

الدرس رقم 11: الشراء بالهامش والبيع على المكشوف

أولاً: الشراء بالهامش.

البيع على المكشوف.

يرتبط تطور عمليات الهندسة المالية ارتباطاً كبيراً بتطور اقتصاد الاستدانة أو كما يسمى الاقتصاد القائم على المضاربة. أي الاستفادة من فروقات الأسعار والمعدلات بين ما هو فعلي وما هو متوقع. فبالإضافة إلى البيع المعتاد الذي يدفع فيه المشتري ثمن الاستثمارات المالية من ماله الخاص وبيع الأوراق المالية المملوكة له. يوجد في أسواق المال نوعان آخران لا يملك المشتري في أحدهما كامل الثمن عند الشراء ولا يملك البائع الأسهم التي باعها عند البيع. يسمى الأول منهما الشراء بالهامش ويسمى الثاني منهما البيع على المكشوف.

أولاً: الشراء بالهامش **Margin trading**.

يمكن تعريف الشراء بالهامش **Margin trading** بأنه عبارة عن دفع مشتري جزءاً من المال واقتراض جزءاً آخر منه من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية عليه لشراء كمية أكبر من الأوراق المالية، ثم رهن هذه الأوراق المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض.

كما يمكن تعريف الشراء بالهامش بأنه: أن يقوم المشتري بدفع نسبة من القيمة السوقية للأوراق المالية التي ترغب في شراءها أما باقي الثمن. فيعتبر قرضاً يقدمه السمسار للمشتري، ويتقاضى عليه فائدة شهرية وترهن الأوراق المشتراة لدى المستثمر كضمان للقرض، حيث يقوم هذا الأخير "السمسار" بالاقتراض لضمانها من البنك ولكن بسعر فائدة أقل.

يجري التعامل بالشراء بالهامش في معظم أسواق الأوراق المالية، ويلاحظ أنه يشبه البيع على المكشوف، من حيث أن كليهما يقوم على القرض، ولكن يختلفان في نوعية القرض. حيث أن العميل في البيع على المكشوف يقترض من السمسار أوراقاً مالية، أما في الشراء بالهامش فالعميل يقترض من السمسار نقوداً لشراء المزيد من الأوراق المالية التي لم يكن يستطيع شراءها سابقاً. ويلجأ العميل إلى الشراء بالهامش عندما يتوقع أن القيمة السوقية للورقة المشتراة سوف تزيد في المستقبل. وبذلك يضمن سداد القرض بالإضافة إلى ما يجنيه من أرباح.

1- مثال علي عملية الشراء بالهامش:

بافتراض أن مستثمر قام بشراء أوراق مالية بالهامش بمبلغ 100000 وحدة نقدية، فإن المستثمر سيكون مطالباً بسداد 50000 وحدة نقدية كمقدم للثمن (50% من ثمن الشراء)، وستكون مديونيته لأمين الحفظ بعد سداد مقدم الثمن 50000 ألف وحدة نقدية (باقي الثمن)، وبافتراض أنه في وقت لاحق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة بالهامش إلى 70000 وحدة نقدية، ومازالت مديونية المستثمر 50000 ألف وحدة نقدية، وبالتالي تصبح نسبة مديونتك إلى السوقية للأوراق المالية 71 %، في هذه الحالة سيخطر السمسار لتخفيض تلك النسبة إلى 50% أو أقل، ويمكنه القيام بذلك بأي من الطرق التالية:

- سداد نقدي بحد أدنى 15000 وحدة نقدية (تخفض المديونية مباشرة إلى 35000 وحدة نقدية).
- تقديم خطاب ضمان مصرفي (من طرف آخر) بمبلغ 15000 وحدة نقدية كحد أدنى (يعتبر في حكم النقدية وتعتبر المديونية 35000 وحدة نقدية).
- تقديم ودائع بنكية بمبلغ 16667 وحدة نقدية كحد أدنى (تعتبر في حكم النقدية وتقييم ب 90% من قيمتها أي بمبلغ 15000 وحدة نقدية وتعتبر المديونية 35000 وحدة نقدية).
- تقديم أوراق مالية أخرى يقبلها السمسار لا تقل قيمتها السوقية عن 30000 وحدة نقدية كحد أدنى (تزيد قيمة الضمانات إلى 100000 وحدة نقدية).
- وفي حالة عدم قيامك بأي مما سبق في الموعد المحدد فإن السمسار ستقوم ببيع جزء من أوراقك المالية قيمته 30000 وحدة نقدية على الأقل، وعندها تتخفض مديونيتك إلى 20000 وحدة نقدية وتتنخفض قيمة أوراقك المالية إلى 40000 وحدة نقدية وتصبح نسبة المديونية 50% من القيمة السوقية للأوراق المالية.

ويتم هذا الأسلوب وفقاً للآلية التالية:

- يقوم المتعامل بفتح حساب لدى الوسيط يطلق عليه حساب التعامل بالهامش.
- يضع المتعامل في الحساب أعلاه مبلغاً يمثل التمويل الذاتي له ويكون بمثابة هامش الأمان بالنسبة للوسيط.
- يتولى الوسيط تمويل الجزء الباقي من الصفقة بأموال يحصل عليها من مصادره التمويلية.
- تتم الصفقة بعد ذلك بحيث تبقى الأسهم المشتراة محجوزة لدى الوسيط.
- يبقى الهامش (التمويل الذاتي) مفتوحاً لدى الوسيط ما دام المركز غير مغلق وذلك لاستخدام الرصيد لتغطية خسائر العميل.

- يدفع المتعامل للوسيط فائدة عن المبالغ المقرضة منه لإتمام الصفقة.
- يجري تحديد نسبة الهامش (التمويل الذاتي) لمشار إليه إلى مجموع قيمة الصفقة وفق الظروف السائدة في البورصة، وطبيعة العلاقة التي تربط المتعامل والوسيط، وكذلك طبيعة الأسهم الممولة ودرجة تقلبها.

2- مزايا ومخاطر الشراء بالهامش:

الهدف الأساسي للشراء بالهامش بالنسبة للمستثمر هو مضاعفة قيمة الاستثمارات وبالتالي زيادة قيمة العائد من الاستثمار. فإذا كنت تمتلك مبلغاً من المال وليكن 100 ألف وحدة نقدية. وتريد استثماره في شراء أوراق مالية (شراء نقدي). ثم بيع الأوراق المالية لاحقاً بمبلغ 110 ألف وحدة نقدية، فإنه يتحقق عائد من الاستثمار قدره 10 آلاف وحدة نقدية بنسبة 10%.

إن الشراء بالهامش في حالة ارتفاع سعر السوق يضاعف ربح العميل وضمان للسمسار قرضه والفائدة. حيث يمكن عند التعامل بالهامش شراء أوراق مالية بمبلغ 200 ألف وحدة نقدية عن طريق سداد 100 ألف وحدة نقدية مقدماً بنسبة 50% من الثمن، ويمكن بيع هذه الأوراق لاحقاً بمبلغ 220 ألف وحدة نقدية وسداد باقي الثمن للشركة بمبلغ 100 ألف وحدة نقدية، ويتبقى للمستثمر مبلغ 120 ألف وحدة نقدية، ويكون العائد علي الاستثمار 20 ألف وحدة نقدية بنسبة 20% بدلا من 10% في حالة الشراء النقدي.

وبالطبع هذه الزيادة في العائد سيقابلها زيادة في المصروفات التي يتم سدادها للشركة مقابل تكلفة التمويل، وعلي المستثمر أن يقارن بين الزيادة المتوقعة في العائد علي الاستثمار وتكلفة التمويل المرتبطة بالشراء بالهامش.

بقدر ما أثار هذا النظام من المتاجرة إعجاب البعض بقدر ما أثار دعر واستياء البعض الآخر، ومن المخاطر التي يمكن للمستثمر أن يواجهها:

- إن المشتريات والمبيعات بالهامش تسبب بلا داع توسعا وتقلصا في حجم الصفقات، ومن ثم أسعار الأوراق المالية، دون أي تغير فعلي في عرض هذه الأوراق المالية أو الظروف الاقتصادية المحيطة.
- ارتفاع درجة المخاطرة فيه إلا أن عنصر المخاطرة لا يصيب المستثمر لوحده، بل يتعدى ليصيب السوق بالكساد.
- إن أسلوب الشراء بالهامش يغري على الشراء بما يفوق القدرة ويتجاوز الموارد، فإذا تقلبت الأسعار عكس توقعات المستثمر هنا يلحق المستثمر ضرر بالغ. حيث من الممكن أن يحقق المستثمر خسائر تتجاوز قيمة استثماره الابتدائي.

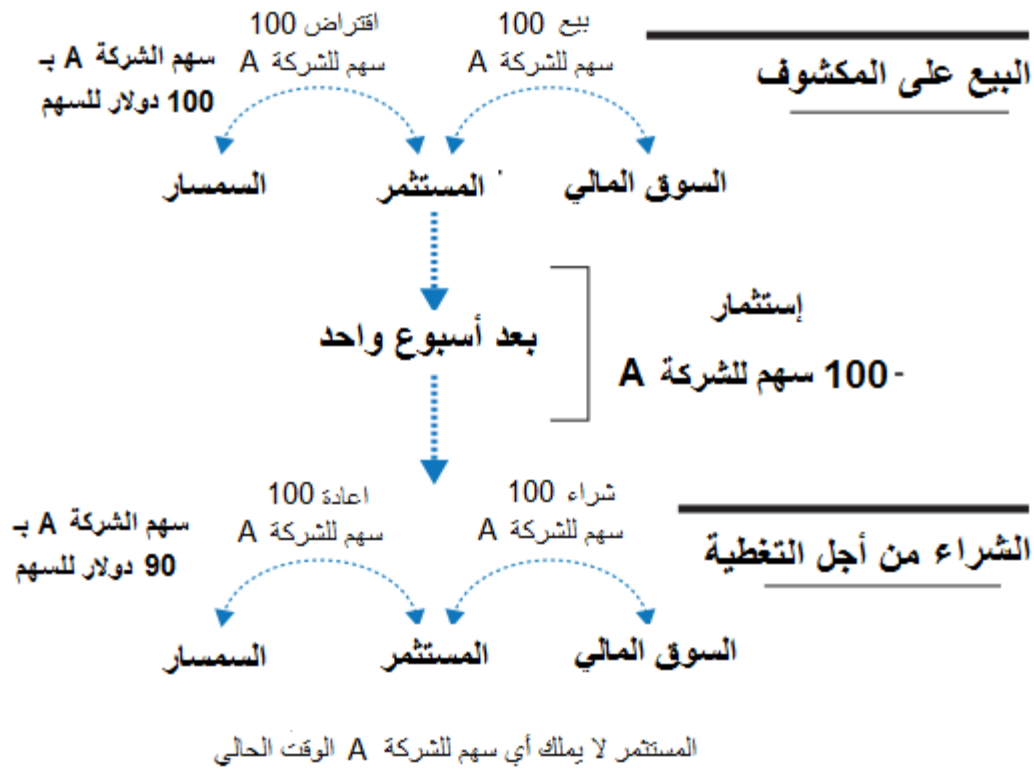
- يتحمل المستثمر فوائد نتيجة اقتراضه، مما سيؤثر على إجمالي ما يحققه من عائد على الاستثمار.
- على المستثمر أن يستعد دائماً لإيداع نقود أو أوراق مالية في حالة تلقيه أي مطالبة من شركة الوساطة. في حال عدم قيام المستثمر بتلبية متطلبات شركة الوساطة فإنه يمكن أن يقوم السمسار ببيع جزء من أو كامل محفظته الاستثمارية دون استشارته.

ثانياً: البيع على المكشوف.

إحدى الطرق لتحقيق العائد على الاستثمار في السوق المالي عند توقع انخفاض الأسعار تسمى البيع على المكشوف Short Selling. يبدو البيع على المكشوف مفهوماً بسيطاً إلى حد ما من الناحية النظرية - يقترض المستثمر مجموعة من الأوراق المالية وبيئها ثم عند الاستحقاق يشتري الأوراق المالية مرة أخرى لإعادته إلى المقرض. أما من الناحية العملية، فهي استراتيجية متقدمة يجب على المستثمرين والتجار ذوي الخبرة فقط استخدامها.

يلجأ المستثمرون للبيع على المكشوف إلى استخدام هذا الأسلوب Short Selling إذا ما توقعوا انخفاض أسعار الأوراق المالية في السوق. وذلك بهدف تحقيق مكاسب رأسمالية من حركة الهبوط في أسعار الأوراق المالية. حيث يقوم هؤلاء المستثمرون ببيع أوراق مالية لا يمتلكونها أساساً بسعرها السوقي، وذلك بعد القيام باقتراضها من مستثمرين آخرين (مقابل عمولة وأتعاب)، ثم القيام بشرائها من السوق بعد أن ينخفض سعرها. ويكون الفارق ما بين صافي قيمة بيع تلك الأوراق المالية المقترضة وتكلفة إعادة شرائها بغرض سداد هذا القرض بمثابة الأرباح الرأسمالية التي تتحقق باستخدام تلك الأداة.

الشكل رقم (01): مثال يبين آلية عمل البيع على المكشوف



المصدر: من إعداد الباحث

1- مثال على البيع على المكشوف:

يعتقد المستثمر أنه سيكون هناك انخفاض في سعر سهم الشركة "أ". يتم تداول الشركة "أ" عند 60 دولار للسهم ، لذلك يقترض المستثمر أسهم الشركة أ بسعر 60 دولار للسهم وبيعها على الفور في البيع على المكشوف. في وقت لاحق ، انخفض سعر سهم الشركة "أ" إلى 40 دولار للسهم ، وقام المستثمر بشراء الأسهم مرة أخرى في السوق المفتوحة لاستبدال الأسهم المقترضة. نظرًا لأن السعر أقل ، فإن المستثمر يربح من الفرق - في هذه الحالة 20 دولار للسهم (مطروحًا منه تكاليف المعاملات مثل العمولات والرسوم). ومع ذلك، إذا ارتفع السعر عن السعر الأصلي ، يخسر المستثمر المال. على سبيل المثال ، إذا ارتفع سعر السهم إلى 80 دولار للسهم، وكان على المستثمر إعادة شراء الأسهم في السوق المفتوحة لاستبدال الأسهم المقترضة، فسوف يعاني المستثمر من خسارة قدرها 20 دولار لكل سهم (بالإضافة إلى تكاليف المعاملات مثل العمولات والرسوم).

2- مراحل إتمام عملية البيع على المكشوف Short Selling:

لإيضاح الأبعاد المختلفة لعمليات بيع الأوراق المالية المقترضة تم تقسيم مراحل هذه العملية إلى 3 مراحل أساسية وهي:

- مرحلة اقتراض الأوراق المالية وبيعها في السوق (Short Selling).
- مرحلة احتفاظ المستثمر برصيد البيع النقدي في حسابه الخاص لدى السمسار بالإضافة إلى الهامش المقرر.
- مرحلة إعادة شراء الأوراق المالية (Repay the Loan).

1-2 مرحلة اقتراض الأوراق المالية وبيعها في السوق (Short Selling)

تبدأ هذه المرحلة عند تلقي السمسار أمر من المستثمر برغبته في بيع عدد من الأوراق المالية التي لا يمتلكها المستثمر ولا توجد في حوزته. يقوم السمسار بعمل كافة الإجراءات المرتبطة بتنفيذ هذا الأمر حيث يقوم باقتراض تلك الأوراق المالية (لحساب عميله) من المستثمرين (سواء كانوا أفراد أو مؤسسات) الراغبين في إقراض ما يملكوه من أوراق مالية. وتتمثل هذه الجهات في ما يلي:

- ما يملكه هذا السمسار من رصيد من تلك الأوراق المالية ويحدث هذا في بعض الأسواق التي تسمح للسمسار بتملك رصيد من الأوراق المالية لحسابه الخاص.
- من أحد عملاء هذا السمسار الذين يرغبون في إقراض ما يملكونه من رصيد من تلك الورقة المالية (مقابل عمولة أو عائد).
- قد يلجأ السمسار إلى سمسار آخر (أو أحد عملائه) يمتلك رصيد من تلك الورقة المالية.
- بنوك الإيداع Custodian Banks .
- أحد الجهات التي تمتلك رصيد من تلك الأوراق ولا ترغب في بيعها في الأجل القصير.
- المستثمر المؤسسي institutional investor مثل صناديق المعاشات أو صناديق الاستثمار أو المستثمر الاستراتيجي أو غيره.

يقوم السمسار بتنفيذ أمر البيع عن طريق بيع تلك الأوراق المقترضة بقيمتها السوقية وإيداع حصة عملية البيع هذه في حساب المستثمر. وذلك بعد أن يقوم المستثمر بإيداع جزء من ثمن الصفقة في حسابه (50% مثلاً) لدى السمسار وذلك كأحد التدابير (الضمانات) الإجرائية المطلوبة لإتمام عملية البيع على المكشوف Short Selling.

2-2 مرحلة احتفاظ المستثمر برصيد البيع في حسابه الخاص لدى السمسار

يكون الرصيد النقدي الذي يودعه المستثمر في حسابه قبل تنفيذ عملية البيع بمثابة ضماناً Collateral لالتزاماته الخاصة بضرورة إعادة شراء الأسهم المقترضة والتي تم بيعها Short Position. في حالة ارتفاع سعر الورقة المالية المقترضة والتي تم بيعها في السوق بصورة كبيرة

وقبل تغطية هذا الوضع، فإن السمسار يقوم بما يسمى بإستدعاء الهامش margin Call حيث يطلب من المستثمر زيادة قيمة الضمان Collateral ليتلاءم مع القيمة السوقية للأوراق المالية وهو ما يطلق عليه الممارسة السوقية Marked-To-Market . ويتشابه هذا الأسلوب إلى حد كبير مع ما يتم اتخاذه من تدابير في حالة شراء الأوراق المالية بالهامش Margin Trading. حيث يقوم المستثمر بوضع رصيد نقدي في حسابه لدى السمسار مساوياً للهامش Margin المطلوب في حالة شراء نفس عدد الأسهم محل البيع. وفي حالة انخفاض قيمة الورقة في السوق يكون على المستثمر زيادة قيمة رصيده النقدي في حسابه لدى السمسار.

ثالثاً: مرحلة إعادة شراء الأوراق المالية (Repay the Loan)

تتسم عقود إقراض الأوراق المالية Lending Agreement بأنها مفتوحة المدة "Open" أو تتجدد باستمرار "Continuing" ويتم التجديد بصفة يومية مع وجود خاصية تعديل قيمة الضمان المالي Collateral تبعاً للتغير في القيمة السوقية للأوراق المالية محل البيع Marked-To-Market. هناك حالتين يتم فيهما شراء ما تم اقتراضه من الأوراق المالية بغرض تسليمها للمقترض:

- الحالة الأولى:

وتتم بمبادرة من المستثمر المقترض Short Seller وذلك عندما ينخفض سعر الورقة المالية في السوق وبما يمكنه من تحقيق ما يستهدفه من أرباح حيث يقوم بشراء نفس العدد من الأوراق المالية من السوق بسعرها السوقي (أقل من سعر بيعها عند الاقتراض) وإعادتها إلى المقرض Lender. والاحتفاظ بما حققه من أرباح بعد خصم الأتعاب والعمولات المقررة عليه.

- الحالة الثانية:

وفيها يجوز للمقرض Lender إنهاء عقد الإقراض عن طريق إخطار السمسار الذي تولى تسهيل عملية الإقراض بما يسمى بـ (Recall Notice)، وفي هذه الحالة يلتزم المستثمر المقترض Short Seller بإعادة ما تم اقتراضه من أوراق مالية

تجدر الإشارة الى أنه، على عكس المركز الطويل التقليدي - عندما تكون المخاطرة محدودة بالمبلغ المستثمر - فإن البيع على المكشوف يترك المستثمر مفتوحاً أمام احتمال حدوث خسائر غير محدودة، حيث يمكن للسهم نظرياً أن يستمر في الارتفاع إلى أجل غير مسمى.

المراجع:

- أحمد بن هلال الشيخ، البيع على المكشوف وتطبيقاته في تداول الأسهم في السوق السعودية (دراسة فقهية تأصيلية)، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، مجلد 28، عدد 13، 2020، ص: 112.
- الشراء بالهامش في الأسواق المالية المعاصرة دراسة فقهية مقارنة، محمد شكري الجميل العدوي، حولية كلية الدراسات الإسلامية والعربية بالإسكندرية، المجلد 02 من العدد 34، ص878.
- وليد مروان عليان، أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، مذكرة الماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، ص: 04.

http://www.iinvest.org.eg/iinvest/html/elearning/investprof/investprof_02.ht

28/12/2021. [ml](#)

- أسامة عمر الأشقر، البيع على المكشوف، مجلة موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، العدد 01، ص 06.

http://www.iinvest.org.eg/iinvest/html/elearning/investprof/investprof_06.ht

29/12/2021 [ml](#)

- بيع الأوراق المالية على المكشوف، حلقة علمية بتاريخ 2017/11/15، مصرف الإنماء للإستثمار، ص: 07.