل التعامل ونوعها وسعرها<sup>(١٤٢)</sup>.

## ثانياً: تنفيذ العمليات في بورصة لندن :

تتبع بورصة لندن London stock exchange نظاماً فريداً unique system<sup>(١٤٣)</sup> من السماسرة والجوربز Jobbers وهو الأمر الذي يميزها عن سائر بورصات العالم في طرق وأساليب تنفيذ العمليات ذلك أن سوق لندن ليست سوقاً للمزاد العلني auc-tion market إذا جاز التعبير - كأغلب أسواق العالم حيث ان اسلوب التعامل في هذه السوق هو التفاوض والمساومة negotiatin and bargaining والسمسار في بورصة

لندن - خلافاً لدوره المتعارف عليه في شتى بورصات العالم لا يقوم بتنفيذ العمليات وإنما يقتصر دوره على الوساطة بين العميل والجوهر (Jobber) والذي يشبه تاجر الجملة في الأسواق السلعية "wholesaler" حيث لا يتعامل هذا الأخير مع الجمهور - وإنما يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه وإن كان يعمل بإسم وتحت مسؤولية أحد السماسرة.

وقد يثور التساؤل فلماذا يبيع الجوهر "Jobber" وممن يشتريه والإجابة على ذلك أنه لا يتعامل سوى مع أقرانه من السماسرة فيبيع إليهم أو يشتري منهم (١٤٤).

أما خطوات التنفيذ فتتم على الوجه التالي:

- ١- يعطى العميل أمراً إلى أحد بيوت السمسرة الذي وقع اختياره عليه.
  - ٢- يقوم بيت السمسرة على الفور بإبلاغه إلى السمسار بالبورصة للعمل على تنفيذه.
  - ٣- يقوم السمسار فور تلقيه لأمر العميل - من مكتبه - بالتوجه إلى المقصورة trading post التي يتم فيها التعامل على الورقة المطلوب التعاقد عليها قاصداً أحد الجواهر Jobbers الموجودين حول المقصورة والمتخصصين في التعامل على هذه الأوراق.
  - ٤- يستعلم السمسار من الجوهر عن الأسعار الجارية للأوراق المالية التي يعينها ولكن دون أن يكشف عن نواياه إن كان راغباً في البيع أو الشراء.
  - ٥- ما إن يقف السمسار على أسعار البيع والشراء من الجوهر حتى يبدأ معه التفاوض والمساومة بهدف تضيق الفجوة أو الفروق بين سعري البيع والشراء To narrow the spread between the bid and ask.
- فإذا لم يفلح فسوف يلجأ إلى جوهر آخر ويبدأ معه أيضاً عملية المساومات إلى أن يستشعر الرضا وأنه قد حصل على أفضل سعر ممكن، حينئذ سيتم الصفقة لحساب عميله.
- ٦- يتقاضى السمسار عمولة Commission من عميله وأما الجوهر Jobber فإنه يسعى دائماً إلى تعظيم أرباحه من خلال تعديل أسعار البيع والشراء كلما كان هناك مقتضى لذلك.

هذا عن سوق لندن واما الأسواق العالمية الأخرى سواء الأوربية أو الأمريكية والتي نخص بالذكر منها هنا بورصة باريس وبروكسل وكوبنهاجن وستوكهولم وزيورخ فإنه على الرغم من اختلاف سبل التطبيق فيها من بورصة لأخرى إلا أن هذه البورصات تلتزم جميعاً بنظام المزاد العلني.

## 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" وتعبنا الأمر وإقتفينا 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 (١٤٥).

دعنا نتصور الآن أن السمسار الأمريكي قد تلقى من خلال معاونيه بالبورصة أمراً صادراً إلى منشأته بشراء مائة سهم لشركة جنرال اليكترىك General Electric بأحسن سعر. فور تلقى الأمر سيقوم السمسار بالإتجاه إلى المقصورة Trading Post التي يجري التعامل فيها trading على الأوراق المذكورة وبمراجعة السمسار للأسعار المعلنة تبين له أنه قد تم تنفيذ عمليات لهذه الشركة بسعر  $62\frac{1}{8}$  دولار لذلك فإن السمسار لا يداخله أدنى شك - ما لم تكن الظروف القائمة غير طبيعية أنه سوف يكون بإمكانه تنفيذ العمليه بسعر قريب من هذا السعر، حينئذ يبدأ السمسار بالناداة معلناً إسم الشركة جنرال اليكترىك مستخدماً الاصطلاحات المتعارف عليها في السوق "what is G-E" وهو بهذه العبارة يستفسر عن السعر المعروض والمطلوب في المقصوره. فيرد أحد المحترفين floor traders الموجودين حول المقصورة بأن السعر ٦٢ إلى  $62\frac{1}{4}$  (62 to 1/4) واستخدام المصطلحات المختصرة على الوجه المتقدم (abbreviated terminology) يهدف إلى توفير الجهد خاصة في ظل سوق يموج بالمعاملات ويتزاحم ويتنافس فيه المتعاملون من المستثمرين والمضاربين والمقامرین، ولما كانت الأوامر محل التعاقد مازالت قائمه ، فان ذلك يعنى أنها لم تصادف قبولا حتى ذلك الحين ، ويوقن سمسارنا في هذه الحالة أنه لن يكون بوسعه الحصول على الأسهم المطلوبة بسعر ٦٢ دولار ولكنه يثق كل الثقة أن بوسعه الحصول على هذه الاسهم بسعر  $62\frac{1}{8}$  دولار، ومن ثم تبدأ محاولاته أملاً الوصول إلى هذا السعر الأخير، فينادى ٦٢ دولار ، ومن ثم تبدأ محاولاته أملاً الوصول إلى هذا السعر الأخير فينادى  $\frac{1}{8}$  لكل مائة (1/8 for 100) بما يعنى أنه علي استعداد لشراء مائة سهم بسعر  $62\frac{1}{8}$  دولار ، فإذا ما كان هناك سمسار آخر ينافس الآخرين في عملية البيع ، فمن المحتمل أن يقبل هذا السعر، فإذا ما وجد هذا السعر لديه قبولا، حينئذ سوف ينادى بأعلى صوته Call out sold بما يعنى موافقته علي أن يبيع بهذا السعر ، فإذا لم يظهر هذا البائع الذي أبدى استعداده للبيع بسعر  $62\frac{1}{8}$  دولار فإن سمسارنا هنا سوف يقبل  $62\frac{1}{4}$  دولار ، وهو واثق تماماً من القبول بهذا السعر.

فور تنفيذ العملية سوف يقوم كل من السمسارين بتسجيل رقم «بادج» الآخر بما يحدد شخصية المنشأة التي اشتركت معه في تنفيذ العملية. أما العقد الذي تم بموجبه تنفيذ هذه العملية Contract فهو عقد شفهي غير مكتوب وهذا لا يخل بالالتزام في أعراف البورصات المختلفة، حتى لقد ذهب أحد الكتاب إلى القول بالالتزام المتعاملين حتى لو كان أحدهم لصاً أو محتالاً في معاملاته خارج ردهة البورصة<sup>(١٤٦)</sup>.

ولو افترضنا أن الأمر الصادر إلى بيت السمسرة من العميل كان بيعاً ولم يكن شراءً فإن الأمر يقتضى من السمسار هنا أن يعرض الأسهم للبيع بذات السعر الذي اشترى به عند افتراضنا الأول أى  $\frac{62}{8}$  وسوف ينادى في هذه الحالة (100 at 1/8) لا شك أن الدافع وراء قبول السمسار لأن يعرض الأوراق بهذا السعر هو قيام سمسار آخر منافس بعرض نفس الورقة بسعر  $\frac{62}{8}$  والذي لم يصادف قبولاً من جانب المشترين. فأعرضوا عنه وفي نفس الوقت فإنه قد حاول أن يحصل لعميله على فرق مقداره  $\frac{1}{8}$  دولار يمثل الفرق بين أسعار الأسهم المعروضة والأسعار المطلوبة فاتخذ رقماً بينياً ووسطاً بين السعرين محققاً لعميله هذا الفرق.

المبحث الثاني : الوسطاء الماليون الذين لهم حق التعامل في البورصات وموقف  
الفقه الإسلامي منهم :

المنشآت والأشخاص الذين لهم حق التعامل والوساطة المالية في مختلف أسواق  
الأوراق المالية :

لما كانت طرق وأساليب تنفيذ العمليات في أروقة البورصات وحول مقصورتها  
تختلف من سوق لأخرى كان من الطبيعي أن تتباين التشريعات التي تحكم هذه  
الأسواق وأن تختلف طبيعة منشآت الوساطة المالية والأشخاص الطبيعية الذين يقومون  
بتنفيذ العمليات في مختلف أسواق الأوراق المالية.

ونتناول فيما يلي بقدر ما يحتمل البحث ويتسع المقام نماذج لمنشآت الوساطة المالية  
في بعض البلدان والتي يركن اختيارها من جانبنا إلى أسباب موضوعية وهذه البلاد  
هي مصر والكويت ولندن والولايات المتحدة الأمريكية.

أولاً : الأشخاص الذين لهم حق التعامل والوساطة في أسواق الأوراق المالية في  
مصر (١٤٧) :

- |                                     |                            |
|-------------------------------------|----------------------------|
| Agent de change (commission broker) | (١) السمسار                |
| Commission principal                | (٢) المندوب الرئيسي        |
| Remisier                            | (٣) وسيط له حق التعامل     |
|                                     | (٤) وسيط ليس له حق التعامل |

السمسار: السمسار هو وكيل بالعمولة تتوفر فيه كافة الشروط التي تؤهله للقيد في  
قائمة السماسرة والتي حددتها اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية وذلك لضمان  
كفايته المالية ونزاهته واستقامته وقدراته العلمية، وإمامه بالنواحي الفنية ويمتنع -  
بمقتضى القانون - التعامل في الأوراق المالية دون وساطة السماسرة المقيدين  
ببورصات الأوراق المالية المصرية، سواء كانت الأوراق المتعامل عليها مقيدة في جدول  
البورصة الرسمي والمؤقت، أم غير مقيدة وهو ما تقضى به المادة ٢٠ مكرراً من القانون  
رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ المضافة بالقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ بأنه «لا يجوز التعامل  
في الأوراق المالية سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمي أم خارج الجدول إلا  
بواسطة أحد السماسرة المقيدين ببورصات الأوراق المالية، ويكون السمسار الذي تتم  
الصفقة بواسطته ضامناً لسلامة البيع، ويقع باطلاً بحكم القانون كل تعامل على خلاف  
ذلك» (١٤٨).

هذا، وتنص المادة ٧٤ من القانون التجارى على أنه «لا تعد العمليات التى تجرى فى سوق الأوراق المالية صحيحة إلا إذا تمت عن طريق السماسرة المقيدين فى القائمة المعتمدة من لجنة السوق».

وقد جاء فى مذكرة رئيس لجنة سوق الأوراق المالية فى موضوع إمتياز السماسرة فى التعامل فى الأوراق المالية فى ١٧ ديسمبر سنة ١٩٥٢ ما يلى:

«إن قصر التعامل فى القراطيس على المحترفين المقيدين بالسوق لا يعتبر على الرغم من تسميته امتيازاً أو إحتكاراً بالمعنى الدارج للكلمة بل هو إقرار لحالة تتطلب ألا يمارسها إلا المختصون فى السوق وذلك لدقة هذه السلعة وخطورتها فى التداول شأنها فى ذلك شأن تداول العقاقير التى لا يسمح بها إلا للصيادلة المؤهلين(١٤٩).

ونظراً لأن سوق الأوراق المالية فى مصر قد إستوتحت لوائحها من سوق باريس، فلا غرو أن ينص القانون الفرنسى التجارى فى المادة ٧٦ منه على الآتى:

«للسماسرة وحدهم - كما ميزهم القانون - حق إتمام الصفقات على القراطيس المدرجة وعلى غيرها متى كانت قابلة للتسجيل فى جدول الأسعار.

والقاعدة هى عدم جواز وكالة السمسار عن الطرفين بسبب تعارض المصالح ولكن الشارع فى مصر قد أباح ذلك فى حالة استثنائية فقرر بمقتضى المادة ٣٥ فقرة ثانية من اللائحة العامة جواز الوكالة عن الطرفين إذا كان السعر المطلوب واحداً حيث تندرىء بذلك المخاوف من تلاعب السمسار (شريطة أن يكون السعر موافقاً لآخر سعر إقفال سابق)(١٥٠).

إلا أنه قد استلقت نظرنا وشد انتباهنا أن الصفة التى يمارس بها هؤلاء الأفراد أعمالهم كسماسرة أوراق مالية بمقتضى اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية لا تتفق وصحيح القانون، فالقانون يفرق فى غير لبس بين السمسار والوكيل بالعمولة.

اذ تنص المادة ٦٦ من القانون التجارى على أن السمسار الذى لا يذكر وقت العمل إسم عميله يكون مسئولاً عن الوفاء بذلك العمل ويعتبر وكيلا بالعمولة(١٥١).

ولما كان السمسار يتعامل بإسمه ولا يرد - على الإطلاق - لإسم العميل عند التعامل ذكراً سواء كان بائعاً أم مشترياً، فلا مناص من التسليم بأنه وكيل بالعمولة وليس سمساراً. ويؤيد ما ذهبنا إليه فى هذا الصدد ما نصت عليه المادة ٨١ من القانون التجارى والتى عرفت الوكيل بالعمولة بأنه هو الذى يعمل عملاً بإسم نفسه أو بإسم شركة بأمر الموكل على ذمته فى مقابل أجره أو عمولة. ولهذا ذهب شراح القانون إلى أن عقد السمسرة عقد مميز لا يختلط بغيره من العقود القريبة منه كعقد الوكالة بالعمولة وعقد الوكالة التجارية، فهو يتميز عن الوكالة فى أن الوكيل بالعمولة إنما

يتعاقد بإسم نفسه لحساب الموكل - والسمسار لا يتدخل فى العقد المبرم عن طريقه ونتيجة جهوده، وإنما تقتصر مهمة السمسار إذن على الوساطة بين شخصين يرغبان فى التعاقد دون أن يكون السمسار تابعاً أو نائباً عن أحدهما فى إبرام العقد<sup>(١٥١)</sup>.

وقد حددت محكمة النقض دور السمسار بأنه يقتصر على التقريب بين شخصين لإتمام الصفقة دون أن يكون له شأن فيما يتم التعاقد عليه<sup>(١٥٢)</sup>.

ولما كان ذلك يخالف الواقع والواقع أيضاً يخالفه، ذهب بعض شراح القانون وفقهاؤه إلى القول بأن سمسار البورصة وكيل بالعمولة وليس وكيلاً عادياً لأنه يتعاقد باسمه وتحت مسؤوليته وبحيث لا يظهر إسم العميل، وهو ما يفسر أسباب منع دخول العملاء فى مقصورة البورصة، وكان السماسرة هم أصحاب الشأن<sup>(١٥٣)</sup>.

ولذلك لم يكن من قبيل المصادفة أن يشاهد الرائي تلك اللافتات التى تصدر منشآت قدامى السماسرة الذين لهم فى البورصات قدم راسخة، وكذا عناوينهم التى تصدرت مطبوعاتهم، وأغلبها يشير إلى أنهم وكلاء بالعمولة أو وكلاء ببورصة الأوراق المالية.

وقد تأيد رأينا فى هذا الصدد بما ذكره أحد أعلام القانون التجارى أن سمسار البورصة ليس سمساراً بالمعنى الدقيق، أى الذى يقتصر على التعريف بشخصين يريدان أن يتعاقدا بل هو وكيل بالعمولة لأنه يتعامل بإسمه هو ولحساب عميله ولا يكشف عن شخصية هذا العميل، ويضمن سلامة الصفقة، وترجع أهمية التفرقة بين الصفة التى يزاول بها هؤلاء الأفراد أعمالهم كسماسرة أو وكلاء بالعمولة إلى أن عقد الوكالة يختلف عن عقد السمسرة، وكل منهما يرتب التزامات محددة فى ذمة الموكل و ذمة الوكيل<sup>(١٥٤)</sup> تناولها شراح القانون وفقهاؤه بالإسهاب والتفصيل، ونحيل على مؤلفاتهم من أراد أن يستزيد.

معاونو السمسار:

يعمل لدى السمسار أشخاص تابعون له يعملون لحسابه وتحت مسؤوليته وهم المندوبون الرئيسيون والوسطاء.

(١) المندوب الرئيسى : Commis Principal :

هو مستخدم يعمل بأجر عند سمسار مكلف بمعاونته فى تنفيذ الأوامر فى المقصورة، ولا يجوز له أن يشتغل إلا بإسم السمسار الذى يتبعه وأحسابه وتحت مسؤوليته (م ٣٩ من اللائحة العامة للبورصات) ويحظر على المندوب الرئيسى أن يكون طرفاً فى العمليات التى يعقدها السمسار أو أن يعمل لحسابه الخاص بأية حال من الأحوال (مادة ٤٠ من اللائحة العامة).

## الوسيط : Remisier :

هو الذى يجلب العملاء للسمسار، وهو أداة إتصال بين العميل والسمسار، يتلقى الأوامر من العملاء فيما عدا الأعضاء المنضمين ويبلغها للسمسار.

والوسطاء نوعان: وسطاء لهم حق التعاقد ووسطاء ليس لهم حق التعاقد، والوسطاء الذين لهم وحدهم حق التعاقد هم الذين يجوز لهم دخول المقصورة لتنفيذ الأوامر الموكلة إليهم بإسم السمسار الذى يتبعونه ولحسابه وتحت مسئوليته (م ٤٧ لائحة عامة).

هذا ولا يجوز الجمع بين عملى المنسوب الرئيسى والوسيط ولا يجوز لأيهما أن يلتحق بأكثر من بيت سمسرة واحد.

موقف الفقه الاسلامى من سماسرة الأوراق المالية (الوكلاء بالعمولة):

تناولنا فيما تقدم موقف القانون الوضعى من سماسرة الأوراق المالية وإنتهينا إلى أن سماسرة الأوراق المالية فى مصر يمارسون أعمالهم كوكلاء بالعمولة وإن تسموا بغير مسمياتهم وصفاتهم القانونية. وسنخرج من القانون الوضعى إلى القانون السماوى لتتعرف على موقف الفقه الإسلامى فى مسألة الوكالة بالعمولة.

## السمسار فى اللغة :

السمسار لغةً كلمة فارسية معربة والجمع سماسرة، والمصدر السمسرة وقيل أن السمسار هو القيمُّ بالأمر الحافظ له وهو فى البيع اسماً للذى يدخل بين البائع والمشتري متوسطاً لإمضاء البيع<sup>(١٥٥)</sup> وسمسار الأرض هو العالم بها<sup>(١٥٦)</sup>. وعن طاوس عن ابن عباس رضى الله عنهما قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم لا تلقوا الركبان ولا يبيع حاضر لباد. قلت لابن عباس، ما قوله «ولا يبيع حاضر لباد؟ قال لا يكون له سمسار»<sup>(١٥٧)</sup>.

أحكام الوكالة فى الشريعة الإسلامية وأدلتها وتطبيقها على السماسرة :

الوكالة (بفتح الواو وكسرها) هى فى اللغة الحفظ والكفالة والتفويض واصطلاحاً ففى ذلك تفصيل فى المذاهب.

الشافعية - قالوا : الوكالة هى أن يفوض شخص شيئاً إلى غيره ليفعله حال حياته إذا كان للمفوض الحق فى فعل ذلك الشيء مما يقبل النيابة.

الحنابلة - قالوا : الوكالة هى استنابة شخص جائز التصرف شخصاً مثله جائز التصرف فيما تدخله النيابة من حقوق الله تعالى وحقوق الأدميين.

الحنفية - قالوا : هي أن يقيم شخص غيره مقام نفسه في تصرف جائز معلوم على أن يكون الموكل (بكسر الكاف) ممن يملك التصرف.

المالكية - قالوا : الوكالة هي أن ينيب شخص غيره في حق له يتصرف فيه كتصرفه دون أن يقيد الإثابة بما بعد الموت(١٥٨).

ويقول صاحب كفاية الأختيار. كل ما جاز للإنسان أن يتصرف فيه بنفسه جاز أن يوكل فيه أو يتوكل(١٥٩).

والوكالة بالمعنى المتقدم جائزة بالكتاب والسنة والإجماع(١٦٠) أما الكتاب فلقوله تعالى «فابعثوا أحدكم بورقكم هذه الى المدينة فلينظر أيها أزكى طعاماً فليأتكم برزق منه»(١٦١). وهذه وكالة، وأما السنة فيما روى عنه ﷺ أنه وكل عمرو بن أمية الضمري في قبول نكاح أم حبيبة وأبا رافع في قبول نكاح ميمونة(١٦٢)، وما ورد عن جابر بن عبد الله رضي الله عنهما قال : «أردت الخروج إلى خيبر فأتيت النبي ﷺ فقال: «إذا أتيت وكيلي بخيبر فخذ منه خمسة عشر وسقا فان إبتغى منك أية فضع يدك على ترقوته(١٦٣) وفي الحديث دليل على شرعية الوكالة والإجماع على ذلك.

وكل من صح تصرفه في شيء وكان مما تدخله النيابة صح أن يوكل فيه رجلاً أو امرأة مسلماً كان أو كافراً. ولا يعلم خلافاً في جواز التوكيل في البيع والشراء لأن الحاجة داعية إلى التوكيل فيه، لأن الموكل قد لا يكون ممن يحسن البيع والشراء أو لا يمكنه الخروج إلى السوق، وقد يكون له مال ولا يحسن التجارة فيه وقد يحسن ولا يتفرغ وقد أباحها الشرع وفقاً للحاجة وتحصيلاً لمصلحة الأدمى، وكل ما جاز التوكيل فيه جاز إستيفأؤه في حضرة الموكل وغيبته. وهذا مذهب مالك(١٦٤).

ونعرض فيما يلي للشروط والأركان التي ذكرها فقهاؤنا الأعلام والتي بها تصح الوكالة مع مقارنتها بعقد وكالة سمسرة الأوراق المالية.

- لا تصح الوكالة إلا بالإيجاب والقبول لأنه عقد تعلق به حق كل واحد منهما (الموكل والوكيل)، فافتقر إلى الإيجاب والقبول، ويجوز الإيجاب بكل لفظ دل على الأذن نحو أن يأمره بفعل شيء أو يقول اذنت لك في فعله ويستدل على ذلك من قوله تعالى عن أهل الكهف «فابعثوا أحدكم بورقكم هذه إلي المدينة فلينظر أيها أزكى طعاماً فليأتكم برزق منه وليتلطف» ولأنه لفظ دل عليه، ويجوز بكل فعل دل على القبول نحو أن يفعل ما أمره بفعله(١٦٥).

ويتطبيق ذلك على عقد الوكالة التي يقوم بها سمسار الأوراق المالية في البورصات فإن الأمر الصادر من العميل إلى الوكيل بالبيع أو بالشراء يعد إيجاباً، وتلقى الأمر من

جانب السمسار وشروعه في تنفيذه يعد قبولاً، وبذلك يتوفر في هذا العقد أهم أركانه وهو الإيجاب والقبول<sup>(١٦٦)</sup>.

ويجوز تعليقها على شرط كقوله إذا جاء الشتاء فاشتر لنا فحما وإذا طلب منك أهلى شيئاً فادفعه إليهم. وبهذا قال أبوحنيفة والشافعي، ويستدل على ذلك من قول المصطفى صلى الله عليه وسلم: أميركم زيد فإن قتل فجعفر، فإن قتل فعبدالله بن رواحه.

وبتطبيق ذلك على عقد الوكالة في البورصة فإنه قد استبان من خلال الممارسات مع وكلاء البورصات أن الأوامر الصادرة إليهم غالباً ما تكون مقيدة لتصرف الوكيل، فإذا كان الأمر صادراً بسعر محدد للأوراق المعروضة أو المطلوبة فهو توكيل معلق على شرط، وهو الامتناع عن تنفيذ الأمر الصادر إليه حتى يبلغ السعر في السوق السعر الذى حدده موكله، ويظهر عقد الوكالة المعلق على شرط بصورة أكثر وضوحاً في حالة الأوامر الصادرة من الموكلين إلى الوكلاء لوقف الخسائر فيما يسمى عند المتخصصين Stop loss orders وذلك إذا ما اتجه السعر نحو الإنخفاض وخشى المستثمر من استمرار الخسارة، لذلك فإنه يأمر وكيله أن يبيع الأوراق المبينة في الأمر إذا انخفض السعر إلى مبلغ يحدده في الأمر، ولذلك فإن هذا الأمر يظل معلقاً على شرط ولا يتم تنفيذه إلا عند تحقق هذا الشرط.

ولما كان التوكيل يجوز بجعل وبغير جعل «أجرة أو عمولة» فإذا وكل شخص ما في بيع أو شراء إستحق الأجر إذا عمله، وكان رسول الله صلى الله عليه وسلم يبعث عماله لقبض الصدقات «الزكاة» ويجعل لهم عمالة «أى عمولة أو أجرة»<sup>(١٦٧)</sup>، لذلك فلا غضاضة ولا كراهية في تقاضى السمسار أى الوكيل لهذا الجعل.

ولما كانت لاتصح إلا في تصرف معلوم. وقد خالف في ذلك أبى ابن ليلى<sup>(١٦٨)</sup> فمن المعلوم أن الأمر بالبيع أو الشراء وهو الموكل إنما وكل السمسار وهو الوكيل في تصرف معلوم وهو البيع أو الشراء لأصول مالية معلومة ومحددة تحديداً نافياً للجهالة على وجه لايشوبه غرر كثير ولاقليل، ومن المعلوم أن البيوع التى يجرى تنفيذها فى أسواق الأوراق المالية تتم على أصول مالية توصف جميعاً بأنها مثلية ولا مجال لاختلاف العلم المتعلق بالصفة عن العلم المتعلق بالحس هنا.

ولما لم يكن للوكيل البيع مطلقاً بدون ثمن المثل ولا بغير نقد حال ولا بغير فاحش، ولأن العرف يدل على ذلك فهو بمنزلة التنصيص فإنه بتطبيق ذلك على الوكيل بالعمولة فى بورصات الأوراق المالية فى مصر يسترعى إنتباهنا توافق هذه الشروط، فالتعامل من خلال سوق للمزايدة تتلاشى من خلاله احتمالات الحاق الغبن الفاحش أو اليسير

بالموكل، والبيع كلها عاجلة وفورية، ولأن الأسعار معلنة يصبح لدينا دائماً سعر واحد، الأمر الذي يستبعد معه إمكان استفادة فئة دون أخرى أو وجود أكثر من سعر للورقة الواحدة في آن واحد. ولا يشترط ذكر قدر الثمن - ذكره القاضي وقال أبو الخطاب: «لا يصح حتى يذكر قدر الثمن» بينما يرى ابن قدامة أن ذكر الثمن قد يضر لأنه قد لا يجد بقدر الثمن، ومن اعتبر ذكر الثمن جوز أن يذكر له أكثر الثمن وأقله (١٦٩).

والرأى على هذا النحو لا يتصور إلا إذا سألت به خبيراً بل وكأنما يتحدث أصلاً عما يجري في أسواق الأوراق المالية، فحقيقة الأمر أن الأسعار تتحدد والصفقات تتعقد عند أعلى سعر طلب وأدنى سعر عرض، ووضع حد أدنى أو أعلى للسعر من الأعراف الجارية في شتى أسواق الأوراق المالية فيما يطلق عليه السعر بالحد، إذ يحدد العميل حداً أدنى لسعر البيع «أو حد أعلى في حالة الشراء» بحيث يمتنع على السمسار البيع بأقل من هذا الحد ويصبح لزاماً عليه في هذه الحالة أن يبيع بأول سعر في البورصة يعادل أو يزيد عن الحد الأدنى «الوارد في أمر الموكل» ولا يجوز له التأجيل بحجة التريث أملاً في سعر أحسن وإلا كان مسئولاً في حالة انخفاض الأسعار وفوات الفرصة.

وكل وكيل جاز له التوكيل فليس له إلا أن يوكل أميناً لأنه لانظر للموكل في توكيل من ليس بأمين (١٧٠).

ولما كان معاونو السمسار من المندوبين الرئيسيين والوسطاء الذين لهم حق التعاقد يشترط فيهم بمقتضى اللائحة العامة للبورصات الأمانة والنزاهة والمقدرة فقد تحقق فيهم هذا الشرط أيضاً.

ويرى المالكية والشافعية والحنابلة أن من وكل في بيع شيء لم يجز له أن يشتريه لنفسه، واللفظ هنا للحنابلة (١٧١).

وتقضى المادة ٣٥ من اللائحة العامة للبورصات بأنه لا يجوز للسمسار أن يعقد عمليات لحسابه الخاص أو لحساب زوجته أو أحد أقاربه أو أصهاره إلى الدرجة الرابعة ولا يحل للوكيل تعدي ما أمره به موكله فإن فعل لم ينفذ فعله لقول الله تعالى: ﴿ولا تعتدوا إنه لا يحب المعتدين﴾ (١٧٢) فوجب من هذا أن من أمره موكله بأن يبيع أو يبتاع له شيئاً بثمن مسمى، فباعه أو إبتاعه بأكثر أو أقل ولو بفلس، فما زاد لم يلزم الموكل ولم يكن البيع له أصلاً لأنه لم ينفذ البيع لأنه لم يؤمر بذلك (١٧٣).

وعلى ذلك جرت كافة الأعراف واللوائح في أسواق الأوراق المالية، ولذلك تقضى المادة ٦٨ من اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية في مصر بالأتي:

«تعتبر العملية مقبولة نهائياً من جانب العميل مالم يرسل اعتراضاً مكتوباً ومسبباً بمجرد تسلمه الإخطار، وعلى الأكثر قبل الميعاد المعين لتسلم الأوراق المتعاقد عليها أو تسليمها.

### ثانياً: القائمون بأعمال الوساطة في بورصة الكويت للأوراق المالية:

يختلف مفهوم الوسيط في بورصة الكويت من مفهوم الوسيط في بورصة الأوراق المالية في مصر، وقد أجريت عدة تعديلات علي اللائحة الداخلية لبورصة الكويت والتي كان آخرها بمقتضى المرسوم الصادر في ١٩٨٤/٨/٨ في شأن ادراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت، وتضمن هذا المرسوم إلغاء أحكام المواد من ٢٠ إلى ٣٠ من اللائحة الداخلية، وقد حدد المرسوم المشار إليه الشروط الواجب توافرها في الوسيط على الوجه التالي: -

يقصد بالوسيط في مجال تطبيق أحكام هذا المرسوم من يقوم بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية في سوق الكويت للأوراق المالية، وتقتصر عمليات الوساطة في السوق على الشركات المرخص لها بذلك، ويقصد بممثل الوسيط الشخص الذي تقوم الشركة بتعيينه لكي ينوب عنها في القيام بأعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية<sup>(١٧٤)</sup>.

ويقصد بمعاون الوسيط الشخص الذي يتبع الوسيط ويعاون ممثله في أعمال الوساطة «مادة ١».

ويستفاد من نص هذه المادة أن الأشخاص المرخص لهم بالعمل في الوساطة في بورصة الكويت هم:

- ١- الوسيط .
- ٢- ممثل السمسار .
- ٣- معاون السمسار .

ثالثاً من لهم حق التعامل والوساطة في بورصة لندن :

#### London Stock Exchange :

كما سبق التنويه عند تناولنا لطرق وأساليب تنفيذ العمليات في بورصة لندن فإن المعاملات في هذه السوق تقوم على نظام فريد وليس له مثيل في كافة بورصات العالم إذ يقوم هذا النظام على الوساطة والتجارة معا وذلك من خلال .

- ١- السماسرة Borkers .
- ٢- الجويرز Jobbers .

أولاً: السمسار : السماسرة فى بورصة لندن لا يتعامل بعضهم مع بعض وهو ما يميز هذه السوق عن غيرها من الأسواق، وإنما يتعامل السمسار بصفته وكيلًا بالعمولة مع «الجوربر» بصفته تاجرًا للأوراق المالية<sup>(١٧٥)</sup> .

ثانياً: الجوربر : هو تاجر جملة "Wholesaler" ويطلق عليه أحياناً لفظ "Dealer"، ويتخصص الجوربر فى بيع وشراء بعض إصدارات الأوراق المالية، ويمتنع عليه التعامل مع الجمهور مباشرة وإنما من خلال أحد سماسرة الأوراق المالية<sup>(١٧٦)</sup> .

والجوربر يبيع ويشترى لحسابه إلا أنه يعمل باسم وتحت مسئولية أحد سماسرة الأوراق المالية ولكنه لا يتعامل مع السمسار الذى يتبعه يبيعاً ولا شراءً.

ورغم أن «الجوربر» يعتبر من صناع السوق market maker ويعمل - حسبما يرى علماء الاستثمار - على إستقرار الأسعار إلا أنه لا يلتزم بدعمها أو مؤازرتها إذا اقتضى الأمر- وذلك خلافاً لما يقوم به «الاسبشيا ليست» فى الولايات المتحدة الأمريكية.

وإذا كان السمسار يتقاضى عمولة فإن الجوربر يحقق ربحاً يطلق عليه Jobber,s turn ويمثل الفرق بين سعر البيع والشراء The spread between offer price and bid price.

ويعتبر الجوربر بحق أحد أركان السوق وأهم عنصر فى قيامه، فمن خلاله يتم عقد الصفقات وبغيره لا تتم، يقترب منه السمسار كلما أراد أن ينفذ أمراً صادراً إليه بالبيع أو الشراء، فإذا كان السمسار بائعاً كان الجوربر مشترياً وإذا كان الجوربر مشترياً كان السمسار بائعاً.

فالجوربر ليس كسائر المستثمرين ولا بعضهم، فهو لا يحتفظ بما لديه من أسهم كلما وسعه ذلك، ذلك أنه إنما يشتري لبيع أملاً أن يحقق هامشاً معقولاً من الربح، وحينما يبيع فإنه يأمل أن يسترد ما باع بثمن أقل.

وغالباً ما يستخدم الجوربر فراسته فى التعرف على نية السمسار إن كان راغباً فى البيع أو قاصداً الشراء، فيحدد له فى ضوء تنبؤاته سعري البيع والشراء، خاصة وأن السمسار لا يكشف عن نواياه<sup>(١٧٧)</sup> .

طبقات السماسرة والمشتغلين بالتجارة فى البورصات الأمريكية ووظيفة كل منهم:

إن من يلقي نظرة على ردهة بورصة وول ستريت فى مدينة نيويورك، سوف يكون بوسعه أن يشاهد حشداً كبيراً من أعضائها ممن لهم حق التعامل والوساطة فى السوق، وقد إلتف بعضهم حول المقصورات Trading Posts والتي تشبه كل منها

«حدوة الحصان» Horsshoe shaped بينما يشاهد البعض الآخر وهم يندفعون من مكان لآخر وكأنهم يتبادلون المواقع، هذا الحشد الذي تموج به السوق ماهو إلا خليط من السماسرة والمشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية Dealers الذين اجتمعوا في سوق توصف بأنها سوق للمزاد (١٧٨).

ونتناول فيما يلي طبقات السماسرة والمشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية:

أولاً : السمسار :

السماسرة في هذه السوق صنفان .

١- سمسار بالعمولة Commission broker .

٢- سمسار مفوض من قبل الوكيل بأجر زهيد Two- dollar broker .

السمسار بالعمولة : The commission broker :

السمسار في هذه السوق شأنه شأن كل سماسرة الأوراق المالية وكيل بالعمولة. ينوب عن العملاء الذين يفوضونه في عمليات البيع والشراء، وهو وحده صاحب هذا الحق أو الامتياز في شتي أسواق العالم، ويمتنع عليه البيع والشراء لحساب نفسه، ويتميز منشآت السمسرة في الولايات المتحدة الأمريكية بأن معظم هذه المنشآت لديها فروع في كافة أنحاء البلاد، تربطها جميعاً شبكة من الاتصالات السلكية، والقلة من هذه المنشآت ليس لديها فروع خارج مدينة نيويورك ولكنها تعتمد على المرسلين- في المدن الكبيرة والصغيرة - من البنوك والسماسرة من غير الأعضاء في سوق الأوراق المالية، الذين يعتمدون في تنفيذ أوامر عملائهم على منشآت السمسرة في مدينة نيويورك، ومما يميز منشآت السمسرة أيضاً في مدينة نيويورك هو حرص كل منها على تخصيص حجرة يطلق عليها board room وقد إكتسبت هذه الحجرة إسمها من تلك السبورة التي تغطي جداراً بأكمله، وعلى تلك السبورة يتم تسجيل كافة المعلومات وأحداثها والتي تتعلق بأوراق أكثر الشركات أهمية فيما يعرف بالأوراق القائدة Leading stock وقد إستبدلت بعض منشآت السمسرة هذا النظام اليدوي بنظم تشغيل كهربائية والتي تعمل بكفاءة عالية.

السمسار الموكل من قبل الوكيل : The tow- dollar broker

يياشر هذا السمسار عمله لأعضاء البورصة مقابل عمولة محددة، أما عن سبب وأصل هذه التسمية فترجع إلى ما قبل سنة ١٩١٩ حينما كان هذا السمسار يفوض من قبل سمسار آخر لتنفيذ أوامر عملائه مقابل عمولة قدرها دولارين عن كل مائة سهم، ومن هنا بدأت التسمية، وفي سنة ١٩١٩ زادت نسبة العمولة إلى ٣.٥ دولار ثم

وهناك ثمة شبه بين الوظيفة التي يقوم بها هذا السمسار والوظيفة أو الدور الذي يقوم به أحد المحامين المفوضين من قبل زملائهم إذ يتعين علي المحامين الحضور في دوائر قضائية متعددة في آن واحد، فيؤكل بعضهم بعضا في حضور الجلسات لتعذر وجود المحامي في عدة أماكن في آن واحد، وكذلك الحال بالنسبة لسماسرة الأوراق المالية فإن تنفيذ الأوامر الصادرة إليهم تقتضى وجودهم في عدة مقصورات في ردهة البورصة في آن واحد، خاصة وأن تنفيذ تعليمات العميل ومراعاة مصلحته قد تقتضى وجوده وتنفيذه لأوامره في عدة مقصورات في ذات الوقت، وتفصيل ذلك- كما سبق منا التنويه في موضوع سابق- أن الأوامر الصادرة بالبيع أو الشراء لا يتم تنفيذها في مقصورة واحدة، إذ تتعدد المقصورات، وتختص كل منها بعدد معين أو بنوع معين من الأوراق، بحيث لايجرى التعامل في إحدى المقصورات على ورقة مايجرى التعامل عليها في مقصورة أخرى .

ولذلك فعندما يكون لدى أحد السماسرة أو أحد المشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية بعض الأوامر التي يتعذر تنفيذها للأسباب المتقدمة فإنه يلجأ إلى هذا السمسار A two- dollar broker ليقوم بهذه المهمة نيابة عنه مقابل العمولة التي سبق بيان تطورها .

وعن أهمية هذه الوظيفة، فلا ريب أن هذا السمسار المفوض من قبل السمسار الوكيل يؤدي خدمة عظيمة في السوق من خلال تنفيذه للأوامر بكفاءة لأن عدم قيامه بهذا الدور يؤدي إلى تراكم الأوامر في أيدي السماسرة وإستحالة تنفيذها في الوقت المناسب وإهدار حقوق العملاء وإثارة المنازعات بين السماسرة والعملاء.

وإذا كانت العمولة التي يتقاضاها هذا السمسار زهيدة، فإنه لاينبغي إغفال حقيقة هامة وهي أنه لوجه للمقارنة بين الأعباء، والنفقات وتكاليف ممارسة المهنة التي يتحملها السمسار وتلك التي يتحملها السمسار المفوض سواء من ناحية التجهيزات المكتبية أو العمالة التي تعاونه.

ثانيا : المشتغلون بالمتاجرة 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 علي سبيل التقريب لفظ «ديلر» Dealer وإن كان مفهوم هذا اللفظ ينصرف إلى من يقومون بعمليات البيع والشراء في السوق غير الرسمية، ويمتتع على المشتغلين بالمتاجرة 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 عضواً في البورصة ويقوم بتنفيذ العمليات لحسابه الخاص، لذلك فإنه لا يتحمل أية عمولات ويقنع بأدنى هامش من الربح أخذاً في الاعتبار أن تكاليف وأعباء ممارسة وظيفته تعتبر هينة. ذلك أنه غالباً مايكتفي باستئجار غرفة مكتب Desk room لدي أحد بيوت السمسرة ويدفع مقابل ذلك مبلغاً معيناً مقابل شغل المكان ومعاونته في 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» علي الصعود أو الهبوط لفترة طويلة شأنهم في ذلك شأن الجوربز Jobbers .

ويرى علماء الاستثمار والمتخصصون في شؤون 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 إ استقرارها .

هذا ومن المعروف أن أوامر السماسرة لاتصل إلى السوق مننظمة، 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 لا يقابله سوى كم محدود من أوامر الشراء، هنا يصبح بوسع هؤلاء المتاجرين إغتنام الفرص المتاحة من خلال البيع في الحالة الأولى وتحقيق هامش معقول من الربح، أو الشراء في الحالة الثانية وبالتالي يسترد ماسبق أن باعه بثمن أقل، وهذا مما يحول دون حدوث تقلبات عنيفة في السوق.

إلا أن لهذه الوظيفة مخاطرها، فطالما أن هامش الربح الذي يحققه هؤلاء الديلرز ضيقاً فإن كثرة أخطائه تؤدي إلى تعاضم المخاطر، ولما كانت التقلبات المحدودة في السوق يصعب التنبؤ بها لذلك يتعين على المشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية أن يكونوا من ذوي الخبرة الطويلة في هذا المجال .

إلا أن هناك ما يستحق ان نتوقف عنده لحظة، إذ يرى علماء الاستثمار والمختصون بشؤون البورصات أن كل من يكرس كل وقته في هذا العمل يصبح موضع انتقاد

باعتباره من كبار المقامرين الذين يناورون ويؤثرون على حركة الأسعار ويخلقون قيما مصطنعة وغير حقيقية<sup>(١٧٩)</sup> وأن هذه الفئة لا تؤدي خدمة اقتصادية هامة وأن أنشطتهم تؤدي إلى زيادة عدم استقرار السوق<sup>(١٨٠)</sup>.

### السماسر المتخصص متعدد المهام: The specialist :

هو الشخص الذي يجمع بين عملي «الديلر» والسماسر، فحينما يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه الخاص فهو يقوم بعمل «الديلر» وحينما يبيع ويشترى لحساب سماسرة الأوراق المالية والديلرز أيضا مقابل تقاضي عمولة فهو يقوم بذلك بعمل السماسر، إلا أنه يمتنع عليه الاتصال بالعملاء شأنه في ذلك شأن السماسر المفوض من قبل السماسر الأصيل The two- Dollar broker وكذلك من يشتغلون في أعمال المتاجرة في الأوراق المالية The floor traders ويقتصر تعامل السماسر 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 عاجزا عن الحركة والانتقال من مكان إلى آخر في مواقع التعامل لذلك فقد اتخذ قراره ووقع إختياره على ورقة مالية معينة كان التعامل نشطا 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 السماسرة في إعطائه أوامرهم المتعلقة بهذه الشركة لتنفيذها، وكان لنجاح هذا الأسلوب والتزامه على السماسر المتخصص أن صار عمله أكثر ربحية ممن يتاجرون في جميع الأوراق.

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

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

والوظيفة الإقتصادية للسماسر المتخصص تتفق ووظيفة المشتغلين بالمتاجرة في الأوراق المالية إذ أنه يساعد على خلق سوق مستمرة Constant market للأوراق المالية التي يتعامل عليها، وإذا كان هناك من لا يبيع أو يشتري فإنه يقف في موقعه مستعدا دائما للبيع أو الشراء، وهو كذلك يساعد على التخفيف من حدة تقلبات الأسعار وبالتالي العمل على استقرارها نسبيا.

إلا أنه لما كان هذا السمسار المتخصص The specialist يبيع ويشترى لحسابه ولحساب السماسرة، والديليز أيضاً، ولما كان لدى هذا السمسار من المعلومات ماليس لدي 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 أى عضو في التخصص فى ورقة مالية معينة مالم يكن مسجلاً بصفته Specialist وألا تكون له صلة بأحد الصناديق أو الأوعية المماثلة التى تتعامل فى هذه الأسهم.

الظروف التى تقتضى الاستعانة بالسمسار المتخصص :

١- إن السمسار الذى لديه عدد من أوامر البيع والشراء سوف يلجأ إلى السماسرة المتخصصين إذا كانت هذه الأوامر تقتضى مهارة خاصة عند التنفيذ، أو إذا كانت ممايتعين تنفيذه فى عدة مقصورات Trading posts .

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

٣- لو إفترضنا أن لدى السمسار 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 فى الأمر، ولكن لما كان السمسار المتخصص ملازماً لموقعه ملازمة الظل لصاحبه طوال فترة إنعقاد الجلسات، فإنه يصبح فى وضع متميز يمكنه من تنفيذ هذه الأوامر بكفاءة عالية.

٤- إن معظم الأوامر الصادرة بوقف الخسائر Stop loss orders إنما تتم عن طريق هذا السمسار المتخصص بسبب وجوده المستمر فى المقصورة وبالتالي قدرته على متابعة الأسعار من لحظة لأخرى.

ميكانيكية تنفيذ العمليات المشتركة بين السمسار المتخصص والوكيل بالعمولة :

إذا ماتلقى السمسار أمراً فى ردهة البورصة ببيع مائة سهم من أسهم شركة الصلب الأمريكية U.S. steel فإنه سوف يسرع إلى المقصورة التى تباع فيها هذه

الورقة وتشتري، ويستفسر من السمسار المتخصص عن سعر السوق، ولما كان السمسار المتخصص لا يعلم إن كان السمسار الذي يستعلم بائعاً أو مشترياً، فإنه سوف يخبره بأعلى سعر طلب وأدنى سعر عرض وليكن ٨٤ إلى ٨٥ دولار، بمعنى أنه على استعداد لأن يشتري بالسعر الأول ويبيع بالسعر الأخير، ولما كان السمسار يسعى إلى تحقيق مصلحة عميله، ويبدل في ذلك غاية الجهد وصولاً لأفضل سعر يمكنه الحصول عليه لذلك يقوم السمسار بعرض الورقة في المقصورة على أمل أن يجد من يقبل شراؤها بسعر ٨٥ دولار، فإذا لم يصادف عرضه قبولا فسوف يعرض الورقة للبيع بذات السعر الذي قبله السمسار المتخصص الأول وهو ٨٤ دولار، حينئذ سوف يجد من يقبل هذا السعر من أعضاء البورصة فينادى أحدهم معبراً عن قبوله لها Take it فيكون ذلك إيجاباً منه ويرد البائع بما يفيد معنى القبول "Sold to you 100 shares U. S. steel at 81 8/7".

هذا، وتبلغ نسبة العمليات التي يعقدها السماسرة المتخصصون لحسابم الخاص ١٥٪ من جملة معاملاتهم، ولأوامر السماسرة الأسبقية في المقصورة على الأوامر التي ينفذها السماسرة المتخصصون لحسابهم، ولقد كانت العمولة التي يتقاضاها السماسرة المتخصصون من سائر السماسرة مقابل تنفيذ العمليات التي يكلفونهم بها حتى مطلع عام ١٩٧٧م من ١٢ 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<sup>(١٨١)</sup>.

#### 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 خمسة وعشرون سهماً<sup>(١٨٢)</sup>، 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 ومادون ذلك يعتبر odd lot.

ونظراً لمابداً من تزايد الطلب من جانب صغار المستثمرين على التعامل على مادون 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 السماسرة المتخصصين، أما عن كيفية تعاملهم في هذه الأوراق- والتي يمتنع قانوناً عقد صفقات عليها داخل المقصورة- فنتم على الوجه التالي :

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

٢- في حالة وجود طلبات شراء يقوم تاجر التجزئة بشراء وحدة تعامل كاملة «مائة سهم» من خلال المقصورة ثم يقوم بتفتيتها splits it up وفقاً لرغبات المشتريين من صغارالمستثمرين الذين لايتعامل معهم بطريقة مباشرة، ولكن من خلال السماسرة بإعتبارهم وسطاء بينه وبين العملاء.

أما عن السعر فيتم تحديده علي 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 الإقتصادية والاجتماعية(١٨٣) .

### الموازنون: The Arbitragers:

يعرف الموازن بأنه الشخص الذي يشتري في سوق ويبيع في سوق أخرى مبتغياً الحصول على فرق السعرين(١٨٤) وتتم هذه البيوع في شتى الأسواق السلعية والمالية، وبين سوقين داخل البلد الواحد أو بين سوقين أحدهما داخلية والأخرى خارجية، ففي البورصات السلعية تختلف رتب السلع ودرجة جودتها، وتختلف تبعاً لذلك أسعارها، فأسعار القطن المصري تختلف باختلاف الرتبة والدرجة عن أسعار القطن الأمريكي إلاأن 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 إلي 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 الى شرائها بقصد إعادة بيعها في سوق أخرى.

ويشير مصطلح الموازنين The Arbitragers في بورصة وول ستريت إلي مجموعة من المحترفين الذين يشتغلون بعمليات البيع والشراء فيما بين بورصة نيويورك والبورصات الخارجية، وعلى الأخص بورصة لندن، وقد كان لهؤلاء المحترفين موقعا ثابتا في البورصة فيما قبل الحرب العالمية، إلا أن الحال قد تغير الآن وانتقل تنفيذ هذه العمليات من ردهات البورصة إلى مكاتب أعضاء البورصة.

## صانعو الأسواق : Market 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.

ويقوم بوظيفة صانعي الأسواق في لندن فئة من الوسطاء المشتغلين بالتجارة في الأوراق المالية وهم أولئك الذين يعرفون «بالجويرز» Jobbers ويبلغ عددهم ثلاثة عشر تاجراً، يتعاملون مع سماسرة الأوراق المالية من أعضاء البورصات في سوق مستمر تتدفق فيه أوامر البيع والشراء (١٨٥).

وليس من المتصور في هذه السوق ولا غيرها حدوث إختناقات على أحد 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 من خلال الدور الذي يقوم به «الجويرز» وصانعو الأسواق، فما كان السمسار - في لحظة - بائعاً إلا وكان الجوير مشترياً، وما كان السمسار مشترياً إلا وكان الجوير بائعاً، ويترتب على ذلك استمرار تدفق السيولة في السوق والمحافظة على توازن العرض والطلب، حتى أنه ليصدق القول أن دور الجوير مع السمسار أشبه في أدائه 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 ويؤدى إلى استقرارها واقتربها من الثمن العادل Fair price فضلاً عن ضمان استمرارية السوق.

وفي بورصة نيويورك يتعاظم دور صانعي الأسواق على إختلاف مسمياتهم، ولعل أكثرهم حيوية وقدرة ونشاطاً هم من يتسمون بالمتخصصين Specialists وعددهم وحدهم يبلغ حوالى ٣٦٠ تاجراً متخصصاً، 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  
الديليز 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 بثمن أقل ليباع مرة أخرى بثمن أعلى.  
ويتعين الإشارة هنا إلى الآتي:

١ - أن التزام صانعي الأسواق بتسعير الأوراق المالية بيعاً 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  
يتحملونها، وتعذر تنفيذ السماسرة لأوامر عملائهم في عدة مواقع في آن واحد،  
هي التي دعت المشتغلين بالتجارة إلى التخصص في قطاع معين وإصدار واحد  
في هذا القطاع أو عدد من الإصدارات يقل عادة عن عدد أصابع اليد الواحدة.

٣ - أن تعدد صناعات السوق والتنافس الحر فيما بينهم هو ضمان لإستمرارية التداول  
والحيولة 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 صوريته:

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

«يجب على السمسار التحقق من وجود الأوراق أو ثمنها لدى العميل صاحب الشأن  
قبل إجراء التعاقد، وله أن يطلب من العميل أن يسلمه الأوراق أو الثمن قبل التعاقد،  
وللجنة البورصة عند الإقتضاء أن تقرر إلزام السمسار بذلك بالنسبة الي بعض  
الأوراق المالية أو كلها» (١٨٦).

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

- يقابل هذه المادة فى النظام الداخلى لسوق عمان المالى المادة ٤١ فقرة ب والتي تنص على الآتى: «على الوسيط عدم القيام بالتعامل بالأوراق المالية إلا بعد التأكد من حيازة شهادة ملكية الأسهم من قبل مالکها أو من ينوب عنه قانوناً أو أن تبين الشركة أن الشهادة موجودة فى حوزتها وليست محجوزة أو مرهونة أو مفقودة ولم تعط شهادة جديدة بدلا عنها .

- وتنص المادة ٣٦ من لائحة سوق الكويت على الآتى:

«على الوسطاء فى موعد أقصاه يوم العمل التالى ليوم التداول اتخاذ جميع الإجراءات المتعلقة بتحويل ملكية الأسهم وسداد أثمانها إلى عملائهم وفقاً لنظام التقاضى الذى تحدده إدارة السوق، ويتحمل الوسطاء كامل المسئولية عن جميع الصفقات التى قاموا بإبرامها مالم تنفذ خلال الموعد المذكور.

- تتفق بورصة كوينهاجن مع باقى البورصات فى تحمل الوسيط للمسئولية فى انجاز العمليات أى تسليم الأوراق المباعة إلى المشتري وتسليم الثمن للبائع ولذلك تنص المادة السابعة عشر من قانون بورصة كوينهاجن رقم ٢٢٠ سالف الذكر على الآتى: «أعضاء البورصة مسئولون أمام بعضهم البعض عن إتمام العمليات التى نفذت بواسطتهم فى 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 التى يمكن أن تترتب على محاولة الوسيط الإستفادة من الوكالة التى عهد إليه بها الآخرون وإمكان المتاجرة بحقوق هؤلاء الموكلين، قضت المادة ٣٥ من اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية فى مصر بأنه «لا يجوز للسمسار أن يعقد عمليات لحسابه الخاص أو لحساب زوجته أو أحد أقاربه أو أصهاره إلى الدرجة الرابعة أو التابعين له أو شركائه تنفيذاً لأوامر صادرة من عملائه وعملاء التابعين له.

ويتفق التشريع الأردنى مع التشريع المصرى فى هذا الصدد، إذ تنص المادة ٤٤ من النظام الداخلى لسوق عمان المالى على الآتى:-

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

(ب) يتمتع 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 يسرى هذا المنع على كل موظفي الوسيط.

- أما التشريع الكويتي وإن اتجه أيضاً إلى وضع القيود على تصرفات الوسطاء إلا أنه كان أيسر شأناً وأقل حسماً من سابقه، إذ تقضى 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 أى 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 وأحكام الرقابة عليه، إذ تنص المادة الثامنة عشر 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 member of the stock 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 وكأنته اكتفى بالأعراف السائدة مايلي:

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 مالم 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 مالم يكن مخولاً من قبل عميله بموجب تفويض خطي لممارسة مثل هذا التصرف» (١٨٧).

موقف الفقه الإسلامي من المشتغلين بالمتاجرة في بورصات الأوراق المالية:

تناولت خلال هذا البحث موقف الشريعة الإسلامية من سمسارة الأوراق المالية باعتبارهم وكلاء بالعمولة، وانتهيت إلي أن الوكالة جائزة شرعاً بالكتاب والسنة، وبلا خلاف بين الفقهاء من السلف والخلف، علي 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 بالمتاجرة في الأسواق المالية بيعا وشراء فشانهم شأن سائر التجار. والتجارة جائزة بالكتاب والسنة وإجماع الأمة. أما دليلنا من الكتاب فقوله تعالى:

﴿ هل أدلكم على تجارةٍ تنجيكم من عذابٍ أليم ﴾ «الصف الآية ١٠»

﴿ يرحون تجارةً لَن تبور ﴾ «فاطر الآية ٢٩»

﴿ رجال لا تلهيهم تجارة ولا بيع عن ذكر الله ﴾ «النور الآية ٣٧»

﴿ وإذا رأوا تجارةً أو لهواً انفضوا إليها وتركوك قائماً ﴾ «الجمعة الآية ١١»

﴿ إن الله اشترى من المؤمنين أنفسهم ﴾ «التوبة الآية ١١١»

﴿ أولئك الذين اشترؤا الضلالة بالهدى فما ربحت تجارتهم ﴾ «البقرة الآية ١٦»

ففي هذه الآيات البيئات 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 ابن عبد الله قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:

«رحم الله عبداً، سمحاً إذا باع، سمحاً إذا اشترى، سمحاً إذا قضى، سمحاً إذا

اقتضى» (١٨٨).

وعن ابي سعيد الخدرى رضى الله عنه عن النبي ﷺ قال: التاجر الصدوق الأمين

مع النبيين والصديقين والشهداء (١٨٩).

وعن أنس رضى الله قال: قال رسول الله ﷺ التاجر الصدوق تحت ظل العرش يوم

القيامة (١٩٠).

وعن حكيم ابن حزام رضى الله عنه قال: قال رسول الله ﷺ «البيعان بالخيار ما لم

يتفرقا، فان صدقا وبينا بورك لهما فى بيعهما وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما» (١٩١).

وعن عبد الله بن عمر رضى الله عنهما أن رجلاً ذكر للنبي ﷺ أنه يخذع فى البيوع فقال: إذا بايعت فقل لا خلاية (١٩٢).

وعن عبد الله بن عمر رضى الله عنهما، ان رسول الله ﷺ قال: من ابتاع طعاماً فلا يبيعه حتى يستوفيه (٢٩٢).

إلا أن الإسلام وضع الضوابط والقواعد التى تضمن سلامة البيوع وصحة العقود ودفعه الضرر والسلامة من الضرر، وأكل أموال الناس بالباطل، وهو الأمر الذى سنتاوله بقدر من التفصيل فى الباب الثانى عند معالجتنا للبيوع التى يقوم بها السماسرة ومعاونوهم فى أسواق الأوراق المالية وموقف الشريعة الإسلامية منها، وعلى ضوءها يمكن تحديد موقف كل منهم، فمن تعامل فى محرم كان أثماً، ومن أعان منهم على معصية كان عاصياً، ومن تصرف فيما لا يملكه ولم يكن مأذوناً فى تصرفه كان فضولياً، ومن أعطى قرضاً جر له نفعاً كان مرابياً وكل امرئ بما كسب رهين.

## المبحث الثالث 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 والتفجير 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 يصعب تلمس أى 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 ومجلة الأحكام العدلية ومن تلك القوانين خرجت المفاهيم التي تنظم الأنشطة التجارية لكل دولة على حدة ومن ثم كان من الطبيعي أن تختلف القوانين من بورصة لأخرى<sup>(١٩٤)</sup> وقد ترتب على اقتباس هذه التشريعات من الغرب أن جاءت هذه التشريعات بمفاهيم لم نألفها ومعتقدات لاندين بها وإنما تعبر عن حضارات شعوبها ولذلك نرى معظم هذه التشريعات تستبجح التعامل في الأدوات الربوية، ولم يقف الأمر عن هذا الحد. إذ يجرى الآن في بعض الدول الإسلامية دراسة البيوع التي تتصف بالمقامرة لتطبيقها لديها كبيع الخيار في البورصات العالمية كأدوات استثمارية اقتباساً من التشريعات الغربية التي يعدونها أكثر تطوراً<sup>(١٩٥)</sup>.

كل هذه الممارسات وجدت من يقبل عليها في المجتمع العربي إلا أن أغلبية المواطنين العرب وهم يدينون بالإسلام يعتقدون أن هذه الممارسات محرمة وحتى لو أقبلوا عليها فإنهم يشعرون بمرارة الذنوب والآثام، ولو منحت لهم فرص استثمار أموالهم بطرق أسلم لأقبلوا عليها باطمئنان وحماس أكثر ولأقبل عليها معهم الكثير ممن يحجم الآن عن دخول أسواق الأوراق المالية لأسباب دينية.

ونتناول فيما يلي أهم النظم والقواعد الحاكمة للتعامل في البورصات المصرية مع المقابلة بما هو مطبق في بعض الأسواق العربية والغربية كلما أمكن ذلك.

## النظم الحاكمة للتعامل في البورصات المصرية: (١٩٦٦)

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 ١٩٢٣ 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 إنتقاد نظراً لما شابها من عيوب في الترجمة - تقدر في دقتها - عند النقل من اللغة الفرنسية (١٩٧) 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 ٢٢٦ لسنة ١٩٥٢ في شأن التعامل في الأوراق المالية وإضافة مادتين جديدتين برقمي ٢٠ مكررا، ٥٤ مكررا 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 السماسرة المقيدين ببورصات الأوراق المالية، ويكون السمسار الذي تتم الصفقة بواسطته ضامنا لسلامة البيع. ويقع باطلاً بحكم القانون كل تعامل بخلاف ذلك.

مادة ٥٤ مكررا : - يقيد أعضاء مراسلون « السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية وذلك بشرط المعاملة بالمثل... وبشرط أن يعمل السمسار المراسل عن طريق سمسار مصري.

ومع توجهات الدولة نحو إصلاح 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 :

أجازت المادة الأولى من القانون إصدار الشركة أسهم لحاملها فى الحدود ووفقا للشروط التى تبينها اللائحة التنفيذية.

وإذا كان المشرع قد أضاف هذه الأداة بما يكفل تعدد روافد الاختيار بين المستثمرين، إلا أن الحدود والشروط التى أشارت إليها المادة السابقة لم تكن سوى عدد من القيود التى لا تترك معها للمستثمر خياراً 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 أيضاً فى 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 بالأى يكون لحاملى هذه الأسهم الحق فى التصويت.

ورغبة من المشرع فى تحجيم إصدار هذا النوع من الأسهم -٠- والتى يبدو أنه قد حُمِل على استحداثها بدعوى التطوير والتنوع - قيد المشرع إجازته لإصدار هذه الأداة بما نصت عليه المادة الأولى من اللائحة التنفيذية «الفقرة الثالثة» بالأى يتجاوز المصدر من الأسهم لحاملها ٢٥٪ من جملة الأسهم التى أصدرتها الشركة.

معالجة قانون سوق رأس المال لمسألة الشركات المغلقة :

ومن النصوص التشريعية المعالجة للسلبيات التى 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 المقيّد منها فى بورصة الأوراق المالية فى تاريخ العمل بهذا القانون.

وقد أحسن المشرع صنعا بإصدار هذا النص بعد أن كشفت مثالب قيد هذه الشركات فى السوق الرسمية، والتى تمثل نحو ٨٠٪ من جملة الشركات المقيدة فى هذه السوق، ومع هذا لم تكن المقصورة تشهد تعاملأ عليها إلا لماما. ليس هذا فحسب، بل ساهمت هذه الشركات فى إفساد جهاز الثمن وتحييد آليات السوق وتشويه الأسعار، وكيف لا والمؤسسون هم البائعون، وهم المشترون وهم المسيطرون على السوق!

ومن المعروف أن هذه الشركات إما عائلية أو مملوكة لنفر قليل، وقد سارع أصحابها بتأسيسها وقيدها في بورصة الأوراق المالية للتمتع بالإعفاءات الضريبية التي تقررت بالقانون لتحفيز المستثمرين وأصحاب رؤوس 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 وعالجتها ما يراه البعض من العيوب الملازمة للأسهم الإسمية ما نصت عليه المادة «١٠٠» من قانون سوق رأس المال والتي تقضى بانتقال ملكية الأوراق المالية الإسمية المقيدة بإتمام قيد تداولها بالبورصة. وتنص ذات المادة على قيام البورصة بإخطار الجهة مصدرة الورقة بانتقال الملكية خلال ثلاثة 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 تسييل الأوراق المالية.

**قصر التعامل في مجال الوساطة المالية علي 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 بالأسهم. وقد ألزمت المادة ٣٤ من قانون سوق رأس المال بيوت السمسرة بتعديل أوضاعها وفقاً لأحكام هذا القانون والقرارات المنفذة له خلال ستة أشهر من تاريخ العمل باللائحة التنفيذية لهذا القانون.

وقد أحسن المشرع صنفاً بإلزامه بيوت سمسرة الأوراق المالية أن تتخذ شكل شركات مساهمة أو التوصية بالأسهم بعدما استبان لكافة الجهات العاملة في سوق المال والمراقبة لأداء سوق رأس المال أن هذه البيوت قد عجزت عن القيام بوظائفها الأصلية والتي تقتضى 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، وتقييم 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 المذكورة سنة.

### العمليات التطبيقية (عمليات المارياج) :

عالج المشرع مسألة العمليات التطبيقية والتي كان يقوم بها وسيط واحد باعتباره وكيلاً عن البائع ووكيلاً عن المشتري في ذات الوقت فنصت المادة ٩٢ من اللائحة التنفيذية على الآتي «على شركة السمسرة في حالة قيامها بتنفيذاً لأوامر صادرة إليها من طرفيها الإعلان عن ذلك بطريقة واضحة على لوحة التداول لمدة نصف ساعة على الأقل قبل تنفيذ العملية، ويجوز لكل شركة خلال مدة الاعلان 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 يراعى 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 العاقدين 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 اتمام الصفقة وفقاً للسعر الجارى 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 transactins shall be settled at the same price with buyer and seller.

### الرقابة على اتجاهات الأسعار :

رغبة من المشرع في الحد من المناورات والمضاربات التي تشهدها قاعات التداول في بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، والتي أدت إلي تحييد آليات السوق وافساد جهاز الثمن وتشويه الأسعار وخلق قيم غيم حقيقية Fabricated values لا تعكس بأى قدر حقيقة المراكز المالية للشركات المتعامل على أوراقها بالسوق وهو الأمر الذي ترتب عليه انفصام القيم السوقية عن مراكز الشركات 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 مخاطر هيمنة حفنة من المضاربين على السوق واتجاهات الأسعار فنصت المادة ٢١ من قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ 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 تقضى بأنه يجوز للجنة السوق وعند الضرورة تحديد نسب تقلبات الأسعار بما يؤدي إلى تجاوز النسب المحددة ولدة تزيد على ثلاثة أيام عمل لكل حالة. وقد حددت إدارة السوق الكويتية وحدات تغير الأسعار بنسب تتراوح بين ٠.٤ % ، 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 تقضى بالآتي :

«يحق للجنة 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 يجرى 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 chambre 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 سقف علوية وحواجز سفلية لكبح جماح تقلب الأسعار، وأن مثل هذا الأمر لا يترك لجهاز السوق والذي لا يقوم غالباً بدوره إلا في بطون الكتب، وأن ذلك يتحدد من خلال تحديد نسبة مئوية لارتفاع السعر أو انخفاضه عن إقفال 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.

اطلاق حرية الشركات في عملية قيد أوراقها المالية في جداول الأسعار ببورصات الأوراق المالية في مصر :

اتجه المشرع اتجاهاً حميداً بإلغاء النصوص المقيدة لحرية الشركات في مسألة قيد أوراقها المالية المصدرة بجدول 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 خلوا من أى نص يسمح بإنشاء سوق غير رسمية فى مصر باعتبارها البديل الوحيد للسوق الرسمية، الأمر الذى لا تجد معه هذه الشركات محيصاً من قيد أوراقها فى السوق الرسمية حتى يتمكن حاملوا أوراقها من تسيلها والتعامل عليها.

ويلزم هذا التنويه إلى أن البورصات الخاصة التى أجاز قانون سوق رأس المال إنشائها بناء على اقتراح الهيئة وموافقة الوزير ليست بديلاً للأسواق القائمة ولا للأسواق غير الرسمية (الغائبة). وقد أشار البنك الدولى فى تقريره عام ١٩٩٢ إلى أن البورصات يجب أن تبقى كمنظمات مملوكة للقطاع الخاص. وأضاف التقرير أن قانون سوق رأس المال فى مصر يتسم بالغموض فى هذه المسألة، وهذا ما انتهى إليه رأينا أيضاً (١٩٨).