



# النظام القانوني لتداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

اعداد

الدكتور/ محمد عبد المقصود غانم  
مدرس القانون التجاري والبحري  
كلية الحقوق - جامعة دمياط

مجلة حقوق دمياط للدراسات القانونية والاقتصادية - كلية الحقوق - جامعة دمياط

العدد الثالث يناير - 2021

## مقدمة

### أولاً: موضوع البحث:

يعمل القائمون على أمر بورصات الأوراق المالية على تحسين بيئة التداول بها وآلياته، ومواكبة الأسواق العالمية فيما وصلت إليه في هذا الشأن، وذلك من أجل الحفاظ على المستثمرين بها وكذلك جذب مزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية إليها؛ حيث تعتبر آليات وأنظمة التداول من أهم عناصر تطور أسواق الأوراق المالية على مستوى العالم وزيادة فعاليتها. وتُعد البورصة المصرية إحدى تلك البورصات التي تعمل على ذلك الأمر؛ حيث تتبنى آليات تداول متنوعة ومتطورة كالتداول في ذات الجلسة والشراء بالهامش والبيع على المكشوف.

ويُعد التداول في ذات الجلسة أحد أهم التسهيلات التي تقدمها البورصات المتقدمة لمستثمريها؛ حيث يعتمد هؤلاء المستثمرون إلى آلية التداول في ذات الجلسة لتحقيق أرباح متمثلة في الفروق السعرية للورقة المالية خلال ذات جلسة التداول.

وبالرغم من اعتبار التداول في ذات الجلسة أحد الآليات الرئيسية المعمول بها في معظم دول العالم، إلا أنه مازال مثار جدل إلى يومنا هذا، وذلك بسبب ما تحمله تلك الآلية من مخاطر.

**ثانياً: أهمية البحث:**

تناولت العديد من الدراسات الأكاديمية موضوع تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة، إلا أن معظم تلك الدراسات تناولت ذلك النظام من جانبه الاقتصادي البحث، والآثار المترتبة على العمل بهذا النظام على أسواق الأوراق المالية. ونظراً لندرة الدراسات – على حد علم الباحث- التي تناولت هذا الموضوع من جانبه القانوني، فقد آثرنا أن نخصص هذا البحث لتناول الجوانب القانونية لهذا الموضوع المهم.

وعليه، تتجسد أهمية هذا البحث في أنه يتناول إحدى الآليات التي تساهم في زيادة السيولة في بورصة الأوراق المالية بما ينعكس على كفاءتها، وكذلك تُساعد على تحقيق الحماية للمستثمرين من مخاطر تقلبات الأسعار على المدى الطويل. كما أنه في نفس الوقت يبحث في مدى ملاءمة القواعد القانونية الحاكمة لمزاولة هذا النشاط للحد من الآثار السيئة المترتبة على إساءة استخدامه، ومدى تماشيها مع التطورات في مختلف الأسواق العالمية.

**ثالثاً: مشكلة البحث**

تكمن مشكلة البحث في أن تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة يُعد نظاماً حديثاً نسبياً على الدول العربية، وتتردد هذه الدول في اعتماده كأحد الآليات

المسموح باستخدامها في التداول. كما أن هذا النظام تم توجيه الكثير من النقد له، وكان محل العديد من التحقيقات في الكثير من الدول التي سمحت به. ومن هنا يثور التساؤل: هل المشكلة تكمن في هذا النشاط في حد ذاته، أم أنها الطريقة التي تتم بها مزاوله ذلك النشاط، ومن ثم الحاجة إلى وضع الضوابط اللازمة للحد من آثاره السيئة ومنع إساءة استخدامه؟

#### رابعاً: نطاق البحث:

لا يُمارس نشاط تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة في بورصة الأوراق المالية فحسب، بل يمكن أن يحدث في أي سوق، ولكنه أكثر شيوعاً في سوق العملات الأجنبية وبورصة الأوراق المالية. إلا أننا سنُقتصر نطاق البحث على تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة في بورصات الأوراق المالية فقط.

#### خامساً: منهجية البحث:

اتبع الباحث في هذه الدراسة المنهج التحليلي التأصيلي وذلك بصفة أساسية، كما أنه استخدم أيضاً المنهج المقارن بصفة تبعية وعند اللزوم، وذلك من خلال خطة البحث التالية:

### سادسًا: خطة البحث:

تم تقسيم خطة البحث في هذا الموضوع إلى فصلين، وذلك على النحو

التالي:

الفصل الأول: ماهية نظام تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة.

الفصل الثاني: الرقابة على عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة.

### الفصل الأول

#### ماهية نظام تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

##### تمهيد وتقسيم:

يُعد الاستثمار في بورصة الأوراق المالية من ضمن الاستثمارات التي تقوم على المضاربة. وهذه الأخيرة قد تكون في صورتها البسيطة كقيام المستثمر بشراء الأوراق المالية انتظارًا لارتفاع قيمتها، ومن ثم بيعها تحقيقًا للربح المتمثل في الفارق بين سعري الشراء والبيع. كما قد تكون المضاربة في أعلى صورها كما في صورة تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة أو البيع على المكشوف أو الشراء بالهامش.

ويُعتبر تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة – بالإضافة إلى كل من الشراء

بالهامش والبيع على المكشوف - من قبيل الأنشطة المتخصصة التي لا يُسمح باستخدامها إلا على الأوراق المالية التي يتوافر فيها معايير محددة.

وإذا كانت أسس الاستثمار السليمة داخل بورصة الأوراق المالية تُشير الي الاحتفاظ بالأوراق المالية سواء على المديين القصير أو الطويل، إلا أن هناك بعض المستثمرين - أملاً في تحقيق المكسب السريع - يقومون بالاستثمار من خلال تبني استراتيجية شراء وبيع الأوراق المالية في ذات جلسة التداول، ودون الاحتفاظ بأية مراكز مالية في نهاية جلسة التداول.

وسوف نقسم هذا الفصل إلى بحثين، نتناول في المبحث الأول ماهية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة، ونخصص الثاني لبيان طبيعته القانونية.

## المبحث الأول

### ماهية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

يُعد مصطلح التداول اليومي مفهومًا جديدًا نسبيًا، مر بالعديد من التحولات على مر السنين، لكنه لم يكن أكثر بروزًا مما هو عليه اليوم. ونقسم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب نتناول في المطلب الأول تعريف تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة، ونخصص المطلب الثاني لبيان مزايا وعيوب تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة، ونكرس المطلب الثالث لتمييز نظام تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة عما يشته به. وذلك تبعًا على النحو التالي.

## المطلب الأول

### تعريف تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

نعرض في هذا المطلب لمفهوم تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة، وتطوره التاريخي والتشريعي وأطرافه، والأوراق المالية المقبولة للتداول في ذات الجلسة. وذلك تبعًا في أربعة فروع على النحو التالي:

## الفرع الأول

### مفهوم تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة<sup>(1)</sup>

على سعيد الفقه، تعددت التعريفات بشأن تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة، فذهب البعض<sup>(2)</sup> إلى تعريفه بأنه " استراتيجية تداول تتضمن فتح وإغلاق المراكز في نفس اليوم؛ حيث يميل المتداولون اليوميين إلى عدم الاحتفاظ بأي صفقات بين عشية وضحاها، ويختارون بدلاً من ذلك إغلاق مراكزهم كل مساء، وإعادة فتح المراكز في اليوم التالي".

بينما عرفه البعض الآخر بأنه عبارة عن استراتيجية قصيرة الأجل تهدف إلى الاستفادة من تقلبات الأسعار البسيطة خلال اليوم، بدلاً من تحركات السوق الطويلة الأجل<sup>(3)</sup>.

(1) يُطلق عليه أيضًا التداول اليومي أو التداول اللحظي.<sup>1</sup>

(2) **Bulkowski,(T.N)**, Swing and Day Trading: Evolution of a Trader, Wiley, USA, 2013,p 169& **Reigner,(J.)**, Day Trading : A Comprehensive Beginner's Guide to get started and learn Day Trading from A-Z, Independently published, USA, 2019,p3.

(3) **Logue,(A.C)**, Day Trading For Dummies, Wiley Publishing, Inc. , Hoboken, USA, 2008, p10 & **Bernstein,(J.)**, The Compleat Guide to Day Trading Stocks, McGraw-Hill Education, USA, 2000, p14.



وذهب آخرون إلى تعريفه بأنه هو نشاط بيع وشراء الأدوات المالية بهدف الاستفادة من تحركات الأسعار خلال يوم تداول واحد<sup>(1)</sup>.

كما عرفه البعض بأنه " ممارسة توقع واستغلال اختلالات العرض والطلب المؤقتة في تداول الأسهم"<sup>(2)</sup>.

ويرى البعض الآخر تعريفه بأنه " استراتيجية تداول شاملة تتميز بالتنقل المنتظم بواسطة أوامر العميل خلال اليوم للتأثير في صفقات الشراء والبيع لنفس الورقة المالية"<sup>(3)</sup>.

وأخيراً، تصفه اللجنة الفرعية الدائمة للتحقيقات في مجلس الشيوخ الأمريكي التداول اليومي بأنه " تقديم طلبات شراء وبيع متعددة للأوراق المالية والاحتفاظ بالمراكز لفترة قصيرة جداً من الوقت، عادةً دقائق أو بضع ساعات، ولكن نادراً ما

(1) **DiPietro,(J.)**, The truth about day trading stocks: a cautionary tale about hard challenges and what it takes to succeed, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA, 2009, p7.& **U.S. SEC.**, Day Trading, available at: <https://www.sec.gov/fast-answers/answersdaytradinghtm.html>

(2) **Farrell,(C.A.)**, Day Trade Online, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA, 2009, p20.

(3) **Hewitt,(J.R.) and Carlson,(J.B.)**, Securities Practice and Electronic Technology, Law Journal Press, USA, 2018,p55.

تكون أطول من يوم واحد. بهدف تحقيق أرباح بزيادات صغيرة من التقلبات اللحظية في أسعار الأوراق المالية بعد دفع العمولات<sup>(1)</sup>.

وعلى المستوى التشريعي، فقد نصت المادة الأولى من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2012<sup>(2)</sup> على أنه يجوز التعامل على الأسهم بيعة وشراء في ذات جلسة التداول (Intra Day Trading) وذلك من خلال بيع كل أو جزء مما تم شراؤه في ذات جلسة التداول، أو شراء كل أو جزء مما تم بيعه من الأرصدة المتاحة للتعامل في ذات جلسة التداول.

ويلاحظ أن المشرع المصري استخدم مؤخرًا مصطلح "التعامل" وذلك للدلالة على أنه يستوي الشراء أولاً أو البيع، وذلك بعد أن كان الأمر مقصوراً فيما سبق على ضرورة الشراء أولاً ثم إعادة البيع لذات الأوراق المالية، ولهذا كان المصطلح

(<sup>1</sup>) U.S. Congress. Senate. Committee on Governmental Affairs. Permanent Subcommittee on Investigations, Day trading: case studies and conclusions, 2000, p5, available at: <https://www.congress.gov/106/crpt/srpt364/CRPT-106srpt364.pdf>

(<sup>2</sup>) قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2012 بشأن آلية ( بتاريخ 2012/10/8. Intra Day Trading التعامل على الأسهم في ذات الجلسة ) والمنشور في الوقائع المصرية، عدد 262 تابع، بتاريخ: 20-11-2012.

المستخدم في قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 24 لسنة 2005 هو " نظام تداول الأوراق المالية المشتراة والمباعة في ذات جلسة التداول".

وفي الولايات المتحدة الأمريكية، عرّفته المادة (4210/ح/8/ب/1)<sup>(1)</sup> من قواعد هيئة تنظيم الصناعة المالية **FINRA**<sup>(2)</sup> بأنه الشراء والبيع أو البيع والشراء لنفس الورقة المالية خلال ذات اليوم في حساب الهامش، باستثناء: أ- الاحتفاظ بمركز طويل لورقة مالية، ثم بيعها في اليوم التالي قبل أي شراء جديد

(<sup>1</sup>) The term "day trading" means the purchasing and selling or the selling and purchasing of the same security on the same day in a margin account except for: 1- a long security position held overnight and sold the next day prior to any new purchase of the same security, or 2- a short security position held overnight and purchased the next day prior to any new sale of the same security.

(<sup>2</sup>) The Financial Industry Regulatory Authority.

وهيئة تنظيم الصناعة المالية هيئة تنظيمية مستقلة غير هادفة للربح، مصرح لها من قبل الكونجرس الأمريكي، وذلك من أجل حماية المستثمرين الأمريكيين عن طريق التأكد من أن صناعة الأوراق المالية تتم بنزاهة وأمانة، فهي تعمل على حماية المستثمر وسلامة السوق من خلال التنظيم الكفء والفعال لصناعة الأوراق المالية. ولمزيد من التفصيل، راجع موقع الهيئة على الرابط التالي:

<http://www.finra.org/about>.

لنفس الورقة. ب- الاحتفاظ بمركز قصير لورقة مالية، ثم شرائها في اليوم التالي قبل أي بيع جديد لنفس الورقة.

ويمكننا القول، بأننا حتى نكون أمام تداول يومي يجب أن يتوافر ما يلي:

1- القيام بعمليتين، الأولى، شراء أو بيع لورقة مالية. والثانية، إعادة بيعها أو شراءها.

2- أن يكون محل هاتين العمليتين نفس الورقة المالية.

3- أن تتم العمليتين في ذات جلسة التداول.

4- أن تتم هذه العمليات من خلال حساب هامشي<sup>(1)</sup> **Margin**

**.Account**

ويُعتبر بيع الورقة المالية بيعًا على المكشوف ثم إعادة شرائها لتغطية المركز

**(Cash)** تنقسم الحسابات لدى شركات السمسرة إلى: 1- حسابات نقدية<sup>(1)</sup>

: وهي التي يتم التعامل من خلالها فقط في حدود المبلغ المودع في **accounts**

الحساب. 2- حسابات هامشية: والتي من خلالها يمكن التعامل في حدود مبالغ تتخطى

المودع في الحساب.

المفتوح في نفس اليوم من قبيل عمليات التداول اليومية<sup>(1)</sup>.

ولا يكفي لاكتساب الشخص صفة المتداول اليومي أن يقوم بعملية تداول يومية واحدة في اليوم، بل إن المادة (4210/ح/8/ب/2) من قواعد FINRA عرفت المتداول اليومي "Pattern Day Trader" بأنه أي عميل يقوم بتنفيذ أربعة عمليات أو أكثر في خلال خمسة أيام عمل. ومع ذلك، إذا كان عدد الصفقات اليومية 6% أو أقل من إجمالي التداولات لفترة الخمسة أيام عمل سائلة الذكر، فلن يتم اعتبار العميل متداولاً يومياً ولن تُطبق عليه المتطلبات الخاصة المنصوص عليها في الفقرة (4/ح/8/ب/4) من هذه القاعدة. وفي حالة كون الشركة التي يسعى العميل إلى فتح حساب لديها، تعلم أو لديها أسس معقولة للاعتقاد بأن العميل سوف يشارك في نمط التداول اليومي – كأن تقوم الشركة على سبيل المثال بتقديم التدريب للعميل على نشاط التداول اليومي تمهيداً لفتح العميل حساب لديها – فإن المتطلبات الخاصة بموجب الفقرة (4/ح/8/ب/4) من هذه القاعدة سوف تطبق. إذا لم يتم العميل بعمليات تداول يومية لمدة 90 يوماً، فلن يُصنف

(1) U.S SEC, Margin Rules for Day Trading, 2011, available at:

<https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/margin>

العميل في هذه الحالة كمتداول يومي<sup>(1)</sup>.

ويمكننا القول بأنه هناك تعريفان للتداول اليومي، الأول: تعريف ضيق؛ حيث يتطلب أن يكون عدد الأسهم المشتراة هو نفس عدد الأسهم المباعة للسهم في نفس اليوم. أما الثاني فهو تعريف موسع؛ حيث يكفي أن يشتري المتداول ويبيع أي عدد من نفس الأسهم في نفس اليوم.

وتأخذ أغلب البورصات<sup>(2)</sup> بالتعريف الواسع للتداول اليومي، خاصة وأنه يشمل بالضرورة التعريف الضيق. إلا أن التعريف الواسع يحتوي على بعض العيوب،

(<sup>1</sup>) [A "day-trader" is any customer whose trading shows a pattern of day-trading.] The term "pattern day trader" means any customer who executes four or more day trades within five business days. However, if the number of day trades is 6% or less of total trades for the five business day period, the customer will not be considered a pattern day trader and the special requirements under paragraph (f)(8)(B)(iv) of this Rule will not apply. In the event that the organization at which a customer seeks to open an account knows or has a reasonable basis to believe that the customer will engage in pattern day trading, then the special requirements under paragraph (f)(8)(B)(iv) of this Rule will apply. If a pattern day trader does not day trade for a 90 day period, the customer will no longer be considered a pattern day trader.

(<sup>2</sup>) كبورصة كوريا والبورصة المصرية.

خاصة فيما يتعلق بتحليل الأرباح خلال اليوم. فعلى سبيل المثال، إذا اشترى المستثمر 1000 سهم بأسعار مختلفة في اليوم وباع 100 سهم في نفس اليوم، فلن يكون واضحاً أي من 1000 سهم تم بيعها. ونظراً لأن كلا التعريفين لهما إيجابيات وسلبيات، فإننا نأخذ بالرأي القائل إنهما يكملان بعضهما البعض<sup>(1)</sup>.

## الفرع الثاني

### التطور التاريخي والتشريعي

على العكس مما قد يعتقده البعض من ربط ظهور هذا مفهوم التداول في ذات الجلسة مع ظهور أجهزة الكمبيوتر والانترنت، فإن تاريخه في الواقع يعود إلى ما قبل الكهرباء، وبالتحديد إلى عام 1867 بعد فترة وجيزة من تطوير التلغراف؛ حيث تم إنشاء أول شريط مؤشرات لبورصة الأوراق المالية<sup>(2)</sup>، مما جعل من السهل جداً توصيل المعلومات المتعلقة بالصفقات التي تحدث في البورصة إلى

(<sup>1</sup>) Chung,(J.M.), Choe,(H.) and Kho,(B.C.), The Impact of Day-Trading on Volatility and Liquidity, Asia-Pacific Journal of Financial Studies banner, Vol 38, No.2, 2009, p245. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.2041-6156.2009.tb00014.x>

(<sup>2</sup>) تطور الأمر فيما بعد، حتى وصل إلى الصورة الالكترونية المعهود بها الآن بدلاً من الصورة الورقية.

السماسة. وقد احتفظ العديد من السماسرة الذين يتداولون في بورصة نيويورك بمكاتب قريبة لضمان حصولهم على إمدادات ثابتة من هذا الشريط والاطلاع على أحدث المعلومات. وفي ذروة السوق الصاعدة لسوق الأوراق المالية عام 1928 لم يتمتع المتداولون بوصول مباشر إلى السوق؛ حيث كان يجب أن تمر جميع الطلبات عبر سمسار. وبعبارة أخرى، على الرغم من أن التداول اليومي كان شائعاً في الأيام الأولى لأسواق الأوراق المالية، إلا أنه لم يكن باستطاعة المتداول الفرد الولوج في هذا النوع من التداول إلا من خلال سمسار<sup>(1)</sup>.

وفي عام 1971، أصبح انتشار معلومات البورصة في جميع أنحاء العالم أكثر كفاءة من أي وقت مضى؛ حيث أنشأت الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية (NASD)<sup>(2)</sup> شبكة اتصالات إلكترونية (ECN)<sup>(3)</sup> خاصة بها، وقد عرفت

---

(1) Tyce, (B.), The Beginner's Guide to Day Trading: How to Trade Penny Stocks: Discover the Power of Day Trading Penny Stocks and Master the Strategies of a Good Trade, Cedric DUFAY, USA, 2015, p11.

(2) National Association of Securities Dealers.

(3) Electronic Communication Network.



الأخيرة باسم ناسداك **NASDAQ**<sup>(1)</sup> " نظام التسعير الآلي للرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية". وقد ساعد ذلك في فتح أسواق الأسهم والاستثمار للمستثمرين الأفراد، بعد أن كان الأمر مقصورًا فقط على السماسرة.

وعلى الرغم من أن جميع أنواع التداول - بما في ذلك التداول اليومي - أصبحت في متناول المستثمر الفرد. إلا أن التداول اليومي كان لا يزال بعيدًا عن أن يصبح نشاطًا شائعًا بين صغار المستثمرين والمستثمرين الأفراد.

وفي عام 1975، حدث تغير في نظام العمولات السائد على التعاملات؛ حيث وضعت لجنة الأوراق المالية والبورصة (**SEC**)<sup>(2)</sup> وللمرة الأولى منذ 180 عامًا<sup>(3)</sup> قواعد لإلغاء العمولات الثابتة **Fixed Commission**. الأمر الذي أدى

(1) National Association of Securities Dealers Automated Quotation System.

وقد أنشئت بهدف إتاحة تداول أسهم الشركات بطريقة آلية بواسطة شبكة إلكترونية توفر شفافية أكثر وسرعة أكبر في تنفيذ صفقات البيع والشراء كبديل عن الطريقة التقليدية، وتعتبر أول بورصة إلكترونية في العالم.

(2) U.S. Securities and Exchange Commission.

(3) طيلة تاريخ أسواق الأسهم الأمريكية (180 عامًا)، كانت هناك أسعار ثابتة على جميع عمليات التداول، مما يعني أن السماسرة لا يمكنهم منافسة بعضهم البعض على السعر المقدم بهذا الشأن لعملائهم.

إلى تحديد رسوم التداول في أسواق الأسهم من خلال المنافسة في السوق **Competitive Commission**<sup>(1)</sup>. واستجابة لهذه التغييرات، بدأت العديد من الشركات في السماح للعملاء بالتداول في الأسهم بأسعار عمولة مخفضة، مما يمثل بداية عصر وسيط الخصم. وبدأ السماسرة في التنافس مع بعضهم البعض من خلال تقديم أسعار أقل. كما بدأ هؤلاء الوسطاء في الابتكار والتجربة مع أنظمة التداول الجديدة التي جعلت العملية أكثر كفاءة. ومرة أخرى، أصبح تداول الأسهم أسهل بكثير للمستثمرين الأفراد؛ حيث لم يعد بإمكانهم الوصول إلى أسواق الأسهم بالكامل فحسب، بل يمكنهم أيضًا القيام بذلك بتكلفة أقل من عدد متزايد من السماسرة الذين نشأ الكثير منهم خلال هذه الفترة الزمنية لتلبية الطلب<sup>(2)</sup>.

وقد كشفت الأزمة التي حدثت لسوق الأسهم عام 1987 عن مشكلة أساسية في طريقة عمل الأسواق للمستثمرين الأفراد. وهي أن معظم الصفقات كانت تتم عبر الهاتف. وعندما حدثت الأزمة، كان لدى السماسرة طريقة سهلة لتجنب المشكلة، وهي توقفهم عن الرد على هواتفهم. الأمر الذي سيدعو المستثمرين إلى

(1) **Harris(W.)**, Day Trading, IntroBooks, USA, 2016, p21.

(2) **Markham,(J.W)**, A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals: From Enron to Reform , M.E. Sharpe, London, 2006, p19.

محاولة يائسة لبيع أسهمهم، ولكن يتم تجاهلها فقط. ولذلك، أدركت لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية هذا الخلل، وقدمت نظامًا بديلاً يسمى نظام تنفيذ الأوامر الصغيرة (SOES)<sup>(1)</sup>. وقد أعطى هذا النظام أولوية للأوامر من 1000 سهم أو أقل على الأوامر الكبيرة. وساعد هذا التغيير في حماية المستثمرين الأفراد الصغار في الأسواق. كما أنه قد أزال حاجزًا آخر أمام المستثمرين الأفراد بين الدخول في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي ساعد على تسهيل التداول اليومي أكثر.

ونتيجة للتسهيلات التي أصبحت متاحة للمستثمرين الأفراد في الاستثمار في سوق الأوراق المالية، بل واستخدام أنشطة متخصصة كنشاط التداول اليومي، زاد عدد المستثمرين الأفراد بشكل هائل، وبفضل انتشار الإنترنت، انتشرت المضاربات في أسهم شركات التكنولوجيا، فكان المستثمر العادي الذي يتمتع بخبرة ضئيلة في السوق يجني الكثير من المال عن طريق شراء سهم واحد في الصباح ثم بيعه في فترة ما بعد الظهرية بنسبة 400 % بين عامي 1997 و2000. الأمر الذي أدى في نهاية الأمر إلى حدوث ما يُعرف بفقاعة الإنترنت **dot-com bubble** (وتعرف أيضا باسم فقاعة الدوت-كوم أو فقاعة تكنولوجيا المعلومات).

(<sup>1</sup>) Small Order Execution System.

وفي سبتمبر عام 1999، عقدت اللجنة الفرعية الدائمة للتحقيقات التابعة لمجلس الشيوخ الجلسة الأولى للكونغرس بشأن التداول اليومي. وفي يوليو عام 2000، أصدرت اللجنة الفرعية تقريرها النهائي<sup>(1)</sup>، وخلص التقرير إلى أن عدد الأشخاص الذين يتخلون عن وظائفهم الحالية أو يسحبون مدخراتهم ليصبحوا متداولين يوميين محترفين في تزايد مستمر. كما بدأت التحقيقات المتزامنة بواسطة كل من لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية والرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية وبورصة نيويورك، وأعربت كل هذه التحقيقات عن مخاوفها بشأن ممارسات الإعلان التي قد تكون خادعة والتي تستخدمها شركات التداول اليومي. ونتيجة لهذه التحقيقات، تبنت بورصة نيويورك والرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية قواعد جديدة في سبتمبر 2001 لضبط عمليات التداول اليومي. كما قامت لجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية بتعديلات جوهرية على نظام تنفيذ الأوامر الصغيرة<sup>(2)</sup> والذي كان يمثل ميزة لصغار المستثمرين، ولكنه أدى إلى منح

<sup>(1)</sup> **Committee on Governmental Affairs. Permanent Subcommittee on Investigations, Day trading: case studies and conclusions, Op.cit, p 45.**

<sup>(2)</sup> لمزيد من التفصيل حول هذه التعديلات، راجع:

**NASD Notice to Members 00-30, available at:**

<https://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p0041>

=

المتداولين اليوميين ميزة غير عادلة، الأمر الذي أدى إلى بلوغ ذروة انفجار فقاعة الانترنت، وإفلاس العديد من المتداولين.

وقد أُدخل نظام تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة في بورصة الأوراق المالية المصرية لأول مرة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 24 لسنة 2005 بشأن نظام تداول الأوراق المالية المشتراة والمباعة في ذات جلسة التداول Same Day Trading<sup>(1)</sup>. وينظم هذه الآلية حالياً قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2012 بشأن آلية التعامل على

[12.pdf ,](http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=1533)  
[http://finra.complinet.com/en/display/display\\_main.html?rbid=2403&element\\_id=1533](http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=1533) & U.S. Congress. House. Committee on Commerce. Subcommittee on Finance and Hazardous Materials. The Impact And Effectiveness of the Small Order Execution System: Hearing Before the Subcommittee On Finance And Hazardous Materials of the Committee On Commerce, House of Representatives, One Hundred Fifth Congress, Second Session, August 3, 1999, pp. 1-10, available at:  
<https://catalog.hathitrust.org/Record/007604321>

(<sup>1</sup>) صادر بتاريخ 2005/8/7 ، متاح على الرابط التالي:

[http://www.fra.gov.eg/content/efsa2\\_ar/pool\\_extra\\_efsa/des242005.htm](http://www.fra.gov.eg/content/efsa2_ar/pool_extra_efsa/des242005.htm)

الأسهم في ذات الجلسة (Intra Day Trading) وتعديلاته<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثالث

#### أطراف عملية التداول في ذات الجلسة

يُعد تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة صورة من صور التداول العادي؛ حيث يتم شراء الأوراق المالية ثم بيعها أو العكس، ويكمن الاختلاف في عدد الأيام التي يتم فيها تسوية العمليات المنفذة طبقاً لهذا النظام. فبينما تتم تسوية التعاملات العادية بعد يومين من تاريخ التنفيذ في البورصة، أو بعد يوم واحد إذا كان التعامل طبقاً لآلية التداول في اليوم التالي للشراء، إذ تتم تسوية التعاملات على الأوراق المالية طبقاً لنظام التداول في ذات الجلسة في نفس يوم التنفيذ.

ونضرب مثلاً على ذلك، في حالة قيام عميل بشراء 1000 سهم من أسهم شركة س يوم السبت 1 مارس ويشار إليه برمز (T) وهو يوم تنفيذ الشراء في

(<sup>1</sup>) أدخلت علي القرار المذكور بعض التعديلات بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 20 لسنة 2014، والمنشور بالوقائع المصرية العدد 47 ، بتاريخ 27-2-2014. وبموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 6 لسنة 2015، والمنشور بالوقائع المصرية العدد 80، بتاريخ 7-4-2015. وبموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 96 لسنة 2018، والمنشور بالوقائع المصرية، العدد 136 "تابع (أ)"، بتاريخ 13-6-2018.

البورصة. فإذا كان الشراء طبقاً لنظام التداول العادي فإن تسوية هذه العملية تتم بعد يومين من يوم التنفيذ (T + 2) أي أن المشتري لن يستطيع أن يبيع الأسهم المشتراة إلا في يوم الاثنين 3 مارس. أما إذا كان الشراء يتم وفقاً لآلية التداول في اليوم التالي للشراء فإن المشتري لن يستطيع بيع الأسهم المشتراة إلا في يوم الأحد 2 مارس. أما إذا كان الشراء وفقاً لآلية التداول في ذات الجلسة، فإن المشتري يستطيع إعادة بيع ما اشتراه في ذات اليوم.

وبالإضافة إلى العميل وشركة السمسرة المرخص لها من الهيئة العامة للرقابة المالية بالتداول في ذات الجلسة، يوجد كل من أمين الحفظ، والهيئة العامة للرقابة المالية، وكذلك البورصة، وأخيراً شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، ويمثل هؤلاء جميعاً أطراف عملية التداول في ذات الجلسة. بينما يقتصر أطراف عقد التداول في ذات الجلسة على كل من العميل وشركة السمسرة فقط.

## الفرع الرابع

### الأوراق المالية المقبولة للتداول في ذات الجلسة

ليست كل الأوراق المالية قابلة للتعامل عليها بالتداول في ذات الجلسة؛ حيث يقتصر الأمر في البورصة المصرية على نوع معين منها وهي الأسهم، كما أنه ليست كل الأسهم قابلة للتداول في ذات الجلسة، بل يقتصر الأمر على الأسهم الأكثر نشاطاً والتي يُسمح في تداولها بتجاوز الحدود السعرية وتتوافر فيها الشروط والمعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة<sup>(1)</sup>، وتُصدر البورصة دوريًا قائمة بتلك الأوراق المالية. وقد نصت المادة (3) من القواعد التنفيذية الصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2012 بشأن آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة (Intra Day Trading) على أنه " لا يجوز التعامل وفقا لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة إلا على الأسهم التي

(1) أ. أحمد حسين السيد وهشام إبراهيم، دليل المستثمر لشراء الأوراق المالية بالهامش، الهيئة العامة للرقابة المالية - سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، يوليو 2010، ص 8.



تتوافر فيها المعايير الصادرة عن مجلس إدارة البورصة المصرية والمعتمدة من الهيئة. وتعلن البورصة لحظياً من خلال نظام التداول عن الأسهم المسموح بالتعامل عليها وفقاً لهذه الآلية، وكذلك الحدود القصوى المقررة لتعامل العميل على مستوى السهم".

وجاءت معايير السماح بمزاولة الآليات والأنشطة المتخصصة<sup>(1)</sup>، على النحو

التالي:

-القائمة الأولى (أ):

هي التي يُسمح بمزاولة التداول عليها في ذات الجلسة، وكذلك التعامل عليها بالهامش وقبولها كضمان حتى نسبة 100% من قيمتها السوقية طبقاً للمعايير التالية:

1. ألا يقل رأس المال السوقي للأسهم حرة التداول عن 0.0002 من مجموع

رأس المال السوقي للأسهم حرة التداول خلال فترة الدراسة.

(<sup>1</sup>) متاحة على الرابط التالي:

<http://www.egx.com.eg/getdoc/38d8b247-8960-4fca-804b-2d5d5ecda18c/Unified-Criteria-08-12-2011.aspx>

2. ألا يقل عدد أيام التداول على السهم عن نسبة 95% من إجمالي عدد أيام التداول الفعلية في السوق خلال فترة الدراسة.

3. ألا يقل المتوسط اليومي لعدد شركات السمسرة المتعاملة على السهم عن نسبة 10% من المتوسط اليومي لعدد شركات السمسرة المتعاملة في السوق خلال فترة الدراسة.

4. ألا يقل المتوسط اليومي لعدد المتعاملين على السهم عن نسبة 0,3% متعامل يومياً من المتوسط اليومي لعدد العملاء المتعاملين في السوق خلال فترة الدراسة.

5. ألا يقل معدل الدوران للأسهم حرة التداول عن 20% خلال فترة الدراسة. أو ألا يقل متوسط قيمة تداول السهم اليومي عن 0,001 من المتوسط اليومي لتداول إجمالي الأسهم.

-القائمة الثانية (ب):

وهي التي يسمح بمزاولة التداول عليها في ذات الجلسة<sup>(1)</sup> وكذلك بالتعامل

(<sup>1</sup>) تم تعديل هذا الأمر بموجب قرار رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية رقم (1336) لسنة 2018 بشأن الأوراق المالية المسموح عليها التداول في ذات الجلسة؛

بالهامش فقط وقبولها كضمان حتى نسبة 80% من قيمتها السوقية طبقاً للمعايير التالية:

1. ألا يقل رأس المال السوقي للأسهم حرة التداول عن 0.00005 من مجموع رأس المال السوقي للأسهم حرة التداول خلال فترة الدراسة.
2. ألا يقل عدد أيام التداول على السهم عن نسبة 75% من إجمالي عدد أيام التداول الفعلية في السوق خلال فترة الدراسة.

=

بشأن البدء في تفعيل آلية البيع والشراء في ذات الجلسة على الأوراق المالية المدرجة بالقائمة «ب» من معايير الأنشطة المتخصصة – بعد أن كان الأمر مقصوراً فقط على الأوراق المالية الواردة بالقائمة (أ)-، وذلك لتوسيع نطاق عمل تلك الآلية لتشمل عدد أكبر من الأوراق المقيدة بالبورصة. وحيث نص المادة الأولى من القرار المذكور " يسمح بمزاولة آلية التداول في ذات الجلسة على الأوراق المالية المدرجة بقوائم الأنشطة المتخصصة "أ" و "ب" مع إعطاء شركات السمسرة الحق في تحديد قائمة الأوراق المالية التي تسمح بالتعامل عليها بتلك الآلية، من بين المدرجة بتلك القوائم". وراجع كذلك قرار مجلس إدارة البورصة المصرية بجلسته رقم (1) لسنة ٢٠١٨ المنعقدة بتاريخ 2018/9/20 بشأن السماح بمزاولة آلية التداول في ذات الجلسة على جميع الأسهم المدرجة بقوائم الأنشطة المتخصصة " و "ب" والوارد اعتماده من الهيئة العامة للرقابة المالية بكتابها الصادر برقم (4٨٢٣) بتاريخ 2018/10/30. متاح على الرابط التالي:

<http://www.egx.com.eg/getdoc/4a018e01-4622-48b1-b7e6-ec4e7ec3a1c8/decree-1336-forv-year-2018.aspx>

3. ألا يقل المتوسط اليومي لعدد شركات السمسرة المتعاملة على السهم عن نسبة 3% من المتوسط اليومي لعدد شركات السمسرة المتعاملة في السوق خلال فترة الدراسة.

4. ألا يقل المتوسط اليومي لعدد المتعاملين على السهم عن نسبة 0,1% متعامل يومياً من المتوسط اليومي لعدد العملاء المتعاملين في السوق خلال فترة الدراسة.

5. ألا يقل معدل الدوران للأسهم حرة التداول عن 10% خلال فترة الدراسة. أو ألا يقل متوسط قيمة تداول السهم اليومي عن 0,0005 من المتوسط اليومي لتداول إجمالي الأسهم.

وما عدا ذلك من أسهم فلن يسمح بمزاولة أي أنشطة متخصصة عليها<sup>(1)</sup>. وللجنة في أي وقت النظر في استبعاد الأسهم التي تتوافر بها إحدى الحالات التالية:

(<sup>1</sup>) وللاطلاع على قوائم أسهم الأنشطة المتخصصة والتي بلغت حتى تاريخ 2020/8/10 عدد 107 سهم بالقائمة "أ" و عدد 41 سهم بالقائمة "ب"، راجع الرابط التالي:

<http://www.egx.com.eg/ar/SpecializedActivities.aspx>

1. صدور قرارات من لجنة القيد بالبورصة ضد الشركة المصدرة نتيجة مخالفات إفصاح من جانب الشركة المصدرة آخر ستة أشهر وعلى الأخص الإفصاحات المرتبطة بالقوائم المالية.
  2. رصد مخالفات للتداول مثل مخالفات الباب الحادي عشر من اللائحة التنفيذية خاصة في حال مشاركة أيا من مسؤولي الشركة المصدرة أو أشخاص مرتبطة بهم في تلك المخالفات خلال آخر ستة أشهر.
  3. تحريك دعاوى جنائية من الهيئة العامة للرقابة المالية ضد أياً من مسؤولي تلك الشركات تتعلق بالتلاعب على أسهمها.
- ووفقاً لنص المادة (10/1/172) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال يكون استثمار أموال صندوق الاستثمار في الأوراق المالية في الحدود ووفقاً للضوابط الآتية: ...
- عدم جواز التعامل بنظام التداول في ذات الجلسة بما يزيد على (15%) من

حجم التعامل اليومي للصندوق، وبمراعاة حكم البند (6)<sup>(1)</sup> من هذه المادة<sup>(2)</sup>.

## المطلب الثاني

### مزاي وعيوب تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

ينطوي الاستثمار في الأوراق المالية دائماً على درجة من المخاطرة، إلا أن هناك مجموعة من المخاطر الإضافية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر في حالة تعامله من خلال بعض آليات التداول، ومنها آلية التعامل على الأوراق المالية في ذات الجلسة، والتي يجب أن يكون المستثمر على معرفة جيدة بها، وعلى استعداد لتحملها في حالة تعرضه لها.

ولما كان الهدف الذي يصبو إليه أي مستثمر مهما كانت ملاءته المالية وحجم استثماراته هو تحقيق أعلى قدر من العائد، وفي ذات الوقت التعرض لأقل

(1) " عدم جواز تنفيذ عمليات اقتراض أوراق مالية بغرض بيعها أو الشراء بالهامش أو الاستحواذ من خلال المجموعات المرتبطة وفقاً لأحكام الباب الثاني عشر من هذه اللائحة".

(2) معدلة بموجب قرار وزير الاستثمار والتعاون الدولي - رقم 40 - لسنة 2018 بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادرة بالقرار رقم 135 لسنة 1993. والمنشور في الوقائع المصرية العدد 59 "تابع (أ)" بتاريخ 12-3-2018.

معدل ممكن للمخاطر والخسائر التي يمكن أن تحدث، فإن هذا الهدف وإن كان له ما يبرره - فالإنسان بطبعه يتطلع دائما إلى المزيد - إلا أنه مستحيل من الناحية العملية، فالعلاقة بينهما علاقة طردية؛ فكلما زادت توقعات تحقق الأرباح، كلما زاد أيضا معدل المخاطر وتحقق الخسائر<sup>(1)</sup>.

ونتناول في هذا المطلب مزايا تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة وعيوبه ، وذلك في فرعين متتاليين على النحو التالي:

### الفرع الأول

#### مزايا تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

تتعدد مزايا تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة ومنها:

1- يحقق نظام تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة لأطرافه العديد من المزايا؛ فيحقق هذا النظام أرباحًا سريعة للمستثمر في وقت قصير خلال الجلسة الواحدة؛ حيث يستفيد المستثمر من الفروق السعرية خلال اليوم الواحد، وقد تتضاعف الأرباح المحققة - في حال صدقت توقعات المستثمر - إذا استخدم آلية

(<sup>1</sup>) انظر في هذا المعنى: د/ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات،

الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 11.

ال شراء بالهامش أو البيع على المكشوف. كما يحمي هذا النظام المستثمر من الخسائر التي قد تحدث في المدى الطويل نتيجة لتقلبات الاسعار الغير متوقعة.

أما بالنسبة للوسيط فإنه يحصل على مكاسب متعددة تتمثل في العمولات التي يحصل عليها نظير عمليات البيع والشراء، فالعلاقة بينها طردية فكلما زاد عدد العمليات المنفذة، زادت العمولات، وبالتالي تعظم الشركة من أرباحها المحققة<sup>(1)</sup>.

2- أن تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة يمد السوق بالعديد من الفوائد وتشمل على وجه الخصوص زيادة سيولة وكفاءة السوق وكفاءة التسعير من جهة وزيادة كمية وقيمة التداول على الورقة المالية المتداولة من جهة أخرى؛ وذلك عن طريق زيادة كمية الأسهم المعروضة والمتاحة للمشتريين، كما أن تغطية البائعين بيئاً قصيراً لمراكزهم يساهم في زيادة كمية الأسهم المطلوبة للشراء، الأمر الذي يعود بالنفع على السوق بشكل عام من حيث زيادة وسرعة تداول الأوراق المالية.

(1) ابتسام سيد علي محمد، تقييم دور نظام تداول الأوراق المالية المشتراة والمباعة في ذات جلسة التداول في تنشيط التعامل بسوق الأوراق المالية المصري، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال - جامعة حلوان، ع (4)، 2011، ص 341.



ففي السوق السائلة، يمكن للمستثمرين بيع أسهمهم بسهولة وبتكلفة منخفضة في شركة ضعيفة الأداء، والتحول إلى شركات ذات أداء أفضل<sup>(1)</sup>. وسيؤدي ذلك إلى تخصيص رأس المال بشكل أفضل، من خلال حركته في الاقتصاد<sup>(2)</sup>.

كما يساعد وصول المتداولين اليوميين إلى الأسواق على قيام منافسة مباشرة لصانعي السوق والمتداولين المؤسسيين الأمر الذي قد يفيد المستثمرين الأفراد<sup>(3)</sup>.

---

<sup>(1)</sup> **Bencivenga,(V.R.) and Bruce(D.S.)**, “Financial intermediation and endogenous growth,” Review of Economic Studies, Vol.58, No.2, 1991, p.195.

<sup>(2)</sup> **Azzam,(I.) and Fouad,(J.)**, Evaluation of the impact of day trading on the Egyptian stock market, The International Journal of Business and Finance Research , Vol. 4 , No. 1 ,2010,p2.

<sup>(3)</sup> **Government Accountability Office**, Securities Operations: Day Trading Requires Continued,2000,p 2. Available at:

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/GAOREPORTS-GGD-00-61/pdf/GAOREPORTS-GGD-00-61.pdf>

## الفرع الثاني

### عيوب تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

على الرغم مما قد يحققه نظام التداول في ذات الجلسة من مزايا وأرباح سريعة في وقت قصير، إلا أنه لا يخلو من المخاطر الإضافية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر في حالة تعامله بآلية التعامل على الأوراق المالية في ذات الجلسة، والتي يجب أن يكون المستثمر على معرفة جيدة لها، وعلى استعداد لتحملها في حالة تعرضه لها. كما أن لهذا النظام آثاره السلبية على سوق الأوراق المالية. وذلك على النحو التالي:

بالنسبة للسوق: يرى البعض<sup>(1)</sup> بأن عمليات التداول اليومي على الأوراق المالية تؤثر سلبًا على أسعار الأوراق المالية المتداولة من خلال إحداث مزيد من التقلبات في أسعار تلك الأوراق<sup>(2)</sup>. كما يذهب البعض إلى القول بأن نشاط التداول

(1) Chung,(J.M.), Choe,(H.) and Kho,(B.C.), The Impact of Day-Trading on Volatility and Liquidity, Op.Cit, pp. 238– 244.

انظر عكس ذلك:<sup>(2)</sup>

Koski,(J.L.), Rice, (E.M.) and Tarhouni,(A.), Noise Trading and Volatility: Evidence from Day Trading and Message Boards, 2004, p29. Available at: <https://ssrn.com/abstract=533943>

في ذات الجلسة يؤثر على التسعير العادل للأوراق المالية محل التداول في ذات الجلسة، الأمر الذي يؤثر بدوره على المستثمرين على المدى الطويل إذا سعى المضاربون بشكل ممنهج إلى استغلال سوء التسعير هذا<sup>(1)</sup>.

أما بالنسبة للمستثمر، فإن المخاطر لمرتفعة المرتبطة بهذه الآلية متعددة،

ومنها:

إمكانية تحقيق خسائر فادحة: يجب أن يكون المستثمر على علم تام واستعداد لمواجهة احتمال التعرض لخسائر ضخمة قد تصل إلى خسارة كامل المبالغ التي خصصها للاستثمار من خلال هذه الآلية وقد تصل الخسارة إلى أمواله الذاتية، بالإضافة إلى أن تراكم رسوم السمسرة (العمولات) الناتجة عن تعدد

=

حيث أصحاب هذا الرأي أن هناك تأثير وارتباط بين التقلبات والتداول اليومي. لكن العلاقة السببية الأقوى بين التداول اليومي والتقلبات هي أن التقلبات تسبب الزيادة في عمليات التداول اليومي.

(<sup>1</sup>) Goetzmann,(W.N), Ivković,(Z.) and Rouwenhorst,(K.G.) ,Day Trading International Mutual Funds: Evidence and Policy Solutions, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 36, No. 3, 2000, p290

at: <http://depot.som.yale.edu/icf/papers/fileuploads/2447/original/00-03.pdf>

عمليات البيع والشراء السريعة قد تقضي أو تقلل الأرباح الرأسمالية أو قد تزيد من قيمة الخسائر<sup>(1)</sup>. كما أنه للحصول على أرباح من التعامل بنظام تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة، يجب توافر رأس مال معقول للاستفادة من التغيرات السعرية الطفيفة التي تحدث خلال نفس الجلسة وهو ما قد يمثل مخاطرة كبيرة في حالة الخسارة<sup>(2)</sup>.

وقد يزداد الأمر سوءاً في حالة تعامل المستثمر بآلية التداول في ذات الجلسة

(<sup>1</sup>) Jordan,(D.J.), and Diltz,(J.D.), The profitability of day traders, Financial Analysts Journal,Vol. 59, No.6, 2003, pp. 85- 94 & Chague,(F.), Rodrigo,(D.L.), and Bruno,(G.), Day Trading for a Living?, 2020, p.5. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3423101>

(<sup>2</sup>) انظر: بيان الإفصاح عن مخاطر عمليات التداول في ذات الجلسة، والصادر عن هيئة تنظيم الصناعة المالية الأمريكية، القاعدة رقم 2270، بند 1. متاح على الرابط التالي:

<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/2270>

حيث نص البيان على أن استثمار مبلغ أقل من 50000 دولار سيضعف بشكل كبير من قدرة المتداول في ذات الجلسة على تحقيق الربح. وبطبيعة الحال، فإن استثمار مبلغ قدره 50000 دولار أو أكثر لن يضمن النجاح في جميع الأحوال.

عن طريق آلية الشراء بالهامش Margin Trading، أو البيع على المكشوف Short Selling؛ حيث لا تتوقف الخسائر المتحققة عند حد الأموال المستثمرة بل قد تتعدى إلى تآكل جزء من أموال العميل الذاتية<sup>(1)</sup>.

ففي حالة الشراء بالهامش، أي قيام المستثمر بشراء أسهم وتمويل جزء من قيمة الأسهم المشتراة عن طريق الاقتراض بغرض التعامل من خلال آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة يزيد من احتمالات تحقيق خسائر يومية عقب نهاية كل جلسة في حال اتجاه أسعار تلك الأسهم نحو الانخفاض. فمع استمرار هذا الاتجاه الهبوطي خلال جلسة التداول قد يلجأ بعض المتعاملين إلى إنهاء الصفقات اليومية خلال ذات الجلسة، مما قد يزيد من قيمة الخسائر المحققة وقد ينتج عن ذلك خسارة كامل المبالغ المقترضة لتمويل الاستثمار من خلال هذه الآلية وقد تتعدى الخسائر المحققة قيمة هذه المبالغ المقترضة مما يؤدي إلى تآكل جزء من

(<sup>1</sup>) انظر: نموذج الإفصاح عن مخاطر عمليات التداول في ذات الجلسة، والصادر عن هيئة تنظيم الصناعة المالية الأمريكية، القاعدة رقم 2270، بند 4. متاح على الرابط التالي:

<https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/2270>

## أموال العميل الذاتية.

أما في حالة البيع على المكشوف، فالخسائر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر غير محدودة، فإذا خابت توقعات المستثمر بشأن اتجاه السوق وبدلاً من أن يحدث الانخفاض المتوقع في الأسعار، حدث العكس وارتفعت الأسعار. فهنا يجد هذا المستثمر نفسه ملزماً بإعادة هذه الأسهم إلى المقرض، إما بشرائها من السوق بسعرها الحالي أو أن يقوم باقتراض نفس الكمية من الأوراق المالية من مقرض آخر؛ حيث إن قرض البيع على المكشوف Short Loan عادة ما يكون قابلاً للاستدعاء Call Loan من أي من الطرفين، وفي أي لحظة بيدي فيها أي منهما رغبته في ذلك<sup>(1)</sup>.

الضغوط الناتجة عن ضرورة التفرغ التام والتركيز العالي في متابعة التقلبات السعرية والتعرف على اتجاهات السوق واتخاذ القرارات السليمة: يتطلب الاستثمار من خلال آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة ضرورة المعرفة

(1) ولمزيد من التفصيل، راجع:

Engelberg (J.), Reed (A.V.) and Ringgenberg (M.C.), "Short-Selling Risk", (January 21, 2017). Journal of Finance, Forthcoming; UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2312625. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2312625>

والدراية التامة بأسواق المال وأساليب عملها وأنماط الاستثمار بها، فضلاً عن معرفة المستثمر بأهم الآليات والاستراتيجيات المستخدمة في آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، إضافة إلى ضرورة معرفته بدرجة تقلبات السوق في مختلف الظروف الاقتصادية وما يتطلبه من استخدام أنواع معينة من الأوامر. كما يتطلب الاستثمار من خلال آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، قيام المستثمر بالمتابعة اللحظية والدقيقة لشاشات التداول للتعرف على اتجاه أسعار الأسهم التي يتعامل عليها بهذه الآلية، حتى يستطيع تقليل المخاطر المحتمل مواجهتها من خلال اتخاذ القرار في الوقت المناسب خلال جلسة التداول<sup>(1)</sup>. كما يتطلب التعامل على الأوراق المالية في ذات الجلسة دراسة وافية لحركة أسعار تداولها خلال فترة معينة تسمح له بدراسة مستويات أسعار تداولها والوقوف على المدى السعري لتحركها خلال جلسة التداول فضلاً عن ضرورة معرفة الحد الأقصى والحد الأدنى لأسعار تداولها خلال فترة الدراسة.

(1) U.S. SEC., Day Trading: Your Dollars at Risk, 2005 available at:

<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsdaytipshtm.html>

**مخاطر السوق Market - Risk<sup>(1)</sup>:** في ظل التعامل بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة يتحمل العميل مخاطر السوق بالإضافة للمخاطر الائتمانية (آلية التداول بالهامش) ويزيد من تلك المخاطر أهمية غلق المراكز المكشوفة في حالة التداول بالهامش بالبيع خلال ذات الجلسة، وفي ضوء أن هناك نوعية من المخاطر قد تتعرض لها كافة الأوراق المالية بالسوق خلال جلسة التداول مثل الإعلان عن أحداث عامة أو أحداث مرتبطة بالاقتصاد الكلي وسواء كانت هذه الأحداث إيجابية أو سلبية، فإن هذه الأحداث يترتب عليها تقلبات سعرية حادة تساهم في زيادة الأرباح أو الخسائر التي يحققها العميل المتعامل بهذه الآلية.

وتجدر الإشارة هنا إلى المخاطر الإضافية المترتبة على وقف التعامل إلكترونياً بحدود الإيقاف المؤقت Circuit Break على تداول السهم إذا بلغت نسبة الانخفاض أو الارتفاع في السعر المرجح للتداول نسب معينة قد لا تمكن المستثمر من إغلاق المركز المكشوف خلال الجلسة في حالة الشراء بالهامش مما

( انظر: نموذج الإفصاح عن المخاطر الاستثمارية المتعلقة بآلية التعامل على<sup>1</sup> الأسهم في ذات الجلسة، والمرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2012 سابق الإشارة إليه، بند 2.



قد يعظم من الخسائر إذا ما اتجه تأثير هذه الأحداث في شكل معاكس للمراكز المالية المفتوحة، بعكس الحال في حالة تكوين العميل لمراكز مالية طويلة الأجل Long Position يتم تحويلها من الأموال المملوكة المتاحة للاستثمار من قبل العميل لفترة زمنية طويلة الأجل.

#### مخاطر الاتصال فيما بين نظم العمل Communication Risk: هناك

بعض المخاطر المرتبطة بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة مثل تعطل خطوط الربط أو انقطاع التيار الكهربائي أو انقطاع خطوط الاتصالات، كذلك تزداد المخاطر المرتبطة بهذا النظام في حال قيام المستثمر بالتعامل من خلال شبكة المعلومات الدولية (الإنترنت) حيث يكون هناك احتمالات لحدوث أعطال بالشبكة أثناء جلسة التداول. وقد يترتب على تلك الأحداث وغيرها عدم قدرة العميل على اتخاذ القرار الاستثماري أو عدم قدرته على تنفيذ أوامره في الوقت المناسب أثناء الجلسة وهو ما قد يزيد من الخسائر التي يواجهها المتعامل بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة<sup>(1)</sup>.

(1) انظر: نموذج الإفصاح عن المخاطر الاستثمارية المتعلقة بآلية التعامل على

الأسهم في ذات الجلسة، والمرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2012 سابق الإشارة إليه، بند 3.

**مخاطر سعر الصرف Currency - Risk<sup>(1)</sup>: إن التعامل بألية التعامل**  
على الأسهم في ذات الجلسة على أسهم بعملة أجنبية مغايرة لعملة المستثمر قد  
يترتب عليه تحقيق المستثمر لخسائر إضافية نتيجة التغيير في سعر الصرف،  
حيث قد يحقق المستثمر أرباحًا رأسمالية نتيجة الفرق بين سعري الشراء والبيع،  
ولكن تغير سعر الصرف قد يؤدي إلى تآكل هذه الأرباح بل وتحقيق خسائر عند  
التحويل للعملة الأجنبية، وفي حال تحقيق خسائر نتيجة التعامل في ذات الجلسة  
فقد يؤدي تحويل العملة إلى التأثير في مقدار هذه الخسائر.

---

<sup>(1)</sup> انظر: نموذج الإفصاح عن المخاطر الاستثمارية المتعلقة بألية التعامل على  
الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليه، بند 5.

### المطلب الثالث

## التمييز بين آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة وما قد يتشابه معها من آليات

نتناول في هذا المطلب التمييز بين آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة والآليات الأخرى التي قد تتشابه معها، وذلك في أربعة فروع متتالية. نعرض في الفرع الأول للتمييز بين آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة وآلية الشراء بالهامش، ثم نخصص الفرع الثاني للتمييز بين آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة وآلية البيع على المكشوف، ونكرس الفرع الثالث للتمييز بين آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة وآلية التداول في اليوم التالي للشراء، وأخيرًا، نتناول التمييز بين آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة وآلية التداول عبر الانترنت في الفرع الرابع. وذلك على النحو التالي.

## الفرع الأول

### التميز بين آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة وآلية الشراء بالهامش

يُعرف الشراء بالهامش<sup>(1)</sup> بأنه شراء الأوراق المالية بطريق الائتمان<sup>(2)</sup>، فهو نظام يعمل على زيادة القوة الشرائية للمستثمر عن طريق تمكينه من شراء أوراق مالية تزيد قيمتها عن موارده الذاتية، وذلك عن طريق حصوله على تمويل من شركة السمسرة أو أمين الحفظ المرخص له بذلك، وبضمان الأوراق المالية المشتراة.

<sup>(1)</sup> لمزيد من التفصيل حول نظام الشراء بالهامش، راجع: د/ سامي عبد الباقي أبو صالح، الآليات القانونية المستخدمة لاستغلال صعود وهبوط مؤشر البورصة- دراسة خاصة في اقتران الأوراق المالية بغرض بيعها، الشراء بالهامش-، دار النهضة العربية، القاهرة، 2011، ص 46 وما بعدها. د/ محمد عبد المقصود محمد غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش في بورصة الأوراق المالية، مركز الدراسات العربية، القاهرة، 2019؛ د/ محمود فكرى عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية "دراسة مقارنة"، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق- جامعة القاهرة، 2019.

<sup>(2)</sup> Curley (M.T.), "Margin Trading from A to Z: A Complete Guide to Borrowing, Investing and Regulation", John Wiley & Sons, New Jersey, 2008, p. xi.

وقد عرفته المادة (1/289) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري<sup>(1)</sup> بأنه "الاتفاق بين الشركة وأحد عملائها على أن تتولى الشركة توفير التمويل اللازم لسداد جزء من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحساب هذا العميل".

**أوجه التشابه:** تُعد كل من آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة وآلية الشراء بالهامش من الأنشطة المتخصصة الغير مسموح بمزاولتها إلا بضوابط منصوص عليها قانونًا سواء فيما يتعلق بالعميل أو شركة السمسرة أو الأوراق المالية محل هذه الأنشطة، أو كيفية مزاولتها.

وتسمح آلية التداول في ذات الجلسة - في إحدى صورها - للعميل بالشراء أولاً ثم البيع. بينما العميل في الشراء بالهامش لا يستطيع إلا الشراء أولاً ثم إعادة البيع عند ارتفاع السعر.

كما تُعد قوائم كل من الأوراق المالية المسموح بمزاولة آلية التداول في ذات

1992، لسنة 95) المادة (289) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم<sup>1</sup> الصادرة بقرار 25 مكرر، بتاريخ: 25-6-1992 - والمنشور بالجريدة الرسمية، عدد رقم وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993، والمنشورة بالوقائع بتاريخ: 8-4-1993. معدلة بموجب قرار مجلس الوزراء 81 تابع، العدد المصرية رقم 2479 لسنة 2018. الجريدة الرسمية العدد 47 تابع (ب)، بتاريخ: 22-11-2018.

الجلسة وكذلك الشراء بالهامش واحدة؛ حيث تنص المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية رقم (1336) لسنة 2018 – سابق الإشارة إليه- على أنه " يُسمح بمزاولة آلية التداول في ذات الجلسة على الأوراق المالية المدرجة بقوائم الأنشطة المتخصصة "أ" و "ب" ".

كما أن العميل لا يستطيع التعامل على الأوراق المالية محل التداول في ذات الجلسة أو الشراء بالهامش إلا من خلال ذات شركة السمسرة – بالإضافة إلى أمين الحفظ بالنسبة للشراء بالهامش-.

ويتم التعامل بكل من التداول في ذات الجلسة أو الشراء بالهامش من خلال حساب مستقل للعميل خاص بهذا النوع من العمليات، بحيث تكون جميع تعاملاته وفقاً لأياً من الآليتين مفرزة عن تعاملاته الأخرى.

كما أن العميل يلتزم بإيداع ضمانات – سواء تمثلت في نقود أو أوراق مالية أو أية ضمانات أخرى مقبولة- لتأمين تعاملاته وفقاً لهاتين الآليتين.

### أوجه الاختلاف:

إذا كان من أوجه التشابه وحدة قوائم الأوراق المالية المسموح بمزاولة التداول في ذات الجلسة والشراء بالهامش عليها، إلا أنه فيما يتعلق بالشراء بالهامش فإن القائمة "أ" من القوائم سالفة الذكر مقبولة كضمان حتى نسبة 100% من قيمتها

السوقية، بينما القائمة "ب" مقبولة كضمان حتى نسبة 80% من قيمتها السوقية. بالإضافة إلى ما سبق، يعتمد المستثمر في حالة التداول في ذات الجلسة على موارده الذاتية في شراء الأوراق المالية، بينما المستثمر يعتمد على القرض الذي يحصل عليه - بجانب موارده الذاتية- من شركة السمسرة أو أمين الحفظ في شراء الأوراق المالية. إلا أنه لا مانع من أن يقوم المستثمر بالتداول باستخدام الآليتين معاً؛ فيقوم بالتداول في ذات الجلسة باستخدام الشراء بالهامش، ولا يخفى ما ينطوي عليه ذلك من مخاطر كبيرة.

يُضارب المستثمر باستخدام الشراء بالهامش على ارتفاع الأسعار في المستقبل ومن ثم البيع وتحقيق الربح. بينما المستثمر في التداول في ذات الجلسة يضارب على انخفاض السعر وذلك في حالة البيع ثم الشراء.

## الفرع الثاني

### التمييز بين آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة وآلية البيع على المكشوف

يُعرف البيع على المكشوف بأنه نظام يقوم فيه المستثمر ببيع أوراق مالية لا يملكها أو أنه قام باقتراضها، وذلك بسعرها الحالي متوقعًا انخفاض سعرها في المستقبل، ومن ثم إعادة شرائها بسعر أقل وذلك لردّها إلى المُقرض، محققًا ربحًا متمثلًا في الفارق بين سعري البيع والشراء<sup>(1)</sup>.

(<sup>1</sup>) لمزيد من التفصيل حول تعريفات البيع على المكشوف، راجع: د/ سامي عبد الباقي أبو صالح، المرجع السابق، ص 22 وما بعدها؛ د/فادي توكل، التنظيم القانوني للبيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية Short Selling: دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة بالقانون الأمريكي، مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، مج 110، ع 534، 2019، ص 204 وما بعدها؛

**Fabozzi (F.J.)**, "Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards", John Wiley & Sons, New Jersey, 2004, pp.1-15 & **Gregoriou, (G.N.)**, "Handbook of Short Selling", Academic Press, USA, 2011, p97.



وقد عرّفت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري نظام اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بأنه الاتفاق بين شركة السمسرة وأحد عملائها على أن تقوم الشركة نيابة عن العميل باقتراض أوراق مالية مملوكة لطرف آخر (مقرض) من خلال نظام إقراض الأوراق المالية، وذلك بغرض بيع هذه الأوراق المالية وإعادتها في وقت لاحق بالشروط التي يتم الاتفاق عليها. كما عرفت نظام إقراض الأوراق المالية بغرض بيعها بأنه الاتفاق بين أمين الحفظ وأحد عملائه على أن يقوم أمين الحفظ بعرض الأوراق المالية المملوكة للعميل للإقراض للغير من خلال نظام إقراض الأوراق المالية، ويتم الإقراض مقابل عائد يتحدد وفقا لقواعد هذا النظام<sup>(1)</sup>.

كما عرّف المشرع الأوروبي البيع على المكشوف بأنه "أي بيع لأسهم أو سندات دين، حيث البائع لا يكون مالكاً لهذه الأسهم والسندات لحظة إبرام عقد البيع، بما في ذلك البيع الذي يكون فيه البائع مقترضاً لهذه الأسهم أو السندات أو وافق على اقتراضها لتسليمها في ميعاد التسوية"<sup>(2)</sup>.

(1) المادة (289) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري معدلة بموجب قرار مجلس الوزراء رقم 2479 لسنة 2018 سابق الإشارة إليه.

(2) Art (2-b) of Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling

=

أوجه التشابه: يُعد كل من البيع على المكشوف والتداول في ذات الجلسة من الأنشطة المتخصصة – بالإضافة إلى الشراء بالهامش – التي لا يمكن ممارستها إلا على الأوراق المالية التي تتوافر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة العامة للرقابة المالية.

تتضمن كلتا الآليتين بيعاً للورقة المالية ثم إعادة شراؤها، حيث يقوم المستثمر في البيع على المكشوف ببيع الورقة المالية بسعر معين ثم إعادة شراؤها عند انخفاض سعرها لاحقاً. كما يقوم المستثمر في التداول في ذات الجلسة – كإحدى صورتيه – ببيع ما هو متاح في محفظته من أوراق مالية بسعر معين، ثم إعادة شراؤها في ذات الجلسة عند ارتفاع سعرها. وفي الحالين يتمثل الربح في الفارق بين سعري البيع والشراء.

كما أنه لا يمكن مزاولة التداول في ذات الجلسة أو البيع على المكشوف إلا من خلال إحدى شركات السمسرة المرخص لها بذلك.

بالإضافة إلى ما سبق، يلتزم المستثمر بإيداع مبلغ نقدي كضمانة لتأمين

and certain aspects of credit default swaps, was published in the Official Journal of the European Union( JO) on 24 March 2012 .

التعاملات الناشئة عن التعامل بأي من الآليتين<sup>(1)</sup>.

وعلاوة على ذلك، يتم فتح حساب مستقل للعميل لدى الشركة لجميع عمليات بيع الأوراق المالية المقترضة (299 مكرر/2/1 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال. ونفس الأمر بالنسبة للتداول في ذات الجلسة؛ حيث تلتزم الشركة بفتح حساب مستقل للعميل خاص بعمليات التعامل على الأسهم في ذات الجلسة<sup>(2)</sup>.

**أوجه الاختلاف:** إذا كان المستثمر في كل من التداول في ذات الجلسة والبيع على المكشوف يقوم ببيع للورقة المالية ثم إعادة شراؤها، إلا أن المستثمر في البيع على المكشوف يقوم بعملية سابقة على البيع وهي اقتراض الورقة المالية بغرض إعادة بيعها بسعرها الحالي ثم إعادة شراؤها عند انخفاض سعرها لردها إلى

<sup>(1)</sup> حيث تنص المادة (299 مكرر/3) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على أن " يحدد العقد نسبة الهامش النقدي التي يودعها العميل لدى الشركة بما لا يقل عن (50%) من القيمة السوقية للأوراق المالية قبل اقتراضها وبيعها، وتكون نسبة هذا الهامش بما لا يقل عن (20%) من القيمة السوقية للسندات الحكومية، ويتم الاحتفاظ بقيمة حصيلة بيع الأوراق المالية المقترضة إلى أن يتم رد هذه الأوراق المالية لنظام الإقراض".

<sup>(2)</sup> انظر: البند الثالث من نموذج العقد الاستردشادي المرفق بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2012 سابق الإشارة إليه.

المُقرض. بينما يعتمد المستثمر في التداول في ذات الجلسة على موارده الذاتية فقط، وإن كان هذا لا يمنع من استخدام الآليتين معاً؛ فيقوم المستثمر باقتراض الورقة المالية وبيعها ثم إعادة شرائها في ذات جلسة التداول.

كما يقوم المستثمر في البيع على المكشوف ببيع الورقة المالية ثم إعادة شرائها، بينما يقوم المستثمر في التداول في ذات الجلسة - في صورته الغالبة- بشراء الورقة المالية أولاً ثم إعادة بيعها.

وأخيراً، يُضارب المستثمر باستخدام آلية البيع على المكشوف على انخفاض الأسعار في المستقبل ومن ثم إعادة الشراء وتحقيق الربح. بينما المستثمر المتعامل بآلية التداول في ذات الجلسة يضارب على ارتفاع السعر وذلك في حالة الشراء ثم البيع.

### الفرع الثالث

#### التمييز بين آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة وآلية التداول في اليوم التالي للشراء

يعد كل من التداول في ذات الجلسة والتداول في اليوم التالي للشراء آليتان من آليات التداول التي تقرها البورصة للعمل على زيادة السيولة بها ورفع كفاءتها. وإذا كان المشرع قد قصر ممارسة آلية التداول في ذات الجلسة على شركات

السمسرة التي تتوافر فيها الضوابط المنصوص عليها، فإنه قد قصر التعامل بالنسبة لآلية التداول في اليوم التالي للشراء على شركات السمسرة الحاصلة على موافقة الهيئة للعمل بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، بالإضافة إلى الشركات غير الحاصلة على موافقة الهيئة للعمل بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، وذلك في حدود رصيد الشركة بحسابها المخصص لآلية البيع في اليوم التالي ببنك المقاصة<sup>(1)</sup>.

كما أنه لا يجوز التعامل وفقاً لأي من آليات التداول في ذات الجلسة أو التداول في اليوم التالي للشراء إلا من خلال ذات شركة السمسرة التي تم الشراء من خلالها. (م/4 من القرار رقم 74 لسنة 2015)

وعلى الرغم من أوجه الشبه بين الآليتين إلا أنه يوجد أوجه اختلاف بينهما: فطبقاً لنص المادة (1) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 74 لسنة 2015 سابق الإشارة إليه "يجوز التعامل بيعاً على الأسهم ووثائق صناديق المؤشرات المقيدة بالبورصة المصرية في اليوم التالي لشرائها (T+1) سواء لكل أو

(<sup>1</sup>) المادة (1/4) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 74 لسنة 2015 بشأن آلية التعامل على الأوراق المالية في اليوم التالي للشراء. والمنشور بالوقائع المصرية العدد 130، بتاريخ 7-6-2015.

جزء مما تم شراؤه" ويظهر من هذا النص أن نطاق آلية التداول في اليوم التالي للشراء أوسع نطاقاً من آلية التداول في ذات الجلسة؛ حيث إن الأولى تشمل الأسهم ووثائق صناديق المؤشرات المقيدة بالبورصة، بينما التداول في ذات الجلسة يقتصر على مجموعة من الأسهم التي تتوفر فيها معايير معينة.

كما أن التداول وفقاً لآلية التداول في ذات الجلسة يشمل البيع والشراء دون ثمة ترتيب فيستوي أن يقوم العميل بالشراء أولاً ثم البيع أو العكس يقوم بالبيع ثم يشتري لاحقاً. بينما التداول في اليوم التالي على الشراء يجب أن يكون العميل قد قام بالشراء أولاً ثم يقوم بالبيع في اليوم التالي.

### الفرع الرابع

التمييز بين آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة وآلية التداول

#### عبر الانترنت Online Trading

تُعرف آلية تداول الأوراق المالية من خلال شبكة المعلومات الدولية "الانترنت" بأنها آلية تُمكن المتعاملين من بيع وشراء الأوراق والأدوات المالية إلكترونياً، وذلك من خلال الموقع الإلكتروني الذي أُعد خصيصاً لهذا الغرض، والتابع لشركة السمسرة التي يتعامل معها المستثمر والمرخص لها بمزاولة تلك الآلية، وعبر عقد

خاص بهذا النوع من التداول<sup>(1)</sup>. حيث يقوم العميل بإدخال الأوامر مباشرةً على نظام التداول بالبورصة من خلال النظام الإلكتروني الخلاص بشركة السمسرة وذلك باستخدام اسم المستخدم وكلمة المرور الخاصتين به.

وعلى الرغم من أن المتداولين اليوميين والمتداولين عبر الإنترنت يستخدمون أجهزة الكمبيوتر لتنفيذ الصفقات، إلا أن هذين النوعين من المستثمرين متميزان. فعادةً ما يكون للمتداولين اليوميين والمستثمرين عبر الإنترنت أهدافاً استثمارية مختلفة. فالمتداول اليومي يحاول تحقيق أرباحاً يومية من خلال تنفيذ العديد من الصفقات المتكررة للاستفادة من التغييرات الصغيرة في سعر الورقة المالية. وفي المقابل، يهدف المستثمرون عبر الإنترنت عادةً إلى ترك أموالهم مستثمرة لفترة أطول من الزمن، على أمل تحقيق ربح في وقت ما في المستقبل. وعلى هذا النحو، فإن سرعة تنفيذ التجارة ليست حاسمة بالنسبة للعديد من المستثمرين عبر الإنترنت. وعلى الرغم من ذلك، عادةً ما يقوم المستثمرون عبر الإنترنت بتنفيذ الصفقات أكثر من المستثمرين الذين يستخدمون الوسطاء التقليديين. وبالإضافة

(1) البورصة المصرية، نشاط التداول من خلال شبكة المعلومات الدولية "الانترنت"، ص 1. متاح على الرابط التالي:

<https://www.egx.com.eg/getdoc/ddfa1648-b0e8-4f64-bcff-686259583f78/Online-trading.aspx>

إلى ما سبق، فإن المتداول اليومي - في بحثه عن العوائد السريعة- يتحمل درجة مخاطرة أعلى بكثير من تلك التي يتعرض لها المستثمر عبر الإنترنت<sup>(1)</sup>.

---

<sup>(1)</sup> **Barnett,(R.)**, "Online Trading and the National Association of Securities Dealers' Suitability Rule: Are Online Investors Adequately Protected?", American University Law Review, Vol.49, No.5, 2011, p1098- 1100, Available at:  
<http://digitalcommons.wcl.american.edu/aulr/vol49/iss5/4>

ولمزيد من التفصيل حول التمييز بين التداول في ذات الجلسة والتداول اليومي، راجع:

**United States Congress Senate Committee**, Day Trading: An Overview: Hearing Before the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Governmental Affairs, United States Senate, One Hundred Sixth Congress, First Session, September 16, 1999, pp. 57-59. Available at:  
<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-106shrg61159/pdf/CHRG-106shrg61159.pdf>



## المبحث الثاني

### الطبيعة القانونية لنظام تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

#### تمهيد وتقسيم:

مما لا شك فيه أن تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة ينطوي على قدرٍ عالٍ من المضاربة والمخاطرة الكبيرة. الأمر الذي حدا بالبعض إلى تشبيهه بالمقامرة Gambling. بينما يعترض البعض الآخر، وبشدة على هذا التشبيه، بحجة أن التداول اليومي استراتيجية تتطلب مهارة، ومزيد من العمل الشاق وليس متروكاً لمحض الصدفة. ويرى البعض الآخر ضرورة التفرقة فيما يتعلق بالتداول اليومي بين العملاء عديمي الخبرة، وهذا يمكن مقارنته إلى حد ما بأنواع معينة من المقامرة، فهو ليس أكثر من لعبة حظ، وبين العملاء المحترفين ذوي الخبرة، وهؤلاء يُعد التداول اليومي نوعاً من الاستثمار المنظم<sup>(1)</sup>.

( راجع في عرض هذه الآراء: <sup>1</sup>)

**United States Congress Senate Committee, Day Trading:**  
Everyone Gambles but the House Hearings before the Permanent  
Subcommittee on Investigations of the Committee on  
Governmental Affairs, One Hundred Sixth Congress, Second  
Session, 2000, pp.2-5. Available at:

=

ونتناول في هذا المبحث الطبيعة القانونية لنظام تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة، وذلك من خلال مطلبين على النحو الآتي بيانه:

**المطلب الأول: إجراءات التعامل على الأوراق المالية في ذات الجلسة.**

**المطلب الثاني: التكييف القانوني لتداول الأوراق المالية في ذات الجلسة.**

### المطلب الأول

#### إجراءات التعامل على الأوراق المالية في ذات الجلسة

تبدأ إجراءات التعامل على الأوراق المالية في ذات الجلسة بمرحلة فتح الحساب لدى شركة السمسرة المسموح لها بمزاولة هذا النشاط، ثم تأتي بعد ذلك مرحلة التنفيذ من خلال إصدار أوامر الشراء والبيع للأوراق المالية في ذات الجلسة، وأخيراً مرحلة تنفيذ التسوية. ونعرض لتلك المراحل تباعاً في فروع ثلاثة متتالية على النحو التالي.

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-106shrg64133/pdf/CHRG-106shrg64133.pdf>

## الفرع الأول

### مرحلة فتح الحساب

يقوم العميل باختيار إحدى شركات السمسرة المرخص لها من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية لتداول الأوراق المالية في ذات الجلسة. ثم يقوم بتوقيع العقد بنفسه أو توقيع الممثل القانوني إذا كان شخصاً اعتبارياً ولا يجوز التوكيل في التوقيع على العقد أو نموذج الإفصاح المرفق مع العقد.

وتلتزم أي شركة سمسرة بإبرام عقد فتح حساب مع كل عميل من عملائها يتضمن طبيعة التعامل بينهما وجميع التزامات وحقوق الطرفين<sup>(1)</sup>، ويُطلق على حساب التداول العادي " الحساب النقدي " وذلك تمييزاً له عن حساب الهامش والذي من خلاله يتداول العميل باستخدام أحد الآليات المتخصصة وهي الشراء بالهامش والبيع على المكشوف والتداول في ذات الجلسة. وغالباً ما تصدر الهيئة العامة للرقابة المالية نموذجاً استرشادياً للعقد المنظم لهذا النوع من العمليات، وينص المشرع على التزام الشركات التي تزاول هذه الآليات المتخصصة بهذا

(<sup>1</sup>) انظر المادة (256) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري معدلة بموجب وزير الاستثمار رقم 22 لسنة 2014، والمنشور بالوقائع المصرية العدد 45 تابع (أ)، بتاريخ: 2014-2-25.

النموذج.

وقد أصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية نموذجًا استرشاديًا للعقد الذي يتعين على شركة السمسرة إبرامه مع العميل الراغب في التعامل بآلية التداول في ذات الجلسة وذلك بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 67 لسنة 2012<sup>(1)</sup>؛ حيث ينص البند الثالث من نموذج العقد الاسترشادي على أن " تلتزم الشركة بفتح حساب مستقل للعميل خاص بعمليات التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، بحيث تكون جميع تعاملاته وفقا لهذه الآلية مفرزة عن تعاملاته الأخرى".

وقد نصت المادة (4210/ح/8/ب/1) من قواعد FINRA عند تعريفها للتداول في ذات الجلسة على ضرورة أن يتم البيع والشراء في حساب هامشي.

ويثور التساؤل حول مدى إلزام العميل بإيداع هامش<sup>(2)</sup> لتأمين تعاملاته وفقاً

<sup>(1)</sup> انظر كذلك المادة (1) من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (14) بتاريخ 17 / 2 / 2008، بشأن نموذج عقد اتفاق استرشادي لتداول الأوراق المالية بالهامش. متاح على موقع الهيئة:

[http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa\\_ar/pdf.jsp?itemId=UG18932&itemType=3&parentId=UG18931&parentType=2](http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/pdf.jsp?itemId=UG18932&itemType=3&parentId=UG18931&parentType=2)

<sup>(2)</sup> يُعد الهامش ضماناً لحماية شركة السمسرة من الإفراط في تقديم الائتمان لعملائهم مقابل ضمانات تتغير قيمتها بشكل كبير وسريع، الأمر الذي يترتب عليه فشل العملاء

لآلية التداول في ذات الجلسة. بالنسبة للوضع في مصر، لم تتعرض قرارات الهيئة العامة للرقابة المالية لهذه المسألة. ومع ذلك، فإن أغلب الشركات تتطلب من العميل إيداع مبلغًا نقديًا لتأمين تعاملاته وفقًا لهذه الآلية، ويتم تحديد هذا المبلغ وفقًا لمتطلبات كل شركة<sup>(1)</sup>.

أما في الولايات المتحدة الأمريكية، فيجب على العميل إيداع مبلغًا لتأمين معاملاته الناشئة عن التعامل بآلية التداول في ذات الجلسة، بيد أن قيمة ذلك المبلغ تختلف باختلاف التكييف القانوني للمتعامل بهذه الآلية، فلا يكفي لإضفاء

في الوفاء بالتزاماتها المالية. وكما أن متطلبات الهامش مصممة لحماية السلامة المالية لشركات السمسرة، فإنها في ذات الوقت يعمل على حماية المستثمر من الانخراط في الإقراض من شركات السمسرة.

<sup>(1)</sup> فعلى سبيل المثال ينص البند الرابع من عقد شركة سيجما لتداول الأوراق المالية على أن تلتزم الشركة بالشراء باسم ولحساب الطرف الثاني بقيمة لا تتجاوز أربعة أضعاف المبلغ الذي أودعه العميل لتأمين تعاملاته، وهذا وفقًا للملاءة المالية للعميل، ومدى التزامه بشروط التعامل وفقًا لنظام التداول في ذات الجلسة ووفقًا لتقدير الشركة المطلق. متاح على الرابط التالي:

[http://www.sigma-capital.com/main/system\\_forms.download?form\\_code\\_p=91&file=Trading%20system%20associated%20risks%20disclosure%20form.pdf](http://www.sigma-capital.com/main/system_forms.download?form_code_p=91&file=Trading%20system%20associated%20risks%20disclosure%20form.pdf)

وصف المتداول اليومي **Pattern Day Trader** أن يقوم العميل بعمليات بيع وشراء في ذات الجلسة، بل يجب أن: 1- ينفذ أربع عمليات بيع وشراء أو أكثر خلال خمسة أيام عمل. 2- تكون كمية التداولات اليومية أكبر من ستة بالمائة من إجمالي نشاط التداول الخاص بالعميل لفترة الخمسة أيام نفسها<sup>(1)</sup>.

فإذا تم وصف العميل بأنه متداول يومي على النحو السالف كان ملزمًا بإيداع مبلغ 25,000 ألف دولار في حسابه كهامش قبل أي تعاملات لتأمين المخاطر الناشئة عنها<sup>(2)</sup>.

<sup>1</sup> (FINRA: المادة (4210/ح/8/ب/2) من قواعد

"The term "pattern day trader" means any customer who executes four or more day trades within five business days. However, if the number of day trades is 6 percent or less of total trades for the five business day period, the customer will not be considered a pattern day trader and the special requirements under paragraph (f)(8)(B)(iv) of this Rule will not apply."

<sup>2</sup> (FINRA: المادة (4210/ح/8/ب/4) من قواعد

"Minimum Equity Requirement for Pattern Day Traders — The minimum equity required for the accounts of customers deemed to be pattern day traders shall be \$25,000. This minimum equity must be deposited in the account before such customer may continue day trading and must be maintained in the customer's account at all times".

=

وجدير بالذكر أن هامش الصيانة المنصوص عليه في القواعد السابقة يمثل حدًا أدنى لا يمكن للشركات النزول عنه، بينما يجوز لها وطبقًا لسلطتها التقديرية فرض حدودًا أعلى من الحد الأدنى المنصوص عليه.

وفي حالة تخلف الشروط الخاصة لاكتساب وصف المتداول اليومي، فإن متطلبات الهامش الخاصة لن تنطبق، ويلتزم في هذه الحالة بإيداع مبلغ 2000 دولار كهامش في حسابه<sup>(1)</sup>.

## الفرع الثاني

### مرحلة شراء وبيع الأسهم في ذات الجلسة

يقوم العميل باختيار أحد الأوراق المالية للتعامل بها وفقًا لآلية التداول في ذات الجلسة والتي يجب أن تكون مقيدة بالبورصة ويتوافر فيها المعايير التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة.

ثم يقوم العميل بوضع أمر التعامل في ذات الجلسة من خلال شركة السمسرة

=

<sup>1</sup> المادة (FINRA) (4210/ب/4/1) من قواعد<sup>1</sup>

“Equity of at least \$2,000.....”

وفقاً للملاءة المالية التي حددتها له الهيئة بحيث لا تتجاوز كمية أمر حجز الرصيد المتاح من شراء ذات اليوم للعميل الواحد وفقاً لهذا النظام على 1/ 10000 (واحد على عشرة آلاف) من عدد الأسهم المقيدة للشركة بالبورصة<sup>(1)</sup>. وقد يكون أمر التعامل متمثل في أمر شراء وبيع في ذات الجلسة، أو قد يقتصر الأمر على شراء من بيع من ذات الجلسة.

– **القوة الشرائية للعميل Buying Power**: الأصل أن العميل لا يمكنه أن يقوم بالشراء إلا في حدود المبلغ الموجود بحسابه، ولا يمكنه تجاوزه من خلال الحصول على تمويل من شركة السمسرة ما لم يكن بينهما عقد شراء بالهامش. إلا أن الواقع العملي، ومن خلال مطالعة نماذج عقود بعض الشركات التي تزاول نشاط التداول في ذات الجلسة يشهد بقيام بعض الشركات بتنفيذ أوامر العميل بقيمة أكبر من المبلغ المودع في حساب العميل<sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> المادة (4) من القواعد التنفيذية المرفقة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2012 سابق الإشارة إليه، والمعدلة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 96 لسنة 2018 سابق الإشارة إليه.

<sup>(2)</sup> فعلى سبيل المثال ينص البند 9/2 من عقد شركة سيجما لتداول الأوراق المالية – سابق الإشارة إليه – على أن تكون تعاملات العميل اليومية في حدود المبلغ المودع منه =



أما في الولايات المتحدة الأمريكية، فإن المادة (4210/ح/8/ب/1/3) من قواعد FINRA قد عرفت القوة الشرائية للتداول اليومي **Day-Trading Buying Power** بأنها حقوق الملكية في حساب العميل في يوم العمل السابق، مطروحًا منها قيمة هامش الصيانة، مضروبة في أربعة<sup>(1)</sup>. ولتوضيح هذه العملية، نفترض أن حقوق الملكية في حساب تبلغ 35000 دولار بعد تداول اليوم السابق، فيكون الفائض هنا هو 10.000 دولار لأن هذا المبلغ هو الربح، ويزيد على الحد الأدنى المطلوب وهو 25000 دولار، وهذا من شأنه أن يعطي قوة شرائية قدرها

=

بحسابه لهذا الغرض توافق الشركة على تنفيذ أوامر العميل بقيمة أكبر بحد أقصى % وذلك طبقًا للملاءة المالية للعميل وقدرته على تحمل المخاطر ووفقًا لتقدير الشركة المطلق ودون التزام منها بهذه النسبة، كما يحق للشركة تخفيض هذه النسبة أو الامتناع عن تنفيذ أوامر العميل طبقًا لهذا النظام ودون إبداء الأسباب. ونفس الحكم منصوص عليه في البند الرابع من ملحق عقد تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة الخاص بشركة هيرميس للوساطة في الأوراق المالية. متاح على الرابط التالي:

<https://www.efghermes.com/ar/Documents/HSB%20BRK%20IND%20AR%2020120126.pdf>

(<sup>1</sup>) The term “day-trading buying power” means the equity in a customer’s account at the close of business of the previous day, less any maintenance margin requirement as prescribed in paragraph (c) of this Rule, multiplied by four for equity securities.

40,000 دولار (4 × 10,000 دولار).

ويجوز لشركات السمسرة تقييد القوة الشرائية للتداول اليومي بأقل من أربعة أضعاف هامش الصيانة اليومي للمتداول<sup>(1)</sup>.

### - مكالمة هامش التداول اليومي Day-trading margin call:

تقوم شركة السمسرة بإصدار مكالمة هامشية للعميل في حالة تجاوزه القوة الشرائية المتفق عليها في العقد المبرم بينهما، وعلى العميل تلبية هذه المكالمة بتغطية النقص في هامش الصيانة المحدد، ورفعته إلى الحد الأدنى المنصوص عليه.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية، يتم فرض قيود إضافية على نمط المتداول اليومي، من أجل حماية شركة السمسرة بشكل أكثر ملاءمة من المخاطر الإضافية التي تتعرض لها، وكذلك منع تكرار مثل هذا السلوك المحظور<sup>(2)</sup>. وذلك على النحو التالي:

(<sup>1</sup>) U.S SEC, Margin Rules for Day Trading, Op.Cit, p2.

(<sup>2</sup>) Curley,(M.T.), "Margin Trading from A to Z: A Complete Guide to Borrowing, Investing and Regulation", Op.Cit, pp. 87- 89.

يتم حساب الهامش على أساس تكلفة جميع المعاملات اليومية التي تمت خلال اليوم. كما ستقتصر القوة الشرائية للتداول اليومي للعميل على مثلي هامش الصيانة المودع من العميل. بالإضافة إلى أنه لا يجوز استخدام قاعدة " **time and tick** " والتي بمقتضاها يتم حساب الهامش باستخدام كل صفقة في التسلسل الذي يتم تنفيذه، باستخدام أعلى مركز مفتوح خلال اليوم<sup>(1)</sup>. فإذا لم تتم تلبية طلب الهامش النهاري بحلول يوم العمل الخامس من تاريخ حدوث نقص الهامش، فيجب أن يقتصر الحساب على التداول فقط على أساس النقد المتاح لمدة 90 يومًا أو حتى يتم الوفاء بمكالمة الهامش. وأخيرًا، لا يمكن سحب الأموال المودعة في حساب المتداول لتلبية الحد الأدنى من متطلبات رأس المال أو هامش الصيانة لمدة لا تقل عن يومي عمل بعد نهاية يوم العمل الذي تم فيه الإيداع<sup>(2)</sup>.

فعلى سبيل المثال إذا كانت القوة الشرائية للعميل 90000 ألف جنيه ، وقام بشراء<sup>(1)</sup> أسهم في شركة س بقيمة 90000 ألف جنيه ( فهذه الصفقة تمثل المركز المفتوح)، وقام ببيعه بـ 90000 ألف جنيه ( وهذه تمثل إغلاق المركز)، ثم اشترى مرة أخرى أسهم لذات الشركة بذات القيمة. فهنا لن يتم إصدار مكالمة هامش لهذا العميل.

(<sup>2</sup>) **FINRA Rules, (4020/F/8/6)** " pattern day traders cannot trade in excess of their day-trading buying power as defined in paragraph (f)(8)(B)(iii) above. In the event a pattern day trader exceeds its day-trading buying power, which creates a special

---

maintenance margin deficiency, the following actions will be taken by the member:

1 .The account will be margined based on the cost of all the day trades made during the day, 2 .The customer's day-trading buying power will be limited to the equity in the customer's account at the close of business of the previous day, less the maintenance margin required in paragraph (c) of this Rule, multiplied by two for equity securities, and 3" .time and tick" (i.e., calculating margin using each trade in the sequence that it is executed, using the highest open position during the day) may not be used. d. Pattern day traders who fail to meet their special maintenance margin calls as required within five business days from the date the margin deficiency occurs will be permitted to execute transactions only on a cash available basis for 90 days or until the special maintenance margin call is met. e. Pattern day traders are restricted from using the guaranteed account provision pursuant to paragraph (f)(4) of this Rule for meeting the requirements of paragraph (f)(8)(B). f. Funds deposited into a pattern day trader's account to meet the minimum equity or maintenance margin requirements of paragraph (f)(8)(B) of this Rule cannot be withdrawn for a minimum of two business days following the close of business on the day of deposit.

## الفرع الثالث

### مرحلة تنفيذ التسوية

تأتي المرحلة الأخيرة، وهي مرحلة التسوية، وذلك من أجل تحديد الحقوق والالتزامات الناشئة عن عمليات تداول الأوراق المالية وتغطية المراكز المالية الناتجة عن هذه العمليات وما يستتبع ذلك من الخصم والإضافة وفقاً لما تم تنفيذه. وطبقاً لنص المادة (1/4) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 67 لسنة 2012، تتولى شركة الإيداع والقيود المركزي إجراء تسوية لحظية للمراكز النقدية والورقية لعمليات التعامل في ذات الجلسة، وعلى أن تتم عمليات المقاصة والتسوية لعمليات التداول ذات العلاقة لباقي طرفي العملية في التاريخ المعتاد للتسوية. ووفقاً لنص المادة (1/9) من القواعد التنفيذية للقرار سالف الذكر، تقوم شركة الإيداع والقيود المركزي بتسوية المراكز المالية بين المتعاملين بألية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة في ذات اليوم لحظياً عن طريق الإضافة إلى أو الخصم من حساب شركة السمسرة المخصص لهذا الغرض لدى بنك المقاصة، وفي حالة زيادة قيمة التزامات الشركة يتدخل صندوق ضمان التسويات طبقاً للآليات المعمول بها في هذا الشأن لضمان تسوية المعاملات، ويتم اللجوء للضمانة المقدمة من الشركة طبقاً لحكم البند (6) من المادة الأولى من هذه القواعد، وذلك في حالة عدم التزام شركة السمسرة بسداد مستحقات الصندوق.

ويُفهم مما سبق، أن التسوية التي تقوم بها شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي ليست تسوية نهائية، بل هي تسوية لحظية لحين إتمام التسوية النهائية في المواعيد المعتادة للتسوية والتي قد تكون (T+1) أو (T+2).

كما يتدخل صندوق ضمان التسويات<sup>(1)</sup> في حالة زيادة قيمة التزامات الشركة، ويقوم بالوفاء بقيمة شراء الأوراق المالية نيابة عن المشتري في حالة عدم قيامه بالوفاء بهذه القيمة جزئياً أو كلياً في الموعد المحدد للتسوية (م/10) من القواعد التنفيذية لعمل الصندوق<sup>(2)</sup>. ولا يتم اللجوء إلى الضمانة النقدية التي سبق وأن

(<sup>1</sup>) صندوق ضمان التسويات هو وعاء يحتوي علي جميع اشتراكات أعضاء التسوية التي تتم التسوية مباشرة على حساباتهم لدى الشركة وبنوك المقاصة سواء لحساب الغير أو لحسابهم . ويتمثل دور الصندوق في: 1- إتمام تسوية جميع العمليات لأعضاء صندوق الضمان في مواعيدها المحددة. 2- تغطية المخاطر الناتجة عن عدم التزام أعضاء صندوق الضمان لتسوية العمليات المقيدة بالبورصة سواء الورقية أو النقدية. 3- يوفر المصداقية والثقة لنشاط الوساطة في سوق الأوراق المالية المصري. متابعة الشركات الأعضاء يومياً للعمل على إنهاء أي مشكلة قد تؤدي إلى عدم إتمام تسوية العمليات المقيدة والمنفذة بالبورصة. ولمزيد من التفصيل، راجع: شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، صندوق ضمان التسويات. متاح على الرابط التالي:

<https://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/showpage.aspx?pageid=56>

(<sup>2</sup>) والصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم 29 لسنة 2004. متاحة على الرابط التالي:

=

قامت شركة السمسرة بإيداعها لدى أحد بنوك المقاصة المعتمدة لدى شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي تحت حساب تسوية المعاملات وفقاً لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، إلا في حالة تخلف شركة السمسرة عن سداد مستحقات صندوق ضمان التسويات.

[http://www.fra.gov.eg/content/efsa2\\_ar/pool\\_extra\\_efsa/des292004.htm](http://www.fra.gov.eg/content/efsa2_ar/pool_extra_efsa/des292004.htm)

## المطلب الثاني

### التكييف القانوني لتداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

إن تداول الأوراق المالية في ذات جلسة التداول لا يختلف عن التداول العادي للأوراق المالية، ويكمن الفارق في أن المشتري طبقاً لنظام التداول العادي لا يمكنه التصرف في الأوراق المالية المشتراة بالبيع مرة أخرى إلا بعد إتمام إجراءات نقل الملكية في تاريخ التسوية المعتاد، بينما المشتري من خلال نظام التداول في ذات الجلسة يمكنه بيع ما اشتراه من أوراق مالية - مع مراعاة الضوابط المنصوص عليها بهذا الشأن - في نفس جلسة الشراء أو العكس؛ حيث تتم التسوية في ذات جلسة التداول.

ونعرض للتكييف القانوني لتداول الأوراق المالية في ذات الجلسة من خلال بيان وقت انتقال ملكية الأوراق المالية المباعة في بورصة الأوراق المالية، ثم للمدة الزمنية لتسوية صفقات الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية، وأخيراً، لتسوية الصفقات وفقاً لآلية التداول في ذات الجلسة. وذلك تبعاً في فروع ثلاثة على النحو التالي.



## الفرع الأول

### وقت انتقال ملكية الأوراق المالية المباعة في بورصة الأوراق المالية

نظرًا للمخاطر المترتبة على تداول الأوراق المالية في شكل دعامات مادية محسوسة مثل تعرضها للتزوير أو التلف أو فقدان، فقد هجرت غالبية دول العالم نظام الأوراق المالية المادية وتبنت نظام الأوراق المالية غير المادية، حيث تحولت من شكلها المتمثل في أوراق مادية إلى مجرد قيود حسابية، وذلك من خلال نظام الإيداع المركزي<sup>(1)</sup>.

ويهدف نظام الإيداع المركزي إلى العمل على إلغاء المخاطر الناتجة عن التعامل من خلال الأوراق المالية المادية في سوق المال، وتحقيق الحيادة المركزية للأوراق المالية وذلك من خلال السحب التدريجي للأوراق المالية المادية المتداولة بالسوق، وكذلك تسهيل حركة التداول بالبورصة نتيجة للتعامل على أرصدة وقيود

(1) لمزيد من التفصيل حول التطور التاريخي لفقدان الأوراق المالية كيانها المادي وتحولها لقيود حسابية، راجع: د/ أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007، ص 169 وما بعدها.

دفترية بدلا من الأوراق المالية المادية. بالإضافة إلى سرعة دوران رأس المال نتيجة لإتمام عملية نقل الملكية في توقيتات ثابتة، فضلاً عن زيادة السيولة في السوق، وتنفيذ التسويات من خلال تطبيق مبدأ التسليم مقابل الدفع، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر نتيجة لإتباع المعايير العالمية في التسوية. وعلاوة على ما سبق، إعفاء الجهات المصدرة من التكلفة والجهد والوقت الذي تستغرقه عملية طباعة الصكوك لرأس المال. والاكتفاء بصك واحد بإجمالي قيمة وكمية الأسهم المصدرة. وأخيراً، إنشاء قاعدة بيانات لكافة الأوراق المالية المصدرة والتي يتم التعامل عليها في سوق المال. وكذلك قاعدة بيانات تتضمن جميع ملاك الأوراق المالية والبيانات الخاصة بهم<sup>(1)</sup>.

وقد تبنت فرنسا نظام الأوراق المالية غير المادية من خلال قيد الأوراق المالية في حساب مركزي موحد بموجب المادة (2/94) من القانون رقم 81-

<sup>(1)</sup> شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، الإيداع المركزي. متاح على الرابط التالي:

<http://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/showpage.aspx?pageid=5>

2

وراجع كذلك: د/ هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2005، ص 10-12.

1160 الصادر بتاريخ 30 ديسمبر 1981<sup>(1)</sup>؛ حيث نصت المادة المذكورة على أن القيم المنقولة الصادرة في الأراضي الفرنسية والخاضعة للتشريع الفرنسي، أيًا كان شكلها، يجب أن تكون مقيدة في حسابات تدار بواسطة الشخص المعنوي المصدر لها أو أحد الوسطاء الماليين المرخص لهم بذلك<sup>(2)</sup>. وقد تم نقل مضمون

<sup>(1)</sup> والمنشور بالجريدة الرسمية للجمهورية الفرنسية، بتاريخ 31 ديسمبر 1981، ص 3539. وقد أُلغيت هذه المادة بموجب المادة (7/111) من المرسوم رقم 429-2005 الصادر في 7 مايو 2005 والمنشور بالجريدة الرسمية عدد 105 بتاريخ 7 مايو 2005، ص 7934.

<sup>(2)</sup> كما نصت المادة (1/1) من المرسوم رقم 83-359 الصادر 2 مايو 1983 لتطبيق المادة 94-2 من القانون الفرنسي رقم 81-1160 سابق الإشارة إليه على أن "صكوك القيم المنقولة لا تكون مادية إلا بالقيود في حساب مالكيها".

“les titres de valeurs mobilières ne sont plus matérialisés que par une inscription au compte de leur propriétaire”.

كما نصت المادة الثانية من ذات المرسوم على أن "الصكوك المقيدة في الحساب تنتقل بطريق التحويل من حساب إلى حساب آخر"

“Les titres inscrits en compte se transmettent par virement de compte à compte”.

ولمزيد من التفصيل حول تحديد لحظة انتقال ملكية الأوراق المالية في القانون الفرنسي وتطورها، راجع:

=

حكم المادة سائلة الذكر إلى المادة (ل 211 / 3) من التقنين النقدي والمالي  
Code monétaire et financier<sup>(1)</sup> .

كما انتقلت مصر إلى تبني نظام الأوراق المالية غير المادية مع صدور

**Reinhard,(Y.)**, Valeurs mobilières. Moment du transfert de propriété, Revue De Droit Economique Et Commercial, 1994, P.307 & **Nizard,(F.)**, Le transfert de propriété des valeurs mobilières: une réforme inachevée, Rev. sociétés, 2004, p.619 et S. & **Rontchevsky,(N.)**, Réforme des règles gouvernant le transfert de propriété des instruments financiers cotés, Revue De Droit Economique Et Commercial, 2005, p557.

<sup>(1)</sup> القانون النقدي والمالي الفرنسي الصادر بالمرسوم رقم 2000-1223 والمنشور بالجريدة الرسمية 14 ديسمبر 2000. والمعدل بالمرسوم رقم 2017-1674 الصادر في 8 ديسمبر 2017، والمنشور بالجريدة الرسمية، عدد 287، بتاريخ: 9 ديسمبر 2017.

“Les titres financiers, émis en territoire français et soumis à la législation française, sont inscrits soit dans un compte-titres tenu par l'émetteur ou par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L. 542-1, soit, dans le cas prévu au second alinéa de l'article L. 211-7, dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé”.

قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق والأدوات المالية رقم 93 لسنة 2000<sup>(1)</sup>؛ حيث نصت المادة (1/11) منه على أنه " يجب أن تودع لدى الشركة الأوراق المالية المقيدة في إحدى بورصات الأوراق المالية وجميع الأوراق المالية التي تصدرها أي شركة إذا طرحت أوراقا مالية لها في اكتاب عام. ويجوز إيداع غير ذلك من الأوراق المالية...." وبهذا الأمر يكون المشرع المصري قد جمع بين الإيداع الإجباري والإيداع الاختياري<sup>(2)</sup>.

وهنا، يثور التساؤل حول الوقت الذي تنتقل فيه ملكية الأوراق المالية المباعة في بورصات الأوراق المالية؟

في فرنسا، وضعت المادة (ل 211 - 17) من التقنين النقدي والمالي المبدأ

<sup>(1)</sup> والمنشور بالجريدة الرسمية، العدد 20 تابع (ب)، بتاريخ: 18-5-2000. والمعدل بالقانون رقم 143 لسنة 2020. والمنشور بالجريدة الرسمية، العدد 27 مكرر (ب)، بتاريخ: 6-7-2020.

<sup>(2)</sup> وقد عرّف المشرع الأوراق المالية المادية بأنها الأوراق المالية التي لم يتم قيدها لدى إحدى شركات الإيداع والقيود المركزي. انظر المادة (2) من ملحق - عمليات وإجراءات المقاصة والتسوية - المرفق باللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي. والصادرة بموجب قرار وزير التموين والتجارة الداخلية رقم 906 لسنة 2001. والمنشور بالوقائع المصرية، العدد 274 تابع (أ)، بتاريخ: 29-11-2001.

العام لانتقال ملكية الأوراق المالية، وذلك بالنص على أن تنتقل ملكية الأوراق المالية من وقت قيد الأوراق المالية في حساب المشتري. وأضافت الفقرة الثانية من ذات المادة أنه بالنسبة للأوراق المالية المودعة مركزياً أو الأوراق المالية التي يتم تسويتها وفقاً لنظام الدفع مقابل التسليم، فإن نقل الملكية يحدث من تاريخ قيد تلك الأوراق المالية في حساب المشتري، وفي التاريخ ووفقاً للأحكام التي تحددها اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية<sup>(1)</sup>.

وقد أكدت على هذا الحكم السابق، المادة (ل1-17-211) من التقنين النقدي والمالي، وذلك بأن يلتزم كل من المشتري والبائع التزاماً نهائياً بمجرد تنفيذ الأمر بالبورصة، الأول بدفع الثمن، والثاني بتسليم الأدوات المالية، وذلك في التاريخ

(1) “ Le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur.

Lorsque les titres financiers sont admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers mentionné à l'article L. 330-1, le transfert de propriété résulte de l'inscription des titres au compte-titres de l'acquéreur, à la date et dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers....”

المحدد في الفقرة 3 من المادة (ل 211-17) من ذات التقنين<sup>(1)</sup>.

وجدير بالذكر أن نقل الملكية بالقيد في الحساب لا يُعتبر خروجًا على القواعد العامة إلا انصب التحويل على الحساب برمته، لأنه إذا كانت قيود الحساب تُعد من المثليات، فإن الحساب برمته يكون معينًا بذاته، ولذلك تنتقل ملكيته وفقًا للقواعد العامة، من تاريخ التعاقد لا من تاريخ القيد في الحساب. وإذا كانت هناك قاعدة تشريعية تقضي بعكس ذلك، فإنها تمثل استثناءً حقيقيًا على أحكام القواعد العامة في الانتقال الفوري للملكية بمجرد التعاقد<sup>(2)</sup>.

أما بالنسبة للوضع في مصر، فإنه طبقًا لنص المادة (4) من قانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق والأدوات المالية رقم 93 لسنة 2000 " لا تنتقل ملكية الأوراق المالية التي تم إيداعها لدى الشركة إلا بإتمام تسوية العمليات التي أجريت عليها". ويُقصد بالتسوية نقل رصيد الأوراق المالية المباعة من حساب الأوراق المالية لأمين الحفظ للمستثمر البائع إلى حساب أمين الحفظ للمستثمر المشتري،

(<sup>1</sup>) " L'acheteur et le vendeur d'instruments financiers mentionnés au I de l'article L. 211-1 sont, dès l'exécution de l'ordre, définitivement engagés, le premier à payer, le second à livrer, à la date mentionnée au III de l'article L. 211-17."

(<sup>2</sup>) د/ هشام فضلي، المرجع السابق، ص 188.

بالإضافة إلى خصم ثمن شراء الأوراق المالية من الحساب النقدي للسمسار المشتري وإضافة الثمن إلى حساب السمسار البائع. وتطبيقاً لهذا النص السابق، فإن قيام مشتري الأوراق المالية ببيعها قبل إتمام عملية التسوية، يُعد بيعاً لملك الغير؛ حيث ان ملكيتها ما زالت للبائع الأول.

ووفقاً لنص المادة (35) من ملحق عمليات وإجراءات المقاصة والتسوية<sup>(1)</sup> تقوم شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي بإتمام عملية المقاصة والتسوية بين أعضاء التسوية وفقاً لما يلي:

1- تحويل الأوراق المالية محل العملية من حساب العميل البائع لدى أمين الحفظ البائع إلى حساب العميل المشتري لدى أمين الحفظ المشتري. 2- يتم خصم قيمة عمليات التداول التي تتم تسويتها من الحساب النقدي لعضو التسوية المشتري، وإضافتها في الحساب النقدي لعضو التسوية البائع لدى الشركة. 3- تسليم بنوك المقاصة كشوف حساب إجمالية يومية لكل عضو من أعضاء التسوية تتضمن ناتج التسوية الدائن أو المدين، وذلك عن طريق ملف على النظام الآلي مرفقاً به طبعة معتمدة من الشركة بكشوف التسوية. 4- تقوم بنوك المقاصة فور

(<sup>1</sup>) المرافق للائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق والأدوات المالية رقم 93 لسنة 2000، سابق الإشارة إليهما.



استلامها كشوف التسوية بإضافة الأرصدة الدائنة إلى حساب عضو التسوية لديها، وخصم الأرصدة المدينة منه بحيث تنعكس نتيجة التسوية على حسابات أعضاء التسوية في ذات اليوم. 5- تسليم كل عضو من أعضاء التسوية كشف حساب تفصيلي يتضمن جميع عمليات التداول التي تمت تسويتها لحسابه كبائع والتي تمت تسويتها على حسابه كمشتري. ويجب أن يتطابق صافي ناتج التسوية في الكشف الإجمالي المسلم إلى بنك المقاصة لكل عضو من أعضاء التسوية مع صافي ناتج التسوية في الكشف التفصيلي المسلم للعضو. 6- تسليم أمناء الحفظ البائعين كشوف حساب تفصيلية بالعمليات التي تمت تسويتها بخصم أوراق مالية من أرصدة عملائها لديهم. 7- تسليم أمناء الحفظ المشتريين كشوف حساب تفصيلية بالعمليات التي تمت تسويتها بإضافة أوراق مالية إلى أرصدة عملائهم لديهم.

وجدير بالذكر أنه لا يجوز لكل من البائع والمشتري أن يتفقا على وقت آخر لانتقال ملكية الأوراق المالية على خلاف ما هو منصوص عليه قانونًا. وكذلك لا يجوز لكل من الهيئة العامة للرقابة المالية أو إدارة البورصة إصدار قرارات مخالفة للنصوص القانونية المتعلقة بهذا الشأن.

## الفرع الثاني

### المدة الزمنية لتسوية صفقات الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية

يُعد تبني أسلوب صارم للتسوية من أنجح الوسائل في ضبط سوق الأوراق المالية بصفة عامة، كما أنه يقلل من حالات الفشل في التسليم. ولهذا ينبغي تقليل عدد أيام دورة التسوية فكلما قل الفاصل الزمني بين تنفيذ الأمر وتسويته زاد ذلك من تعزيز فرص التسوية<sup>(1)</sup>.

وقد أكدت اللجنة الدولية لأنظمة الدفع والتسوية المنبثقة عن بنك التسويات الدولية واللجنة الفنية التابعة للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية المتعلقة في توصياتهما بدورات التسوية في أسواق الأوراق المالية على أن تتم التسوية النهائية للمعاملات النقدية في  $T + 3$  كحد أقصى، أي بعد ثلاثة أيام عمل من تاريخ التداول. ومع ذلك، فإنه لتقليل مخاطر الطرف المقابل Counterparty Risks

(<sup>1</sup>) راجع بشأن مزايا تخفيض مدة التسوية:

**Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC Recommends Shortening the U.S. Trade Settlement Cycle, 2014, pp 3-6.**

Available at:

<http://www.dtcc.com/~media/Files/Downloads/WhitePapers/T2-Shortened-Cycle-WP.pdf>.

ومخاطر السوق المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية، فإن التسوية في نفس اليوم هي الهدف النهائي<sup>(1)</sup>. كما أكدنا كذلك على مجموعة من المبادئ المتعلقة بالبنية التحتية للأسواق المالية، ونص المبدأ الثامن منها على أنه يجب على الأسواق المالية أن توفر تسوية نهائية للصفقات بحلول نهاية يوم تنفيذ الصفقة<sup>(2)</sup>.

وإذا كانت ملكية الأوراق المالية المشتراة تنتقل إلى المشتري بإتمام عمليات التسوية، فما هي المدة المحددة لإتمام هذه التسوية؟

تُشير فترة التسوية Settlement period إلى المدة الزمنية الواقعة بين يوم تنفيذ عملية البيع والشراء في البورصة ويشار إليه بالحرف T ويرمز الحرف اللاتيني (T) إلى المصطلح (Trade) أي صفقة، وبين يوم اكتمال انتقال ملكية الأوراق المالية المشتراة لحساب المشتري وانتقال ثمنها إلى حساب البائع.

---

<sup>(1)</sup> **Bank for International Settlements and International Organization of Securities Commissions**, Recommendations for securities settlement systems, 2001, p10. Available at: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d46.pdf>

<sup>(2)</sup> **Bank for International Settlements and International Organization of Securities Commissions**, Principles for financial market infrastructures, 2012, pp.64-66. Available at: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>

وتختلف المدة الزمنية الواقعة بين تنفيذ الصفقة وبين تسجيل انتقال ملكية الورقة المالية والسداد الفعلي لقيمة الصفقة باختلاف القواعد المنظمة للعمل في كل بورصة (1).

وقد انتقلت أغلب بورصات الأوراق المالية إلى تبني نظام T+2 كنظام أساسي للتسوية مع إمكانية التسوية في مدد أقل تصل إلى التسوية في ذات يوم تنفيذ العملية T+0 وفقاً لضوابط معينة منصوص عليها.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية، تبنت لجنة البورصات والأوراق المالية الأمريكية مؤخرًا في مارس عام 2017 نظام التسوية (T+2)، بعد أن كانت التسوية تتم في (T+5) بداية من عام 1934، ثم عُُدلت إلى (T+3) بداية من عام 1995 (2).

(1) ولمزيد من التفصيل حول نظام تسوية عمليات البورصة، راجع: د/ ذكري عبد الرازق محمد، التنظيم القانوني لتسوية عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2015، ص 133 وما بعدها؛ د/ أشرف الضيع، المرجع السابق، ص 314 وما بعدها.

(2) ولمزيد من التفصيل حول هذا التطور، راجع:

**U.S. Securities and Exchange Commission, SEC Adopts T+2 Settlement Cycle for Securities Transactions, 2017, available at:**

=

كما انتقلت جميع دول الاتحاد الأوروبي - ما لم تكن بالفعل قد انتقلت قبل ذلك التاريخ- في 6 أكتوبر 2014 إلى تبني نظام التسوية في (T+2)<sup>(1)</sup>. وهذا التغيير في فترة التسوية للأوراق المالية جاء تنفيذًا للاتحة الاتحاد الأوروبي رقم 909 لسنة 2014 بشأن تحسين نظام تسوية الأوراق المالية في الاتحاد الأوروبي وهيئات الإيداع المركزي للأوراق المالية<sup>(2)</sup>؛ حيث تنص المادة ( 2/5) من تلك

=  
<https://www.sec.gov/news/press-release/2017-68-0> &  
**PricewaterhouseCoopers** , shortening the settlement cycle the  
 move to t+2, Available at: <http://www.ust2.com/pdfs/ssc.pdf> last  
 visited: 7-9-2019.

(<sup>1</sup>) والأسواق التي انتقلت إلى T+2 في 6 أكتوبر 2014 شملت 29 سوقًا لدول النمسا وبلجيكا وكرواتيا وقبرص والجمهورية التشيكية والدنمارك وإستونيا وفنلندا وفرنسا واليونان والمجر وأيسلندا وإيطاليا وإيرلندا وهولندا ولاتفيا وليختنشتاين وليتوانيا ولوكسمبورغ ومالطة والنرويج وبولندا والبرتغال ورومانيا وسلوفاكيا وإسبانيا (للسندات) والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة. بينما بلغاريا وألمانيا وسلوفينيا قد استقرت التسوية لديها بالفعل على أساس T+2. راجع:

**European Central Securities Depositories Association (ECSDA)**, A  
 very smooth transition to T+2. Available at:  
<https://ecsd.eu/archives/3793>

(<sup>2</sup>) Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and  
 of the Council of 23 July 2014 on improving securities settlement

اللائحة على أن تاريخ التسوية يجب ألا يتجاوز يوم العمل الثاني بعد يوم التداول<sup>(1)</sup>.

وقد أقر المشرع الفرنسي - كسائر المشرعين في دول الاتحاد الأوروبي - تعديلاً على مدة التسوية لتصبح يومي عمل كحد أقصى بعد يوم التداول بعد أن كانت تتم سابقاً بعد ثلاثة أيام عمل بعد يوم التداول. فوفقاً لنص المادة (3/17/211) من التقنين النقدي والمالي الفرنسي، تنتقل ملكية الأوراق المالية المقيدة في سوق منظم أو وفقاً لنظام تداول متعدد الأطراف système multilatéral de négociation بالقيود في حساب المشتري في تاريخ النهاية الفعلية للتداول المنصوص عليها في قواعد تشغيل نظام التسوية والتسليم، وذلك القيد يتم عندما يتم قيد ما تم قيده حساب أمين حفظ المشتري أو في حساب وكيل

=  
in the European Union and on central securities depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012 Text with EEA relevance. Official Journal of the European Union, L 257/1, 28-8-2014.

(<sup>1</sup>) “ As regards transactions in transferable securities referred to in paragraph 1 which are executed on trading venues, the intended settlement date shall be no later than on the second business day after the trading takes place”.

أمين الحفظ ذلك الحساب، في دفاتر جهة الحفظ المركزي. ويأتي هذا التاريخ في موعد أقصاه اليوم الثاني من افتتاح نظام التسوية والتسليم بعد التداول، باستثناء الحالات المنصوص عليها في الفقرة 2 من المادة 5 من لائحة الاتحاد الأوروبي رقم 2014/909 الصادرة في 23 يوليو 2014 بشأن تحسين تسوية الأوراق المالية في الاتحاد الأوروبي وهيئات الإيداع المركزي للأوراق المالية<sup>(1)</sup>. كما أصدر وزير

(<sup>1</sup>) Lorsque des transactions sur des titres financiers sont conclues sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation et que le compte du teneur de compte-conservateur de l'acheteur, ou le compte du mandataire de ce teneur de compte-conservateur, est crédité dans les livres du dépositaire central, l'inscription prévue au I a lieu à la date de dénouement effectif de la négociation mentionnée dans les règles de fonctionnement du système de règlement et de livraison.

Cette date intervient au plus tard le deuxième jour d'ouverture du système de règlement et de livraison après la négociation, à l'exception des cas prévus au point 2 de l'article 5 du règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres.”

ولمزيد من التفصيل، راجع في هذا الشأن:

**Chabert,(P.Y.) et Elineau,(R.),** Dispositions relatives aux opérations sur titres et aux droits de souscription, Revue des

الاقتصاد والمالية في 23 أكتوبر 2018 قرارًا بتعديل الكتاب الخامس من اللائحة العامة لهيئة الأسواق المالية الفرنسية لجعلها متوافقة مع لائحة الاتحاد الأوروبي رقم 2014/909 المتعلقة بتحسين تنظيم الأوراق المالية في الاتحاد الأوروبي وهيئات الإيداع المركزي للأوراق المالية سابق الإشارة إليها<sup>(1)</sup>. وبناءً على تلك التعديلات، تم إلغاء المواد ( 1-570 و 2-570 و 8-570 ) من اللائحة المذكورة<sup>(2)</sup>.

=

sociétés, 2014, p.618 & **Barrière,(F.)**, L'incidence du nouveau régime de la record date sur le droit de vote des actionnaires, Revue des sociétés,2015 , p288.

(<sup>1</sup>) Arrêté du 23 octobre 2018 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, JORF n°0250 du 28 octobre 2018.

(<sup>2</sup>) وقد كانت المواد الملغاة تقيم تفرقة بين الأوراق المالية سوق منظم أو سوق تداول متعدد الأطراف وبين الأوراق المالية الأخرى، فكانت مدة التسوية في الأسواق الأولى هي ثلاثة أيام بعد يوم التداول ولا يملك الأطراف الاتفاق على ما يخالف ذلك، بينما يتم انتقال الملكية للأوراق المالية في الأسواق غير المنظمة بعد ثلاثة أيام بعد التنازل ، كما يجوز للأطراف الاتفاق على ميعاد آخر لانتقال الملكية.

Art 570-2 “ En cas de négociation d'instruments financiers mentionnés au II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, sur un marché mentionné aux titres Ier ou II du livre V, le

=



وفي مصر، فإن المادة (15) من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق والأدوات المالية رقم 93 لسنة 2000 أحالت على الهيئة العامة للرقابة المالية

=

transfert de propriété, mentionné à l'article L. 211-17 du code monétaire et financier, résulte de l'inscription au compte de l'acheteur. Cette inscription a lieu à la date de dénouement effectif de la négociation mentionnée dans les règles de fonctionnement du système de règlement et de livraison, lorsque le compte du teneur de compte conservateur de l'acheteur, ou le compte du mandataire de ce teneur de compte conservateur, est crédité dans les livres du dépositaire central. Sauf exceptions prévues aux articles 570-3 à 570-8 et 322-55, cette date de dénouement des négociations et simultanément d'inscription en compte intervient au terme d'un délai maximum de trois jours de négociation après la date d'exécution des ordres. et art 570-8 " En cas de cession hors d'un marché mentionné aux titres Ier ou II du livre V ou d'une négociation assimilée à une telle cession, dans les conditions précisées par une instruction de l'AMF, et hors le cas prévu à l'article 570-7, le transfert de propriété, mentionné à l'article L. 211-17 du code monétaire et financier, résulte de l'inscription au compte de l'acheteur, laquelle a lieu lorsque le compte de son teneur de compte conservateur est crédité dans les livres du dépositaire central. Cette date d'inscription en compte intervient au terme d'un délai de trois jours ouvrés après la date de cession, sauf si les parties en conviennent autrement."

بشأن تحديد فترة التسوية؛ حيث نصت تلك المادة على أن " تجري الشركة عمليات المقاصة والتسوية في الأوراق المالية على أساس التسليم مقابل سداد الثمن، ويجب ألا تتجاوز الفترة بين إجراء عملية التداول وإتمام التسوية الخاصة بها المدة التي يصدر بتحديدتها قرار من مجلس إدارة الهيئة"<sup>(1)</sup>.

ويتم تنفيذ عملية المقاصة والتسوية وإتمام عملية نقل الملكية في توقيتات محددة، على النحو التالي<sup>(2)</sup>:

<sup>(1)</sup> كما تنص المادة (9) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق والأدوات المالية رقم 93 لسنة 2000 – سابق الإشارة إليهما- على أن "تقوم الشركة بإجراء عمليات المقاصة وتسوية المعاملات التي تتم على الأوراق المالية لحساب أعضاء الإيداع المركزي، وذلك بهدف تحديد صافي حقوق والتزامات كل منهم، وتسوية المراكز الناشئة عن تداول الأوراق المالية المودعة بها، ونقل ملكيتها. ويتعين على أطراف عمليات التداول التي تتم على أوراق مالية مودعة لدى الشركة وغير مقيدة بالبورصة إخطار الشركة بالبيانات الأساسية لهذه العمليات طبقاً للنظام الذي تضعه الشركة. وتتم المقاصة على أساس التسليم مقابل دفع الثمن، خلال مدة لا تتجاوز الفترة التي يحددها مجلس إدارة الهيئة لإتمام عملية التسوية الخاصة بها. ويجب على الشركة نقل ملكية الأوراق المالية محل هذه العمليات بالقيود الدفترية لديها، وأن تسلم لصاحب الشأن ما يفيد تسوية هذه العمليات وذلك على النموذج الذي يعتمده مجلس إدارتها..."

<sup>(2)</sup> راجع: البورصة المصرية، نظام المقاصة والتسوية للأوراق المالية. متاح على الرابط التالي:

- (T+0) بالنسبة للأسهم المسموح بالتعامل عليها بيعًا وشراءً في ذات الجلسة، والمستوفاة لشروط الهيئة العامة للرقابة المالية وبورصة الأوراق المالية للتعامل بهذه الآلية.
- (T+1) بالنسبة لسندات الخزنة المصرية المقيدة بنظام الإيداع المركزي. واختيارياً بالنسبة للأسهم ووثائق صناديق المؤشرات المقيدة بالبورصة المصرية.
- (T+2) بالنسبة لباقي لأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
- (T+3) بالنسبة لأوراق المالية غير المقيدة وغير المحفوظة بنظام الإيداع المركزي<sup>(1)</sup>.

[https://www.egx.com.eg/ar/Clearing\\_Settlement.aspx](https://www.egx.com.eg/ar/Clearing_Settlement.aspx)

( المادة (5/1/5) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 94 لسنة 1<sup>1</sup>)  
2018 بشأن قواعد وإجراءات التعامل على الأوراق المالية غير المقيدة بجدول  
البورصة المصرية وإجراءات نقل ملكيتها. والمنشور بالوقائع المصرية، العدد 136  
"تابع (أ)" بتاريخ: 2018-6-13.

### الفرع الثالث

#### تسوية صفقات الأوراق المالية وفقاً لآلية التداول في ذات الجلسة

إذا كان نقل ملكية الأوراق المالية يتم بالتحويل الحسابي من حساب إلى حساب آخر وفقاً لنظام الإيداع المركزي، وهذا التحويل يقع بإتمام تسوية العمليات التي تتم على الأوراق المالية. فإن التعامل وفقاً لآلية التداول في ذات الجلسة يستلزم حتماً ألا يوجد فاصل زمني بين يوم تنفيذ عملية البيع أو الشراء وبين تسويتها، فالتسوية تتم في ذات يوم التنفيذ.

وإلى هنا يثور التساؤل، هل العميل الذي قام بشراء سهمًا ما وفقاً لآلية التداول في ذات الجلسة في البورصة المصرية، ثم قام ببيعه في ذات الجلسة، هل يُعد في هذه الحالة قد باع مما في ملكه أم أنه يبيع مما في ملك الغير؟

وفقاً لنص المادة (1/4) من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2012 سابق الإشارة إليه " تتولى شركة الإيداع والقيود المركزي إجراء تسوية لحظية للمراكز النقدية والورقية لعمليات التعامل في ذات الجلسة، وعلى أن تتم عمليات المقاصة والتسوية لعمليات التداول ذات العلاقة لباقي طرفي العملية في التاريخ المعتاد للتسوية". وعليه، فإن ما تقوم به شركة الإيداع هو مجرد تسوية

لحظية وليست نهائية، ومن ثم لا تنتقل ملكية الأوراق المالية إلا بإتمام التسوية النهائية للعمليات التي أجريت عليها، وقبل ذلك الوقت تظل ملكية الأوراق المالية المشتراة على حساب البائع.

وجدير بالذكر أنه لم ترد في القرارات السابقة المنظمة لآلية التداول في ذات الجلسة أي إشارة إلى عبارة " تسوية لحظية "، بل كان النص يجري على النحو التالي " على شركة الإيداع والقيود المركزي إجراء عمليات المقاصة والتسوية الخاصة بالعمليات التي تجري وفقاً لهذا النظام في ذات يوم إجرائها (T+ zero) (1).

وتأسيساً على ما سبق، يمكننا القول بأنه لا توجد في بورصة الأوراق المالية المصرية - في الوقت الحالي - الإمكانيات اللازمة لتطبيق آلية التداول في ذات الجلسة بالمعنى الصحيح قانوناً؛ حيث أن ذلك يستلزم إتمام شركة الإيداع عمليات التسوية النهائية على الأوراق المالية محل التداول في ذات الجلسة، وأيضاً قبل قيام المشتري بإعادة بيع ما اشتراه، والقول بغير ذلك يؤدي بنا إلى القول بأنه في حالة قيام مشتري الأوراق المالية بإعادة بيعها قبل إتمام عمليات التسوية النهائية، يُعد بيعاً لملك الغير، وهو بيع قابل للإبطال لمصلحة المشتري وحده؛ حيث تنص

(1) المادة (2) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 24 لسنة 2005 سابق الإشارة إليه.

المادة (1/466) من القانون المدني رقم 131 لسنة 1948<sup>(1)</sup> على أنه " إذا باع شخص شيئاً معيناً بالذات وهو لا يملكه، جاز للمشتري أن يطلب إبطال البيع. ويكون الأمر كذلك ولو وقع البيع على عقار، سُجِّلَ العقد أو لم يُسجَّل"<sup>(2)</sup>. ويتحول بيع ملك الغير من بيع قابل للإبطال لمصلحة المشتري إلى بيع صحيح إذا ثبتت الملكية للبائع، وذلك في الوقت المحدد للتسوية وانتقال الملكية خلال يومي عمل بعد يوم التداول (T+2).

(1) منشور بالوقائع المصرية، العدد 108 مكرر، بتاريخ: 29-7-1948.

(2) وقد حكم بأن " النص في المادة 466 والفقرة الأولى من المادة 467 من القانون المدني يدل على أن بيع ملك الغير تصرف قابل للإبطال لمصلحة المشتري، وإجازة المشتري للعقد تزيل قابليته للإبطال وتجعله صحيحاً فيما بين العاقدين، أما بالنسبة للمالك الحقيقي فيجوز له إقرار هذا البيع صراحة أو ضمناً، فإذا لم يقره كان التصرف غير نافذ في حقه، مما مفاده أن بطلان التصرف أو عدم نفاذه هو أمر غير متعلق بالنظام العام بل هو مقرر لمصلحة صاحب الشأن فيه ولا يجوز لغيره التمسك به".  
نقض مدني، الطعن رقم: 245 لسنة: 55 ق، بتاريخ: 25-7-1990.

## الفصل الثاني

### الرقابة على عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

#### تمهيد وتقسيم:

يترتب على عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة العديد من الآثار. ولذا، كان من الطبيعي على الجهات القائمة على أمر السوق أن تُخضعها لرقابة محكمة، وذلك في جميع مراحلها بداية من مرحلة منح تراخيص مزاوله هذه العمليات، مروراً بالإشراف عليها أثناء مرحلة التنفيذ، ووصولاً إلى حل ما قد ينشأ من منازعات بين أطراف هذه العمليات.

ويثور التساؤل عن الشروط الواجب توافرها في شركات السمسرة لمزاولة تلك العمليات، والالتزامات الملقاة على عاتقها وعلى عاتق باقي الأطراف، وكذلك الحقوق التي يتمتع بها كل طرف، وأخيراً، الدور الحيوي الذي تلعبه الجهات الرقابية بالنسبة لعمليات التداول في ذات الجلسة والحد من المخاطر المرتبطة بها.

وبناء على ذلك، نري تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، نتناول في المبحث الأول النظام القانوني لتنفيذ عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة، بينما نخصص المبحث الثاني منه لبيان دور الجهات الرقابية بشأن عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة.

## المبحث الأول

### النظام القانوني لتنفيذ عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

نتناول في هذا المبحث ضوابط مزاوله عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة في مطلب أول، ونخصص المطلب الثاني لبيان حقوق والتزامات أطراف عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة.

#### المطلب الأول

##### ضوابط مزاوله نشاط تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

وفقاً لنص المادة (5) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2012 " تلتزم شركات السمسرة الراغبة في التعامل وفقاً لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة بالحصول على موافقة الهيئة بعد استيفاء المتطلبات المنصوص عليها بالقواعد المرفقة، وتلتزم الشركات الحاصلة على موافقة الهيئة بإخطارها بما يفيد توفيق أوضاعها طبقاً لأحكام هذا القرار والقواعد المرفقة به خلال ثلاثة أشهر على الأكثر من تاريخ العمل به".

ويتضح لنا من النص السابق، أن مزاوله عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة لا يجوز أن تتم إلا عن طريق شركة من شركات السمسرة. إلا أن هذا



النص لا يُعطي لكل شركة سمسرة حاصلة على ترخيص من الهيئة العامة للرقابة المالية بمباشرة نشاط السمسرة أن تزاول آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة اعتمادًا على هذا الترخيص، بل يلزم الحصول على ترخيص خاص من الهيئة لمباشرة هذا النشاط<sup>(1)</sup>. وفيما يلي نتناول مجموعة الضوابط والمتطلبات اللازم توافرها للحصول على هذا الترخيص:

طبقًا لنص المادة (1) من القواعد التنفيذية لمزاولة التعامل في الأسهم في

(<sup>1</sup>) راجع: البورصة المصرية، دليل العضوية بالبورصة المصرية، 2018، ص 14.  
متاح على الرابط التالي:

<https://www.egx.com.eg/getdoc/8f1bf715-8e3f-4fe5-91b0-4c9e961477da/Membership-Guide.aspx>

وانظر كذلك البند 2 من المادة (9) من قرار رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية رقم 156 لسنة 2014 بشأن قواعد العضوية بالبورصة المصرية؛ حيث ينص على ان التعامل على الأسهم في ذات الجلسة " يُعد من قبيل الأنشطة والآليات المتخصصة التي لا يجوز لشركة السمسرة مزاولتها إلا بترخيص أو موافقة خاصة". متاح على الرابط التالي:

[https://www.egx.com.eg/getdoc/47d8db6c-a2b0-4efb-986f-10f4e24f5b02/membership-rules-22-01-2020-\(1\).aspx](https://www.egx.com.eg/getdoc/47d8db6c-a2b0-4efb-986f-10f4e24f5b02/membership-rules-22-01-2020-(1).aspx)

ذات الجلسة، المرفقة بالقرار رقم (67) لسنة 2012<sup>(1)</sup> يشترط في شركة السمسرة الرغبة في الحصول على موافقة الهيئة للعمل بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، استيفاء مجموعة من المتطلبات منها ما يتعلق بضمان سلامة سجل الشركة وموقفها المالي، ومنها ما يتعلق بالجانب الإداري للشركة، وذلك على النحو التالي:

#### أ- المرفقات المتعلقة بضمان سلامة سجل الشركة وموقفها المالي:

تهدف معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية إلى قياس مدى قدرة هذه الشركات على مواجهة المخاطر التي ترتبط بأنشطتها وعمالئها والأوراق المالية التي تتعامل فيها. وتشمل هذه المخاطر على سبيل المثال لا الحصر مخاطر السوق ومخاطر التسوية ومخاطر الائتمان ومخاطر التشغيل ومخاطر السيولة. فالالتزام بهذه المعايير يعد من الوسائل الرئيسية لإدارة المخاطر بهذه الشركات. كما أن الالتزام بهذه المعايير يعد بمثابة رسالة موجهة من الشركة المعنية إلى المتعاملين معها تؤكد فيها قدرتها على الوفاء بالتزاماتها

(1) معدلة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 20 لسنة 2014 بشأن تعديل بعض القواعد التنفيذية لمزاولة آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة Intra Day Trading. والمنشور بالوقائع المصرية العدد 47، بتاريخ: 27-2-2014.

المالية تجاه هؤلاء المتعاملين مما يزيد من ثقتهم في التعامل معها.

وقد صدر قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (14) لسنة 2007<sup>(1)</sup> منظمًا لمعايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. وبما يتوافق مع مبادئ المنظمة الدولية لهيئات سوق المال بضرورة أن يكون هناك متطلبات لرأس المال وكذا لرأس المال العامل لشركات الوساطة تعكس المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركة<sup>(2)</sup>.

**ولهذا يجب على شركة السمسرة الراغبة في الحصول على ترخيص بمزاولة**

(1) قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 14 لسنة 2007 بشأن إصدار معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بتاريخ: 4-2-2007. وفقًا لآخر تعديل بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم 77 لسنة 2017 (والمنشور بالوقائع المصرية، العدد 142 "تابع" بتاريخ 20-6-2017). ولمزيد من التفصيل، راجع: موقع الهيئة على الرابط التالي:

[http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa\\_ar/bod\\_decisions.jsp](http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/bod_decisions.jsp)

وراجع كذلك: البورصة المصرية، دليل العضوية بالبورصة المصرية، مرجع سابق، ص 34 وما بعدها.

(2) **International Organization of Securities Commissions (IOSCO), " Objectives and Principles of Securities Regulation", June 2010, p. 11. available at:**

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

## آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة أن ترفق ما يلي:

1- ما يفيد أن الشركة تنتمي إلى الفئة (أ) من درجات التصنيف الخاصة بشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي في شأن مخاطر التسوية ودرجة الالتزام بالتسوية في مواعيدها المقررة<sup>(1)</sup>.

<sup>(1)</sup> نصت المادة (8/8، 9) من المذكرة الإيضاحية لقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 29 لسنة 2004 بشأن القرار المنظم لعمل صندوق ضمان التسويات ومذكرته الإيضاحية على القواعد المنظمة لاشتراكات الأعضاء على أن يحسب معدل المخاطر الخاص بكل عضو عن عدد أيام التخلف عن التسوية ، وذلك طبقاً للجدول التالي يوم التسوية: 2,50 نقطة. يوم التسوية + 1 : 5 نقطة. يوم التسوية + 2 : 10 نقطة. قيام الصندوق بالتغطيات: 20 نقطة.

ويتم تقسيم أعضاء الصندوق إلى فئات مختلفة وفقاً للمخاطر الخاصة بكل فئة، ومن خلال تكوين معدل المخاطر لكل فئة، وذلك بتجميع عدد النقاط لكل بند من بنود المخاطر، ويتم تحديد معدل المخاطر لكل عضو ويضاف على قيمة حصته في رأسمال الصندوق لتحديد قيمة اشتراكه، وذلك على النحو التالي:

3- خلو سجل الشركة لدى الهيئة من أية جزاءات أو تدابير قائمة صدرت بها قرارات من رئيس الهيئة أو مجلس إدارتها<sup>(1)</sup>.

الفئة	المستوى المرجح لمعدل الخطر	معدل المخاطر
أ	أقل من أو يساوي ٣٠ نقطة	١ مرة
ب	أكبر من ٣٠ نقطة وأقل من أو يساوي ٦٠ نقطة	1,25 مرة
ج	أكبر من ٦٠ نقطة وأقل من أو يساوي ٩٠ نقطة	١,٥٠ مرة
د	أكبر من ٩٠ نقطة	2 مرة

متاح على موقع الهيئة على الرابط التالي:

[http://www.fra.gov.eg/content/efsa\\_ar/laws\\_index/UG19294UG19295.pdf](http://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/laws_index/UG19294UG19295.pdf)

<sup>(1)</sup> وكان هناك التزام يقع على الشركة الراغبة في مزاولة آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة بتقديم ما يفيد تحديد موقف الشركة بشأن التزاماتها الخاصة بالتسوية النقدية وذلك من خلال إرفاق بيان عدد أيام المخالفات المتعلقة بصندوق ضمان التسويات وقيمتها وعدد أيام التغطية عن فترتين سابقتين لتاريخ التقدم بالطلب. إلا أن هذا الالتزام لم يتم النص عليه في قرار الهيئة رقم 67 لسنة 2012 المعمول به حالياً.

ولا يجوز منح الشركة التي وقعت عليها جزاءات أو تدابير موافقة الهيئة للعمل بهذه الآلية إلا بعد استيفاء المدد الآتية:

(أ) ستة أشهر من تاريخ الإيداع الفعلي لمبلغ الزيادة في قيمة التأمين أو تصحيح المخالفة أيهما أقرب<sup>(1)</sup>.

(ب) ستة أشهر من تاريخ انتهاء مدة المنع من مزاولة النشاط أو انعقاد مجلس إدارة الشركة بناءً على طلب الهيئة دعوة المجلس للانعقاد للنظر في أمر المخالفة المنسوبة للشركة.

(ج) ستة أشهر من تاريخ انتهاء مدة وقف النشاط.

(د) اثنا عشر شهراً من تاريخ تعيين العضو المراقب في مجلس إدارة الشركة أو من تاريخ تعيين مجلس إدارة جديد لها تنفيذاً لقرار حل المجلس وتعيين مفوض لإدارة الشركة.

4- ألا يقل صافي حقوق المساهمين بالشركة عن خمسة ملايين جنيه وفقاً

لآخر قوائم مالية سنوية معتمدة أو قوائم مالية دورية تالية لها، بالإضافة لتوافر

<sup>(1)</sup> كان النص قبل تعديله " ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء مدة الالتزام بزيادة قيمة التأمين المودع أو تصحيح المخالفة أيهما أقرب".

رأس مال عامل موجب بتلك القوائم<sup>(1)</sup>. ويتكون صافي حقوق المساهمين من رأس المال المدفوع، والاحتياطيات، والأرباح المحتجزة، ويمثل ناتج قسمة إجمالي حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية القيمة الدفترية للسهم العادي، كما يتم حساب صافي حقوق المساهمين عن طريق طرح إجمالي أصول الشركة من إجمالي خصومها (التزاماتها). وهو بهذا يُعد أكثر تعبيراً عن وضع الشركة الحقيقي.

كما يُعد رأس المال العامل مقياساً مهماً يشير إلى سلامة المركز المالي للشركة وقدرتها على مواجهة الالتزامات على المدى القصير. ويمكن حسابه من خلال بيانات القوائم المالية، عن طريق قسمة الأصول المتداولة على الخصوم قصيرة الأجل<sup>(2)</sup>.

(<sup>1</sup>) معدلة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية - رقم 6 - لسنة 2015 بشأن تعديل القواعد التنفيذية لمزاولة آلية التعامل علي الأسهم في ذات الجلسة Intra Day Trading. والمنشور في الوقائع المصرية العدد 80، بتاريخ: 7-4-2015. وكان النص قبل تعديله يكتفي بـ " التحقق من سلامة الموقف المالي للشركة من واقع آخر ميزانيتين معتمدين مرفقا بهما تقرير من مراقب الحسابات".

(<sup>2</sup>) وتكون الشركة في وضع آمن إذا كانت رأس المال العامل موجباً أي أن الموجودات السائلة لدى الشركة تتفوق على التزاماتها الحالية. وفي هذه الحالة تكون نسبة رأس المال العامل أكبر من 1. أما إذا كان رأس المال العامل سالباً وبالتالي نسبته أقل من واحد فهذا مؤشر سيء على المركز المالي للشركة. ويجب الانتباه إلى أن زيادة حجم رأس

5- تقديم ما يفيد إيداع مبلغ لا يقل عن (25%) من متوسط قيمة تعاملات الشركة وفقاً للآلية المشار إليها لدى أحد بنوك المقاصة المعتمدة لدى شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، وبعد أدنى مليون جنيه تحت حساب تسوية المعاملات وفقاً لهذه الآلية أو تقديم خطاب ضمان مصرفي<sup>(1)</sup> لصالح شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي بذات القيمة<sup>(2)</sup>، وتقديم تعهد من المسئول عن

=

المال العامل وارتفاع نسبته أكثر مما يجب يعتبر أيضاً مؤشراً سلبياً، فهذا يعني أن لدى الشركة سيولة عالية وأموال معطلة مما يدل على عدم كفاءة في توظيف واستثمار الأموال ولا بد أن ينعكس ذلك سلباً على أرباح الشركة ويؤدي إلى انخفاضها. ومن المتعارف عليه أن نسبة رأس المال العامل الجيدة تتراوح ما بين 1.2 إلى 2، حسب طبيعة نشاط الشركة ومعايير السيولة لهذا القطاع. راجع: د/ عماد ملكاوي، مقال بعنوان "رأس المال العامل وتأثيره على قيمة الشركة وسعر السهم"، متاح على الرابط التالي:

<https://www.trend-cast.com/blog/>

<sup>(1)</sup> عرفت المادة (1/355) من قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999 خطاب الضمان بأنه "تعهد مكتوب يصدر من البنك بناءً على طلب شخص (يسمى الأمر)، بدفع مبلغ معين أو قابل للتعيين لشخص آخر (يسمى المستفيد)، إذا طلب منه ذلك خلال المدة المعينة في الخطاب ودون اعتداد بأية معارضة".

<sup>(2)</sup> وقد كان النص قبل تعديله على النحو التالي "تقديم ما يفيد إيداع مبلغ خمسة مليون جنيه مصري ومائة ألف دولار أمريكي بأحد بنوك المقاصة المعتمدة لدى الهيئة

=



الإدارة الفعلية بشركة السمسرة بالالتزام برفع قيمة المبلغ المودع منها لدى بنك المقاصة أو الصادر به خطاب الضمان في حال رغبة الشركة في رفع حجم تعاملاتها بشرط ألا تقل قيمة هذا المبلغ عن المعادل لنسبة (25%) من متوسط قيمة التعاملات اليومية للشركة خلال الثلاثة أشهر السابقة، على أن يتم معالجة هذا التأمين بمعامل ترجيح بنسبة (100%) عند احتساب صافي رأس المال السائل.

وقد أكدت الهيئة العامة للرقابة المالية - في إطار حرصها على تيسير عمل شركات السمسرة وتوضيح النصوص الخاصة للتعامل بهذه الآلية- في كتابها الدوري رقم 3 لسنة 2018<sup>(1)</sup> على أن الحد الأدنى الواجب على شركات السمسرة إيداعه، تحت حساب تسوية التعاملات وفقا لهذه الآلية لدى شركة مصر للمقاصة

تحت حساب تسوية معاملاتها وفقا لهذا النظام وإخطار الهيئة بذلك من خلال شركة مصر للمقاصة الإيداع والقيود المركزي".

<sup>(1)</sup> كتاب دوري رقم 3 لسنة 2018 بشأن مبلغ الحد الأدنى لتعامل شركات السمسرة في الأوراق المالية في ذات الجلسة بتاريخ: 2018/1/28. متاح على الرابط التالي:

[http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa\\_ar/pdf.jsp?itemId=UG41585&itemType=3&parentId=UG41584&parentType=2](http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/pdf.jsp?itemId=UG41585&itemType=3&parentId=UG41584&parentType=2)

والإيداع والقيود المركزي- سواء كان التعامل على الأوراق المالية المقيدة بالجنيه المصري أو بالعملة الأجنبية أو بالاثنتين معا- هو مبلغ مليون جنيه أو ما يعادلها بالنقد الأجنبي، وبما لا يقل عن (25%) من متوسط قيمة تعاملات الشركة وفقاً للآلية المشار إليها وفقاً للعملة المقيد بها الورقة المالية.

كما أكدت الهيئة<sup>(1)</sup> على أن المبالغ المودعة من شركات السمسرة التي تم الموافقة لها على السماح لعملائها بالتداول في ذات الجلسة، وفقاً للنظام المعروف باسم Intra Day Trading، تُمثل مبالغ مجمدة ومخصصة لعمليات التسوية للمراكز المالية المترتبة على تلك التداولات لحظياً عن طريق الإضافة والخصم من الحساب المخصص لهذا الغرض لدى بنك المقاصة، وفي حالة عدم كفاية المبلغ المخصص لعمليات التسوية، على الشركة تغطية العجز قبل بداية جلسة اليوم التالي للتداول، لاستيفاء متطلبات التعامل بهذا النظام وفي ضوء الطبيعة الخاصة لهذه المبالغ المجمدة والمخصصة بهدف السماح لشركة السمسرة بالتعامل بنظام التداول في ذات الجلسة. ولذا فإن هذه المبالغ ليست مبالغ حرة أو سائلة يمكن

(1) كتاب دوري رقم (٧) لسنة 2009 بتاريخ ٢٠٠٩. متاح على الرابط التالي:

[http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa\\_ar/pdf.jsp?itemId=UG18672&itemType=3&parentId=UG18671&parentType=2](http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/pdf.jsp?itemId=UG18672&itemType=3&parentId=UG18671&parentType=2)

للشركة أن تستخدمها في مواجهة التزاماتها الأخرى. ويتم معالجة هذا التأمين بمعامل ترجيح بنسبة (100%) عند احتساب صافي رأس المال السائل<sup>(1)</sup>.

#### ب- المرفقات المتعلقة بالجانب الإداري للشركة:

يجب على شركة السمسرة الراغبة في الحصول على ترخيص بمزاولة آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، تقديم ما يلي:

<sup>(1)</sup> كان يتم ترجيح مبالغ التأمين المخصصة لتسوية التعاملات بنظام التداول في ذات الجلسة قبل التعديل بمعامل صفر بتقرير الملاءة المالية لشركة السمسرة. ويمثل "صافي رأس المال السائل" مركز السيولة لدى الشركة في تاريخ إعداد بيان صافي رأس المال السائل، وهو مقياس لمدى توفر سيولة كافية لدى الشركة لمواجهة التزاماتها المالية سواء أكانت مدرجة أو غير مدرجة في مركزها المالي وذلك بترجيح القيمة الدفترية (أو القيمة السوقية - بحسب الأحوال) لكل بند من بنود الأصول بمعامل ترجيح يعكس درجة سيولة الأصل بعد خصم نسبة مئوية معينة (Hair-Cut Rate HCR) وفقاً لدرجة المخاطر المحيطة بالأصل. ويحسب صافي رأس المال السائل وفقاً للمعادلة التالية: "قيمة أصول الشركة المرجحة بمعاملات ترجيح السيولة مخصوصاً منها التزامات الشركة المدرجة بالمركز المالي وكذلك التزاماتها غير المدرجة بالمركز المالي المترتبة على مزاولة نشاطها والتزاماتها العرضية". وذلك على النحو الوارد بالملحق "ب" من معايير الملاءة المالية. وتظهر المبالغ المخصصة لعمليات الشراء والبيع في ذات الجلسة في معاملات الترجيح، وتحسب بنسبة (100%) (م 1/3 / ملحق أ من معايير الملاءة المالية).

1- ما يفيد البدء في تنفيذ قواعد حوكمة الشركات<sup>(1)</sup>.

<sup>(1)</sup> وقد صدر قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية، رقم 107 لسنة 2016 بشأن قواعد حوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. والمنشور بالوقائع المصرية العدد 228 تابع، بتاريخ: 12-10-2016 وحددت المادة (1/1) من القرار المذكور نطاق تطبيقه بالنص على أن " تهدف قواعد الحوكمة إلى ترسيخ مبادئ الحوكمة بالجهات العاملة في مجال الأوراق المالية والحد من المخاطر المرتبطة بها وحماية المساهمين والمتعاملين مع الشركات المخاطبة بها، وراعت القواعد التناسب مع نشاط كل شركة وحجم عملياتها. وتسري هذه القواعد على جميع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية الخاضعة لأحكام قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، وقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم 93 لسنة 2000.

كما نصت المادة (1) من موارد إصدار القرار المذكور تلتزم الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية الخاضعة لأحكام القانون رقم 95 لسنة 1992 والقانون رقم 93 لسنة 2000 بقواعد الحوكمة المرفقة بهذا القرار كأحد متطلبات استمرار ترخيص مزاولة النشاط، وذلك دون الإخلال بقواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المقيد لها أوراق مالية بالبورصة المصرية. وراجع أيضًا: "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، الصادر عن مركز المديرين المصري بالهيئة العامة للرقابة المالية، الإصدار الثالث- أغسطس 2016، والذي تمت الموافقة عليه بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (84) لسنة 2016 بتاريخ 26-7-2016، متاح على موقع الهيئة، على الرابط التالي:

[http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa\\_ar/guide.pdf](http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/guide.pdf).

2- شهادة معتمدة من المستشار القانوني للشركة بعدم صدور حكم قضائي نهائي ضدها أو ضد أي من المسؤولين عن الإدارة الفعلية في تاريخ طلب الترخيص تتعلق بجرائم مالية تمس مصالح المتعاملين وذلك خلال الخمس سنوات السابقة على تقديم الطلب.

3- أن يتوافر لدى الشركة إدارة متخصصة لا يقل عدد العاملين فيها عن ثلاثة أفراد - وبما يلائم المتطلبات الواردة بهذا القرار - تتوافر في كل منهم الشروط الآتية<sup>(1)</sup>:

(أ) خبرة عملية لا تقل عن سنتين في مجال أعمال البورصات والأوراق المالية.

(ب) اجتياز إحدى الدورات التدريبية التي تعقدها الهيئة أو شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، والتزام الشركة ببرامج التدريب المخصصة لذلك.

<sup>(1)</sup> معدلة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 96 لسنة 2018 بشأن تعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 67 لسنة 2012 بشأن آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة (Intra Day Trading). والمنشور في الوقائع المصرية العدد 136 "تابع (أ)"، بتاريخ: 2018-6-13. حيث كان النص قبل التعديل يستلزم أن يتوافر لدى الشركة إدارة متخصصة لا يقل عدد العاملين فيها عن ستة أفراد.

(ج) ألا يكون قد صدر ضده جزاءات تأديبية من البورصة أو الهيئة خلال الثلاث سنوات السابقة على طلب الموافقة.

(د) ألا يكون قد حكم عليه بعقوبة جنائية أو بعقوبة جنحة في جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة أو حكم بإشهار إفلاسه، ما لم يكن قد رد إليه اعتباره.

وتقوم الهيئة بالبت في طلب الشركة خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ استيفاء المتطلبات اللازمة للحصول على موافقة الهيئة<sup>(1)</sup>، وفي حالة رفض طلب الشركة يجب أن يكون قرار الرفض مسبباً، وللشركة التظلم من قرار الرفض أمام لجان التظلمات بالهيئة، وذلك وفقاً للقواعد المقررة في قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية المشار إليهما<sup>(2)</sup>.

(1) وللاطلاع على قائمة الشركات المسموح لها بمزاولة آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، راجع الرابط التالي:

<http://www.mcsd.com.eg/mcdr/arabic/company.aspx?type=1>

(2) المادة (2/1) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة سابق الإشارة إليها.

## المطلب الثاني

### حقوق والتزامات أطراف عقد التعامل وفقاً لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة

يُعد عقد التعامل على الأسهم في ذات الجلسة من عقود المعاوضة التي تُرتب التزامات متقابلة في ذمة أطرافه، ونتناول على التوالي التزامات وحقوق كل من العميل وشركة السمسرة، هذا بالإضافة إلى الالتزامات الواقعة على شركة الإيداع، وذلك تباعاً في الفروع الثلاثة التالية:

## الفرع الأول

### التزامات وحقوق العميل

نعرض أولاً لالتزامات العميل، ثم نُبين حقوقه ثانياً. وذلك على النحو التالي:

#### أولاً: التزامات العميل:

يتعهد العميل بالوفاء بكافة الالتزامات المرتبطة والناشئة عن تعاملاته تنفيذاً لعقد التعامل وفقاً لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، وفقاً لجدول المصروفات والعمولات المرفق بهذا العقد.

كما لا يجوز للعميل بيع ما تم شراؤه أو شراء ما تم بيعه في ذات الجلسة إلا من خلال ذات شركة السمسرة<sup>(1)</sup>. وتنص بعض الشركات في عقد التداول المبرم على أنه في حال إخلال العميل بالالتزام السابق، يكون توقيع العميل على العقد بمثابة تفويض منه لشركة السمسرة بالحصول على ثمن البيع من الشركة التي تم من خلالها البيع ودون إخلال بحق الشركة التعويض عن أي خسائر تلحق بها من جراء ذلك<sup>(2)</sup>.

وفضلاً عما سبق، يلتزم العميل بالأوامر الصادرة منه أو ممن هو صاحب الصفة في تمثيله، حيث تنتهي مدة صلاحية أوامر البيع بتمام بيع الأسهم المشتركة

<sup>(1)</sup> وتدرج بعض الشركات هذا الشرط على النحو التالي "يحظر نهائياً على العميل إصدار أي أوامر بيع للأوراق المالية المشتراة وفقاً لهذا النظام إلا من خلال شركة ... لتداول الأوراق المالية، وفي حالة إخلاله بذلك فيكون توقيع على هذا العقد بمثابة تفويض منه للشركة بالحصول على ثمن البيع من الشركة التي تم من خلالها البيع ودون إخلال بحق الشركة في التعويض عن أي خسائر تلحق بها من جراء ذلك". انظر البند 8 من عقد تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة الخاص بشركة سيجما كابيتال للوساطة المالية. وكذلك البند 3 من ملحق عقد تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة الخاص بشركة هيرميس للوساطة في الأوراق المالية.

<sup>(2)</sup> البند الثامن من عقد شركة سيجما كابيتال بشأن آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليه.



أو بسداد قيمتها قبل تاريخ التسوية.

وفي حالة عدم بيع كل أو جزء من كمية الأسهم السابق شراؤها في ذات الجلسة، تصبح الأسهم غير المباعة ملكاً للعميل، وعليه الوفاء بالالتزامات المالية المترتبة على ذلك، وفي حالة عدم وفائه بهذه الالتزامات في المواعيد المحددة، يقر العميل بقبوله تصرف شركة السمسرة في كل أو جزء من هذه الأوراق لتغطية مركزه واستيفاء هذه الالتزامات. وفي حالة إذا كان العميل من عملاء الشراء بالهامش لدى الشركة وكانت القوة الشرائية في حسابه الهامشي تستوعب الكمية غير المباعة، فيتم تسويتها بالنظام الهامشي<sup>(1)</sup>.

أما في حالة عدم شراء كل أو جزء من كمية الأوراق المالية السابق بيعها في ذات الجلسة، يتحمل العميل كافة الالتزامات المرتبطة بتوفير كمية الأوراق المالية غير المشتراة لأغراض التسوية فضلاً عن تحمله لفروق الأسعار والمصرفيات الأخرى والعمولات المرتبطة وعليه الوفاء بهذه الالتزامات فوراً.

وعلاوة على ماسبق، يلتزم العميل بإيداع ضمانات نقدية أو أوراق مالية أو

(<sup>1</sup>) راجع البند الرابع من عقد التعامل في ذات الجلسة الخاص بشركة أراب فاينانس

للساطة المالية. متاح على الرابط التالي:

<https://www.arabfinance.com/InvestorTools/T0.aspx?lang=ar>

كليهما لتأمين تعاملاته وفقاً لنظام التداول في ذات الجلسة وفقاً لمتطلبات شركة السمسرة التي يتعامل معها<sup>(1)</sup>.

كما يلتزم العميل أيضاً في حالة إيقاف التداول على الأسهم محل الشراء بنظام البيع من شراء في ذات الجلسة -لأي سبب كان- بالسداد النقدي للمديونية المترتبة على تعاملاته أو ببيع أسهم أخرى له متاحة في ذات الجلسة ولها نفس نوع التسوية.

وأخيراً، يلتزم العميل بتعويض شركة السمسرة عن كافة الأضرار المادية المترتبة على تأخره في أداء أي من التزاماته المنصوص عليها في العقد المبرم بينهما، وبتكلفة الأموال التي تكبدها الشركة، بالإضافة إلى أية غرامات يحصلها صندوق ضمان التسويات أو أية جهة أخرى نتيجة لتأخر العميل في السداد النقدي.

(<sup>1</sup>) فعلى سبيل المثال ينص البند الخامس من عقد التعامل في ذات الجلسة الخاص بشركة السمسرة أراب فاينانس -سابق الإشارة إليه- على أن " يلتزم العميل الذي يرغب في التعامل بهذه الآلية بإيداع ضمانات نقدية أو أوراق مالية أو كليهما بما لا يقل عن 25% من قيمة المبلغ الذي يرغب في التعامل به وفقاً لهذه الآلية".

### ثانياً: حقوق العميل:

يحق للعميل الشراء أولاً ثم إعادة بيع الأسهم المشتراة في ذات الجلسة، كما أن له أيضاً الحق في أن يبيع أسهم بحوزته ثم يقوم بإعادة شرائها في ذات الجلسة<sup>(1)</sup>.

كما أن للعميل الحق في اختيار أي سهم من قائمة الأوراق المالية التي تتوافر فيها المعايير الصادرة عن مجلس إدارة البورصة المصرية والمعتمدة من الهيئة، والمقبولة لدى شركة السمسرة. وإن كان يتوجب عليه دوماً القيام بتنويع محفظة الأسهم التي سيقوم بالتعامل بها، وبالتالي تنويع المخاطر في مجموعة أسهم وعدم التركيز في سهم واحد أو عدد محدود من الأسهم، وذلك تفادياً للمخاطر المترتبة عن حدوث أية متغيرات بالقطاع أو الشركة التي استثمر بها وفقاً لهذا النظام وما قد يترتب على هذا من خسائر قد يتكبدها.

وبالإضافة إلى ما سبق، يحق للعميل بيع كل أو جزء مما تم شراؤه في ذات جلسة التداول، أو شراء كل أو جزء مما تم بيعه من الأرصدة المتاحة له في ذات الجلسة. إلا أنه في حالة عدم بيع مجمل الكمية المشتراة بنفس الجلسة فإن الكمية

(1) كان الأمر مقصوراً على أن يكون الشراء سابقاً دوماً لعملية البيع.

المتبقية تخضع لنظام التسويات العادي وفقاً لطبيعة الأسهم محل التداول والتي قد تكون (T+1 أو T+2)، ويلتزم العميل في هذه الحالة بسداد قيمة الأسهم المتبقية بحد أقصى صباح اليوم التالي، أو ببيع أسهم أخرى له جاهزة للبيع باليوم التالي وتكون من نفس نوعية التسوية. وبعبارة أخرى، إن العميل وفقاً للقواعد الحاكمة لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة غير ملزم بالبيع في نفس يوم الشراء، بل له الحرية الكاملة للعملاء في البيع والشراء في نفس اليوم أو الانتظار للتسوية في اليوم التالي للشراء أو للتسوية في الميعاد العادي للتسوية من قبل البورصة وهو اليوم الثاني بعد يوم تنفيذ العملية.

وأخيراً، يحق للعميل تكرار التعامل على ذات الورقة لأكثر من مرة في ذات الجلسة بذات الحد الأقصى لكمية الأمر بشرط إتمام بيع الكمية المحجوزة مما تم شراؤه في ذات الجلسة<sup>(1)</sup>.

---

(<sup>1</sup>) المادة (2/4) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها.

## الفرع الثاني

### التزامات وحقوق شركة السمسرة

نتناول في هذا الفرع التزامات شركة السمسرة، وكذلك حقوقها، وذلك تباعاً

على النحو التالي:

#### أولاً: التزامات الشركة:

تلتزم شركة السمسرة- بصفة عامة- بمزاولة النشاط المرخص لها به وفقاً لأحكام القانون واللائحة والقرارات الصادرة تنفيذاً لهما وطبقاً للشروط والضوابط الصادر على أساسها الترخيص وبمراعاة الأعراف التجارية في هذا الشأن ومبادئ الأمانة والعدالة والمساواة والحرص على مصالح العملاء والتي تلتزم الشركة في تحقيقها ببذل عناية الرجل الحريص<sup>(1)</sup>.

وعلى الشركة بذل عناية الرجل الحريص للتأكد من توافر معايير القدرة المالية والقدرة على تحمل مخاطر التعامل بهذه الآلية<sup>(2)</sup>، وذلك في ضوء حالتهم المالية

---

(1) المادة 214 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 سابق الإشارة إليهما.

(2) المادة ( 4/1/2 ) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها.

ومصادر التمويل المتاحة لهم والمعلومات الأخرى المتوافرة لدى الشركة عنهم عند التعاقد.

كما يقع على الشركة التزام بالتبصير، بأن تقوم بتسليم العميل عند إبرام الاتفاق معه بياناً موضحاً فيه على وجه التفصيل مفهوم التداول في ذات الجلسة والمخاطر الاستثمارية التي قد يتعرض لها العميل عند التعامل على الأسهم وفق هذه الآلية<sup>(1)</sup>، وكذلك تسليمه بيان بالقواعد المنظمة للتعامل في سوق الأوراق

<sup>(1)</sup> المادة ( 2/2/ب) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها. وانظر كذلك المادة 2270 من قواعد FINRA؛ حيث تنص على أنه " لا يجوز لأي عضو يروج لاستراتيجية تداول في ذات الجلسة، بشكل مباشر أو غير مباشر، أن يفتح حساباً لصالح عميل غير مؤسسي أو نيابة عنه ما لم يكن العضو قد قدم، قبل فتح الحساب، إلى كل عميل، على حدة، في شكل ورقي أو إلكتروني، بيان الإفصاح المحدد في هذه الفقرة (أ). بالإضافة إلى ذلك، يجب على أي عضو يقوم بالترويج لاستراتيجية التداول اليومي، بشكل مباشر أو غير مباشر، أن ينشر بيان الإفصاح هذا على موقع العضو على شبكة الإنترنت بطريقة واضحة وجلية.

"No member that is promoting a day-trading strategy, directly or indirectly, shall open an account for or on behalf of a non-institutional customer unless, prior to opening the account, the member has furnished to each customer, individually, in paper or electronic form, the disclosure statement specified in this paragraph (a). In addition, any member that is promoting a day-trading strategy, directly or indirectly, must post such disclosure

المالية بصفة عامة وكذا المنظمة للتداول في ذات الجلسة. وتلتزم شركات السمسرة بالحصول على إقرار من العميل بشأن علمه بالمخاطر الاستثمارية المترتبة على التعامل بنظام التداول في ذات الجلسة، وكذلك علمه والتزامه بالقرارات المنظمة للتعامل بهذا النظام والقواعد الحاكمة له، والالتزام بالقواعد الحاكمة للتداول بالبورصة، بالإضافة إلى علمه بالأسهم التي يتم التعامل عليها بهذا النظام والتي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة.

وعلى شركات السمسرة المسموح لها بالتعامل وفقاً لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة الالتزام بإخطار الهيئة بأي تغيير في البيانات المقدمة للحصول على موافقتها بما في ذلك صفات أو أسماء العاملين في هذا النشاط بالشركة فور حدوث هذا التغيير<sup>(1)</sup>.

كما يجب على الشركة أن تقوم بفتح حساب لديها للعميل، وهذا الحساب خاص بعمليات التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، ولا يكفي حساب المستثمر

statement on the member's Web site in a clear and conspicuous manner”.

<sup>(1)</sup> المادة ( 1/1/2 ) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها.

العادي لدى الشركة<sup>(1)</sup>؛ حيث ينص البند الثالث من نموذج العقد الاسترشادي الخاص بالتعامل على الأسهم في ذات الجلسة - سابق الإشارة إليه- على أن " تلتزم الشركة بفتح حساب مستقل للعميل خاص بعمليات التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، بحيث تكون جميع تعاملاته وفقا لهذه الآلية مفرزة عن تعاملاته الأخرى". ويتم ذلك من خلال عقد مكتوب يجب أن تبرمه الشركة مع العميل ويجب الالتزام عند إعداد هذا العقد بالنموذج المرفق للعقد الاسترشادي الصادر عن الهيئة الذي يتعين على الشركة إبرامه مع العميل الراغب في التعامل بهذه الآلية،

(1) طبقاً لنص المادة 256 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال تلتزم الشركة بإبرام عقد فتح حساب من كل عميل من عملائها يتضمن طبيعة التعامل بينهما وجميع التزامات وحقوق الطرفين بما يتفق مع أحكام القانون وهذه اللائحة وذلك على وثائق تعدها الشركة لهذا الغرض وفقاً للنموذج المرفق بهذا القرار على أن يتضمن العقد المشار إليه بالإضافة إلى البيانات الواردة بالمادة ( 229 ) ما يأتي: 1- التزام الشركة بشراء وبيع الأوراق المالية باسم ولحساب العميل. 2- تحديد أهداف العميل الاستثمارية. 3- تحديد ما إذا كان العميل يرغب في التعامل على شهادات إيداع عن أوراق مالية مقيدة بالبورصة المصرية. 4- التزام الشركة ببذل أقصى درجات العناية في تنفيذ أوامر العميل. 5- تحديد عمولة الشركة عن الخدمات التي تؤديها. 6- بيان الأسلوب المتفق عليه في التراسل بين الطرفين وفي تسليم أوامر العميل إلى الشركة. 7- جهة حفظ أسهم العميل. 8- أسلوب تسوية أو حسم المنازعات التي تنشأ بين الطرفين عن تنفيذ أحكام الاتفاق.



على أن يرفق بالعقد ما يأتي<sup>(1)</sup>:

(أ) القواعد المنظمة للتعامل بهذه الآلية.

(ب) نموذج إفصاح من الشركة لعملائها بالمخاطر الاستثمارية التي قد يتعرض لها العميل في ظل هذه الآلية، طبقاً للنموذج المرفق بهذه القواعد.

وطبقاً لنص المادة (262) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال فإنه لا يجوز للشركة تنفيذ أمر بيع أو شراء إلا بعد التأكد من وجود الورقة المالية محل الأمر في حيازة البائع أو مودعة باسمه في نظام الحفظ المركزي وبعد التحقق من قدرة المشتري على الوفاء بالثمن أيا كانت صفة العميل وسواء كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً. وفي جميع الأحوال تكون الشركة ضامنة في أموالها الخاصة لسداد ثمن الأوراق المالية التي قامت بشرائها لحساب عملائها إذا تبين عند المطالبة به أن العميل لم يقم بتسديد ثمن الشراء.

ويجب على الشركة التأكد من أن يوقع العميل على العقد بنفسه أو يوقع الممثل القانوني إذا كان شخصاً اعتبارياً، ولا يجوز التوكيل في التوقيع على العقد

(<sup>1</sup>) المادة (2/1/2) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها.

أو نموذج الإفصاح<sup>(1)</sup>. ويمتد حظر التوكيل كذلك إلى تنفيذ عمليات الشراء والبيع في ذات الجلسة، واستثناء من هذا الأصل يجوز التوكيل في عمليات الشراء والبيع في ذات الجلسة إذا كان ثمن شراء الأوراق المالية المتعامل عليها في ذات الجلسة مسددا بالكامل. وعلى هذا الحكم تنص المادة (3،4/2) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 61 لسنة 2017<sup>(2)</sup> وفي جميع الأحوال لا يجوز تنفيذ عمليات شراء الأوراق المالية بالهامش أو التعامل في ذات الجلسة من خلال التوكيل، وذلك ما لم يكن ثمن شراء الأوراق المالية المتعامل عليها في ذات الجلسة مسددا بالكامل. وتلتزم الشركات المشار إليها بالفقرة الأولى<sup>(3)</sup> من هذه المادة بعدم إبرام أية تعاقدات أو فتح حسابات أو التعامل في الأوراق المالية

<sup>(1)</sup> المادة (3/1/2) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها.

<sup>(2)</sup> قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 61 لسنة 2017 بشأن إجراءات تعزيز حماية حسابات المتعاملين مع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. والمنشور في الوقائع المصرية العدد 112، بتاريخ: 16-5-2017. والمعدل بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 84 لسنة 2017. والمنشور في الوقائع المصرية، العدد 154، بتاريخ: 9-7-2017.

<sup>(3)</sup> كافة شركات السمسرة في الأوراق المالية أو شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية أو الشركات والجهات المرخص لها بنشاط أمناء الحفظ.

لعملائها من الأشخاص الاعتبارية إلا من خلال المختص قانونا بإبرام التصرفات القانونية نيابة عن الشخص الاعتباري أو من يصدر له تفويض بذلك.

وعلاوة عما سبق، تلتزم الشركة بمراعاة ضوابط التداول المنصوص عليها في القواعد المنظمة لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، والتي تتمثل فيما يلي:

لا يجوز التعامل وفقا لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة إلا على الأسهم التي تتوافر فيها المعايير الصادرة عن مجلس إدارة البورصة المصرية والمعتمدة من الهيئة. وتعلن البورصة لحظياً من خلال نظام التداول عن الأسهم المسموح بالتعامل عليها وفقا لهذه الآلية<sup>(1)</sup>.

كما لا يجوز لشركات السمسرة تنفيذ أية عمليات وفقا لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة إلا بناءً على أوامر العملاء ووفقاً لنموذج الأوامر الخاصة بهذه الآلية المرفق بهذه القواعد (م 1/5) من القواعد التنفيذية. ويشمل نموذج أمر التعامل في ذات الجلسة تاريخ الأمر وتوقيت وروده، واسم مصدر الأمر وصفته، وكوده بالبورصة، ورقم الحساب بالشركة، واسم أمين حفظ العميل، وتحديد طريقة تلقي الأمر، ومدة سريانه، وكذلك تحديد الأسهم المراد التعامل عليها. وأمر التعامل

<sup>(1)</sup> المادة (3) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها.

في ذات الجلسة قد يكون: 1- أمر شراء وبيع في ذات الجلسة، وهذا الأمر يتضمن عمليتين، الأولى شراء والثانية بيع من شراء في ذات الجلسة وفي كلتا الحالتين يتم تحديد كمية الأسهم وسعرها وأية شروط أخرى. 2- أمر شراء من بيع في ذات الجلسة، ويتم كذلك تحديد كمية الأسهم وسعرها وأية شروط أخرى. كما يجب أن يشمل أمر التعامل توقيع مُصدر الأمر وصفته، واسم متلقي الأمر وصفته وتوقيعه، وأخيرًا اسم وشعار شركة السمسرة.

وتلتزم شركة السمسرة بحجز كل أو جزء من رصيد العميل الورقي المتاح في حالة البيع أو التأكد من توافر الرصيد النقدي المتاح للشراء. وتلتزم في حالة أوامر البيع ثم الشراء بحجز الكمية المطلوب بيعها من الرصيد المتاح للعميل<sup>(1)</sup>.

ويجب ألا تزيد كمية أمر حجز الرصيد المتاح من شراء ذات اليوم للعميل الواحد على 1 / 10000 (واحد على عشرة آلاف) من عدد الأسهم المقيدة للشركة بالبورصة، وللهيئة في الأحوال التي تحددها تعديل النسب المذكورة بما يحقق صالح السوق والمتعاملين فيه. ويجوز للعميل تكرار التعامل على ذات الورقة لأكثر من مرة في ذات الجلسة بذات الحد الأقصى لكمية الأمر بشرط إتمام بيع

<sup>(1)</sup> المادة (2/5) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها.

الكمية المحجوزة مما تم شراؤه في ذات الجلسة (1).

وتلتزم شركة السمسرة بأن تكون تعاملاتها اليومية وفقا لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة في حدود أربعة أمثال المبلغ المودع منها كضمان (2). ولا تقوم شركات السمسرة بإدراج أي من أوامر الشراء أو البيع للتسوية في الجلسة إلا بعد تنفيذ عملية بيع أو شراء في ذات الجلسة ولذات الورقة لنفس العميل (3).

ويقع على عاتق شركة السمسرة التزام باستكمال الحد الأدنى لقيمة الضمان المنصوص عليه في البند (6) من المادة الأولى من هذه القواعد، في حالة انخفاضه في موعد لا يتجاوز بداية جلسة التداول التالية ويحظر على الشركة

(1) المادة (3/1/2) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها. والمعدلة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 96 لسنة 2018. والمنشور في الوقائع المصرية العدد 136 "تابع (أ)", بتاريخ: 13-6-2018.

(2) المادة (6) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها.

(3) المادة (2/7) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها.

التعامل بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة إلا بعد استكمال هذا الحد<sup>(1)</sup>.

### ثانيًا: حقوق الشركة:

تتمثل حقوق الشركة فيما يلي:

**أولاً: حق القصر:** قصر المشرع التعامل وفقاً لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة على شركات السمسرة وحدها دون غيرها من الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية، فنصت المادة (5) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 67 لسنة 2012 - سابق الإشارة إليه - صراحة على أن "تلتزم شركات السمسرة الراغبة في التعامل وفقاً لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة بالحصول على موافقة الهيئة...". كما نصت المادة الأولى من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة - سابق الإشارة إليها - على أنه "يشترط في شركة السمسرة الراغبة في الحصول على موافقة الهيئة للعمل بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة استيفاء المتطلبات الآتية...".

<sup>(1)</sup> المادة (1/9) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها.

ويتمتع حق القصر ليشمل البيع والشراء من خلال نفس شركة السمسرة، فوفقاً لنص المادة (3/5) من القواعد التنفيذية سالفة الذكر " أنه لا يجوز بيع ما تم شراؤه أو شراء ما تم بيعه في ذات الجلسة إلا من خلال ذات شركة السمسرة. وبعبارة أخرى، لا يجوز شراء أسهم من خلال شركة سمسرة ثم بيعها في ذات الجلسة من خلال شركة سمسرة أخرى".

**ثانياً: الحق في تقاضي العمولات:** تتقاضى الشركة عمولات ومصروفات مقابل تنفيذ عمليات التداول في ذات الجلسة، ويتم تحديد قدرها في العقد المبرم بينها وبين العميل<sup>(1)</sup>.

**ثالثاً: الحق في تحديد قائمة الأوراق المالية محل التداول في ذات الجلسة:** إذا كان من الجائز مزاولة آلية التداول في ذات الجلسة على جميع الأسهم المدرجة بقوائم الأنشطة المتخصصة "أ" و "ب"، إلا أن لشركات السمسرة الحق في تحديد قائمة الأوراق المالية التي يتم التعامل عليها بتلك الآلية، من بين الأسهم المدرجة بتلك القوائم.

**رابعاً: الحق في تحديد نسبة الهامش الذي يلتزم العميل بإيداعه:** يحق

(1) المادة (2/299د) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 سابق الإشارة إليهما.

لشركة السمسرة تحديد نسبة الهامش الخاص بتأمين تعاملات العملاء وفقاً لهذه الآلية، وذلك حسب متطلبات كل شركة، وسلطتها التقديرية، والملاءة المالية لكل عميل.

#### خامساً: الحق في التصرف في الأوراق المالية المشتراة: في حالة عدم بيع

كل أو جزء من كمية الأسهم السابق شراؤها في ذات الجلسة، تصبح الأسهم غير المباعة ملكاً للعميل، وعليه الوفاء بالالتزامات المالية المترتبة على ذلك، وفي حالة عدم وفائه بهذه الالتزامات في المواعيد المحددة، يكون للشركة التصرف في كل أو جزء من هذه الأسهم لتغطية مركزه واستيفاء تلك الالتزامات.

كما يثبت حق الشركة في التصرف أيضاً في حالة زيادة قيمة التزامات العميل عن قيمة حسابه، وعدم التزامه بتغطية هذا الفارق في الميعاد المحدد<sup>(1)</sup>؛ حيث يتم

(1) وتدرج بعض الشركات هذا الحكم على النحو التالي " من المتفق عليه أن العميل يفوض هيرميس في بيع الأوراق المالية المشتراة وفقاً لهذا النظام قبل نهاية جلسة التداول ووفقاً لأسعار السوق وفي الوقت التي تحدده وذلك في الحالات التالية: أ) عدم قيام العميل بتحديد سعر البيع. ب) عدم تحقق سعر البيع المحدد منه قبل نهاية جلسة التداول بـ 45 دقيقة. مع ملاحظة أن هيرميس لن تقوم بالبيع في الحالات السابقة إلا في حالة عدم وجود رصيد نقدي للعميل يسمح بتغطية كامل قيمة الأوراق المشتراة ويكون العميل مسؤولاً عن إعطاء أمر صريح بالبيع إذا رغب في ذلك رغم وجود رصيد نقدي كافي لدى التسوية وفقاً للطريقة العادية. البند الثامن من ملحق عقد تداول الأوراق المالية



تسوية العمليات التي تجري على الأوراق المالية وفقاً لنظام تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة في ذات اليوم عن طريق الإضافة أو الخصم في حساب العميل المخصص لهذا الغرض.

وجدير بالذكر أن البيع لا يكون إلا في حدود مبلغ مديونيته، ووفقاً للأسعار السائدة في ذات الجلسة التي تحققت فيها مديونية العميل، مع عدم أحقية العميل في الرجوع على الشركة فيما يتعلق بسعر البيع في هذه الحالة، ودون إخلال بحق الشركة في الرجوع على العميل بالتعويض.

ومع عدم الإخلال بالمادة (243) <sup>(1)</sup> من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس

=

المشتراة والمباعة في ذات الجلسة الخاص بشركة هيرميس للوساطة في الأوراق المالية سابق الإشارة إليه.

(1) حيث تنص المادة ( 243 ) على أنه "يحظر على الشركة إتباع أية أساليب في عملها تنطوي على الغش أو التدليس، وبصفة خاصة: 1- إنشاء حسابات وهمية بغرض إجراء معاملات ما كان يمكن القيام بها دون ذلك. 2- إجراء معاملات على حساب العميل أو باسمه دون إذن أو تفويض منه أو مع تجاوز لهذا التفويض. 3- الإنفاق من أموال العملاء على النشاط الخاص بالشركة أو بأي من المديرين أو العاملين لديها. 4- إخفاء أو تغيير أو الامتناع عن الإفصاح عن الحقائق الجوهرية المتعلقة بالتعامل على الأوراق المالية. 5- رهن أو الاقتراض بضمان الأوراق المالية الخاصة بالعملاء".

المال المصري يحق لشركة السمسرة طلب تجميد رصيد العميل لدى شركة مصر للمقاصة في حساب معلق لحين التصرف بالبيع في كل أو جزء من الأوراق المالية المملوكة للعميل لتغطية مديونيته.

**الحق في فسخ العقد:** يحق لشركة السمسرة فسخ العقد الخاص بالتداول في ذات الجلسة، في حال عدم التزام العميل بشروط التداول وفقاً لهذا النظام، أو تعريض الشركة للخطر بعدم التزامه بسداد المديونية المترتبة على تعاملاته في آجالها المذكورة سابقاً أو بأية ممارسات أخرى قد تمس الشركة أو إخلاله بأي من أحكام العقد الأساسي بموجب إخطار كتابي بالبريد المسجل بعلم الوصول على عنوانه المدون في العقد الأساسي دون الحاجة إلى أي إنذار أو إجراء قضائي.

## المبحث الثاني

### دور الجهات الرقابية في الرقابة والإشراف على مزاولة

### عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة

#### تمهيد وتقسيم:

تتعلق أوجه الرقابة والإشراف على عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة بداية بالترخيص للشركات بمزاولة النشاط بعد استيفائها للشروط المنصوص عليها قانونًا، مرورًا بكيفية مزاولتها لتلك العمليات ومدى التزامها بالقواعد المنظمة لها، ووصولًا إلى ضبط عمليات التداول المخالفة لتلك القواعد، وأخيرًا، اتخاذ الإجراءات اللازمة تجاه الشركات المخالفة للحد من وقع تلك المخالفات في المستقبل.

وتلعب شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي والبورصة المصرية دورًا مهمًا في عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة، كما يقع على عاتق الهيئة العامة للرقابة المالية عبء كبير بشأن الرقابة والإشراف على هذا النوع من عمليات التداول، حماية للسوق والمتعاملين فيه. ونتناول ذلك تباعًا في المطالب الثلاثة التالية.

## المطلب الأول

### دور شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي

تلعب شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي دورًا مهمًا في نطاق عمليات التعامل على الأسهم في ذات الجلسة؛ حيث أُسند إليها مهمة إعداد وتجهيز النظم الآلية والمتطلبات الفنية لعمل آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة وذلك بالتعاون مع إدارة البورصة<sup>(1)</sup>، وبالفعل انتهت من تصميم النظام الآلي والدورة المستندية وقواعد العمل الخاصة بهذه الآلية في أكتوبر 2005<sup>(2)</sup>.

وتلتزم شركة الإيداع والقيود المركزي بموافاة الهيئة في نهاية كل يوم عمل بطريقة

(1) تتولى شركة الإيداع والقيود المركزي بالتعاون مع البورصة المصرية إعداد وتجهيز النظم الآلية والمتطلبات الفنية لعمل آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة (المادة (2) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 67 لسنة 2012 سابق الإشارة إليه). ونفس الحكم كان منصوصًا عليه في المادة (3) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 24 لسنة 2005 سابق الإشارة إليه.

(2) راجع: التقرير السنوي الصادر عن شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، عام 2005، ص 8. متاح على الرابط التالي:

[http://www.mcsd.com.eg/mcdr/annualreport/MCDR\\_annual\\_report\\_2005\\_AR.pdf](http://www.mcsd.com.eg/mcdr/annualreport/MCDR_annual_report_2005_AR.pdf)

آلية ببيانات التعامل بآلية التعامل في ذات الجلسة بالنسبة للعملاء والأسهم المتعامل عليها، وشركات السمسرة المتعاملة، على أن يتضمن ذلك البيان إجمالي قيمة المبلغ المودع من هذه الشركات، ونسبة قيمة تعاملها خلال اليوم إلى المبلغ المودع منها في هذا الحساب وكذلك المخالفات المنسوبة لكل شركة (إن وجدت) <sup>(1)</sup>.

كما تقوم شركة الإيداع والقيد المركزي طبقاً لنص المادة (1/8) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة - سابق الإشارة إليها- بالتحقق من عدم تنفيذ أي عملية بيع أو شراء وفقاً لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة إلا بعد قيام شركة السمسرة بحجز كل أو جزء من رصيد العميل الورقي المتاح في حالة البيع أو توافر الرصيد النقدي المتاح للشراء.

---

(1) المادة (4/ 2) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 67 لسنة 2012 سابق الإشارة

إليه.

## المطلب الثاني

### دور البورصة

تقوم البورصة من خلال قطاع الرقابة على التداول ولجنة مراقبة عمليات التداول اليومي بالرقابة<sup>(1)</sup> على عمليات التداول بها، وذلك من أجل توفير أكبر قدر ممكن من التأكد من التزام جميع الأطراف بالضوابط التشريعية الحاكمة والمنظمة لعمليات التداول بسوق الأوراق المالية، الأمر الذي يحقق أعلى قدر ممكن من معايير الكفاءة والانضباط للتعاملات بالسوق وبما يؤثر إيجاباً على مستوى الحماية للمستثمر ويوفر أيضاً عدالة وشفافية للسوق. ولذلك، تقوم البورصة بتطوير مجموعة متكاملة من النظم الرقابية المتقدمة للمساعدة في اكتشاف وتتبع الممارسات المخالفة للقواعد المنظمة لعملية التداول، والتحليل الكمي للبيانات للقيام بالمهام الرقابية على أفضل وجه ممكن. ويتم اتخاذ الاجراءات اللازمة تجاه رصد المخالفات والعمل على تصويبها وازالة الآثار المترتبة عليها في

(1) تختص لجنة مراقبة عمليات التداول اليومي بالبورصة بالنظر فيما يعرض عليها من رصد قطاع الرقابة على التداول بالبورصة للمخالفات في عمليات التداول اليومي وعليها التحقق من تطبيق القوانين واللوائح والقرارات ورصد وحل الخلافات التي قد تنشأ من عمليات التداول اليومي وتصويبها وتصحيحها ومواجهة الآثار المترتبة عليها.

ضوء الصلاحيات والسلطات المقررة للبورصة، بجانب إبلاغ الهيئة العامة للرقابة المالية بما يتم رسده وما تم اتخاذه من اجراءات لإعمال شئونها<sup>(1)</sup>.

تتولى البورصة المصرية بالتعاون مع شركة الإيداع والقيود المركزي إعداد وتجهيز النظم الآلية والمتطلبات الفنية لعمل آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة.

وتقوم البورصة بالإعلان لحظيًا من خلال نظام التداول عن الأسهم المسموح بالتعامل عليها وفقا لهذه الآلية - والتي تتوافر فيها المعايير الصادرة عن مجلس إدارة البورصة المصرية والمعتمدة من الهيئة-، وكذلك الحدود القصوى المقررة لتعامل العميل على مستوى السهم<sup>(2)</sup>.

وتقوم البورصة المصرية وشركة الإيداع والقيود المركزي باستخدام الربط الآلي بين نظام التداول ونظام الإيداع المركزي لحجز الكميات المطلوب بيعها بحيث لا

(1) راجع: البورصة المصرية، الرقابة على التداول. متاح على موقع البورصة المصرية على الرابط التالي:

<https://www.egx.com.eg/ar/Surveillance.aspx>

(2) المادة (3) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها.

يتم السماح بإدراج أي من أوامر البيع سواء كانت وفقا لهذه الآلية أو غيرها من أوامر البيع إلا بعد التأكد من حجز الكميات المطلوب بيعها. كما أن على البورصة المصرية وشركة الإيداع والقيود المركزي التحقق من أن شركات السمسرة لا تقوم بإدراج أي من أوامر الشراء أو البيع للتسوية في الجلسة إلا بعد تنفيذ عملية بيع أو شراء في ذات الجلسة ولذات الورقة لنفس العميل<sup>(1)</sup>.

#### إيقاف استفاضة المتعامل من آلية التداول في ذات الجلسة:

في الأحوال التي يقوم فيها متعامل أو أكثر بمخالفة أحكام قانون سوق رأس المال او القرارات الصادرة تنفيذاً له، وبناءً على مذكرة من قطاع الرقابة على التداول توصي بإحالة المخالفة على الهيئة العامة للرقابة المالية، يجوز لرئيس البورصة حماية للسوق ولتوقي الأضرار به- ولحين انتهاء التحقيقات في الهيئة- اتخاذ العديد من الإجراءات، ومنها: إيقاف استفاضة العميل من آلية وضع الطلبات و/ أو العروض عند التعامل بنظام الأنشطة المتخصصة، ومنها التعامل على الأسهم في ذات الجلسة. وذلك لمدة لا تجاوز شهر. وتلتزم القطاعات والإدارات

<sup>(1)</sup> المادة (7) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، سابق الإشارة إليها.



المختصة بالبورصة إخطار الهيئة بالمخالفات التي بناءً عليها إصدار الإيقاف وذلك بما لا يجاوز نهاية يوم العمل الصادر بشأنه قرار الإيقاف<sup>(1)</sup>.

كما أن للجنة العضوية بالبورصة التحقق من استمرار توافر المعايير والاشتراطات الفنية والمالية لكل عضو بها<sup>(2)</sup>. وكذلك التزام الجهة العضو والعاملين بها بالتطبيق السليم لأحكام قانون سوق رأس المال، وقانون الإيداع والقيود المركزي، أو لائحتهما التنفيذية، أو القرارات الصادرة تنفيذاً لهما، ولها في سبيل ذلك إخطار الجهة العضو لطلب المستندات والبيانات، ولها طلب الاستعلام من الممثل القانوني

<sup>(1)</sup> راجع: قرار رئيس مجلس إدارة البورصة رقم (38) لسنة 2017 بشأن الإجراءات التنفيذية التي تحد من الممارسات الضارة بآليات التداول في البورصة المصرية. وكذلك القرار رقم (37) لسنة 2017 بشأن القواعد التي تحد من الممارسات الضارة بآليات التداول بالبورصة المصرية. متاحان على الرابطين التاليين:

<https://www.egx.com.eg/getdoc/115cd3c2-d06e-41ef-a537-25934463c5f9/Decision-no--38-for-2017.aspx> &  
<https://www.egx.com.eg/getdoc/93874b7f-73c0-4956-9298-870336f9db4c/EFSA-Decision-37-for-2017.aspx>

<sup>(2)</sup> انظر المادة (89 مكرر ج) من قانون سوق رأس المال مضافة بموجب المادة 1) إصدار) من قرار وزير الصناعة والتجارة رقم 383 لسنة 2004 بشأن تعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992. الوقائع المصرية ، العدد 119 تابع (أ) بتاريخ: 31-5-2004.

أو من يفوضه فيما يشتهبه من مخالفات للجهة العضو أو لأي من العاملين بها أو لعملائها. وفي حالة مخالفة الجهة العضو أو أيًا من العاملين بها لما ورد ذكره، أو تقديم بيانات غير صحيحة، يكون للجنة الحق في اتخاذ أيًا من التدابير التالية سواء ضد الجهة العضو أو ضد الشخص المسئول عن المخالفة من العاملين بها أو كليهما: ١- التنبيه إلى المخالفة وعدم تكرارها. ٢- الإنذار باتخاذ التدابير المنصوص عليها في البند (3) التالي. ٣- حظر الاستفادة من كل أو بعض من نظم التداول المعمول بها في البورصة والخدمات والتسهيلات التي تتيحها البورصة للعمل بها، وكذلك حظر تواجد أيًا من العاملين لدى الجهة العضو في قاعة التداول، وذلك للمدة التي تحددها لجنة العضوية. ٤- توقيع الالتزام المالي المنصوص عليه في العقد المبرم مع البورصة، وذلك دون الإخلال بما تنص عليه القوانين واللوائح والقرارات من التزامات مالية أخرى. ٥- رفع توصية لمجلس إدارة البورصة بتعليق العضوية أو شطب القيد من سجلات البورصة<sup>(1)</sup>.

(1) انظر المادة (7) من قرار رئيس مجلس إدارة البورصة رقم 156 لسنة 2014 سابق الإشارة إليه، وكذلك المادة (89 مكرر د) من قانون سوق رأس المال مضافة بموجب المادة (1) من مواد الإصدار من قرار وزير الصناعة والتجارة رقم 383 لسنة 2004 سابق الإشارة إليه.

## إلغاء العمليات المخالفة أثناء جلسة التداول:

وفقاً لنص المادة (2/21، 3، 4) من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 " يجوز بقرار من رئيس البورصة المصرية إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو التي تتم بسعر لا مبرر له. كما يجوز له وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه. ولرئيس الهيئة أن يتخذ في الوقت المناسب أيًا من الإجراءات السابقة".

ومفاد هذا النص السابق أن المشرع منح رئيس البورصة ورئيس الهيئة العامة للرقابة المالية بعض السلطات المتعلقة بتنظيم التعامل في سوق الأوراق المالية، ومن بينها إلغاء عمليات تداول الأوراق المالية التي تبرم بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها، وكذا وقف التعامل على الأوراق المالية، الذي يكون من شأنه الإضرار بسوق الأوراق المالية أو المتعاملين، وقد جاء تقرير هذا الاختصاص لهما في إطار المهمة التي أوكلها المشرع إلى الهيئة العامة للرقابة المالية، باعتبارها الجهة الإدارية المنوط بها طبقاً لأحكام الباب الرابع من قانون سوق رأس المال مهمة تطبيق أحكام هذا القانون، واتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة وضمان سلامة تنفيذ أحكامه، وتنظيم وتنمية سوق رأس المال ومراقبته للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وأنه غير مشوب بالغش أو

النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربة الوهمية، بما مؤداه أن رئيس البورصة أو رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية لا يمارس في هذا الشأن اختصاصاً قضائياً، إذ لم يجعل المشرع منهما جهة من جهات الحكم التي تستقل وحدها بالفصل فيما يقام أمامها من منازعات، وتتوافر لقراراتها القضائية بالنسبة إليها خصائص الأحكام ومقوماتها وضماناتها، بما يرقى بها إلى مرتبتها، لتصير من جنسها، بل إن ما يصدر عنهما طبقاً لنص المادة (21) السالفة الذكر يعد من قبيل القرارات الإدارية التي نظم القانون رقم 95 لسنة 1992، ولائحته التنفيذية الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993 قواعد وإجراءات التظلم الإداري منها، وجعلت التظلم من هذه القرارات أمام اللجنة المختصة وجوبياً، وشرطاً لقبول دعوى الإلغاء التي تقام أمام القضاء طعناً عليها، وبالتالي فإن الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة المصرية لا تعتبر في هذا الخصوص جهة قضاء أو هيئة ذات اختصاص قضائي طبقاً لمفهوم نص المادة (25) من قانون هذه المحكمة<sup>(1)</sup>.

وقد أكدت المادة الثالثة من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 67 لسنة 2012 – سابق الإشارة إليه – على سلطات إدارة البورصة حيال عمليات التعامل على

(<sup>1</sup>) حكم المحكمة الدستورية العليا، القضية رقم 9 لسنة 29 ق "تنازع"، بتاريخ: 3-2-2008، مكتب فني 12 ج 2، ص 1573.

الأسهم في ذات الجلسة التي تقع بالمخالفة للقواعد المعمول بها، وذلك بالنص على أن " تتولى البورصة المصرية وضع نظام للرقابة على عمليات التعامل في ذات الجلسة، والتدخل الفوري لإلغاء العمليات المخالفة أثناء جلسة التداول. وفي حالة إلغاء أي عمليات طبقاً لآلية التعامل في ذات الجلسة، تلتزم البورصة المصرية بإخطار الهيئة في نهاية جلسة التداول بكافة العمليات التي تم إلغاؤها، ومبررات ذلك الإلغاء". وطبقاً لهذا النص، يجب على البورصة: 1- إخطار الهيئة بكافة العمليات التي قامت بإلغائها. 2- سرد الأسباب التي دعت البورصة إلى إلغاء تلك العمليات.

### المطلب الثالث

#### دور الهيئة العامة للرقابة المالية

يقع على الهيئة العامة للرقابة المالية عبء كبير فيما يتعلق بالموافقة على منح ترخيص بمزاولة نشاط تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة والتأكد من توافر شروط مزاولة النشاط وكذلك استمراريتها من خلال اتخاذ إجراءات المتابعة والمراقبة من خلال التقارير الأسبوعية والشهرية التي ترد إليها بشأن عمليات تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة. وتملك الهيئة سلطات واسعة للتعامل مع

المخالفات والانتهاكات من قبل شركات السمسرة المرخص لها بمزاولة عمليات التداول في ذات الجلسة، والتي قد تصل إلى حد منع الشركة من مزاولة النشاط وإلغاء الترخيص الممنوح. وذلك على النحو التالي:

### - منح الترخيص بمزاولة النشاط:

لا يجوز مزاولة أي نشاط من الأنشطة المتعلقة بمجالات الأوراق المالية<sup>(1)</sup> إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من الهيئة. وتفيد الشركات المرخص بها في

(1) وهي: (أ) ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية. (ب) الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها. (ج) رأس المال المخاطر. (د) المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية. (هـ) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار. (و) السمسرة في الأوراق المالية. ويجوز للوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية. (ز) التعامل والوساطة والسمسرة في السندات وتبين اللائحة التنفيذية شروط وأوضاع مزاولة هذا النشاط. (ح) نشاط توريق الحقوق المالية. (ط) الاستشارات المالية عن الأوراق المالية. (ي) نشاط صانع السوق ويقصد بنشاط صانع السوق توفير السيولة الدائمة للأوراق المالية المقيدة بإحدى بورصات الأوراق المالية التي يلتزم بصناعة سوقها وذلك بضمان التعامل عليها خلال جلسة التداول. (ك) نشاط خدمات الإدارة في مجال صناديق الاستثمار. (ل) نشاط شركة الاستثمار المباشر. م (27) من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 معدلة بموجب قرار وزير الاستثمار والتعاون الدولي رقم 113 لسنة 2018. والمنشور بالوقائع المصرية، العدد 138 بتاريخ: 19-6-2018

جدول خاص يعد بالهيئة لهذا الغرض، ويُعطى لكل شركة رقم مسلسل ويحدد فيه نوع الترخيص الممنوح لها، ويتضمن بيانات عن الشركة ورأس مالها وأعضاء مجلس الإدارة والمديرين والفروع. وتُعطى كل شركة تم الترخيص لها شهادة بذلك يحدد فيها نوع الأنشطة المرخص بها وعليها أن تشير إليها في مكاتباتها<sup>(1)</sup>. وعلى رئيس الهيئة وقف أي نشاط خاضع لأحكام هذا القانون إذا تمت مزاولته دون ترخيص، ويجوز أن يتضمن قرار الوقف غلق المكان الذي تتم مزاولته النشاط فيه بالطريق الإداري<sup>(2)</sup>.

وطبقاً لنص المادة الأولى من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة - سابق الإشارة إليها- تقوم الهيئة بالبت في طلب شركة السمسرة الراغبة في الحصول على موافقة الهيئة للعمل بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ استيفاء المتطلبات اللازمة، وفي حالة رفض طلب الشركة يجب أن يكون قرار الرفض مسبباً، وللشركة التظلم من قرار

<sup>(1)</sup> مادة (133) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 سابق الإشارة إليهما.

<sup>(2)</sup> مادة (5/28) من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 سابق الإشارة إليه.

الرفض أمام لجان التظلمات بالهيئة، وذلك وفقاً للقواعد المقررة في قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية المشار إليهما<sup>(1)</sup>

### - رقابة الهيئة اللاحقة على منح الترخيص بمزاولة النشاط:

لا تقف رقابة الهيئة العامة للرقابة المالية عند حد منح الترخيص بمزاولة النشاط فحسب، بل تتعداها للتأكد من استمرارية توافر الشروط للشركة المعنية، والتأكد من التزام الشركة بمزاولة النشاط طبقاً للقواعد واللوائح المعمول بها.

ويمكننا إجمال المخالفات الصادرة عن شركات السمسرة المرخص لها بمزاولة نشاط تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة إلى: 1- مخالفات تتعلق بإصدار إعلانات مضللة وخادعة لجذب مزيد من العملاء لديها. 2- مخالفات متعلقة

<sup>(1)</sup> يجوز التظلم من قراري رفض طلب التأسيس أو طلب الترخيص إلى لجنة

التظلمات المنصوص عليها في الباب الخامس من القانون خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إخطار أو علم صاحب الشأن بقرار الرفض، ويجب أن يتضمن التظلم بياناً بأسبابه وأن يرفق به ما يتوفر من مستندات تؤيده. وتتولى لجنة التظلمات نظر التظلم ولها في سبيل ذلك طلب إيضاحات من المتظلم أو من الهيئة. ويتم البت في التظلم خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تقديمه أو من تاريخ تقديم الإيضاحات. ويكون قرار اللجنة بالبت في التظلم نهائياً وناقذاً. ولا تقبل الدعوى بطلب إلغاء قرار رفض طلب التأسيس أو طلب الترخيص قبل التظلم منه. (المادة 137 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري سابق الإشارة إليهما).



بالإفصاحات عن المخاطر المصاحبة لهذا النوع من التداول. 3- مخالفات متعلقة بعدم الامتثال للقواعد المنظمة لعمليات إقراض العملاء سواء كان ذلك متعلقاً بعمليات الشراء بالهامش أو عمليات البيع على المكشوف.

ويجوز طبقاً لنص المادة (30) من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 وقف نشاط الشركة إذا خالفت أحكام قانون سوق رأس المال أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذاً له أو إذا فقدت أي شرط من شروط الترخيص ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو استكمال شروط الترخيص خلال المدة وبالشروط التي يحددها رئيس الهيئة. ويصدر بالوقف قرار مسبب من رئيس الهيئة لمدة لا تتجاوز ثلاثين يوماً، ويحدد القرار ما يتخذ من إجراءات خلال مدة الوقف، ويسلم القرار للشركة أو تخطر به بكتاب موسى عليه مصحوب بعلم الوصول، ويعلن عن ذلك في صحيفتين صباحيتين يوميتين واسعتي الانتشار على نفقة الشركة. فإذا انتهت هذه المدة دون قيام الشركة بإزالة الأسباب التي تم الوقف من أجلها، تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص.

كما أن لمجلس إدارة الهيئة إذا قام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين في الشركة أو المتعاملين معها أن يتخذ ما يراه من التدابير الآتية:

(أ) توجيه تنبيه إلى الشركة.

(ب) منع الشركة من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاولتها.

(ج) مطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس إلى الانعقاد للنظر في أمر المخالفات المنسوبة إلى الشركة واتخاذ اللازم نحو إزالتها ويحضر اجتماع مجلس الإدارة في هذه الحالة ممثل أو أكثر عن الهيئة.

(د) تعيين عضو مراقب مجلس إدارة الشركة وذلك للمدة التي يحددها مجلس إدارة الهيئة ويكون لهذا العضو المشاركة في مناقشات المجلس وتسجيل رأيه فيما يتخذ من القرارات.

(هـ) حل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتا لحين تعيين مجلس إدارة جديد بالأداة القانونية المقررة.

(و) إلزام الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها<sup>(1)</sup>.

وقد أكدت المادة (10) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة على الإجراءات التي يمكن أن تتخذها الهيئة ضد الشركة المخالفة لقواعد التعامل على الأسهم في ذات الجلسة وذلك دون الإخلال بأي تدبير آخر يتطلبه القانون، وذلك على النحو التالي:

- 1- للهيئة تخفيض حدود التعامل وفقا لهذه الآلية لأي شركة من شركات السمسرة في حالة مخالفة الشركة للقواعد المنظمة للعمل به.
- 2- للهيئة حماية لاستقرار السوق أو مصالح المتعاملين فيه وقف تعامل شركة السمسرة بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة لمدة معينة.
- 3- وللهيئة وقف تعامل شركة السمسرة بآلية التعامل على الأسهم على أسهم شركة مالية معينة للمدة التي تحددها.

<sup>(1)</sup> المادة (31) من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 سابق الإشارة إليه.

4- وأخيراً، بجوز للهيئة إلغاء الموافقة الصادرة منها لشركة السمسرة للتعامل بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، وذلك في ضوء الأحكام الواردة بقانون سوق رأس المال ولأئحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذا لهما.

#### - مقابل الخدمات:

وفقاً لنص المادة (2/8) من القواعد التنفيذية لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، تتقاضى الهيئة<sup>(1)</sup> والبورصة<sup>(2)</sup> وشركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق

<sup>(1)</sup> طبقاً لنص المادة (1) من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 77 لسنة 2020 بشأن مقابل الخدمات المستحقة للهيئة عن عمليات تداول الأوراق والأدوات المالية المقيدة بالبورصة المصرية يتم تخفيض مقابل هذه الخدمات ليصبح خمسة في المائة الف وذلك من قيمة كل عملية مع الإبقاء على الحد الأدنى والأقصى، وعلى أن تخفض هذه النسبة بواقع (50%) للسندات وصكوك الدين وأدوات الدين الأخرى. وتتولى شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي تحصيل المبلغ المستحق وتورده للهيئة خلال أسبوع من تاريخ التحصيل. وهذا القرار السابق متاح على الرابط التالي:

[http://www.fra.gov.eg/content/efsa\\_ar/decisions/dec772020.htm](http://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/decisions/dec772020.htm)

m

<sup>(2)</sup> وفقاً لنص المادة (1) من قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 1013 لسنة 2020 بشأن مقابل الخدمات التي تقدمها البورصة المصرية عن عمليات تداول الأوراق المالية المقيدة بها تتقاضى البورصة مقابل خدمات عن كل من العمليات التي تتم بها على الأوراق

=

المالية<sup>(1)</sup> مقابل الخدمات التي تقدمها وفقا لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة بما لا يجاوز ما يتم تحصيله عن عمليات التداول العادية.

=

المالية المقيدة لديها بواقع عشرة في المائة ألف من قيمة كل عملية وبحد أقصى قدره خمسة آلاف جنيه أو ما يعادلها بالعملات الأجنبية. كما تتقاضى البورصة مقابل خدمات عن كل عملية من العمليات التي تتم بها على الأوراق المالية المقيدة لديها للشركات الصغيرة والمتوسطة على أساس 10/1 في الألف من قيمة كل عملية وبحد أقصى قدره مائة جنيه أو ما يعادلها بالعملات الأجنبية. ويستحق مقابل الخدمات من كل من البائع والمشتري وتقوم بتحصيله شركة السمسرة التي تنفذ العملية، على أن تورده للبورصة خلال ثلاثة أيام عمل من تاريخ تنفيذ العملية بالبورصة. كما تُخفض النسب المشار إليها بنسبة 50% للسندات وذكوك الدين وأدوات الدين الأخرى. منشور بالجريدة الرسمية، العدد 18 مكرر، بتاريخ: 5-5-2020.

<sup>(1)</sup> وفقاً للبند الثالث الخاص مقابل خدمات المقاصة والتسوية من الجدول المرفق بقرار وزير الاستثمار والتعاون الدولي رقم 27 لسنة 2016 بشأن تحديد مقابل الخدمات التي تقدمها شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية. والمنشور بالوقائع المصرية عدد 210 " تابع " بتاريخ: 18-9-2017. والمعدل بموجب قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 1014 لسنة 2020، والمنشور بالجريدة الرسمية عدد 18 (مكرر) بتاريخ: 5-5-2020. يكون مقابل خدمات المقاصة والتسوية المتعلقة بآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة 0.00010 (عشرة في المائة ألف) من قيمة كل عملية (0 + T)، بحد أقصى خمسة آلاف جنيه أو ما يعادلها من العملات الأجنبية.

وأخيراً، نود أن نطرح هذا التساؤل المهم حول مدى المسؤولية القانونية للجهات الرقابية - كالهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة وشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي- عن الأضرار التي تصيب المتعاملين مع شركات السمسرة جراء الأخطاء التي تقع من هذه الأخيرة.

لعل السبب في طرح مثل هذا التساؤل هو ما انتهى إليه أحد الأحكام<sup>(1)</sup> الصادرة بإلزام المدعى عليهم ومنهم (وزير الاستثمار بصفته، رئيس مجلس ادارة هيئة الرقابة المالية، رئيس مجلس ادارة البورصة المصرية مع شركة السمسرة المعنية بأن يؤدوا بالتضامن بينهم الى المدعى عليهم مبلغ وقدره ... بالإضافة الى مبلغ ... قيمة الاضرار المادية والأدبية التي لحقت بهم، وذلك تأسيساً على توافر عناصر مسؤولية المتبوع عن أعمال تابعه غير المشروعة.

وتعود وقائع هذه الدعوى إلى سبق قيام المدعى باستثمار أمواله في بورصة الاوراق المالية من خلال شركتي ... للسمسرة في الاوراق المالية وذلك بشرائه عدة أسهم كالتالي... وقد قام المدعى بحفظ الأوراق المالية خاصته لدى ... بصفته الممثل القانوني لشركة ... لتداول الأوراق المالية بوصفها احدى شركات المصرح

(<sup>1</sup>) حكم محكمة القاهرة الاقتصادية، الطعن رقم 2998 لسنة 2009 ق، بتاريخ: 19-

لها بحفظ الاوراق المالية. ونظرًا لتراخي الجهات المسئولة عن القيام بدورها الرقابي فقد تم الاستيلاء على أسهم المدعى. مما حدا بالمدعى لرفع دعواه. وصدر الحكم على النحو السابق.

وقد طعن النائب العام على هذا الحكم بطريق النقض لمصلحة القانون، وأقيم الطعن على سبب واحد ينعي به الطاعن بصفته على الحكم المطعون فيه الخطأ في تطبيق القانون وتأويله؛ ذلك بأنه أقام قضاءه بإلزام المطعون ضدهم من الثاني حتى الرابع بصفاتهم أن يؤدوا بالتضامن مع المطعون ضده السادس مبالغ التعويض المقضي بها تأسيسًا على إخلالهم بواجبهم القانوني في الرقابة والإشراف على الشركات المتعاملة في سوق الأوراق المالية ومنها شركة المطعون ضده السادس، مع أن تلك الشركة تعمل لحساب نفسها وليس لهم عليها سلطة رقابة أو إشراف بالمعنى الذي يقيم رابطة التبعية بين المتبوع وتابعه.

ونظرت محكمة النقض هذا الطعن<sup>(1)</sup>، وانتهت إلى نقض الحكم المطعون فيه جزئيًا فيما قضى به من إلزام المطعون ضدهم من الثاني إلى الرابع بصفاتهم بمبالغ التعويض المقضي بها بالتضامن مع المطعون ضده السادس، وأعفت

(<sup>1</sup>) نقض مدني، الطعن رقم 5938 لسنة 85 ق، بتاريخ: 14-11-2017. (حكم غير منشور)

المطعون ضدهم من المصروفات، وذلك لأن الطعن الراهن قد أقيم من النائب العام لمصلحة عليا هي مصلحة القانون إعمالا لنص المادة 250 من قانون المرافعات المدنية والتجارية، لإرساء المبادئ القانونية الصحيحة على أساس سليم كما تتوحد أحكام القضاء فيها، في حين لا يفيد الخصوم من هذا الطعن وفقا للفقرة الأخيرة من هذه المادة حتى يخلص لوجه القانون، وبالتالي لا يؤثر في حقوقهم أو مراكزهم القانونية، وهو ما يوجب على هذه المحكمة أن تقف عند حد القضاء بنقض الحكم المطعون فيه بصدد المسألة القانونية التي اتخذ منها قواما لقضائه، مع بقاء الحكم منتجا لآثاره. وذلك تأسيسًا على ما يلي:

#### 1- نفي رابطة التبعية التي أقام عليها الحكم المطعون فيه قضائه: ذلك

بأنه من المستقر عليه في قضاء محكمة النقض أن مؤدى نص الفقرة الثانية من المادة 174 من القانون المدني أن رابطة التبعية لا تقوم إلا بتوافر الولاية في الرقابة والتوجيه بأن تكون للمتبوع سلطة فعلية في إصدار الأوامر إلى التابع في طريقة أداء عمل معين يقوم به التابع لحساب المتبوع وفي الرقابة عليه في تنفيذ هذه الأوامر ومحاسبته على الخروج عليها، وبالتالي فلا يكفي أن يكون هناك مطلق رقابة أو توجيه، بل لابد أن تكون هذه الرقابة وذلك التوجيه في عمل معين يقوم به التابع لحساب المتبوع، ولا يعد من هذا القبيل مجرد الإشراف العام على عمل التابع - حتى ولو كان فنيًا - بل لابد من التدخل الإيجابي من المتبوع في



تنفيذ هذا العمل وتسييره كما شاء، وهو الأمر الذي تقوم به سلطة التوجيه والرقابة في جانب المتبوع ويؤدي إلى مساءلته عن الفعل الخاطئ الذي وقع من التابع. وكان من المقرر كذلك أن النص في المادتين 52 و53 من القانون المدني يدل على أنه متى اكتسبت الشركات التجارية والمدنية الشخصية الاعتبارية فإن القانون يخولها كافة مميزات الشخصية القانونية من ذمة مالية مستقلة وأهلية في الحدود التي يعينها سند إنشائها لاكتساب الحقوق والالتزام بالواجبات وإرادة يعبر عنها نائبها الذي يمثلها أمام القضاء والغير. وتُعد شركة ... للسمسرة وتداول الأوراق المالية لها شخصيتها الاعتبارية باعتبارها إحدى أشخاص القانون الخاص، ويقوم بتصريف شئونها ويمثلها أمام القضاء والغير رئيس مجلس إدارتها - المطعون ضده السادس - وقد كان مرخصًا لها بمزاولة أعمال السمسرة في الأوراق المالية، على نحو ما هو ثابت من تقرير هيئة سوق المال المرفق بالأوراق والمؤرخ 10/1/2002، وهي شركة تعمل لحساب نفسها، وأنها المسؤولة عن تعهداتها والتزاماتها قبل الغير، وليس للمطعون ضدهم من الثاني حتى الرابع بصفاتهم أي سلطة فعلية عليها في توجيهها ورقابتها، وأن ما خوله لهم قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 من رقابة وإشراف لا يعدو أن يكون من قبيل الإشراف العام على عمل الشركات المتعاملة في سوق المال، والذي ليس من شأنه على أي نحو، ضبط جريمة فور وقوعها، أو كشف واقعة تزوير فور ارتكابها، إذ إن ذلك لا يتأتى

أبدا إلا بتقديم بلاغ من المجني عليه. ومن ثم فليس بين هذه الشركة وبين المطعون ضدهم من الثاني إلى الرابع رابطة تبعية بالمعنى الذي عناه المشرع في المادة 174 سالفه الذكر.

2- تقطع العديد من النصوص القانونية الصريحة<sup>(1)</sup> بتوافر مسئولية شركات السمسرة عن الأضرار التي تلحق بالمتعاملين معها وبأحقيتهم في الرجوع عليها بدعوى مباشرة للمطالبة بالتعويض: وتأكيدا لهذه المسئولية فقد نصت المادة 68 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 على معاقبة المسئول عن الإدارة

<sup>(1)</sup> فالمادة (2 / 18) من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1993 نصت صراحة على أن الشركات المرخص لها تضمن سلامة العمليات التي تتم بواسطتها. كما نصت المادة 90 من قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993 بشأن إصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المشار إليه - المستبدلة بقرار وزير الاقتصاد رقم 39 لسنة 1998 - على أن "يحظر على شركة السمسرة إتباع سياسة أو إجراء عمليات من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم، كما يحظر عليها عقد عمليات لحسابها الخاص"، ونصت المادة 96 من ذات اللائحة على أنه "تلتزم شركة السمسرة التي نفذت عملية على خلاف أوامر العميل أو على ورقة مالية غير جائز تداولها قانونا أو محجوز عليها بتسليم ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة، وإلا وجب عليها تعويض العميل، وذلك دون إخلال بحقها في الرجوع على المتسبب بالتعويض"

الفعلية بالشركة بالعقوبات المقررة عن الأفعال التي ترتكب بالمخالفة لأحكام هذا القانون، وأن تكون أموال الشركة ضامنة في جميع الأحوال للوفاء بما يحكم به من غرامات مالية.

3- لا محل للقول بتوافر مسئولية البورصة المصرية عن شركات السمسرة وفقا لمسئولية المتبوع عن أعمال تابعه، ذلك أن البورصة، وفقا للمادة 15 / 1 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، هي سوق يتم فيه قيد وتداول الأوراق المالية، وقد خلا هذا القانون من النص على أية سلطات للبورصة في الإشراف أو التوجيه أو الرقابة على شركات السمسرة وتداول الأوراق المالية، كما أنها لا تملك سلطة إصدار الأوامر إلى هذه الشركات، وليس للبورصة المصرية من سلطات على شركات السمسرة حال عملها بالسوق سوى ما تخوله المادة 21 من ذات القانون لرئيس البورصة من سلطة في وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار، وإلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذًا لها أو التي تتم بسعر لا مبرر له، ووقف التعامل على أية ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه، وبهذه المثابة فلا يمكن أن تعد شركات السمسرة تابعة للبورصة المصرية.

4- ومن ناحية أخرى، فليس ثمة علاقة تبعية بين شركات السمسرة وبين الهيئة العامة للرقابة المالية، وهي شخص اعتباري عام يتبع وزير الاستثمار وفقا للمادة الأولى من النظام الأساسي للهيئة الصادر بقرار رئيس الجمهورية رقم 192 لسنة 2009، وقد حلت محل كل من الهيئة المصرية للرقابة على التأمين، والهيئة العامة لسوق المال، والهيئة العامة لشئون التمويل العقاري، بموجب القانون رقم 10 لسنة 2009 بشأن تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية. ولا يغير من ذلك أن تكون نصوص قانون سوق رأس المال قد منحت هذه الهيئة قسطا من الرقابة على شركات السمسرة، بأن جعلت لها سلطة منح ووقف وإلغاء الترخيص لهذه الشركات، أو منعها من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاولتها، أو حل مجلس إدارة الشركة وتعيين مفوض لإدارتها مؤقتا عند مخالفة أحكام القانون أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة أو فقدان أي شرط من شروط الترخيص. أو أن تكون - تلك النصوص - قد جعلت للهيئة حق تنظيم ومراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية. أو خولت لبعض موظفي الهيئة الذين يصدر بتحديد أسمائهم أو وظائفهم قرار من وزير العدل بالاتفاق مع الوزير صفة الضبطية القضائية في ضبط الجرائم التي تقع بالمخالفة لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية، وذلك على

نحو ما ورد بنصوص المواد 27 و28 و30 و31 و43 و49 من القانون آنف الذكر، لأن المشرع لم يستهدف من هذا الإشراف وتلك الرقابة سوى التحقق من مراعاة هذه الشركات للاشتراطات التي يتطلبها القانون لإنشائها، واستمرارها في عملها كوكيل بالعمولة ووسيط بين عملائها والبورصة في تنفيذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية، وعدم خروجها عن الغرض الذي أنشئت من أجله فحسب.

## الخاتمة

يتبين لنا من خلال البحث في موضوع " النظام القانوني لتداول الأوراق المالية في ذات الجلسة" أن مفهوم التداول اليومي يُعد مفهومًا حديثًا نسبيًا، مر بالعديد من التحولات على مر السنين، لكنه لم يكن أكثر بروزًا مما هو عليه اليوم. وقد زاد الاهتمام بهذه الآلية من آليات التداول وتنظيمها بقواعد قانونية محكمة في الأسواق بصفة عامة، وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة، نتيجة لإدراك القائمين على أمر تلك الأسواق للفوائد التي يُجنيها السوق والمتعاملين فيه من وراء ذلك التنظيم. وقد توصلنا إلى مجموعة من النتائج والتوصيات، نُجملها في الآتي:

### أولاً: النتائج:

1- أن آلية تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة إحدى آليات التداول التي تقدمها البورصات المتقدمة للمتعاملين فيها، وهو آلية تتطوي على اتخاذ مراكز في الأسهم لفترات زمنية قصيرة جدًا، وعادة ما تكون دقائق أو ساعات، ولكن نادرًا ما تكون أطول من يوم واحد؛ حيث يسعى المتداولون من خلالها إلى الحصول على أرباح نتيجة للتقلبات اللحظية في سعر الورقة المالية.

2- أن العديد من شركات السمسرة تسعى لجذب مزيد من العملاء لديها فضلًا عن الاحتفاظ بعملائها الحاليين، من خلال النظر في أفضل السبل لدمج

التقدم التكنولوجي الذي يمكن أن يؤثر على أنشطة تداول العملاء ضمن أنشطة الشركة المسموح بمزاولتها ومن ضمنها تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة.

3- أن الاستثمار من خلال آلية التداول في ذات الجلسة يتطلب معرفة ودراية تامة بأسواق المال وأساليب عملها بصفة عامة، فضلاً عن معرفته بأهم الآليات والاستراتيجيات المستخدمة في نظام التداول في ذات الجلسة بصفة خاصة.

4- أن نظام تداول الأوراق المالية لا يعتبر ملائماً للمستثمر ذي المصادر التمويلية المحدودة بشكل عام، حيث قد لا تتوافر لديه القدرة على تحمل واستيعاب المخاطر المرتفعة المصاحبة لهذا النظام. كما أنه يجب على العميل أن يستعلم عن الشركة التي يرغب في التعامل معها وتاريخها، وكذلك أنها حاصلة على ترخيص من السلطة المختصة بمزاولة ذلك النشاط.

5- أن العديد من شركات السمسرة تقوم بإعلانات مضللة حول مزايا تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة وتُبالغ في الأرباح التي يمكن تحقيقها من خلال التداول عبر تلك الآلية.

6- أن الاستخدام الخاطئ والتجاوزات لأي نظام، يُعدان العامل الرئيسي في الأضرار التي تلحق بالمستثمرين، وليس النظام في حد ذاته، ومن ذلك نظام تداول

الأوراق المالية في ذات الجلسة.

7- وأخيراً، أن البورصة المصرية وإن كانت تتبنى في الظاهر آلية تداول الأوراق في ذات الجلسة، إلا أنها في حقيقة الأمر، لا تتوافر لديها تلك الآلية بمفهومها الفني والقانوني؛ حيث لا تتم تسوية العمليات في ذات يوم التنفيذ، بل تتم تسوية لحظية ومؤقته لحين إتمام التسوية النهائية في مواعيدها المعتادة.

#### ثانياً: التوصيات:

في ختام هذه الدراسة، نخلص إلى جملة من التوصيات، نُجملها في الآتي:

1- ضرورة سعي القائمين على أمر سوق الأوراق المالية المصري إلى التفكير جدياً في تفعيل التسوية النهائية في ذات يوم تنفيذ العملية وليست تسوية لحظية مؤقتة، بحيث يتاح للعميل البيع والشراء في الجلسة نفسها مع التسوية الورقية والنقدية في ذات اليوم.

2- الاهتمام المتزايد بتعليم المستثمر وزيادة الوعي لديه، ومن ذلك من أجل تمكينهم من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بحرية مطلقة، ودون تعرضهم لأي عمليات غش أو احتيال من قبل الغير. وهذا ما يُعرف عالمياً باستراتيجية محو الأمية

المالية Financial literacy strategy.



- 3- زيادة الدور الإشرافي والرقابي للجهات الرقابية على شركات السمسرة المسموح لها بمزاولة هذا النوع من التداول، وذلك للحد من المخاطر المصاحبة لتلك الآلية وبسط مزيد من الحماية للسوق والمتعاملين فيه معًا.
- 4- ضرورة الوقوف والاطلاع على أحدث الممارسات الدولية بشأن أنظمة تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة المعمول بها في الأسواق العالمية، وذلك من أجل الوصول إلى إطار قانوني محكم لهذا النظام.

## قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- البورصة المصرية، دليل استرشادي لقواعد وإجراءات التداول بالبورصة المصرية، سبتمبر 2019. متاح على الرابط التالي:

<https://www.egx.com.eg/getdoc/917a51c2-021a-441f-af87-2333c63545ad/Trading-Procedures.aspx>

- دليل العضوية بالبورصة المصرية، 2018. متاح على الرابط التالي:

<https://www.egx.com.eg/getdoc/8f1bf715-8e3f-4fe5-91b0-4c9e961477da/Membership-Guide.aspx>

- آلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة (Intraday Trading).

متاح على الرابط التالي:

<https://www.egx.com.eg/getdoc/f6030ab1-c2d5-4f63-aeaa-8f52fbd901a6/Intraday-trading.aspx>

- نشاط التداول من خلال شبكة المعلومات الدولية " الانترنت".

متاح على الرابط التالي:

<https://www.egx.com.eg/getdoc/ddfa1648-b0e8-4f64-bcff-686259583f78/Online-trading.aspx>

- ابتسام سيد علي محمد، تقييم دور نظام تداول الأوراق المالية المشتركة والمباةة في ذات جلسة التداول في تنشيط التعامل بسوق الأوراق المالية المصري، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة وإدارة الاعمال - جامعة حلوان، ع (4)، 2011.
- د/ أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- د. زكري عبد الرازق محمد، التنظيم القانوني لتسوية عمليات التداول في سوق الاوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2015.
- د. سامي عبد الباقي أبو صالح، الآليات القانونية المستخدمة لاستغلال صعود وهبوط مؤشر البورصة - دراسة خاصة في اقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها، الشراء بالهامش-، دار النهضة العربية، القاهرة، 2011.
- د. فادي توكل، التنظيم القانوني للبيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية Short Selling : دراسة تحليلية تأصيلية مقارنة بالقانون الأمريكي، مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، مج 110، ع 534، 2019.
- د. محمد عبد المقصود محمد غانم، النظام القانوني للشراء بالهامش، رسالة

دكتوراه، كلية الحقوق – جامعة المنصورة، 2018.

▪ د/ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.

▪ د. محمود فكرى عبد الصادق، التنظيم القانوني للشراء بالهامش في سوق الأوراق المالية "دراسة مقارنة"، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق – جامعة القاهرة، 2019.

▪ د. عماد ملكاوي، مقال بعنوان " رأس المال العامل وتأثيره على قيمة الشركة وسعر السهم"، متاح على الرابط التالي: <https://www.trend-cast.com/blog>

▪ د/ هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2005.

ثانيًا: المراجع باللغة الأجنبية:

- Angel,(J.J),"Short selling around the world with applications to the SSE", 2004, Available at: [www.sse.com.cn/aboutus/research/workstation/.../station20040826.pdf](http://www.sse.com.cn/aboutus/research/workstation/.../station20040826.pdf)
- Angel,(J.J.) and McCabe,(D.M.), "The Business Ethics

of Short Selling and Naked Short Selling", Journal of Business Ethics, Vol. 85, Supplement 1: 14th Annual Vincentian International Conference on Justice for the Poor: A Global Business Ethics (2009), p. 239. Available at: <http://www.jstor.org/stable/40294836>.

- **Azzam,(I.) and Fouad,(J.),** Evaluation of the impact of day trading on the Egyptian stock market, The International Journal of Business and Finance Research , Vol. 4 , No. 1 , 2010.
- **Bank for International Settlements and International Organization of Securities Commissions,** Principles for financial market infrastructures, 2012. Available at: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>
- **Recommendations for securities settlement systems,** 2001. Available at: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d46.pdf>
- **Barrière,(F.),** L'incidence du nouveau régime de la record date sur le droit de vote des actionnaires, Revue des sociétés, 2015 .
- **Bencivenga,(V.R.) and Bruce,(D.S.),** “Financial intermediation and endogenous growth,” Review of Economic Studies, Vol.58,No.2, 1991.
- **Bernstein,(J.),** The Compleat Guide to Day Trading Stocks, McGraw-Hill Education, USA, 2000.
- **Bulkowski,(T.N),** Swing and Day Trading: Evolution of a

Trader, Wiley, USA, 2013.

- **Chabert,(P.Y.) et Elineau,(R.),** Dispositions relatives aux opérations sur titres et aux droits de souscription, Revue des sociétés, 2014.
- **Chague,(F.), Rodrigo,(D.L.), and Bruno,(G.),** Day Trading for a Living?, 2020. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3423101>
- **Chung,(J.M.), Choe,(H.) and Kho,(B.C.),** The Impact of Day-Trading on Volatility and Liquidity, Asia-Pacific Journal of Financial Studies banner, Vol 38, No.2, 2009. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.2041-6156.2009.tb00014.x>
- **Curley,(M.T.),** "Margin Trading from A to Z: A Complete Guide to Borrowing, Investing and Regulation", John Wiley & Sons, New Jersey, 2008.
- **Depository Trust & Clearing Corporation,** DTCC Recommends Shortening the U.S. Trade Settlement Cycle, 2014, pp 3-6. Available at: <http://www.dtcc.com/~media/Files/Downloads/WhitePapers/T2-Shortened-Cycle-WP.pdf>
- **DiPietro,(J.),** The truth about day trading stocks: a cautionary tale about hard challenges and what it takes to succeed, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA,

2009.

- **Fabozzi,(F.J.)**, "Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards", John Wiley & Sons, New Jersey, 2004.
- **Farrell,(C.A.)**, Day Trade Online, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA, 2009.
- **Goetzmann,(W.N)**, **Ivković,(Z.)** and **Rouwenhorst,(K.G.)** , Day Trading International Mutual Funds: Evidence and Policy Solutions, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 36, No. 3, 2000, p290 , available at: <http://depot.som.yale.edu/icf/papers/fileuploads/2447/original/00-03.pdf>
- **Government Accountability Office**, Securities Operations: Day Trading Requires Continued, 2000. Available at: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GAOREPORTS-GGD-00-61/pdf/GAOREPORTS-GGD-00-61.pdf>
- **Harris,(W.)**, Day Trading, IntroBooks, USA, 2016.
- **Hewitt,(J.R.) and Carlson,(J.B.)**, Securities Practice and Electronic Technology, Law Journal Press, USA, 2019.
- **International Organization of Securities Commissions (IOSCO)**, " Objectives and Principles of Securities Regulation", June 2010, available at: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323>.

[pdf](#)

- **Jordan,(D.J.), and Diltz,(J.D.),** The profitability of day traders, Financial Analysts Journal, Vol. 59, No.6, 2003.
- **Koski,(J.L.), Rice, (E.M.) and Tarhouni,(A.),** Noise Trading and Volatility: Evidence from Day Trading and Message Boards, 2004. Available at: <https://ssrn.com/abstract=533943>
- **Logue,(A.C),** Day Trading For Dummies, Wiley Publishing, Inc. , Hoboken, USA, 2008.
- **Markham,(J.W),** A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals: From Enron to Reform , M.E. Sharpe, London, 2006.
- **Nizard,(F.),** Le transfert de propriété des valeurs mobilières: une réforme inachevée, Rev. sociétés, 2004.
- **PricewaterhouseCoopers** , shortening the settlement cycle the move to t+2, Available at: <http://www.ust2.com/pdfs/ssc.pdf>
- **Reigner,(J.),** Day Trading : A Comprehensive Beginner's Guide to get started and learn Day Trading from A-Z, Independently published, USA, 2019.
- **Reinhard,(Y.),** Valeurs mobilières. Moment du transfert de propriété, Revue De Droit Economique Et Commercial, 1994.
- **Rontchevsky,(N.),** Réforme des règles gouvernant le



transfert de propriété des instruments financiers cotés, Revue De Droit Economique Et Commercial, 2005.

- **Tyce,(B.),** The Beginner's Guide to Day Trading: How to Trade Penny Stocks: Discover the Power of Day Trading Penny Stocks and Master the Strategies of a Good Trade, Cedric DUFAY, USA, 2015.
- **U.S. Congress. House.** Committee on Commerce. Subcommittee on Finance and Hazardous Materials. The Impact and Effectiveness of the Small Order Execution System: Hearing before the Subcommittee on Finance and Hazardous Materials of the Committee on Commerce, House of Representatives, One Hundred Fifth Congress, Second Session, August 3, 1999. available at: <https://catalog.hathitrust.org/Record/007604321>
- **U.S. Securities and Exchange Commission,** SEC Adopts T+2 Settlement Cycle for Securities Transactions, 2017, available at: <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-68-0>
  - **Margin Rules for Day Trading,** 2011, available at: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/margin>
  - **Day Trading,** available at: <https://www.sec.gov/fast->

[answers/answersdaytradingtm.html](https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-106shrg61159/pdf/CHRG-106shrg61159.pdf)

- **United States Congress Senate Committee, Day Trading: An Overview: Hearing Before the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Governmental Affairs, United States Senate, One Hundred Sixth Congress, First Session, September 16, 1999, pp. 57-59.** Available at: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-106shrg61159/pdf/CHRG-106shrg61159.pdf>
- **Day Trading: Everyone Gambles but the House,** Hearings before the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Governmental Affairs, One Hundred Sixth Congress, Second Session, 2000. Available at: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-106shrg64133/pdf/CHRG-106shrg64133.pdf>
- **Committee on Governmental Affairs.** Permanent Subcommittee on Investigations, Day trading: case studies and conclusions, 2000. available at: <https://www.congress.gov/106/crpt/srpt364/CRPT-106srpt364.pdf>

## ثانياً: نماذج العقود:

▪ نموذج العقد الاسترشادي الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن عقد التعامل وفقاً لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، بموجب قرار الهيئة رقم 67 لسنة 2012 الصادر بتاريخ 8-10-2012.

▪ نموذج عقد التعامل من خلال نظام التداول في ذات الجلسة، الصادر عن شركة بيراميدز كابيتال لتداول الأوراق المالية. متاح على الرابط التالي:

<https://pyramidscapital.com/webingus/35PyramidsCapital%20contract.pdf>

▪ نموذج عقد التعامل في ذات الجلسة، الصادر عن شركة أراب فاينانس لتداول الأوراق المالية. متاح على الرابط التالي:

<https://www.arabfinance.com/InvestorTools/T0.aspx?lang=ar>

▪ نموذج عقد تداول الأوراق المالية في ذات الجلسة، الصادر عن شركة هيرميس للوساطة المالية. متاح على الرابط التالي:

<https://www.efghermes.com/ar/Documents/HSB%20BRK%20IND%20AR%2020120126.pdf>

▪ نموذج التعامل بنظام البيع والشراء في ذات جلسة التداول، الصادر عن الشركة المصرية العربية (ثمار) لتداول الأوراق المالية. متاح على الرابط

التالي:

<https://www.eactrading.com/etrade/Home.aspx>

- نموذج عقد فتح حساب لتداول الأوراق المالية بنظام تداول الأوراق المالية المشتراة والمباعة في ذات جلسة التداول، الصادر عن شركة سيجم لتداول الأوراق المالية. متاح على الرابط التالي:

[http://www.sigma-capital.com/main/system\\_forms.download?form\\_code\\_p=91&file=Trading%20system%20associated%20risks%20disclosure%20form.pdf](http://www.sigma-capital.com/main/system_forms.download?form_code_p=91&file=Trading%20system%20associated%20risks%20disclosure%20form.pdf)

- نموذج عقد اتفاق وفقاً لآلية التعامل على الأسهم في ذات الجلسة، الصادر عن شركة المجموعة الاقتصادية لتداول الأوراق المالية. متاح على الرابط التالي:

<http://www.eg-brok.com/ar/default.aspx#>

- نموذج عقد التداول في ذات الجلسة، الصادر عن شركة تايفون للوساطة في الأوراق المالية. متاح على الرابط التالي:

[https://tycoonsecurities.com//assets/pdf/open\\_account/1519060316\\_contract.pdf](https://tycoonsecurities.com//assets/pdf/open_account/1519060316_contract.pdf)

رابعًا: تقارير:

- التقرير السنوي الصادر عن شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي لعامي 2005، 2016. متاح على الرابط التالي:

[http://www.mcsd.com.eg/mcdr/annualreport/MCDR\\_annual\\_reports\\_AR.pdf](http://www.mcsd.com.eg/mcdr/annualreport/MCDR_annual_reports_AR.pdf)

- التقرير السنوي الصادر عن البورصة المصرية، لعام 2019. متاح على الرابط التالي:

[https://www.egx.com.eg/ar/Services\\_Reports.aspx](https://www.egx.com.eg/ar/Services_Reports.aspx)

- التقرير السنوي الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية، لعام 2018. متاح على الرابط التالي:

[http://www.fra.gov.eg/content/efsa\\_ar/efsa\\_report/UG46382UG46383.pdf](http://www.fra.gov.eg/content/efsa_ar/efsa_report/UG46382UG46383.pdf)

- **North American Securities Administrators Association**), , Report of the Day Trading Project Group: Findings and Recommendations, 1999, available at: [https://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/08/NASAA\\_Day\\_Trading\\_Report.pdf](https://www.nasaa.org/wp-content/uploads/2011/08/NASAA_Day_Trading_Report.pdf)