

بيع الأوراق المالية بالهامش وأثره على نمو سوق العراق للأوراق المالية
(دراسة مقارنة)

**Margin sale of Securities and its Impact on the Growth
of the Iraqi Market for Securities
(A Comparative Study)**

م.د هادي عنيد حسان

Dr. Hadi Aneed Hassan

جامعة ميسان / كلية القانون – القسم الخاص

Dr.hadialhlfi@gmail.com

تاريخ قبول النشر ٢٠٢٣/١١/١٤

تاريخ استلام البحث ٢٠٢٣/٩/١١

الخلاصة:

خلصت الدراسة إلى أن التعامل بالهامش يرتكز على فكرة رفع القدرة المالية للمتعاملين في السوق المالي، وتمكينهم من شراء أكبر قدر ممكن من هذه الأوراق عند انخفاض سعرها بالسوق، ومن ثم بيعها مرة أخرى عندما يرتفع سعرها للحصول على الربح المتحقق بين سعر الشراء وسعر البيع، ومستندين في ذلك على القرض الذي يحصلون عليه من قبل الوسيط في السوق المالي. هنا الوسيط يعطي هذا القرض هو ضامن لحقه في السداد من خلال بقاء هذه الأوراق المشتراة بالهامش مرهونة لديه ليبيعها مرة أخرى نيابة عن العميل في السوق ليحصل على قيمة القرض والفائدة ومن ثمة يدفع ما تبقى من ثمنها إلى العميل، وعلى الرغم من هذه الفوائد التي ذكرت إلا أن هذا النوع من التعامل لا يخلو من المخاطر، نتيجة إلى الخطأ في التوقعات أو المبالغة في الشراء، فعدم ارتفاع سعر الأوراق المالية مرة أخرى خلال المدة المقدرة يؤدي إلى تكبد العميل خسائر كبيرة، وكذلك تعرض الوسيط إلى مخاطر حقيقية في عدم الحصول على قيمة القرض أو الفائدة المرجوة منه.

الكلمات المفتاحية: الهامش، الوسيط، العميل، السوق، البنك، المستثمر.

Abstract:

The study has inferred that margin trading is based on the idea of raising the financial capacity of dealers in the financial market, and enabling them to buy as much of these securities as possible when their market price decreases, and then to sell them again when their price rises to obtain the profit achieved between the purchase price and the selling price. They depend on the loan they get from the broker in the financial market. Here as the broker gives this loan, he is the guarantor of his right to repay by keeping these securities purchased on margin as mortgaged to him to sell them again on behalf of the client in the market to get the value of the

loan and the interest, and then he pays the remainder of its price to the client. Despite these interests mentioned, this type of dealing is not without risks. Due to a mistake in expectations or exaggeration in the purchase, the failure of increasing the price of securities again within the estimated period leads to the client's big losses. In addition to the real risks that the broker faces due to not obtaining the value of the loan or the desired interest from it.

Keywords: Margin, Broker, Client, Market, Bank, Investor.

مقدمة:

أصبح تداول الأوراق المالية من أهم الركائز في تطوير التجارة على الصعيدين المحلي والدولي، لما يعد ذلك عاملاً أساسياً في انتقال رؤوس الأموال، ولما يتطلب ذلك من إيجاد رؤوس أموال كبيرة، فكان لا بد من إيجاد آلية تسهل من عملية انتقال تلك الأوراق، فكانت عملية بيع الأوراق المالية بالهامش أو بيع على المكشوف من أهم الأدوات المستخدمة في التعامل بالأوراق المالية، لما توفره من أموال كافية لشراء تلك الأوراق من قبل المستثمرين، وعلى الرغم من أن هذا النوع من التعامل له فوائد كبيرة على المتعاملين به وكذلك على الاقتصاد الوطني، إلا أنه لا يخلو هذا التعامل من مخاطر كبيرة في حالة سوء التقدير من قبل المتعاملين ففي بعض الأحيان يكبدتهم خسائر كبيرة وجسيمة، وكذلك يكون له أثراً سلبياً على الاقتصاد الوطني في حالة سوء التقدير في هذا النوع من البيع والشراء للأوراق المالية، ممكن أن يؤدي إلى تضخم في حال زيادة الطلب أو انكماش في حالة العزوف عن الشراء، فكان لا بد من إيجاد تشريع قانوني الذي ينظم التعامل بهذه الآلية وحماية المتعاملين بها، وهذا ما سنحاول بحثه في هذه الدراسة.

إشكالية البحث:

تكمن إشكالية هذه الدراسة في المخاطرة التي يمكن أن تلحق جميع الأطراف المتعاملين في آلية بيع الأوراق المالية بالهامش، ومدى توفر الضمانات القانونية الكافية في حفظ حق الوسيط الذي يوفر رأس المال للمشتري الذي يرغب بشراء الأوراق المالية بالهامش، وكذلك مدى توفر الضمانات القانونية للمشتري ليتبقى تلك الأوراق مرهونة لدى الوسيط وله الحق في التصرف بها وبيعها مرة أخرى.

أهمية الدراسة:

تعد أهمية هذه الدراسة في إيجاد تنظيم قانوني يحكم آلية بيع الأوراق المالية بالهامش، وكذلك حماية حقوق جميع الأطراف المتعاملين بتلك الآلية ووضع التدابير الكافية للحد من الإضرار التي يمكن أن تلحق المتعاملين بتلك الطريقة في بيع الأوراق المالية وشرائها، لما يسببه ذلك من أثر بالغ في تطور التجارة وانتقال رؤوس الأموال.

منهج الدراسة:

تعتمد هذه الدراسة المنهج المقارن بين بعض التشريعات العربية التي نظمت هذه الآلية مع التركيز على التشريع المصري والتشريع العراقي لمعرفة ماهية بيع الأوراق المالية بالهامش، وبيان مزايا وعيوب تلك الآلية، وتبسيط الضوء على بعض الثغرات والنقص بها أن وجدت.

تقسيم الدراسة:

تقسيم هذه الدراسة على مبحثين: نتناول في المبحث الأول ماهية بيع الأوراق المالية بالهامش ومزايا ومخاطر البيع بالهامش، أما المبحث الثاني فسنبحث فيه حكم البيع بالهامش وأثره هذا التعامل على سوق العراق للأوراق المالية.

المبحث الأول

ماهية بيع الأوراق المالية بالهامش

تعد آلية بيع وشراء الأوراق المالية بالهامش من الطرق الحديثة نسبياً في انتقال ملكية الأوراق المالية، ولذلك تعددت التعريفات والتكيفات القانونية لتلك الطريقة في التعامل، وكذلك الأمر الذي أدى إلى انقسام الفقه إلى قسمين في تأييد هذه الآلية أو انتقادها، ولذلك سنورد أهم التعريفات في شراء الأوراق المالية بالهامش وتميزها عما يشابهها، ونبين أهم إيجابيات ومخاطرها تلك الآلية ومجالات التعامل بها.

المطلب الأول: مفهوم التعامل بيع الأوراق المالية بالهامش

يستمد سوق الأوراق المالية مفهومه بشكل عام من آلية تداول الأوراق المالية وتكمن في الوسيلة التي يلتقي بها بائع تلك الأوراق بالمشتري لأتمام عملية البيع والشراء بغض النظر عن المكان، فالبيع بالهامش يختلف عما هو اعتاد التعامل به في الأسواق المالية المتبعة في تداول الأوراق المالية، ولمعرفة هذا التعامل لا بد من تعريفه وكذلك تميزها عما يشابهها.

الفرع الأول: تعريف شراء الأوراق المالية بالهامش

وردت كثير من التعريفات لبيع الأوراق المالية بالهامش في مختلف التشريعات، وكذلك في آراء بعض الفقهاء، وقد عرف حسب كل فقيه ما يرى من طبيعة تلك الآلية في التعامل ومن أهم تلك التعريفات التي وردت.

أولاً: التعريف الفقهي: عرف بأنه: "سداد جزء من قيمة الصفقة نقداً بينما يسدد الباقي بقرض بضمان الأوراق محل الصفقة"^(١). وعرف أيضاً بأنه: "يقوم المشتري بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية للأوراق المالية، وما تبقى من ثمن تلك الأوراق فيدفعه السمسار بدلاً عن المشتري للبائع مقابل فائدة شهرية، وترهن الأوراق المالية المشتريات لدى السمسار كضمان له"^(٢). وعرف أيضاً بأنه: "شراء الأوراق المالية بالائتمان"^(٣). وعرف بأنه: شراء الأسهم والسندات على أساس دفع جزء من قيمتها نقداً، وأن يدفع الجزء المتبقي بسلفة على الحساب^(٤).

ثانياً: التعريف التشريعي: ورد تعريف لبيع الأوراق المالية في الهامش لبعض التشريعات التي نظمت هذا التعامل في الأوراق المالية، فعرفها المشرع المصري في المادة (٢/٢٨٩)^(٥). هو تنظيم شراء الأوراق المالية واقتراض جزء من ثمنها لغرض البيع.

كما عرفت التعليمات الصادرة لسوق دبي المالي لتنظيم بيع الأوراق المالية بالهامش وفق المادة (١)^(٦) على أنه: "تمويل شركة الوساطة لنسبة من القيمة السوقية للأوراق المالية الممولة بالهامش، وذلك بضمان الأوراق المالية الموجودة في حساب التداول بالهامش، أو أي ضمانات أخرى في الحالات الواردة حصراً في هذه الضوابط".

(١) د. منير إبراهيم هندي (الأوراق المالية وأسواق المال) مصر، الإسكندرية، منشأة المعارف، ١٩٩٧، ص ١٣٥.

(٢) د. سمير عبد الحميد رضوان (أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية) مصر، القاهرة، معهد العالمي للفكر الإسلامي، سنة الطبع ١٩٩٦، ص ٣٢٨.

(٣) د. إبراهيم إسماعيل ياسر أحمد عبد : مفهوم الأوراق المالية بالهامش - دراسة مقارنة: بحث منشور في مجلة المحقق الحلبي للعلوم القانونية والسياسية : العدد الرابع / السنة الثانية عشر ٢٠٢٠، ص ٤٠.

(٤) د. موسى مصطفى موسى القضاة : المتاجرة بالهامش وأثرها في إحداث الأزمة المالية العالمية من منظور شرعي: جامعة الأزهر، مجلة صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، مجلد ١٦، العدد، ٤٦، سنة ٢٠١٢: ص ٦.

(٥) تنص المادة (٢/٢٨٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢ على أنه: "يقصد بالشراء بالهامش الاتفاق بين الشركة وأحد عملائها على أن تتولى الشركة توفير التمويل اللازم لسداد جزء من ثمن الأوراق المالية المشتريات لحساب هذا العميل".

(٦) ضوابط التداول بالهامش لسوق دبي المالي وفق قانون سوق الإمارات للأوراق المالية الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠

ومن خلال ما تقدم من تعريفات متعددة لبيع الأوراق المالية بالهامش سواء كانت تلك التعريفات فقهية أم قانونية، نرى بأنها تتشابه في مضمونها، لكونها تعطي معنى واحداً وهو أن يقوم المستثمر الراغب بشراء الأوراق المالية بفتح حساب يسمى حساب الهامش، يودع فيه نسبة مئوية من القيمة السوقية للأوراق المالية المراد شراؤها، ومن ثم يقوم الوسيط باستكمال قيمة تلك الأوراق المراد شراؤها لحساب العميل مقابل ضمانات تؤخذ من قبل العميل لصالح الوسيط، سواء كانت تلك الضمانات هي الأوراق المالية أم أي ضمانات أخرى يحددها القانون. وبعد بيع تلك الأوراق يسدد قرض الوسيط مع الفائدة المتفق عليها لصالح الوسيط.

الفرع الثاني: تمييز بيع الأوراق المالية بالهامش عما يشابهها

هنالك بعض المصطلحات تتشابه ومصطلح بيع الأوراق المالية بالهامش، إلا أنها تختلف معها بالمضمون، مما يؤدي في بعض الأحيان إلى التباس الأمر على المتلقي وعدم التمييز بينهما، ومن أهم هذه المصطلحات:

أولاً: هامش الربح: يعرف هذا المصطلح بأنه فرق الثمن بين سعر الشراء وسعر البيع^(١). وهنا يكمن الفرق بين هامش الربح والبيع بالهامش، فالأول يعد في البحث عن الفرق بين سعر الشراء وسعر بيع الأوراق المالية، أما الثاني فيكون عن طريق دفع جزء من قيمة الأوراق المالية المشتراة من قبل المستثمر، والتمويل متبقي الثمن من قبل الوسيط وفق ضمانات محددة بين الطرفين.

ثانياً: هامش الأمان: يعرف هذا المصطلح بأنه ما يحتفظ به المصرف من نقود في حساب العميل الذي فتح الاعتماد المستندي، وهو الفرق بين قيمة البضاعة ومبلغ الاعتماد المستندي لمواجهة ما يطرأ على البضاعة من

(١) د. حسين محمد بيومي الشيخ : الإشكاليات الشرعية في تجارة الهامش (الفوركس) دراسة فقهية مقارنة: مصر، دار الوفاء للطباعة والنشر، ط١، سنة ٢٠٢١: ص ١٧٠.

نفقات أو تغيير على سعر صرف العملة^(١). بينما يختلف التعريف في مضمون المتاجرة بالهامش حيث يعد إكمال الوسيط لثمن شراء الأوراق المالية لصالح المستثمر هو دين في ذمته، ويسدد عند إعادة بيع الأوراق المالية مرة أخرى.

ثالثاً: البيع على المكشوف: يعرف البيع على المكشوف بأنه البيع الذي يتم فيه اقتراض ورقة مالية لبيعها بالسعر المرتفع، ثم شراؤها وإعادتها إلى صاحبها عند انخفاض سعرها، أو أنه بيع الإنسان أوراقاً مالية لا يملكها^(٢). ومن خلال ما تقدم فإن البيع على المكشوف يتفق مع المتاجرة بالهامش في الاقتراض، إذ كلاهما يستندان على الاقتراض في عملية شراء الأوراق المالية، إلا أنهما يختلفان في محل القرض فمحل القرض في البيع على المكشوف هو الأوراق المالية، بينما محل القرض في المتاجرة بالهامش هي النقود التي يشتري بموجبها المقترض الأوراق المالية^(٣).

رابعاً: المتاجرة بالنقد: تقوم هذه العملية على دفع كامل قيمة الأوراق المالية المشتراة من قبل المستثمر، وتسمى في بعض الأحيان البيوع العاجلة، وفي هذه الحالة لا يوجد دين في ذمة المستثمر^(٤). وهذه العملية تختلف عن المتاجرة بالهامش، حيث إن المبالغ المدفوعة تساوي قيمة الأوراق المالية بشكل كامل، ولا يوجد أي دين بذمة المستثمر لصاحب الأوراق المالية أو الوسيط، وهو عكس ما تجري به عملية المتاجرة بالهامش حيث إن جزءاً من قيمة الأوراق المالية يدفعها الوسيط وتبقى دين بذمة المستثمر^(٥).

(١) د. موسى مصطفى موسى القضاة: مرجع سابق : ص ٨.

(٢) د. عمرو محمد غانم محمد : إدارة المخاطر بالبيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية - دراسة فقهية مقارنة: مصر - القاهرة، مصر، جامعة الأزهر، مجلة قطاع الشريعة والقانون، مجلد ٢٠١٨، العدد ١٠، سنة ٢٠١٨: ص ٣٩٣.

(٣) د. حسين محمد بيومي الشيخ: مرجع سابق: ص ١٧١.

(٤) د. موسى مصطفى موسى القضاة : مرجع سابق: ص ٨.

(٥) د. حسين محمد بيومي الشيخ: مرجع سابق: ص ١٧٠.

المطلب الثاني: مزايا ومخاطر البيع بالهامش ومجالات استخدامها

يتميز البيع بالهامش بعدة مميزات سواء على مستوى المتعاملين به ام على مستوى الاقتصاد الوطني، وكذلك لا يخلو هذا البيع من عدة مخاطر على ذات الأشخاص الذين يتعاملون به، كما ان هناك أوراق مالية محددة يتم بيعها بطريقة لهامش، ولمعرفة ذلك قسمنا هذا المطلب على النحو الاتي:

الفرع الاول: مزايا ومخاطر المتاجرة بالهامش

تحسب على كل عملية تجارية بعض الايجابيات والسلبيات، وتدخل في هذا المضمار أيضاً عملية المتاجرة بالهامش، فلها بعض الإيجابيات، وكذلك تحسب عليها بعض المخاطر، ويمكن أن نستخلص أهم هذه الايجابيات والسلبيات في النقاط التالية:

أولاً: مزايا المتاجرة بالهامش: يعد شراء الأوراق المالية بالهامش من العمليات المستحدثة على تداول الأوراق المالية، ولها عدة مميزات جعلتها تنصدر العمليات في بيع الأوراق المالية في بعض الدول التي تأخذ بهذا النظام في التعامل، لما تحققة من مكاسب لجميع الأطراف المتعاملة به^(١).

١- مزايا الشراء بالهامش بالنسبة للعميل: إذ تمكن هذه العملية المستثمر من الحصول بسهولة ويسر على قرض يدعم القدرة الشرائية للأوراق المالية بفائدة أقل وإجراءات أيسر مما لو اقترض هذه الأموال من المصرف^(٢).

أ- رفع القدرة الشرائية للعميل: يستند التعامل بالهامش على فكرة رفع القدرة المالية، ولذلك يمكن للعميل من خلال هذه العملية أن يشتري ضعف ما يمكن شراؤه لو لم يقترض هذا المال، وبالتالي يصبح العميل أكثر قدرة على التعامل

(١) د. محمد شكري الجميل العدوي: الشراء بالهامش في الأسواق المالية المعاصرة - دراسة فقهية مقارنة: مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بالإسكندرية : المجلد الثاني من العدد الرابع والثلاثين، ٢٠١٨، ص ٩٠١.

(٢) د. حسين محمد بيومي الشيخ: مرجع سابق: ص ١٧٨.

وتملك أكثر قدر ممكن من الأوراق المالية على الرغم من محدودية القدرة المالية، وذلك بفضل ما يمنحه التعامل بالهامش على إمكانية الاقتراض من الوسيط^(١).

ب- زيادة قيمة العائد للعميل: إذ يمنح التعامل بالهامش للعميل اغتنام فرصة انخفاض أسعار قيمة لبعض الأوراق المالية، فيقوم بشراء كميات كبيرة من الأوراق المالية تفوق قدرته المالية الحقيقية بسهولة ويسر أكثر مما لو لجأ إلى المصرف لاقتراض تلك الأموال، فإنه يحتاج إلى وقت اطول وربما يرتفع سعر الأوراق فيضيع عليه ذلك العائد^(٢).

ج- الاقتراض بأسعار فائدة تنافسية: تظهر هذه الميزة في حالة لجوء العميل إلى الاقتراض من الوسيط حيث تكون الفائدة أقل مما لو لجأ المستثمر لاقتراض ذات المبلغ المالي، من البنوك الأخرى إذ عادةً تكون الفائدة أكبر، بالإضافة إلى ذلك فإنه الضمانات التي يطلبها المصرف تكون أكثر من الضمانات التي يطلبها الوسيط التي تكون عادةً هي الأوراق المالية ذاتها المشتراة بالهامش^(٣).

د- اغتنام الفرص: عملية الشراء بالهامش تمكن العميل من اغتنام فرصة نزول أسعار بعض الأوراق المالية وشراء الكمية التي يرغب بها من تلك الأوراق التي يعد نزول سعرها فرصة للحصول على أكبر قدر ممكن من الأرباح الإضافية عند بيعها مرة أخرى بعد ارتفاع أسعارها، ولولا ما يمنحه البيع بالهامش من قدرة إضافية للعميل من شراء هذه الأوراق لما استطاع من تحقيق هذه الأرباح^(٤).

(١) د. ابراهيم اسماعيل ياسر احمد عبد: مرجع سابق: ص ٤٣.

(٢) د. أحمد بن عبد الله بن حسن المبارك: المتاجرة بالهامش وأحكامها في الفقه الإسلامي: مصر ، جامعة الأزهر ، مجلة علوم الشريعة والدراسات الإسلامية: مجلد ٣، العدد ٣٣، سنة ٢٠١٧، ص ١٠٥٢.

(٣) م. حمدية عبود كاظم: التصفية المصرفية وفق قانون المصارف العراقي رقم (٩٤) لسنة (٢٠٠٤) دراسة مقارنة: مجلة ميسان للدراسات القانونية المقارنة: المجلد (١) العدد (٥)، سنة ٢٠٢١ ص ١٢٣.

(٤) د. محمد شكري الجميل العدوي: مرجع سابق : ص ٩٠٢.

٢- مزايا الشراء بالهامش بالنسبة للوسيط: عند البحث في المزايا المتحققة للوسيط من بيع الأوراق المالية بالهامش، يتوجب التمييز بين أمرين، الأمر الأول أن يمول الوسيط العميل من أمواله الخاصة دون اللجوء إلى المصرف، والأمر الآخر هو الاقتراض من أحد البنوك باسم الوسيط لصالح العميل.

أ- تمويل الوسيط للعميل من أمواله: وفي هذه الحالة يقوم الوسيط بتمويل العميل من أمواله الخاصة دون الحاجة إلى اللجوء إلى إحدى المؤسسات المالية لغرض الاقتراض، ويحقق الوسيط بهذه الحالة فوائد كبيرة، من خلال ما يترتب من فوائد مالية التي سيحصل عليها بعد بيع الأوراق مرة أخرى من قبل العميل بعد ارتفاع أسعارها في الأسواق المالية^(١). ودون تعرض الوسيط إلى مخاطر سبب القرض لأن القرض سيكون مضموناً بالأوراق المالية المشتراة بالهامش نفسها.

ب- اقتراض الوسيط من المصرف لتمويل العميل: وهنا يحصل الوسيط على فائدة متحققة بين سعر الفائدة المعطى للبنك لغرض الاقتراض وسعر الفائدة المأخوذة من العميل لغرض تمويله لشراء الأوراق المالية بالهامش، ففي هذه الحالة لا توجد علاقة مباشرة بين العميل والمصرف، وإنما يكون الوسيط هو المعروف أمام المصرف ويأخذ القرض باسمه ويكون ضامناً له^(٢).

ج- فائدة المصرف: الميزة التي يحققها المصرف في هذه الحالة هي توظيف أمواله بقدر منخفض من المخاطر لأن الوسيط سيكون هو ضامن القرض والذي سيكون أكثر قدرة على التسديد وأكثر ضماناً من العميل لو اقترض من المصرف بشكل مباشر^(٣).

(١) م.م سجي ماجد داود: المسؤولية القانونية عن التزام المصرف بفحص المستندات - دراسة مقارنة: مجلة ميسان للدراسات القانونية المقارنة: المجلد (١) العدد (٦)، سنة ٢٠٢٢ ص ٢٠٧..

(٢) د. ابراهيم اسماعيل ياسر أحمد عبد: مرجع سابق: ص ٤٥.

(٣) د. محمد شكري الجميل العدوي: مرجع سابق: ص ٩٠٣.

٣- مزايا البيع بالهامش للاقتصاد الوطني: تعد هذه العملية في تداول الأوراق المالية من أهم العمليات التي تؤدي إلى ضبط حركة سوق الأوراق المالية ومواجهة تقلب الأسواق، فكل ما زادت الاسعار قام المصرف بزيادة نسبة الهامش المبدئي، فينخفض الطلب على القروض وبالتالي تنخفض الأسعار وحينها تنخفض المضاربة بالسوق الوطني^(١)، والعكس صحيح فكلما انخفضت الاسعار خفض المصرف من سعر الفائدة وحينها يرتفع الطلب على القروض، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالي وزيادة الطلب على الأوراق المالية وارتفاع عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، مما يشكل ذلك على استقرار السوق وتجنبيه الركود والكساد المالي^(٢).

ثانياً: مخاطر الشراء بالهامش: على الرغم مما يتميز به الشراء بالهامش من مزايا عديدة إلا أن هذه العملية لا تخلو من بعض المخاطر على كافة الأطراف المتعاملة بهذه العملية، وفي بعض الأحيان يتعدى تأثير تلك المخاطر ليصل إلى الاقتصاد الوطني. ويمكن إيجاز أهم المخاطر المترتبة على عملية الشراء بالهامش على النحو الآتي:

١- مخاطر الشراء بالهامش بالنسبة للمستثمر: إن عملية الشراء بالهامش بالنسبة للمستثمر تقوم على فكرة رفع القدرة المالية، أي تعطيه إمكانية إضافية لشراء كميات أكبر من الأوراق المالية التي يرى انخفاض سعرها في السوق، وبالتالي زيادة الأرباح عند إعادة بيعها مرة أخرى عند ما يرتفع سعرها في الأسواق المالية^(٣). إلا أن هذه العملية تكون في غاية الخطورة عليه فإذا اخطأت توقعاته نحو تقدير الأسعار بشكل صحيح، ولم ترتفع مرة أخرى أو استمرت بالانخفاض في الأسواق المالية، فسوف تلحق به خسائر كبيرة خاصة أنه مدين للوسيط والأوراق المالية المشتراة بالهامش مرهونة لديه^(٤).

(١) د. محمود فكري عبد الصادق الشاهد: التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة: مصر - الإسكندرية - دار الجامعة الجديدة: سنة الطبع ٢٠٢٠: ص ٥٨.

(٢) د. ابراهيم اسماعيل ياسر احمد عبد: مرجع سابق: ص ٤٥.

(٣) د. محمود فكري عبد الصادق الشاهد: مرجع سابق: ص ٦٢.

(٤) د. أحمد بن عبد الله بن حسن المبارك: مرجع سابق: ص ١٠٥٤.

٢- مخاطر الشراء بالهامش بالنسبة للوسيط: إن عمليات البيع بالهامش لا تحمل بالضرورة مخاطر واضحة بالنسبة للوسيط، لأن الإجراءات المتبعة في هذه العمليات تحتوي على حماية ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الوسيط، فإذا انخفضت الأسعار عن النسبة المحددة بالهامش فإن الوسيط يطلب من العميل تغطية هذه النسبة بدفع مبلغ إضافي، أو يقوم الوسيط ببيع جزء من الأوراق المالية محل الصفقة المرهونة لديه لتغطية هذه النسبة^(١). إلا أن ذلك لا يخلو من المخاطرة في حال انخفضت قيمة الأوراق المالية بشكل كبير وعجز العميل عن دفع نسبة الانخفاض، فهنا سيعترض الوسيط لمخاطر الخسارة المالية، إلا أن هذه الاحتمالية نادرة الحدوث ومن الصعب وقوعها، لأنه لا يمكن بأي شكل من الأشكال أن يصل سعر الأوراق المالية محل الصفقة إلى حد لا يسد قيمة المبلغ الذي دفعه الوسيط.

٣- مخاطر الشراء بالهامش بالنسبة للاقتصاد الوطني: أن توقعات المستثمرين بشأن سوق الأوراق المالية قد لا يكون دقيقاً فالتوقع بارتفاع سعر الأوراق المالية في المستقبل مما يمكنه تحقيق أرباحاً قد يكون خاطئاً، مما يدفع الكثير من العملاء إلى شراء كمية كبيرة من الأوراق بالهامش وتكرار تلك العمليات يحقق نسباً عالية^(٢)، وفي حال لم ترتفع أسعار تلك الأوراق في الاوقات المتوقعة فيؤدي ذلك إلى فقدان الثقة بالسوق من قبل المستثمرين، وعرض الأوراق المالية المشتراة بالهامش بشكل كبير^(٣)، فتؤدي هذه العملية إلى حدوث كساد وركود في السوق والأوراق المالية فتتخفض الاسعار أكثر فأكثر فيضطر المستثمرون إلى بيع أكبر قدر من الأوراق المالية لكي يسدوا النقص المالي لصالح الوسيط، فيؤدي ذلك إلى خسائر كبيرة للمستثمرين وخروجهم من الأسواق المالية، وكذلك يؤدي إلى انهيار السوق وحدوث أزمات اقتصادية كبيرة لها الاثر السلبي على الاقتصاد الوطني.

(١) د. محمد شكري الجميل العدوي: مرجع سابق: ص ٩٠٤.

(٢) د. ابراهيم اسماعيل ياسر احمد عبد: مرجع سابق: ص ٤٧.

(٣) د. أحمد بن عبد الله بن حسن المبارك: مرجع سابق: ص ١٠٥٤.

ونرى مما ذكر من مزايا ومخاطر في عمليات بيع الأوراق المالية بالهامش، أن جميعها تحمل الصحة ويجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند التعامل بهذه العمليات، إلا أننا نميل إلى التوسع والاستمرار بهذا النوع من التداول في الأوراق المالية، لما يحمل من قدرة على تحريك السوق والنمو الاقتصادي، وفي الوقت نفسه يجب معالجة ما يثار من حوله من محاذير خاصة ما يلحق العميل من أضرار في حال عدم ارتفاع أسعار تلك الأوراق المشتراة بالهامش وبيعها مرة أخرى، وفي هذا الحالة يجب أن تقيد كمية الأوراق المالية المشتراة بالهامش من قبل العميل، بحيث تكون له القدرة المالية على تلافي الأخطار المالية في حال عدم ارتفاع اسعار هذه الأوراق وبيعها مرة أخرى، وذلك للحفاظ عليه من الانهيار الاقتصادي، وكذلك الحفاظ على السوق المحلي من تعرضه إلى نكسات وتقلبات اقتصادية في حال إجراء عمليات شراء بالهامش بكميات كبيرة وغير مدروسة.

الفرع الثاني: مجالات البيع بالهامش

يقصد المتعاملون بالهامش عادةً الربح السريع، وهذا الربح لا يتحقق إلا في الأشياء التي تتغير أسعارها بشكل سريع ومستمر، وبذلك فإن المتاجرة بالهامش تقوم على المجازفة والمخاطرة للحصول على الأرباح المرجوة^(١). وتأتي في مقدمة هذه الأشياء التي يتم التعامل بها بالهامش:

أولاً: الأسهم: وهي عبارة عن صكوك مكتوبة وفق قواعد شكلية حددها القانون، متساوية القيمة الاسمية وغير قابلة للتجزئة^(٢)، وقابلة للتداول بالطرق التجارية بحسب شكلها. وهذه الأسهم تمثل جزءاً من رأس مال الشركة، وتعطي

(١) د. عبد العزيز فرج محمد موسى: استاذ الفقه المقارن المساعد في كلية الشريعة والقانون بالقاهرة: أحكام المتاجرة بالهامش - دراسة فقهية مقارنة: ٢٠١٣: ص ١٣٤٨.

(٢) نصت المادة (٢٩) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل على أنه: "يقسم رأس المال في الشركات المساهمة والمحدودة إلى اسهم نقدية متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة". ونصت المادة (٣١) من قانون الشركات المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ على أنه: "يقسم رأس مال الشركة إلى اسهم متساوية القيمة".

أصحابها حقوقاً في الشركة التي أسهموا فيها بقدر القيمة الاسمية المثبتة في هذه الصكوك^(١). ويمكن للمتعاملين بالهامش في الأسواق لشراء هذه الأسهم أو بيعها، وفي حال انخفاض هذه الأسهم يقوم المتعامل بشراء هذه الأسهم بما لديه من أموال بالإضافة إلى اقتراضه من الوسيط بضمان ذات الأسهم التي قام بشرائها، ومن ثم يقوم ببيعها مرة أخرى عند ارتفاع سعرها في السوق المالي^(٢)، وتسديد ما اقترضه من الوسيط مع الفائدة المترتبة على القرض، ويحصل المتعامل بالهامش على ربح، وهو الفرق المتحقق بين سعر شراء الأسهم وسعر البيع.

ثانياً: السندات: وهي تمثل شهادات إقراض ذات فائدة ثابتة، إضافة للأرباح الناجمة نتيجة التغيرات السوقية في أسعارها، وهي قابلة للتداول^(٣). وفي حال رغب العميل شراء كمية معينة من هذه الأوراق ولم يكن لديه المبلغ المالي الكافي، فإنه يقترض المبلغ المتبقي من الوسيط بضمان هذه الأوراق، ويتم شراؤها بطريقة التعامل بالهامش، ويسدد الوسيط عند حلول الأجل لسدادهم من قبل الشركة المقترضة، أو يبيعها في سوق الأوراق المالية مرة أخرى عن طريق التداول إذا ما ارتفعت أسعارها في السوق، وبذلك يقوم العميل بتسديد المبلغ المالي للوسيط مع الفائدة المترتبة عليه، والحصول على الربح المتحقق بين سعر الشراء وسعر البيع.

(١) د. محمد شكري الجميل العدوي: المرجع السابق: ص ٨٧٢.

(٢) د. محمد بن إبراهيم السحيباني و عبد الله بن محمد العمراني : أحكام منافع القروض لشركات الوساطة المالية: جامعة الملك عبد العزيز مركز النشر العلمي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الاسلامي: مجلد ٢٢، العدد ١، سنة ٢٠٠٩: ص ٦.

(٣) نصت المادة (٧٧) من قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل: "للشركة المساهمة أن تقترض بطريق اصدار سندات اسمية وفق احكام القانون، بدعوة موجهة إلى الجمهور ويمنح المكتب بالقرض سندات مقابل المبالغ التي اقترضها للشركة وله الحق باستيفاء فائدة معينة تدفع له في آجال محددة وتسترد قيمتها من جميع أموال الشركة وتعتبر هذه السندات ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة وترقم بأرقام متسلسلة لكل اصدار ويجب ان تختتم بختم الشركة". ونصت المادة (٤٩) من قانون الشركات المصري رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١ المعدل: "يجوز للشركة اصدار سندات اسمية وتكون هذه السندات قابلة للتداول...".

ثالثاً: حصص التأسيس: هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة قابلة للتداول، وتصدر بغير قيمة اسمية، تمثل حصة شائعة لمالكها في الأصول أو المنافع، ويكون انتهاء ملكيتها في أجل محدد^(١). فإذا ما أراد المستثمر الحصول على نسبة معينة من هذه الصكوك وليس لديه الاموال الكافية لذلك، فإنه يجري شراءها بالهامش، وذلك باقتراض مبلغ معين من الوسيط بضمان هذه الصكوك أو ضمانات أخرى متفق عليها بين الطرفين، ويتم تسديد الوسيط عندما يحل أجل تسديد تلك الصكوك من قبل الشركة المكتتب فيها، أو عندما ترتفع قيمة هذه الصكوك في الأسواق، ويتم بيعها مرة أخرى من قبل العميل.

رابعاً: وثائق الاستثمار: وهي وثائق تعطي لصاحبها الحق في ملكية حصة في أحد صناديق الاستثمار، وتكون حصة حاملها شائعة في ملكية صندوق الاستثمار، وليس من حقه أن يدعي ملكية في أوراق محددة، وتكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية^(٢). وتطرح هذه الوثائق من صناديق الاستثمار لغرض الاكتتاب بها فيشتري العميل هذه الأوراق إذا ما رأى حسب التقديرات أنه سعرهن منخفض، وإذا لم يكن لديه المبلغ الكافي للشراء فيمكنه أن يشتري بالهامش، وذلك عن طريق اقتراض الثمن المتبقي من الوسيط بضمان هذه الوثائق، وعندما يرتفع سعر هذه الوثائق مرة أخرى بالسوق المالي يقوم المستثمر ببيعهن وتسديد قرض الوسيط والحصول على الربح المتحقق من فرق السعر بين الشراء والبيع، بالإضافة إلى الأرباح المتحصلة من صندوق الاستثمار المكتتب فيه.

(١) د. محمد شكري الجميل العدوي: مرجع سابق: ص ٨٧٥.

(٢) د. عمرو محمد غانم محمد: مرجع سابق: ص ٣٨٩.

المبحث الثاني

حكم البيع بالهامش واثرة على سوق العراق للأوراق المالية

أن التعامل بالهامش تترتب عليه عدة آثار سواء كان ذلك الأثر من ناحية تكيف العلاقة القانونية بين المتعاملين وبين طبيعة التعامل بالهامش، وكذلك لا بد من معرفة مدى إمكانية التعامل بهذا النوع من البيع للأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية واثرة على تنمية هذا السوق، ولذلك سنبحث في هذا المطلب هذه الفرضيات على النحو الآتي.

المطلب الاول: حكم التعامل بالهامش

نظراً إلى محل التعامل بالهامش سواء كان أوراقاً مالية أم غيرها. فأما أن يكون مملوكاً للوسيط أو لغيره فإن كان مملوكاً لغيره فهنا سيكون التعامل بين ثلاثة أطراف، وهم الوسيط والمشتري بالهامش والبائع مالك لمحل البيع، وفي هذا الفرض فإن علاقة البائع بالمشتري بالهامش هي علاقة بيع طبيعية ليس فيها أي إشكال ممكن أن يثار حولها، أما ما يثار من تساؤل هو حول علاقة الوسيط بالمشتري بالهامش^(١)، ونحن هنا أمام فرضيتين: الفرضية الأولى أن يكون الوسيط هو مالكاً لمحل الصفقة، والفرضية الثانية أن يكون الوسيط ليس مالكاً إنما مجرد وسيط ومقرض للمشتري بالهامش.

(١) د. احمد بن عبد الله بن حسن المبارك: المرجع السابق: ص ١٠٥٥.

الفرع الأول: محل الصفقة ليس مملوكاً للوسيط

في هذا الفرض يكون محل الصفقة ليس مملوكاً للوسيط، وإنما لشخص آخر وهو البائع، وهنا يكون الوسيط مسهلاً لعملية إجراء البيع بين البائع والمشتري بالهامش، بالإضافة إلى ذلك يكون مقرضاً للمشتري بالهامش^(١). مقابل رهن الشيء محل البيع لدى الوسيط، فبعد ان تتم اجراءات الشراء بالهامش تجري إجراءات رهن الأوراق المالية فتتسأ علاقة عقدية إضافة إلى عقد البيع، وهي عقد الرهن الذي يولد حقوق والتزامات. ومن أهم تلك الحقوق التي تنشأ للدائن المرتهن هو حقه في الرهن، وبما أن عقد الرهن ليس عقداً ناقلاً للملكية، بل الغرض منه إنشاء ضمان للمرتهن في استيفاء حقه من المدين المقترض، فيشترط الوسيط رهن الشيء محل الصفقة لديه لغرض ضمان حقه، وهذا الحق يخوله بالتنفيذ عليه لاستيفاء دينه في حال عجز المدين عن الوفاء في الموعد المحدد له^(٢).

وهنا على المشتري بالهامش أن يبرم عقدين: العقد الأول مع البائع وهو عقد البيع، والعقد الثاني مع الوسيط وهو عقد القرض مقابل الشيء المرهون، وهنا يحق للمشتري بالهامش أن يتعامل في الشيء محل الصفقة بما لا يضر بحق الدائن المرتهن، وكما أسلفنا فإن عقد الرهن لا يعني نقل الملكية بل هو عقد ضمان لحق^(٣)، فيقع التزام على الوسيط المرتهن بموجب عقد الرهن هو الحفاظ على الشيء المرهون وتسليمه للمدين وقت استيفاء حقه، أو بيعه في السوق بسعر المثل وتسليم ما يتبقى من ثمنه إلى المدين في حال عجز المدين عن الوفاء.

(١) د. احمد حسن وسمي: المسؤولية المدنية لإدارة الشركة المساهمة المتسببة بإفلاس الشركة - دراسة مقارنة: مجلة ميسان للدراسات

القانونية المقارنة: المجلد (السادس) العدد (١)، سنة ٢٠٢٢ ص ١٩.

(٢) د. محمود فكري عبد الصادق الشاهد: مرجع سابق: ص ١٥٦.

(٣) د. محمد شكري الجميل العدوي: مرجع سابق : ص ٩١٠.

الفرع الثاني: اجتماع البيع والقرض في عقد واحد

وفقاً لهذه الفرضية يكون الشيء محل البيع ملكاً للوسيط وقت العقد، ومن ثم يبيعها للمشتري مقابل استلام جزء من ثمنها، والباقي يكون ديناً بذمة المشتري ولكن تكون صيغة هذا الدين كقرض للمشتري، فهنا يكون الوسيط قد أبرم عقدين في تصرف واحد وهو عقد البيع وعقد القرض^(١).

وقد اتفق معظم الفقهاء على عدم جواز الجمع بين البيع والقرض في عقد واحد، وقد ساقوا عدة حجج في ذلك ومنها: أن من شروط البيع أن يكون الثمن معلوماً وقت البيع، وإلا بطل البيع وهنا في هذا الجمع قد يختلط ثمن البيع مع سعر الفائدة على القرض، فإذا سقطت الفائدة أفضت إلى جهالة الثمن فيبطل العقد^(٢). وكذلك برر من يرى منع الجمع بين التصرفين بعقد واحد هنا البائع وهو المقرض بالوقت نفسه سوف يأخذ الشيء المباع كرهن للقرض، وبالتالي يفرغ البيع من محتواه لأن من شروط البيع تسليم الشيء المباع إلى المشتري^(٣) وتمكينه لغرض التصرف به وفقاً لما يرغب به المشتري، وفي حال عدم تسلم المشتري الشيء المباع يفقد المشتري الغرض المرجو من الشراء وخاصة الشراء بالهامش وهو الغرض من الشراء إعادة بيع الشيء بعد ارتفاع سعره في السوق لغرض الحصول على الربح المتحقق بين سعر الشراء وسعر البيع.

ونرى ما سيق من حجج في منع الجمع بين تصرفين في عقد واحد على الرغم من أهميتهما، ولكن لا يرقين لبطلان التصرف بذاته، وبالإمكان تلافي ما سيق من خلال الفرض الأول تحديد ثمن البيع ببند مستقل عن تحديد سعر

(١) د. عبد العزيز فرج محمد موسى: مرجع سابق: ص ١٣٥٦.

(٢) د. محمد شكري الجميل العدوي: مرجع سابق: ص ٩٥٨.

(٣) تنص المادة (٥٣٥) من القانون المدني العراقي رقم (٤٠) لسنة ١٩٥١ على أنه: "يلتزم البائع بما هو ضروري لنقل ملكية المبيع إلى المشتري وأن يكف عن أي عمل من شأنه أن يجعل نقل الملكية مستحيلاً أو عسيراً". ونص المشرع المصري في المادة (٤٢٨) من القانون المدني رقم (١٣١) لسنة ١٩٤٨ على أنه: "يلزم البائع أن يقوم بما هو ضروري لنقل الحق المبيع إلى المشتري وأن يكف عن أي عمل من شأنه يجعل نقل الحق مستحيلاً أو عسيراً".

الفائدة على القرض، ومن خلاله يجعل ثمن البيع معلوماً علماً نافياً للجهالة حتى إذا سقطت الفائدة على القرض، ويمكن تلافي الحجة الثانية من خلال تمكين المشتري بالتصرف بالشيء المباع مع ضمان حق الوسيط المقرض من خلال جعل حق الامتياز له على ثمن الشيء المباع بعد تصرف المشتري به، أو رهن شيء آخر لدى البائع وهو الوسيط في الوقت نفسه غير الشيء المباع، وأيضاً يمكن تلافي هذه الإشكالية من خلال تخويل البائع (الوسيط) بيع الشيء الذي تم شراؤه بالهامش بعد ارتفاع سعره بالسوق، وبهذا يضمن حق البائع بتسديد القرض مع الفائدة، وكذلك تمكين المشتري من بيع الشيء الذي تم شراؤه بالهامش والحصول على الربح المرجو منه.

المطلب الثاني: إمكانية البيع بالهامش في العراق وأثره على تنمية سوق الأوراق المالية

صدر القانون المؤقت رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤ لتنظيم أسواق الأوراق المالية في العراق، إلا أن هذا القانون لم يشر بشكل صريح إلى تنظيم التعامل بالهامش أو يمنع التعامل فيه مما يجعل الباحثين والعاملين في هذا السوق يتساءلون حول مدى إمكانية التعامل بهكذا أمر داخل سوق العراق للأوراق المالية، وماهي الضمانات التي وردت في القانون حول هذا التعامل، وكذلك أثر هكذا تعاملات على تنمية السوق المالي في العراق وتعزيز اقتصاد البلد.

الفرع الأول: إمكانية التعامل بالهامش بالعراق

كما أشرنا سلفاً بأنه لا يوجد نص صريح في القانون العراقي يشير إلى تنظيم التعامل بالهامش، ولكن ما يثار من تساؤل حول مدى إمكانية العمل بهكذا بيع في ظل هذا القانون وخاصة أنه لم يشر إلى منعه أو حظره، وخاصة أن هذا التعامل له جدوى اقتصادية كبيرة في تنمية التعامل المالي وحركة الأموال في الأسواق، فقد نص القانون في

القسم الخامس الفقرة (١١)^(١)، على أنه يحق للوسيط أن يتعامل في السندات نيابة عن الزبون وفقاً للقواعد التي تفرض من السوق المالي. والتعامل هنا يضمن طرح هذه الأوراق لبيعها في السوق مرة أخرى، أو اتخاذ إجراءات معينة بتلك الأوراق، ولكن بنفس الفقرة أشار المشرع إلى أنه لا يتجرد الزبون من منفعة الملكية على تلك الأوراق، وفقاً للقانون فإن منفعة حق التملك هنا تعطي للمالك الحرية الكاملة من التصرف في ملكه أو ما هو داخل في ذمته.

وفي هذا الفرض لابد من التفصيل بين الحقين الواردين في الفقرة المشار إليها من إعطاء الحق للوسيط في التعامل بالأوراق المالية، وفي الوقت نفس دون تجريد العميل من حقه في الملكية، وهنا يمكن فهم قصد المشرع من صياغة النص الوارد ذكره بأنه تبقى الأوراق المالية تحت يد الوسيط ليتعامل بها دون ملكيتها، وهذه الأوراق ممكن ان تكون مرهونة بيده أو يعطى حق التصرف بناء على إقراضه للزبون، ولكن من يمتلك هذه الأوراق هو الزبون وليس الوسيط، فعندما يتعامل بها الوسيط بالبيع يؤول ثمن تلك الأوراق للزبون، وإذا ما كان ديناً أو حقاً للوسيط على الزبون حينها يقتطعه من ثمن هذه الأوراق.

وإشارة لما ذكر هل يكون في هذا الفرض تقنين للشراء بالهامش من خلال إبقاء تلك الأوراق بيد الوسيط ليتعامل بها على الرغم عائدة ملكيتها للزبون، إننا نرى بالإمكان تفسير الفقرة المشار إليها بهذا الجانب إلا أنه لا يمكن أن تحمل تلك الفقرة أكثر مما تتضمن بشكل صريح، وذلك لعدة اعتبارات منها أن التعامل بالهامش هو إجراء مستقل عن كل التعاملات التي تجري في السوق المالي، وبالتالي فلا بد من وجود نص قانوني صريح ينظم ذلك، كما انه يترتب على هذا الشراء بالهامش عدة تصرفات قانونية أشرنا إليها سابقاً، منها عقد البيع وعقد القرض وعقد الرهن، هذه

(١) نص القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية في العراق في الفصل الخامس فقرة (١١) على أنه: "على الوسيط أن لا يتعامل في بيع السندات نيابة عن الزبون ما لم يقرر الوسيط وفقاً لمثل تلك القواعد التي قد تفرض من قبل السوق المودع لديه وأن تكون منفعة ملكية ملائمة في السندات".

التعاقدات لا يمكن أجزاؤها في السوق المالي ما لم يكن هناك تشريع ينظمها بشكل منفصل عن التعاملات المالية بالسوق، كما أنه يترتب على هذا البيع عدة آثار، منها حق الزبون في ملكية الأوراق، وكذلك حق الوسيط في ضمان حقه والذي يرد عادة برهن تلك الأوراق، وله الحق في كل ما يترتب عليه عقد الرهن من حقوق، خاصة بيع الشيء المرهون في حال عجز المقرض من سداد دينه في الوقت المتفق عليه^(١). وكذلك حق الزبون في ملكية تلك الأوراق وإعادة بيعها مرة أخرى في حال ارتفع سعرها من أجل الحصول على هامش الربح المتحقق من الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع.

وبناءً على ما ذكر فإننا نرى أن التشريع العراقي خلا من تنظيم هذا النوع من التعاملات في سوق الأوراق المالية، ولا يمكن إجراء هكذا تصرفات داخل السوق دون وجود قانون ينظمها بشكل واضح وصريح دون تأويلات يترتب عليها ضياع حق المتعاملين بها.

الفرع الثاني: أثر الشراء بالهامش على تنمية سوق العراق للأوراق المالية

يتضح من خلال ما تقدم في الدراسة أن الشراء بالهامش يتضمن قروضاً متبادلة، حيث يفترض العميل من قبل الوسيط في شراء الأوراق المالية لغرض استكمال النقص في سعر الشراء، ومن ثم يقوم الوسيط بالاقتراض أيضاً من قبل أحد المصارف لإقراض هذا المبلغ مرة أخرى للعميل، فيحصل الوسيط على عدة منافع من عملية شراء الأوراق المالية بالهامش، ومنها الحصول على قروض بسيولة عالية، وكذلك الحصول على عمولات البيع والشراء سواء كانت صريحة أم ضمنية في عروض الطلبات، وأيضاً له الحق في اقراض أسهم العميل المرهونة لديه مرة أخرى، وما

(١) د. مراد محمود المواجهة: أعمال صانع السوق في الأسواق المالية: دراسة في التشريع الإماراتي: مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية: المجلد السابع عشر: العدد الأول، سنة ٢٠٢٠: ص ٩٨.

تولدت هذه العملية من فوائد إضافية، وتأتي هذه المنافع مضافة على الفائدة الأصلية التي يحصل عليها الوسيط من العميل نتيجة للقرض المالي الممنوح له لشراء الأوراق المالية بالهامش^(١).

بالإضافة إلى ما اشرنا من عدة فوائد تعود على الوسيط يضاف لها الفوائد التي تعود للمصرف الذي يقرض الوسيط وحصوله على فائدة القرض، والعميل الذي يحصل على المبلغ المالي ليتمكن من شراء الأوراق المالية بالهامش، ومن ثم بيعها مرة أخرى عندما يرتفع سعرها في السوق للحصول على الربح المتحقق من الفرق بين السعريين سعر الشراء وسعر البيع^(٢)، فكل ما تقدم من ذكر هو فوائد شخصية تعود على المتعاملين به، إلا أن هناك عدة فوائد تعود على السوق المالي بشكل عام، لأن عملية الشراء بالهامش تؤدي إلى استقرار أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق من خلال التعادل السعري بين العرض والطلب والبعد عن المضاربة لما تؤديه إلى التقلبات الاقتصادية^(٣). فمن خلال عملية الشراء بالهامش تتمكن الهيئات المسؤولة عن الأسواق المالية بين فترة وأخرى على العمل من تنظيم التعامل بهذا الأسلوب في الأسواق المالية، وتحديد نسب الهامش المبدئي وهامش الوقاية، فكلما انخفض الطلب على الأوراق المالية وأصبح انكماش في السوق وانخفضت أسعار الأوراق المالية بشكل غير متوازن تقوم الهيئة برفع القدرة المالية عن طريق زيادة الشراء بالهامش، وتستند هذه الفكرة إلى "الرافعة المالية"^(٤)، وكذلك تستخدم الهيئة نفس الأسلوب إذا رأت ارتفاع سعر الأوراق المالية في السوق بشكل مبالغ فيه وأصبح تضخم في عرض المال، فإنها تقوم بزيادة سعر الائتمان عن طريق زيادة نسبة الهامش المطلوب من العملاء في السوق المالي، ويؤدي ذلك إلى تقليل قدرتهم في

(١) د. محمد بن إبراهيم السحبياني وعبد الله بن محمد العمراني: مرجع سابق: ص ١٧.

(٢) د. عبد العزيز فرج محمد مرسى: مرجع سابق: ص ١٣٤٥

(٣) وليد مروان عليان: أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار وحركة تداولها في بورصة عمان: الأردن - عمان، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا: كلية الأعمال: قسم إدارة الأعمال: رسالة ماجستير، سنة ٢٠٠٩، ص ٤٠.

(٤) د. إبراهيم اسماعيل ياسر أحمد عبد: مرجع سابق: ص ٥٨.

شراء الأوراق المالية، مما يؤدي إلى انخفاض سعر الأوراق المالية المعروضة في السوق وإعادة التوازن واستقرار السوق^(١).

فلو طبقنا ذلك على سوق العراق المالي لوجدنا الأمر ذا فائدة كبيرة على تداول الأوراق المالية في السوق، وخاصةً في ظل ما يشهده السوق من ركود وقلة التداول في الأوراق المالية، فإذا ما نظمت عملية الشراء بالهامش في سوق العراق للأوراق المالية سيؤدي ذلك حتماً إلى نمو هذا السوق عن طريق توريد زيادة سيولة مالية في السوق، ولما تقدمه من فوائد كبيرة للعملاء من حيث توفير الفرص التي تؤدي إلى زيادة الأرباح، بالإضافة ستشجع حاملي الأوراق المالية على طرحها في السوق لغرض بيعها لاعتقادهم أنها ستباع بسعرها الحقيقي وذلك لوجود وفرة مالية لدى العملاء متحققة من القرض الذي يحصلون عليه من الوسيط وشرائها بالهامش، فكل ذلك سيؤدي حتماً إلى زيادة العرض والطلب في سوق العراق المالي على الأوراق المالية، لما يؤديه هذا النظام من ترقية السوق العراقي الناشئ إلى سوق مالي متقدم في تنشيط هذا السوق وزيادة الاستثمار فيه وتميمته، لما يعكسه على استقرار السوق وإعطاء صورة جيدة عنه للمستثمرين، وجذب الاستثمارات الخارجية، وربط السوق المالي المحلي بالأسواق المالية الدولية. فعملية الشراء بالهامش يعد محركاً حقيقياً لتداول الأوراق المالية في السوق، ومسبباً رئيساً في التنمية الاقتصادية، وقد اعتمد هذا النظام في الأسواق المالية لمعظم دول العالم، وثبتت نجاعته ونجاحه في استقرار السوق وتميمته.

الخاتمة:

بحثنا في ما تقدم من الدراسة ماهية بيع الأوراق المالية بالهامش، وتميزها عن التعاملات المشابهة لها، وكذلك بينا الفائدة التي يمكن أن تترتب على هذا النوع من التعاملات في السوق المالي، وما يمكن أن يطرأ على المتعاملين بها أو على السوق الوطني من مخاطر نتيجة تقلبات أسعار الأوراق المالية أو لدراسات وتقييمات غير صحيحة، وكذلك

(١) وليد مروان عليان: مرجع سابق: ص ٤١.

أوضحنا حاجة سوق العراق المالي إلى تشريع قانوني ينظم هكذا نوع من التعاملات به، لما يمكن أن يؤثر على هذا السوق من تطور وزيادة في التعاملات ودخول الاستثمارات إليه، وبعد اتمام هذه الدراسة توصلنا إلى أهم النتائج والتوصيات الآتية:

النتائج:

- ١- تركز فكرة الشراء بالهامش على قرض العميل مبلغاً مالياً من الوسيط لغرض استكمال المبلغ المالي لديه لشراء الأوراق المالية المعروضة في السوق.
- ٢- أن الشراء بالهامش يكون عبارة عن قروض متبادلة بين الوسيط والمصرف المالي والوسيط والعميل الذي يرغب بشراء الأوراق المالية بالهامش.
- ٣- يمكن أن يكون الوسيط مالكاً للأوراق المالية، وكذلك مقرضاً للعميل بالوقت نفسه فيبرم عقدين متداخلين، عقد البيع وعقد القرض.
- ٤- تبقى الأوراق المالية المشتراة بالهامش، مرهونة لدى الوسيط وذلك لضمان حقه في تسديد القرض الممنوح للعميل.
- ٥- تركز فكرة الشراء بالهامش على رفع القدرة المالية لدى العميل لشراء أكبر قدر ممكن من الأوراق المالية المعروضة في السوق.
- ٦- أن التعامل بالهامش يستند على اغتنام الفرص فكلما انخفض سعر الأوراق المالية في السوق يلجأ العميل إلى شرائها، مستنداً بذلك على القرض الممنوح له من قبل الوسيط.
- ٧- التعامل بالهامش يستند بالأساس إلى توقعات الوسيط في أسعار الأوراق المالية في المستقبل مما يدفع هذا التوقع العميل إلى الشراء أو عدم الشراء.
- ٨- خلو سوق العراق للأوراق المالية من أي تشريع قانوني يمكن أن يستند إليه في تنظيم هكذا تعامل به.

المقترحات:

- ١- أن تنظيم التعامل بالهامش هو أداة بيد الهيئة المشرفة على السوق المالي لتنظيم أسعار الأوراق المالية، ومنع التقلبات الاقتصادية سواء بارتفاع الاسعار أم بانخفاضها.
- ٢- يساعد التعامل بالهامش على تنشيط التعامل بالسوق المالي، فهو يهدف إلى رفع القدرة الشرائية للعملاء.
- ٣- إذا كانت الأوراق المالية مملوكة للوسيط فيجب فصل عقد بيع الأوراق المالية للعميل عن عقد القرض، فكل عقد التزامه وآثاره المختلفة.
- ٤- تمكين العميل من التعامل بالأوراق المالية المشتراة بالهامش، وإيجاد بديل عن رهن الأوراق المالية لدى الوسيط لضمان حقه في سداد قيمة القرض.
- ٥- أن التعامل بالهامش على الرغم من الفوائد التي يحققها للمتعاملين به أو للاقتصاد الوطني إلا أنه لا يخلو من المخاطر لأنه يقوم على فكرة التوقعات في ارتفاع سعر هذه الأوراق بعد مدة زمنية، فيحتمل أن تخطئ هذه التوقعات ولا يرتفع سعرها فيتكبد المتعاملون به خسائر كبيرة، وكذلك لما بسببه من آثار سلبية على الاقتصاد الوطني، ويحدث تقلبات اقتصادية خطيرة.
- ٦- نصي المشرع العراقي ان يشرع قانوناً دائماً لتنظيم بيع الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية وعدم البقاء على القانون المؤقت الذي لم يعد يلبي طموح هذا السوق وتطلعاته.
- ٧- تنظيم تشريع قانون منفصل عن سوق العراق للأوراق المالية خاص لبيع الأوراق المالية بالهامش كما هو معمول به في معظم دول العالم، لما يشكل هذا التعامل من تنشيط السوق المالي ودخول الاستثمار إليه.

المراجع:

- ١- د. أبراهيم أسماعيل ياسر احمد عبد: مفهوم الأوراق المالية بالهامش - دراسة مقارنة: بحث منشور في مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية: العدد الرابع / السنة الثانية عشر ٢٠٢٠.
- ٢- د. أحمد بن عبد الله بن حسن المبارك: المتاجرة بالهامش وأحكامها في الفقه الإسلامي: مصر، جامعة الازهر، مجلة علوم الشريعة والدراسات الإسلامية، مجلد ٣، العدد ٣٣، سنة ٢٠١٧.
- ٣- د. احمد حسن وسمي: المسؤولية المدنية لإدارة الشركة المساهمة المتسببة بإفلاس الشركة - دراسة مقارنة: مجلة ميسان للدراسات القانونية المقارنة: المجلد (السادس) العدد (١)، سنة ٢٠٢٢.
- ٤- د. حسين محمد بيومي الشيخ: الإشكاليات الشرعية في تجارة الهامش (الفوركس) دراسة فقهية مقارنة: مصر، دار الوفاء للطباعة والنشر، ط١، سنة ٢٠٢١.
- ٥- م. حمدي عبود كاظم: التصفية المصرفية وفق قانون المصارف العراقي رقم (٩٤) لسنة (٢٠٠٤) دراسة مقارنة: مجلة ميسان للدراسات القانونية المقارنة: المجلد (١) العدد (٥)، سنة ٢٠٢١.
- ٦- م.م سجي ماجد داود: المسؤولية القانونية عن التزام المصرف بفحص المستندات- دراسة مقارنة: مجلة ميسان للدراسات القانونية المقارنة: المجلد (١) العدد (٦)، سنة ٢٠٢٢.
- ٧- د. سمير عبد الحميد رضوان (أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية) مصر، القاهرة، معهد العالمي للفكر الإسلامي، سنة الطبع ١٩٩٦.
- ٨- د. عبد العزيز فرج محمد موسى: استاذ الفقه المقارن المساعد في كلية الشريعة والقانون بالقاهرة: أحكام المتاجرة بالهامش - دراسة فقهية مقارنة: ٢٠١٣.

- ٩- د. عمرو محمد غانم محمد: إدارة المخاطر بالبيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية - دراسة فقهية مقارنة: مصر، جامعة الأزهر، مجلة قطاع الشريعة والقانون، مجلد ٢٠١٨، العدد ١٠، سنة ٢٠١٨.
- ١٠- د. محمد بن إبراهيم السحبياني وعبد الله بن محمد العمراني: أحكام منافع القروض شركات الوساطة المالية: جامعة الملك عبد العزيز مركز النشر العلمي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الاسلامي: مجلد ٢٢، العدد ١، سنة ٢٠٠٩.
- ١١- د. محمد شكري الجميل العدوي: الشراء بالهامش في الأسواق المالية المعاصرة - دراسة فقهية مقارنة: مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات_ بالإسكندرية: المجلد الثاني من العدد الرابع والثلاثين، سنة ٢٠١٨.
- ١٢- د. محمود فكري عبد الصادق الشاهد: التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة: مصر - الإسكندرية - دار الجامعة الجديدة: سنة الطبع ٢٠٢٠.
- ١٣- د. مراد محمود المواجهة: أعمال صانع السوق في الأسواق المالية: دراسة في التشريع الإماراتي: مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية: المجلد السابع عشر: العدد الأول، ٢٠٢٠.
- ١٤- د. منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق المال: مصر، الإسكندرية، منشأة المعارف، ١٩٩٧.
- ١٥- د. موسى مصطفى موسى القضاة: المتاجرة بالهامش وأثرها في إحداث الأزمة المالية العالمية من منظور شرعي: جامعة الأزهر، مجلة صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، مجلد ١٦، العدد ٤٦، سنة ٢٠١٢.
- ١٦- وليد مروان عليان: أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار وحركة تداولها في بورصة عمان: الأردن - عمان، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا: كلية الأعمال: قسم إدارة الأعمال: رسالة ماجستير، سنة ٢٠٠٩.

التشريعات:

- ١- القانون المدني العراقي رقم (٤٠) لسنة ١٩٥١.
- ٢- القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية (٧٤) لسنة ٢٠٠٤.
- ٣- قانون سوق الإمارات للأوراق المالية الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠.
- ٤- قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
- ٥- قانون الشركات العراقي رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المعدل.
- ٦- قانون الشركات المصري رقم (٥٩) لسنة ١٩٨١ المعدل.

References:

- 1-D. Ibrahim Ismail Yasser Ahmed Abdel: the concept of margin Securities-a comparative study: a research published in the Journal of the investigator al-Hilli for legal and Political Sciences: the fourth issue / twelfth year 2020.
- 2-D. Ahmed bin Abdullah bin Hassan Al-Mubarak: margin trading and its provisions in Islamic jurisprudence: Journal of sharia sciences and Islamic studies: issue 86.
- 3-D. Ahmed Hassan Wasmi: civil liability of the management of the Joint Stock Company causing the bankruptcy of the Company-comparative study: Maysan Journal for comparative legal studies: Volume (VI) Issue (1).
- 4-D. Hussein Mohammed Bayoumi Sheikh: the problems of legality in margin trading (forex) comparative jurisprudence study: Journal of the College of Islamic and Arab studies for girls – Alexandria: the seventh volume of the twenty-ninth issue.
- 5-m. Hamdia Abboud Kazim: banking liquidation according to the Iraqi Banking Law No. 94 of 2004 comparative study: Maysan Journal of comparative legal studies: Volume (1) issue (5).

6-m.Saja Majid Daoud: legal responsibility for the bank's obligation to examine documents-comparative study: Maysan Journal of comparative legal studies: Volume (1) issue (6)

7-D. Samir Abdel Hamid Radwan (securities markets and their role in financing economic development) Egypt, Cairo, International Institute of Islamic thought.

8-D. Abdel Aziz Farag Mohamed Moussa: assistant professor of comparative jurisprudence at the Faculty of Sharia and law in Cairo: margin trading provisions-comparative jurisprudence Study: 2013.

9-d. Amr Mohamed Ghanem Mohamed: risk management by short selling in the stock market-comparative jurisprudence study: Egypt-Cairo.

10-D. Mohammed bin Ibrahim Al-Suhaibani and Abdullah bin Mohammed Al-Omrani: loan benefits provisions financial brokerage companies: Journal of King Abdulaziz University: Islamic economics: issue 1.

11-d. Mohamed Shoukry Gemayel Al-Adawi: margin buying in contemporary financial markets-a comparative jurisprudence study: Journal of the College of Islamic and Arab studies for girls, Alexandria: the second volume of the thirty-fourth issue.

12-d. Mahmoud Fikry Abdel Sadek El Shahid: legal regulation of margin buying in the stock market-comparative study: Egypt-Alexandria-new university House: Year of edition 2020.

13-D. Murad Mahmoud al muwajda: market maker's work in the financial markets: a study in the UAE legislation: University of Sharjah Journal of Legal Sciences: Volume XVII: first issue.

14-d. Mounir Ibrahim Hendy: Securities and capital markets: Egypt, Alexandria, Maarif establishment, 1997.

15-d. Moussa Mostafa Moussa al-Qadi: margin trading and its impact on causing the global financial crisis from a legitimate perspective: a research published in Saleh Kamel Journal of Islamic economics at Al-Azhar.

16-Walid Marwan Alyan: the impact of using margin trading method on the prices and movement of its trading on the Amman Stock Exchange: master thesis: Middle East University for Graduate Studies: Faculty of Business: Department of Business Administration: Jordan – Amman.

Legislation:

- 1-Iraqi Civil Law No. 40 of 1951.
- 2-the interim law of the Iraqi securities market (74) of 2004.
- 3-the UAE Federal Securities Market Law No. 4 of 2000.
- 4-Egyptian capital market Law No. 95 of 1992.
- 5-Iraqi Companies Law No. 21 of 1997 as amended.
- 6-Egyptian companies Law No. 59 of 1981 as amended.