

تأثير التزامات صانع السوق تجاه بورصة الكويت للأوراق المالية على إعادة توازن العرض مع الطلب: دراسة مقارنة مع نظام بورصتي ناسداك ونيويورك

د. همام القوصي*

الملخص:

لقد أثار مفهوم صانع السوق إشكاليات عديدة في مجال تعريفه، وأسلوب عمله، والأهداف المالية التي يسعى إليها، بالإضافة إلى الاستراتيجية التي تسعى البورصة إلى تحقيقها من اعتماد نشاط صانع السوق في آلية نظام التداول لديها، فتسمح بوجود شخص مُرخص له بتنفيذ صفقات تداول بغاية إيجاد مشتري للأوراق المالية التي لا تُطلب للشراء في السوق أو بيع تلك التي لا تُعرض للبيع فيها، الأمر الذي يمدُّ السوق بالسيولة.

ويتضمَّن عمل صانع السوق عادة مجموعة من الالتزامات الضامنة لتدخل الصانع في آلية التداول وإضافة السيولة، ومن خلال هذه الالتزامات يَظْهَر الفرق الفكري بين مفاهيم الصانع المتنافس والصانع المُتخصِّص؛ ممَّا يُظْهَر مدى قدرة وفعالية هذه الأنظمة في ضبط توازن العرض والطلب بالبورصة، الذي يُعتبر الغاية الأساسية من وجود صانع السوق، والمعيار التقييمي لدى توفيق نظام بورصة الكويت بالمقارنة مع ناسداك ونيويورك وهو ما نهدف لمعالجته. وهكذا سيظهر تأثير التزامات صانع السوق على إعادة توازن العرض مع الطلب في البورصة، بما يؤدي إلى تحديد نظام الصانع الأمثل فيما يخص دور صانع السوق والتزاماته، وذلك عبر المنهج الوصفي التحليلي الاستنتاجي المقارن بين القوانين والأنظمة التي تحكم بورصتي الكويت وناسداك (الصانع المتنافس) وبورصة نيويورك (الصانع المتخصِّص).

وقد انتهينا إلى ضرورة النص على التزام الصانع بإعادة التوازن للبورصة، بالإضافة إلى تنافسه مع أقرانه على القيام بذلك، مع تحديد مدى التزامه بضخ السيولة قياساً بكمية التداول وليس بالمبالغ النقدية التي تداول بها.

كلمات دالة: صفقات التداول، التسعير، نشرة فروق الأسعار، سعر السوق، السيولة.

* باحث، كلية الحقوق، جامعة حلب، سورية.

المقدمة:

لقد شهدت بورصة الكويت للأوراق المالية منذ عام 2013 نزيفاً مستمراً بالسيولة المتداولة لم يحدث له مثيل منذ عام 2002⁽¹⁾، حيث كان متوسط السيولة المتداولة بالبورصة عام 2013 مساوياً لـ 45 مليون دينار كويتي، وفي عام 2014 تراجع إلى 25 مليون د.ك.⁽²⁾، أما عام 2015 فقد تواصل هذا التراجع ليصل حجم السيولة المتداولة إلى 15.9 مليون د.ك.، وقد بلغ ذلك في نهاية الربع الثالث من عام 2016 مبلغ 10.7 مليون د.ك.⁽³⁾، وهذا ما دفع إدارة البورصة إلى السعي لإيجاد حلول تنظيمية جاذبة للسيولة في البورصة؛ ومن هنا فقد تم إصدار قواعد خاصة بعمل «صانع السوق» وفقاً لقرار بورصة الكويت رقم 3 لعام 2016 الصادر بتاريخ 13-12-2016 بعد موافقة هيئة أسواق المال الكويتية (CMA)، وقد أبت بورصة الكويت على معظم أحكام صانع السوق في كتاب قواعد التداول الذي صدر في بداية عام 2018⁽⁴⁾، ثم صادقت الهيئة عليه في مارس من ذات العام⁽⁵⁾.

موضوع البحث:

نرى أنّ التعريف بـ «صانع السوق» في بورصة الأوراق المالية يكون بأنه: «الشخص المتعاقد مع البورصة لتسعير الأوراق المالية وتنفيذ صفقات التداول المستمر عليها بهدف ضخ السيولة الناقصة وتوفير الأوراق المالية المطلوبة، بما يضمن استقرار السوق ويُحقق توازنها، مُقابل السماح له بتحقيق الربح من فروق الأسعار وتخفيض عمولات ورسوم التداول المترتبة عليه»، فيما يظهر عمل «صناعة السوق» بمعنى: «الالتزام بتوفير نسبة معينة من السيولة خلال تنفيذ صفقات التداول بهدف موازنة السوق وإعادة التوازن بين العرض والطلب».

أما «السيولة» فهي تعني في مجال التداول في بورصة الأوراق المالية: سهولة تحويل الورقة المالية إلى نقد⁽⁶⁾؛ أي سهولة تداولها دون تأثير كبير على سعر السوق، أما خارج

- (1) جريدة الراي الكويتية، صفحة الاقتصاد، العدد 13573، يوم الاثنين 29 أغسطس 2016، ص 22.
 - (2) لقد كان أعلى معدل لدوران الأسهم في بورصة الكويت -أي معدل الأسهم التي تم تداولها- هو 52,6% في قطاع الخدمات المالية، وهذا المعدل يُشير إلى أنّ أعلى طرح للسيولة في تنفيذ صفقات التداول قد أدى لتداول نصف كمية الأسهم المدرجة في هذا القطاع تقريباً، فيما بقي النصف الآخر راکداً دون تداول. انظر: سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2014، ص 32. منشور على موقع بورصة الكويت <https://www.boursakuwait.com.kw>، تاريخ الزيارة (2018-7-2).
 - (3) جريدة الأنباء الكويتية، الصفحة الاقتصادية، يوم الثلاثاء 11 أكتوبر 2016، ص 28.
 - (4) قرار بورصة الكويت للأوراق المالية رقم 1 لعام 2018.
 - (5) كتاب هيئة أسواق المال الكويتية رقم 1709 - م.هـ بتاريخ 27-3-2018.
- (6) Mike Moffatt, «Definition of Liquidity». See: <https://www.thoughtco.com/definition-of-liquidity-1146123> (2-7-2018).

مفهوم التداول فتعني مقدار النقد⁽⁷⁾.

ويتجاوز دور صانع السوق في البورصة مستوى «المتعامل» إلى مستوى «المحور»؛ لأن السوق كلها تتغير من حيث آلية التسعير والتداول في حال وجود الصانع، فتنقل من سوق تلقائية إلى مدعومة من الصانع، على الرغم من أن تكييفه القانوني يبقى مُتعاملاً مُرخّصاً بالتسعير المتقابل بيعاً وشراءً من جهة، ومُلزماً بتوفير السيولة من جهة أخرى.

ويكون صانع السوق في الواقع عبارة عن شركة مختصة بالأعمال المالية، وقد يكون سمساراً وصانعاً مختصاً بورقة معينة⁽⁸⁾، الأمر الذي يمنح الصانع نفوذاً واسعاً؛ كونه يقوم بأدوار استراتيجية ثلاثة في البورصة، وهي: «توفير العرض والطلب»، و«المشاركة بتحمل المخاطر»، و«توليد السيولة الذاتية»⁽⁹⁾ أي السيولة الناشئة عن تشغيل البورصة ذاتها.

وفي الكويت يُشترط ترخيص الهيئة لمزاولة نشاط صانع سوق⁽¹⁰⁾، كما يجب على الصانع أن يفصل بين محفظة عمله كصانع وبين بقية المحافظ الخاصة بالنشاطات المُرخّص له القيام بها، أمّا الصندوق الاستثماري كصانع سوق فقد منحت الهيئة ميزة عدم الفصل بين محافظه⁽¹¹⁾، فيما تجب موافقة البنك المركزي على ترخيص نشاط الصناعة للمصارف⁽¹²⁾.

وبغض النظر عن شروط الترخيص القانوني هذه، فيجب أن تتوفر في صانع السوق معايير مالية وفنية ذات مستوى احترافي من الناحية العملية حتى يكون جديراً بتبوء مقام الصانع في البورصة؛ كحُسن التحليل لحركة الأسعار والتداول، إضافة إلى حُسن التقدير في اختيار الوقت المناسب لإدخال وتنفيذ أوامر التداول التي تواجه أوامر جمهور عريض ومتناقض المصالح من المستثمرين في أوقات قد تكون حرجة خلال الأزمات المالية التي وُجد الصانع حتى يُوازن السوق خلالها، ناهيك عن الخبرة الدولية الواجب توافرها في الصانع كون الأسواق المالية مرتبطة ببعضها بشكل ملموس.

(7) https://en.wikipedia.org/wiki/Market_liquidity (2-7-2018).

(8) د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993، ص 105.

(9) Richard R. Lindsey, Ulrike Schaeede, «Specialist vs. Saitori: Market-Making in New York and Tokyo», Financial Analysts Journal, Vol. 48, No. 4, Jul. - Aug., 1992, Pp. 48-57.

(10) المادة (1-41-2)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة سوق المال الكويتي، رقم 7، لعام 2010، الصادرة بموجب قرار الهيئة رقم 72 لعام 2015، المادة (2-2) من قواعد صانع السوق في بورصة الكويت لعام 2016، وكذلك المادة (4-48-2)، كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت للأوراق المالية لعام 2018.

(11) المادة (3-1)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010.

(12) المادة (1-5-1)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010.

وبالتالي، فإن دور صانع السوق في البورصة يتمحور مبدئياً حول توفير «السيولة المُضافة»؛ أي أن الصانع يقوم بـ: «زيادة السيولة»⁽¹³⁾، فهو إما أن يطرحها مباشرة عند شراء الأوراق المالية المعروضة للبيع دون مشتري، أو يستخدمها في شراء أو ضمان اقتراس الأوراق المالية المطلوبة للشراء دون بائع، وذلك في مقابل إصداره لـ: «نشرة فروق الأسعار» خاصة بالأوراق التي يصنع سوقها وذلك في كل يوم تداول، بحيث تتضمن هامش فرق بين سعر الشراء وسعر البيع وهو مقدار ربح الصانع.

وتختلف أنظمة عمل صانع السوق بين البورصات العالمية العريقة، فنجد «نظام صانع السوق المتنافس» الذي يُدعى: «المُتعامل»⁽¹⁴⁾؛ حيث إن صناع السوق كلهم لديهم الحق بإصدار هوامش أسعار لكل الأوراق المالية دون أية ميزة احتكارية لأحدهم، ومن البورصات التي تعتمد هذا النظام: بورصة الكويت KSE⁽¹⁵⁾، وبورصة ناسداك NASDAQ⁽¹⁶⁾ بالولايات المتحدة.

ومن جهة أخرى نجد: «نظام صانع السوق الاحتكاري» وهو ما ندعوه هنا بـ: «المُتخصّص»⁽¹⁷⁾؛ فهو مُتخصّص بالتداول كصانع على ورقة أو مجموعة من الأوراق المالية التي ينفرد في تحديد سعرها، ممّا يمنح عمله «صفة احتكارية»، وأهم بورصة تعتمد هذا النظام هي: بورصة نيويورك NYSE بالولايات المتحدة التي تُطلق عليه: «المُتعامل المُتخصّص»⁽¹⁸⁾، فهو وسيط مُتعامل⁽¹⁹⁾.

(13) Gérard Rameix et Thierry Giami, Rapport sur le Financement des Pme-Eti par le Marché Financier, Le Ministre de l'Économie et des finances et de l'Industrie, Paris, 28 Jul. 2011, p.13.

(14) Daniel Weaver, Minimum obligations of market makers, Foresight, Economic Impact Assessment EIA8, Government Office for Science, London, 2012, p.3.

(15) المادة (1-41-4)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة سوق المال الكويتي، رقم 7، لعام 2010، الصادرة بموجب قرار الهيئة رقم 72 لعام 2015.

(16) Section 2-1, the NASDAQ Market Maker Agreement, 1 Dec. 2017. See also: <http://www.nasdaqomx.com/transactions/markets/commodities/markets/market-makers> (13-1-2018).

(17) Richard R. Lindsey, Ulrike Schaede, op. cit., p.48.

(18) New York Stock Exchange, «Market Making», p. 5. See: www.nyse.com.

(19) د. رمضان الشراح، «صناع السوق التجربة الكويتية»، 2006.

انظر الرابط: (13) www.unioninvest.org/Reasearches/A/1Market%20Makers2.doc (2018-1-13)

ص 4. وقد ظهرت حديثاً نظراً لنقص السيولة «أنظمة مختلطة» «Mixed Systems» تقوم بتقسيم السوق إلى قسمين، أحدهما مُتاح لصانع السوق التقليدي، والآخر مُتاح لعنصر جديد مُبتكر ظهر بعد أزمة انهيار شركة Lehman Brothers عام 2008 في الولايات المتحدة. انظر:

See: <https://www.investopedia.com/terms/s/supplemental-liquidity-provider.asp> (13-1-2018).

وهذا العنصر هو: «مُزوّد السيولة» (Daniel Weaver, op. cit., p.3.)؛ الذي يقوم بدور إضافة السيولة فقط دون أن يحق له إصدار تسعير خاص، ويجب أن تُشير إلى أن اعتماد البورصة لأحد

وإن أردنا مزيداً من التعمُّق في تفسير نظام صانع السوق، فعلينا أن نوضح «البنية الجزئية للسوق»⁽²⁰⁾؛ وهي تعني آلية التداول في نظام البورصة؛ فبنية السوق القائمة على أساس الأسعار تُوجد في: «السوق التي تقودها الأسعار»⁽²¹⁾؛ أي أن نظام البورصة يجب أن يبدأ من التسعير العادل حتى يصل إلى «الكفاءة»⁽²²⁾، ممَّا يوجب استمرار التداول⁽²³⁾ التي يضمنها صانع السوق.

أمَّا بنية نظام التداول القائمة على أساس الأوامر، فهي توجد في: «السوق التي تقودها الأوامر»⁽²⁴⁾، والتي تنطلق من فكرة أن السيولة في البورصة هي سيولة المستثمرين، وهي الضامن الوحيد لدقة التسعير وكفاءة البورصة كسوق حرّة، وتُمثّل بورصة

أنظمة صانع السوق (المتنافس، المُتخصَّص) لا يعني اعتمادها التام على هذا النظام حصراً، بل من الممكن أن تقوم بتطعيمه مع نظام آخر، فمثلاً في بورصة نيويورك ذات صانع السوق المُتخصَّص، فقد أوجدت البورصة «مزوّد السيولة الإضافي» «Supplemental Liquidity Provider – SLP»، وفي بورصة ناسداك ذات الصانع المتنافس يوجد أيضاً مزوّد للسيولة. انظر القواعد الخاصة بهاتين البورصتين على التوالي: Rule 107B., Supplemental Liquidity Providers, NYSE Rules, adopted: October 29, 2008 (NYSE-2008-108), the last amendment: October 16, 2017 (NYSE-2017-51).

Rule 7014. Market Quality Incentive Programs (Designated Liquidity Provider «DLP» Program), Nasdaq Rules, amended Nov. 1, 2017 (SR-NASDAQ-2017-119). See also: www.business.nasdaq.com/ Docs/app-3C-Liquidity-Provider-Fee-List.pdf (14-8-2018).

(20) هذا المُصطلح مُشاراً إليه في رسالة دكتوراه بعلم إدارة الأعمال نوقشت في جامعة السوربون، والنسخة التي بحوزتنا لها هي باللغة الإنكليزية، انظر:

Jérôme Dugast, «Essays in Financial Market Microstructure», École Doctorale «Sciences du Management/ GODI», École des Hautes Études Commerciales de Paris, Sorbonne, 2014. See: <http://pastel.archives-ouvertes.fr/pastel-00940976> (6-2-2018).

(21) د. إبراهيم أونور، تذبذب أسواق الأوراق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 94، يونيو/ حزيران 2010، ص 3.

(22) كفاءة بورصة الأوراق المالية هي قدرتها بتحويل أثر المعلومات المنشورة فيها على أسعار الأوراق المتداولة فيها بأسرع وقت، وبأقل كلفة، وأدنى تأثير على سعر السوق السابق. انظر حول هذا المفهوم: د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 489.

(23) وهو ما يسمّى في العلوم المالية بـ: «معدل دوران» الأوراق المالية في البورصة، وهو المعدل الذي يُحدّد نسبة انتقال الأوراق بين المتداولين، ممَّا يسمح بتقييم مدى ركود أو نشاط التداول، ومدى كفاية السيولة المطروحة في البورصة للقيام بتشغيلها بشكلٍ يضمن الارتفاع بمستوى كفاءتها، ويسمح هذا المعدل بـ: «قياس سيولة السهم» «Measure of Stock Liquidity»، ويُحتسب عبر تقسيم مجموع الأسهم المتداولة خلال فترة معيّنة على متوسط كمية الأسهم القائمة خلال تلك الفترة، فمثلاً لو أن سهماً معيّناً قد تمّ تداوله 500 مرّة خلال العام وأن متوسط كمية الأسهم القائمة منه يبلغ 1000 سهم، فإنّ معدل دوران هذا السهم يبلغ نسبة 50%. انظر في هذا المصطلح لدى قاموس موسوعة الاستثمار:

<https://www.investopedia.com/terms/s/shareturnover.asp>، شوهد بتاريخ (7-2-2018).

(24) د. إبراهيم أونور، مرجع سابق، ص 3.

طوكيو TSE المثال النموذجي للسوق المُدارة بالأوامر⁽²⁵⁾.

وفي جميع الأحوال، نجد أن الغاية المثلى و«الهدف النهائي»⁽²⁶⁾ لعمل صانع السوق في جميع أنظمة صناعة السوق هي في الحقيقة: «إعادة التوازن بين العرض والطلب»؛ ولذلك فقد اعتبر الدكتور رمضان الشراح أن: «صناعة السوق هي خلق استقرار واضح للسوق»⁽²⁷⁾؛ فيجب أن يكون هذا التوازن والاستقرار مُعبرين عن اتجاهات التداول الطبيعية⁽²⁸⁾؛ والصانع إن قام بطرح السيولة فهو يهدف إلى «موازنة السوق»، حتى يستطيع «تصحيح اتجاه السوق»؛ وبالتالي فإن القواعد المُنظمة لعمل صانع السوق في البورصة تهدف إلى إلزام صانع السوق المرخص بتحقيق التوازن بين العرض والطلب؛ ولذلك فإن تأثير التزامات صانع السوق على ضبط توازن العرض مع الطلب هو معيار التقييم الوحيد لقواعد صانع السوق بما يخدم مصلحة السوق والمستثمرين والصانع.

أهمية البحث:

تظهر أهمية هذا البحث من الدور الجوهرى لصانع السوق بالبورصة، حيث إن قدرته على تحديد سعر السوق الذي يقبل أن يشتري أو يبيع به تُؤلّد ضغطاً هائلاً على توازن اتجاهات التداول في البورصة في اتجاه الأسعار التي يُحددها، ممّا يجعل الصانع قادراً على تشكيل سعر السوق وليس مُجرّد استكشافه، الأمر الذي يجعل من عدالة السعر

(25) حتى أن نظام بورصة طوكيو، ونظام المشاركين فيها، ونظام العروض والطلبات كلّها لم تضع أي مجال لوجود صانع سوق، انظر:

<http://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/rules/regulations/index.html> (29-1-2018).

بينما سمحت بورصة باريس المُدارة بالأوامر بوجود مُزوّد السيولة فقط. انظر:

Daniel Weaver, Op. cit., p.3. See also: https://en.wikipedia.org/wiki/Paris_Bourse (29-1-2018).

وكذلك تخلو بورصة الأوراق المالية الأسترالية من صانع السوق. انظر:

Michael J. Aitken, Rowan M. Cook, Frederick H. de B. Harris, Thomas H. Mcinish, «The Role of Market Makers in Electronic Markets: Liquidity Providers on Euronext Paris», Research Gate, 2014, p.2.

See: <https://www.researchgate.net/publication/228557331> (29-1-2018).

(26) «... mechanisms employed by the market maker to balance demand and supply». See: Subhmesh BOSE, Desmond CAI, Steven Low, Adam Wierman, «The Role of a Market Maker in Networked Cournot Competition», Decision and Control (CDC), 2014 IEEE 53rd Annual Conference on, pp. 4479-4484, p.4479.

«... a market maker that balances demand and supply». See: Ibid.

«... As their ultimate goal is to balance the amount of stocks bought and sold overall, they set the price to try and achieve that, but it is their responsibility to provide liquidity so that anyone can trade at any time». See:

<http://www.financial-spread-betting.com/course/Market-makers-workings.html> (13-1-2018).

(27) د. رمضان الشراح، مرجع سابق، ص 3.

(28) د. أحمد مداني، نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية العربيّة ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالميّة، المجلة الأكاديميّة للدراسات الاجتماعيّة والإنسانيّة، قسم العلوم الاقتصاديّة والقانونيّة، الجزائر، العدد 15، جانفي/يناير 2016، ص 13 - 14.

وكفاءة البورصة، ومن قدرة البورصة على النهوض بالاقتصاد عبر توظيف المدخرات وتسريع وتيرة النمو، أمراً على المحك، فذلك كله رهناً بمدى التزام صانع السوق بتحقيق التوازن بين العرض والطلب بالبورصة.

أهداف البحث:

يهدف البحث إلى اكتشاف مدى تأثير التزامات صانع السوق على إعادة توازن العرض مع الطلب في البورصة، وذلك عبر الاهتمام بمعياري إعادة التوازن إلى العرض والطلب بالبورصة في كل التزام يُفرض على صانع السوق سواءً أكان متنافساً أم مُتخصّصاً.

إشكالية البحث:

وتتمثل إشكالية البحث في التساؤل التالي: «ما هو تأثير التزامات صانع السوق وفقاً لبورصة الكويت للأوراق المالية وبورصة ناسداك بالمقارنة مع بورصة نيويورك على إعادة توازن العرض مع الطلب في البورصة؟».

منهج البحث:

سننتهج المنهج الوصفي التحليلي الاستنتاجي المقارن، بحيث نصف الفكرة موضوع الدراسة ونوضحها، ثمّ نحلل النصوص المنظمة لها، ونستنتج الحلول التنظيمية الأمثل للمشكلة التي تعترضنا، وذلك عبر مقارنة قواعد صانع السوق في بورصة الكويت الصادرة بموجب قانون إنشاء هيئة أسواق المال الكويتية وتنظيم نشاط الأوراق المالية رقم 7 لعام 2010، ولائحته التنفيذية لعام 2015، وقواعد صانع السوق في بورصة الكويت لعام 2016، وكتاب قواعد التداول لعام 2018، وقواعد بورصة ناسداك الأمريكية؛ حيث تعتمد هاتان البورصتان نظام صانع السوق المتنافس، وذلك بالمقارنة مع قواعد بورصة نيويورك التي تعتمد نظام الصانع المُتخصّص، بحيث نُعمّم الاستفادة من مدارس تنظيمية واسعة ومتنوعة، فيما لن تتناول دراستنا المقارنة بورصة باريس لأن وجود مُزوّد السيولة فيها فقط لا يعني وجود صناعة سوق حقيقية، فمُزوّد السيولة لا يُعنى بالتزامات الصانع التقليدي.

خطة البحث:

حيث إنّ التزامات صانع السوق تجاه البورصة فيما يخص عمله تنقسم إلى احتياطية وتداولية، فتكون خطة البحث كالتالي:

المبحث الأول: تأثير الالتزامات الاحتياطية لصانع السوق على إعادة توازن العرض مع الطلب.

المبحث الثاني: تأثير الالتزامات التداولية لصانع السوق على إعادة توازن العرض مع الطلب.

المبحث الأول

تأثير الالتزامات الاحتياطية لصانع السوق على إعادة توازن العرض مع الطلب

تتواجد الالتزامات الاحتياطية في الأعمال المالية بشكل خاص، فهي عبارة عن واجبات مفروضة على مؤسسة مالية معينة بغاية الاحتفاظ باحتياطي كاف للقيام بنشاطها الذي تأسست من أجله ونالت ترخيصها حتى تمارسه، وهذه الالتزامات - في الواقع - هي وليدة العمل المالي شديد المخاطر، فتأتي الاحتياطيات المالية كوقاية من الأزمات، ومثالها الاحتياطيات الإلزامية للمصارف. وبالنسبة لصانع السوق في بورصة الأوراق المالية، فهو معني بهذه الاحتياطيات أكثر من المصارف؛ لأن عمل صانع السوق يتضمن مخاطرة غير تقليدية برأس المال، وليس مخاطرة بين السحب والإيداع كما هو الحال في المصارف. وبالتالي فإن صانع السوق ملزم بالتداول باستمرار، فالاستثمار بالنسبة للصانع ليس خياراً بل التزام، ومن هنا فعلى هذا الصانع أن يعدّ العدة لهذه المهمة الشاقة التي لا تنتهي، وإن كان هو مضاربٌ متهورٌ غير مبال برأس ماله أو توازن السوق، فالبورصة تتدخل دوماً حتى تلزمه بتوفير هذه العدة، وهي عبارة عن احتياطي إلزامي من الأموال النقدية والأوراق المالية.

وحيث إن الهدف النهائي لوجود صانع السوق هو تحقيق التوازن بين العرض والطلب بالبورصة⁽²⁹⁾، فعلى الصانع أن يضمن وجود وبقاء و«صيانة» محفظة من الأموال النقدية والأوراق المالية بما يكفل تحقيق هذا الهدف عن طريق زيادة «سيولة الأوراق المالية»⁽³⁰⁾، تلك العملية التي تحتاج إلى مركز مالي قوي للصانع. والنقطة الحساسة في هذا المجال هي أن ضعف المركز المالي لمحفظة صانع السوق سيؤدي إلى «تقلب الأسعار» في البورصة، وليس فقط «تقلب بالسيولة»⁽³¹⁾؛ وذلك نتيجة عدم قدرة الصانع على لعب دور موازنة العرض والطلب بالبورصة.

ولذلك سنبحث تأثير كل من الالتزام بتوفير حد أدنى من الأموال النقدية أولاً، والالتزام بتوفير حد أدنى من الأوراق المالية ثانياً على إعادة توازن العرض مع الطلب في البورصة.

(29) د. أحمد مداني، مرجع سابق، ص 4.

(30) Gérard Rameix et Thierry Giami, op. cit., P. 17.

(31) Carole Comerton-Forde, Terrence Hendershott, Charles M. Jones, Pamela Moulton, Mark S. Seaholes, «Time Variation in Liquidity: The Role of Market maker Inventories and Revenues», Cornell University, School of Hospitality Administration, Part of the Accounting Commons, and the Finance and Financial Management Commons, 2010, p.5.

See: <http://scholarship.sha.cornell.edu/articles/4/> (29-1-2018).

المطلب الأول

تأثير التزام صانع السوق بتوفير حدٍّ أدنى من الأموال النقدية على إعادة توازن العرض مع الطلب

لقد أشار الفقه إلى حاجة البورصة إلى: «سيولة مرتفعة»⁽³²⁾، وهو ما أنشأ فكر صناعة السوق، وبالتالي فإنَّ واجب الصانع في رفع مستوى السيولة يفترض وجود احتياطي من الأموال النقدية يكفي لتحقيق مستوى السيولة المرتفع في البورصة، ويُتيح له إعادة التوازن لها. ومن هنا تقوم البورصة بفرض توفير احتياطيٍّ من الأموال النقدية على الصانع؛ بحيث يُلزم بالمحافظة عليه طيلة مدَّة قيامه بنشاط صناعة السوق؛ فلا يكفي توفيره حتى ينال ترخيص الصناعة، بل يجب توفيره بشكل دائم مادام الصانع مرخصاً بعمل صناعة السوق.

وعلى اعتبار أنَّ نظام صانع السوق في البورصات العالمية يختلف بين صانع السوق المتنافس (الكويت وناسداك) أو المُتخصِّص (نيويورك)، فإنَّنا سنعالج إشكاليَّة هذه الفقرة من وجهة نظر القواعد التي اعتمدت كلاً من النظامين المذكورين.

أولاً- التزام صانع السوق بتوفير حدٍّ أدنى من الأموال النقدية في نظام صانع السوق المتنافس:

في الكويت، نصَّ قانون إنشاء هيئة أسواق المال الكويتية رقم 7 لعام 2010 على تعريف صانع السوق بأنه: «الشخص الذي يعمل على توفير قوى العرض والطلب على ورقة مالية أو أكثر طبقاً للضوابط التي تضعها الهيئة»⁽³³⁾، وكلف القانون الهيئة بإصدار نظام خاصِّ بصانع السوق⁽³⁴⁾، فجاءت اللائحة التنفيذية لهذا القانون عام 2015، وقد سمحت هذه اللائحة بتسجيل أكثر من صانع على ورقة مالية واحدة⁽³⁵⁾، وقد أكدَّ كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت لعام 2018 على ذلك⁽³⁶⁾، ممَّا أتاح التنافس بين صنَّاع السوق العاملين في بورصة الكويت.

لقد أكَّدت هيئة أسواق المال الكويتية على تنظيم مسألة «محفظة صانع السوق»؛ وهي

(32) Gérard Rameix et Thierry Giami, op. cit., p.18.

(33) المادة 1، قانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010، المعدلة بالقانون رقم 22 لعام 2015.

(34) المادة (4-15)، قانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010، المعدلة بالقانون رقم 22 لعام 2015.

(35) المادة (1-41-4)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010، الصادرة بموجب قرار الهيئة رقم 72 لعام 2015.

(36) المادة (4-48-3)، كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت للأوراق المالية لعام 2018.

البوتقة الضامنة لوجود احتياطي كاف من الأموال النقدية لدى الصانع، فنصت الهيئة على أنه: «يجوز للبورصة أن تضع الحد الأدنى لقيمة المبالغ النقدية في محفظة صانع السوق اللازمة للترخيص بممارسة نشاط صانع السوق، وكذلك النسب القصوى والدنيا لما يحتفظ به من نقد أو أوراق مالية طوال ممارسته لهذا النشاط»⁽³⁷⁾.

وبالتالي، فقد سمّت الهيئة الكويتية التزام الصانع فيما يخص توفير حد أدنى من الأموال النقدية في محفظته إلى التزام احتياطي تأسيسي يجب أن يوفي به الصانع قبل الترخيص له بممارسة الصناعة، والتزام احتياطي دائم يجب أن يلتزم به الصانع طالما كان يمارس عمل صناعة السوق، ولكن الهيئة قد أخضعت كل هذه القواعد للسلطة التقديرية لشركة بورصة الكويت عندما بدأت نص المادة بكلمة: «يجوز للبورصة...»، وهو ما يجب تعديله بكلمة: «يجب...»، ليتّم فرض وضع هذه القواعد على البورصة؛ لأنها قواعد ضامنة لتوازن السوق كدرع من الصنّاع المتلاعبين، فهذه المادة يجب أن تُصَبَّح من النظام العام للبورصة» الملزم للجميع.

وعلى أي حال، فقد قامت بورصة الكويت عبر قواعد صانع السوق الصادرة عام 2016 بالنص على أن: «يلتزم صانع السوق بتوفير الحد الأدنى -المحدّد وفق اتفاقية صانع السوق- من المبالغ النقدية المخصّصة لأنشطة صناعة السوق على ورقة مالية معيّنة، وذلك طوال فترة سريان الترخيص»⁽³⁸⁾، وكذلك كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت لعام 2018⁽³⁹⁾، وهنا لم نجد في الاتفاقية النموذجية الصادرة عن بورصة الكويت هذا البند فهي لم تُطبّق حتى روح النص السابق، ممّا يعني أنّ بورصة الكويت تستخدم حالياً صيغة الجواز التي منحها إياها اللائحة التنفيذية لقانون الهيئة رغبة بعدم الإثقال على صنّاع السوق، وتشجيع الشركات حتى تخوض في صناعة السوق المحفوفة بالمخاطر في الكويت بعد مرور البورصة بأزمة سيولة خانقة منذ 2013. وهذه الوضعية ربّما تُثير القلق صراحةً، فصانع السوق غير ملزم بأيّ احتياطي إجباري في الاتفاقية النموذجية، فيبيع ويشترى وإن كانت محفظته على حافة الإفلاس، إنّ هذه الحالة لهي الخطر الحقيقي على سيولة السوق، والوضعية الخطرة جداً على توازن العرض والطلب بالبورصة.

ولن يُخفّف من هذا الخطر إلزام الصانع بعدم استخدام محفظته في أنشطة أخرى حتى

(37) المادة (1-41-11)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7، لعام 2010، الصادرة بموجب قرار الهيئة رقم 72 لعام 2015.

(38) المادة (4-4)، قرار بورصة الكويت رقم 3، الخاص بقواعد صانع السوق، الصادر بتاريخ 13-12-2016، بعد صدور كتاب من هيئة أسواق المال بالموافقة على مستند هذه القواعد والاتفاقية النموذجية المرفقة به، رقم 8480 -ر الصادر بتاريخ 1-4-2016.

(39) المادة (4-51-4)، كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت للأوراق المالية لعام 2018.

تلك التي يزاولها بترخيص⁽⁴⁰⁾؛ لأنَّ الصانع يستطيع أن يستثمر ويضارب في أمواله النقدية بعد تحويلها من محفظته⁽⁴¹⁾، حتى في أدوات الدين قصيرة الأجل⁽⁴²⁾ دون حدٍّ احتياطيٍّ أدنى في المحفظة. ولذلك نرى ضرورة فرض احتياطي أدنى من الأموال النقدية في محفظة الصانع بحيث تتناسب مع مدى سيولة الورقة التي يعمل على صناعة سوقها، فالأوراق ضعيفة السيولة تتطلب احتياطياً نقدياً كبيراً بينما الورقة السائلة يُمكن التسامح بالحد الأدنى المذكور.

أمَّا في بورصة ناسداك ذات النظام المتنافس لصانع السوق، فقد نصَّت القواعد الأمريكية لهذه البورصة على التزامات عديدة تجاه الصانع إلاَّ أنَّها لم تذكرُ التزامات محفظة الصانع من المبالغ النقدية⁽⁴³⁾، بينما نصَّت الاتفاقية النموذجية لصناعة السوق المُشتقة مع هذه البورصة على بند «التزامات صانع السوق» ومن بينها «الفئة التأهيلية» الخاصَّة بالتزامات الصانع في بورصة ناسداك⁽⁴⁴⁾، وهي الفئة التي تسمح له القيام بعمله، وهذا الموقف يتلاءم مع خطورة التداول عالي السرعة (HFT) ضخم الكميات الذي يمتاز به مُزوَّد السيولة⁽⁴⁵⁾، إلاَّ أنَّ الاتفاقية النموذجية المذكورة لم تنص صراحةً على حدٍّ أدنى لمحفظة الصانع، ومن هنا يبدو أنَّ سبب إغفال النص الصريح على قواعد احتياطيَّات الصانع الملزمة من المبالغ النقدية في ناسداك هو رغبة نظام هذه البورصة في توزيع كلِّ الأوراق المدرجة على جميع صنَّاع السوق؛ ممَّا يضمن الاستفادة من أكبر قدر من السيولة، وأعلى درجات النجاح في قدرة الصنَّاع على إعادة التوازن بين العرض والطلب.

ونرى أنَّ تأثير مسألة إلزام صانع السوق بحدٍّ أدنى من الأموال النقدية على قدرة

(40) المادة (1-41-12)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010.

(41) المادة (1-41-13)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010.

(42) المادة (1-41-14)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010.

(43) Rule 4600. Requirements for Nasdaq Market Makers and Other Nasdaq Market Center Participants, Equity Rules of the USA Nasdaq Rules, Adopted Jan. 13, 2006 (SEC Release 34-53128); amended Oct. 16, 2006 (SR-NASDAQ-2006-001).

(44) Section 2-1, the NASDAQ Market Maker Agreement, 1 Dec. 2017.

(45) الأمر الذي بحث فيه الفقه مع إقبال بورصة باريس على السماح بنشاط المُزوَّد فيها، انظر: Thierry Foucault and Sophie Moinas, «Is Trading Fast Dangerous?», Toulouse School of Economics, No. 18/881, January 2018, p. 17.

ويبدو أنَّ ذلك قد جاء بسبب تأثر باريس بباقي البورصات التي انضمت إلى اندماج Euronext والتي التحقت به بورصة نيويورك أيضاً عام 2006، وذلك في إطار ما أطلقت عليه وزارة الاقتصاد الفرنسية: «التغيير الإحيائي لشركة البورصة» «La Mutation de l'Entreprise de Marché»، انظر:

Gérard Rameix et Thierry Giami, op. cit., p. 11.

الصانع بإعادة التوازن للعرض والطلب تأخذ أعلى مستوى من الأهمية في نظام الصانع المتنافس؛ وذلك لأن وقائع التنافس في صناعة السوق تفرض وجود تزامم تسويقي بين الصانع، الأمر الذي سيدفع بعض الشركات إلى الدخول لنشاط الصناعة فقط من أجل المنافسة والتضييق على الشركات التي تنافسها بالنشاطات المالية الأخرى دون وجود رغبة حقيقية أو تخطيط مدروس لتوفير العرض والطلب المتوازن في البورصة.

ثانياً- التزام صانع السوق بتوفير حدٍّ أدنى من الأموال النقدية في نظام صانع السوق المُتخصّص:

تظهر بورصة نيويورك كأهم سوق لتداول الأوراق المالية في الولايات المتحدة، فرغم أنها لاتزال تُطبّق نظام صانع السوق المُتخصّص في صورته التقليدية، إلا أنها تتفوّق على بورصة ناسداك التي حاولت تحديث منصّاتها الإلكترونية وتخفيف القيود على صانع السوق. ويبدو أن بورصة نيويورك تسير على هدى مفهوم صانع السوق التقليدي الذي جاء في تعريف قانون الأوراق المالية والبورصة الأمريكي لعام 1934 على أنه المتعامل المُتخصّص في بيع وشراء الأوراق لمصلحة محفظته المالية الخاصة بشكل مستمر⁽⁴⁶⁾، وهو في الواقع «وسيط متعامل» لحسابه أو لحساب عملائه من المستثمرين، يقوم في الوقت نفسه بنشاط الصانع.

وقد نصّ المشرّع الأمريكي في قانون الأوراق المالية والبورصة صراحةً على مبدأ: «مقدرة صانع السوق»⁽⁴⁷⁾، ويوجب هذا المبدأ على أنظمة البورصات أن تُحدّد تفاصيل هذه المقدرة ومن ضمنها توفير حدٍّ أدنى من الأموال النقدية، خاصةً أن الفقه الأمريكي قد أثبت وجود ارتباط بين انخفاض مخزون الصانع المالي وبين ارتفاع فروق وتقلبات الأسعار في أيام التداول التالية، ممّا سيؤدّي إلى اختلال توازن بورصة نيويورك⁽⁴⁸⁾. وهذا ما أوجب حرص لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) على توفير المتطلبات التي تضمن «حسن تنفيذ صانع السوق لالتزاماته عبر نشاطه» كما تمّ تكريسه في المنازعات القانونية الأمريكية⁽⁴⁹⁾، وأكد عليه الفقه الأمريكي⁽⁵⁰⁾.

(46) Section 3 (38), the USA Securities Exchange Act of 1934, as amended through P.L. 112-158, approved August 10, 2012.

(47) Section (5), the USA Securities Exchange Act of 1934.

(48) Carole Comerton-Forde, Terrence Hendershott, Charles M. Jones, Pamela Moulton, Mark S. Seaholes, op. cit., p. 30.

(49) The Securities and Exchange Commission (SEC) v. Jeffrey A. Wolfson, administrative proceeding, file No. 3-14726, July 17, 2012, p.3.

(50) Larry E. Bergmann and James P. Dombach, «What is a Regulation SHO bona-fide market maker?», Journal of Investment Compliance, Emerald Publishing Limited, Vol. 18, No. 2, 2017, Pp. 19-26.

ومن هنا، فقد عرّفت قواعد بورصة نيويورك «صانع السوق المُتخصِّص» (DMM) بأنه عضو مؤسّساتي - شخص اعتباري - خاضع لمتطلبات معيّنة⁽⁵¹⁾، وقد أخضعت هذه القواعد لـ: «متطلبات الحد الأدنى للأصول السائلة» وهي يجب أن تكون بشكل أساسي أعلى من⁽⁵²⁾:

1- 1,000,000 مليون دولار، أو:

2- 75,7000 ألف دولار لكل 0.1 % من كمّيات صفقات الصانع الخاصّة بالأوراق التي سجّل عليها لصناعة سوقها؛ فهنا يتمّ مقارنة المبلغ الذي يُمثّل النسبة المذكورة 0.1 % مع الاحتياطي النقدي للصانع، فيجب دائماً أن يكون لدى الصانع مبلغ 75,000 ألف دولار في مواجهة هذه النسبة المقاسة على قيمة صفقات الصانع.

أمّا في كتاب «صناعة السوق» الصادر عن بورصة نيويورك عام 2018 والذي جمع قواعد صانع السوق، فقد نصّت هذه البورصة على صلاحية البورصة في فرض قاعدة تسمّى: «مطلب المديونية الإجمالية»، وهي تهدف إلى «حفاظ» صانع السوق على حدّ أدنى من رأس المال الصافي» بحيث يكون دائماً أكبر من⁽⁵³⁾:

1- 100,000 مئة ألف دولار؛ فلا يقلّ الحد الأدنى من رأس المال الصافي عن هذا المبلغ، وأيضاً:

2- 2,500 دولار لكل ورقة مالية مسجّلة لمصلحة صانع السوق (إلا إن كانت الورقة المالية تمثّل أقل من 5 % من القيمة السوقية للبورصة، فحينها يتمّ الاكتفاء بمبلغ 1000 دولار كرأس مال صاف عن تلك الورقة⁽⁵⁴⁾ وهذا الرقم مُستند على عدد الأوراق المالية المماثلة للورقة التي قد سجّل عليها الصانع في الـ 30 يوماً السابقة للتسجيل⁽⁵⁵⁾.

3- نسبة $\frac{3}{2}$ من الدين الكلي؛ أي $\frac{3}{2} = 3 \div 2 = 0,6 \times 100 = 66,6$ % تقريباً، وهي النسبة التي

(51) Rule 2. (j), «Member,» «Membership,» «Member Firm,» etc., NYSE Rules, August 17, 2017 (NYSE-41-2017).

(52) Rule 103. Supplementary Material (DMM Financial Requirements .20 (b) Minimum Net Liquid A - sets Requirements), NYSE Rules, August 17, 2017 (NYSE-(41-2017).

(53) New York Stock Exchange, «Market Making», p. 10.

(54) نطرح المثال التالي: فلو كانت القيمة السوقية للبورصة بكامل الأوراق المدرجة فيها تبلغ مليار دولار مثلاً، وكانت القيمة السوقية للورقة التي يريد الصانع التسجيل عليها تساوي أو تقل عن 50 مليون دولار، فيكتفى بمبلغ 1000 دولار لكل ورقة مدرجة منها.

(55) نطرح المثال التالي: فإن كان عدد الأوراق المماثلة للورقة المالية التي يرغب الصانع التسجيل عليها قليلاً في الـ 30 يوماً السابقة لطلب التسجيل عليها، فقد تطلب إدارة البورصة مبالغ أكبر من المبالغ المذكورة كحدّ أدنى من رأس المال الصافي.

يجب على الصانع أن يُحافظ عليها من قيمة دينه الكلي⁽⁵⁶⁾.

4- القدر الموصوف في القاعدة (1-15c3) الصادرة عن لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC)؛ وهي مجموعة حدود دنيا تفصيلية لرأس المال الصافي التي يجب على جميع «الوسطاء المتعاملين» لحسابهم الشخصي - ومنهم صانع السوق المُتخصّص - التقيد بها⁽⁵⁷⁾، وقد تمّ تحديثها وتوسيعها بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008⁽⁵⁸⁾.

وبعد هذه القيود الصارمة المستمرة على صانع السوق في بورصة نيويورك، تستطيع هذه البورصة أن تفرض أيضاً قاعدة: «متطلب رأس المال الصافي البديل» على صناع السوق، وهي عبارة عن حدود إضافية دنيا للمبالغ النقدية، يجب أن تكون أكبر من:

1- 250,000 ألف دولار فلا يقلُّ الحدُّ الأدنى من رأس المال الصافي عن هذا المبلغ.

2- 2% من الدين الكلي.

3- القدر الموصوف في القاعدة 1-15c3 الصادرة عن لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC).

ويبدو أنّ هذه القاعدة قاسية شديدة من حيث المبلغ الكلي لرأس المال الصافي، إلا أنّها أكثر تساهلاً من القاعدة السابقة فيما يخصُّ قيمة الحد الأدنى من رأس المال الصافي بالمقارنة مع قيمة الدين الكلي؛ وهو ما يدفعنا للقول بأنَّ تطبيق قاعدة رأس المال الصافي البديل يكون عندما تريد البورصة إتاحة الشراء عبر استئانة هامش من قيمة الصفقة أو ما يسمّى: «التداول الهامشي» لصناع السوق، وذلك في الحالات التي تشجُّ فيها السيولة كثيراً مع بقاء ثقة المستثمرين بالبورصة، كأن يرتفع سعر الفائدة، فنقل الأموال المتدفقة على البورصة نتيجة الإقبال على الإيداع بالمصارف، ففي مثل هذه الحالات قد تُطبَّق بورصة نيويورك قاعدة «متطلب رأس المال الصافي البديل» حتى يبقى للصانع قدرة من حيث المبالغ النقدية الاحتياطية على إعادة التوازن بين العرض والطلب.

أمّا إذا ظهر لبورصة نيويورك أنّ بيئة التداول فيها طاردة للمستثمرين بسبب وجود ممارسات غير مشروعة كالتلاعب بالأسعار قد أضرت بثقتهم بالبورصة، فهنا تطبَّق قاعدة «مطلب المديونية الإجمالية» حتى تُحافظ على حدٍّ أدنى قاس من حيث نسبة المديونية لرأس المال الصافي، فتجعل من الصعب على صناع السوق الشراء بهامش

(56) نطرح المثال التالي: فلو كان صانع السوق مديناً بما قيمته 100 مليون دولار نتيجة تداوله بصفقات بهامش التغطية أي التي يقوم من خلالها بتنفيذ صفقات الشراء عبر استئانة هامش من قيمتها من الوسيط، فهنا على الصانع أن يحتفظ نقداً بحدٍّ أدنى من رأس المال الصافي يبلغ تقريباً 66.6 مليون دولار (نسبة 66.6% من مبلغ 100 مليون).

(57) Rule 15c3-1, the USA Securities and Exchange Commission SEC, as the last amendment in 2014.

(58) See: https://en.wikipedia.org/wiki/Net_capital_rule (18-1-2018).

استدانة، وتحافظ البورصة في الوقت نفسه على ثقة المستثمرين من جهة، وعلى توازن العرض والطلب من جهة أخرى.

وكنتيجة مبدئية، نستطيع القول بأن كل الالتزامات الضامنة لتوفير حد أدنى من المبالغ النقدية لدى صانع السوق - على أهميتها في ضمان عمل الصانع بتوفير السيولة -، فإنها لم تلتفت إلى ضرورة ضبط الكيفية التي سيستخدمها الصانع فيها هذه السيولة إن أوفى بالحد الأدنى المطلوب، مما يشير إلى ضرورة فرض حد أعلى في المحفظة النقدية للصانع عندما تتجاوز كمية السيولة المودعة فيها للحاجة قياساً بالسيولة المطلوب طرحها من الصانع.

فاكتناز السيولة الزائدة سيؤدي إلى حرمان البورصة منها، وهو ما يعاكس الغاية من وجود صانع السوق، كما أن وضعيَّة: «فرط السيولة» لدى الصانع - إن صحَّ التعبير - قد تؤدي إلى وجود وضعيات احتكارية لمصلحة صانع قادر على التلاعب بأسعار البورصة كما يشاء، نظراً لقدرته على تشكيل ضغوط تضخميَّة على سعر السوق عند الارتفاع عبر شرائها المكثف، أو ضغوط نزوليَّة على السعر عند الانخفاض عبر عرض ما اشتراه للبيع بأسعار منخفضة متسلسلة.

ويبدو لنا أن سبب إغفال فرض حد أعلى في المحفظة النقدية للصانع يظهر في عدم إدراك الغاية الواسعة من وجود صانع السوق في البورصة، وهي إعادة التوازن للعرض مع الطلب، وهذه الغاية لن تستقيم إن مالت كفة الميزان في محفظة الوسيط النقدية تجاه النقصان أو الزيادة عن حدود الهدف الخاص بتحقيق نقطة التوازن، فهل تأخذ محفظة الأوراق المالية لدى الصانع الحكم نفسه؟.

المطلب الثاني

تأثير التزام صانع السوق بتوفير حد أدنى من الأوراق المالية

على إعادة توازن العرض مع الطلب

تتميز بورصة الأوراق المالية بالحرية في التداول، فالأوراق المطروحة للبيع والشراء فيها يتم تناقلها بشكل لا متناه زمنياً، ولا محدود شخصياً؛ أي أن إدارة البورصة لا تستطيع تحديد أو حصر نطاق التداول في إطار مغلق، وهذا ما سيؤدي بالتأكيد إلى انتشار ملكية الأوراق المالية على فئات أوسع من الأشخاص.

وهذه الوضعيَّة تظهر في فقه أسواق المال النظرية كحالة إيجابية كونها تؤدي إلى توزيع رأس المال المتداول في البورصة على أكبر قدر ممكن من شرائح المجتمع، مما يساعد

في النهاية على توزيع أكثر عدلاً للنتائج القومي الإجمالي في اقتصاد الدولة، وذلك فيما يخص القيم السوقية المتداولة بالبورصة. ولكن الواقع الخاص بألية عمل صانع السوق يجعل من وضعية انتشار ملكية الأوراق المالية الواسع حالة معيقة لعمله؛ فالصانع بحاجة إلى كمية كبيرة من الأوراق حتى يُقابل بها أوامر الشراء التي لا تجد بائعاً في مقابلها، وهذا ما يُجبر الصانع على الاحتفاظ بمخزون كبير من الأوراق التي يصنع سوقها، حيث إن «السيولة الكافية»⁽⁵⁹⁾ التي يسعى الصانع إلى توفيرها للبورصة تفرض عليه توفير الأوراق المالية المطلوبة على طرف الشراء حتى يُسهّم في تسهيل تحويلها إلى نقد، تماماً كما يقوم بتوفير السيولة النقدية الكافية لشراء ذات الأوراق المالية المعروضة على طرف البيع.

ومن هنا، تفرض البورصة على الصانع عند توقيع الاتفاقية بينهما أن يقوم بالاحتفاظ بحدٍّ أدنى من الأوراق المالية التي يتنافس مع غيره من الصناع على صناعة سوقها أولاً، أو التي يتخصّص بها ثانياً كما سنرى.

أولاً- التزام صانع السوق بتوفير حدٍّ أدنى من الأوراق المالية في نظام صانع السوق المتنافس:

لقد سارت قواعد صانع السوق في الكويت على المبادئ العامة المنصوص عليها في اللائحة التنفيذية لقانون الهيئة رقم 7 لعام 2010 فيما يخص تنافسية صنّاع السوق، إلا أن هذه القواعد قد أتاحت تنافس أكثر من صانع على صناعة ورقة واحدة، فهي لم تفرض وضعية التنافس دائماً، حيث أخضعت بورصة الكويت التنافس بين الصناع لقاعدة «الإمكانية» وليس «الوجوب»؛ فقد نصّت اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال على أنه: «يجوز للبورصة أن توافق على تسجيل أكثر من صانع سوق لمزاولة نشاطه على ورقة مالية واحدة»⁽⁶⁰⁾، وقد أكدت على ذلك قواعد صانع السوق⁽⁶¹⁾، ثم كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت⁽⁶²⁾، وبهذا النص فقد تم إتاحة نظام الصانع المتنافس وهو ما يُسهّم بعدم محاباة بعض الصناع على حساب آخرين⁽⁶³⁾.

(59) انظر في هذا المفهوم في الفقه، لدى: Gérard Rameix، Thierry Giami، op. cit.، P. 19.

(60) المادة (1-4-41)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010، الصادرة بموجب قرار الهيئة رقم 72 لعام 2015.

(61) المادة (2-4) من قواعد صانع السوق في بورصة الكويت لعام 2016.

(62) المادة (3-48-4)، كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت للأوراق المالية لعام 2018.

(63) تطعن محاباة صانع على حساب باقي صنّاع السوق في ثقة أعضاء السوق والمستثمرين بالبورصة، ولكن تبقى إشكالية محاباة الصانع على حساب المستثمرين عند حدوث حالات تعارض المصالح بين الصانع المتداول لحسابه والمستثمرين المتداولين على ذات الورقة المالية؛ فهنا يُصبح وجود صانع

وكما نرى، فقد انعكست فكرة إمكانية تنافس الصناع - وليس فرض هذا التنافس - على وضع التزام على الصانع بتوفير حد أدنى من الأوراق المالية؛ فالصانع الذي تقرر عليه بيئة البورصة التنافس مع نظراء له، سيجد نفسه في حالة سباق مع الصناع الآخرين على الورقة نفسها، مما يدفع البورصة إلى فرض حد أدنى من الأوراق التي يصنع سوقها في محفظته كمؤشر على نجاحه في عمله، وإلا سيُعتبر فاقداً للغاية من وجوده في البورصة كونه - وفقاً للمخزون الضعيف من الورقة - يُعتبر فاقداً للقدرة على صناعة السوق.

أمّا الصانع المتخصّص الذي يكون وحيداً في صناعة السوق على ورقة معيّنة، فلا يحتاج للكثير من الجهد حتى يجمع الأوراق المطلوبة منه للقيام بدور الصانع تبعاً للمعايير التي تشترطها عليه البورصة في الاتفاقية المبرمة بينهما، ويبدو أنّ هذا السبب الواقعي الذي دفع بورصة الكويت - ذات الصناعة القابلة للتنافس - حتى تُغفل فرض التزام على الصانع بالاحتفاظ بكمية دنيا من الأوراق المالية التي يصنع سوقها، على عكس أنظمة السوق التي فرضت بوضوح حدّاً أدنى من المبالغ النقدية الدنيا في محفظة الوسيط.

ولكن لنتساءل هنا: ماذا لو كانت بيئة صناعة السوق في بورصة الكويت بيئة تنافسيةً على ذات الورقة؟، ألن تصعب مهمة الصانع في توفير كمية الأوراق المطلوبة منه حتى يواجه أوامر الشراء؟، ألن يستغل الصناع عدم وجود التزام عليهم بالاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية فيندفعون نحو اقتراضها؟..

الحقيقة أنّ إغفال ذكر التزام صانع السوق بتوفير حد أدنى من الأوراق المالية للورقة التي يصنع سوقها في ظل إتاحة تنافس صناع السوق على ذات الورقة، لهو تساهل كبير في تحديد الضمانات الاحتياطية لعمل صانع السوق من جهة، ولتوازن البورصة من جهة أخرى، خاصةً أنّه يُشير إلى تجاهل نصّ اللائحة التنفيذية لقانون إنشاء هيئة أسواق المال التي نصّت بوضوح على صلاحية البورصة بتحديد: «.. النسب القصوى والدنيا لما يحتفظ به من نقد أو أوراق مالية طوال ممارسته لهذا النشاط»⁽⁶⁴⁾. تلك الصلاحية التي لم تُذكر في قواعد صانع السوق، وهو ما يجب تلافيه عبر النصّ الصريح على صلاحية البورصة بفرض حد أدنى من الأوراق على الصانع في الاتفاقية التي تربطهما، خاصةً

السوق عاملاً سلبياً على كفاءة السوق. انظر: أخبار عن إمكانية وجود مثل هذه الحالات في سوق العقود الآجلة والبيوع المستقبلية ببورصة الكويت عام 2014، جمعية الشفافية الكويتية، مركز الشفافية للمعلومات، رصد أحوال الشفافية في البورصة، ملف أبريل 2014، أخبار 8 أبريل، ص 8. وقد كانت هذه الأحداث وغيرها من أسباب حظر هيئة أسواق المال الكويتية لجميع العقود الآجلة. انظر: قرار رئيس مجلس مفوضي هيئة سوق المال الكويتية، رقم 76، بشأن إيقاف المشتقات المالية (الخيارات والبيوع المستقبلية والآجل)، الصادر بتاريخ 31-8-2016.

(64) المادة (1-41-16)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7، لعام 2010.

أن قواعد صانع السوق ببورصة الكويت قد سمحت للصانع أن يبيع الأوراق دون أن يمتلكها عبر آلية: «البيع على المكشوف في البيع القصير» بضمان اقتراض الأوراق من وكالة المقاصة⁽⁶⁵⁾، وقد سمح كتاب قواعد التداول في الكويت بذلك أيضاً⁽⁶⁶⁾.

فإذا ترافق عدم وجود حد أدنى من مخزون الأوراق مع إتاحة البيع المكشوف، فإن توازن البورصة يكون على حافة الانهيار؛ لأن تسهيل البيع سيؤدي إلى تكثيف القوة السعريّة الدافعة الخافضة لسعر السوق، وهذا الأمر بغاية الحساسية، حيث أكد الفقه الأمريكي على خطورة «البيع القصير التعسفي»⁽⁶⁷⁾؛ ذلك الذي يكون بكميات كبيرة مبالغ بها دون ضمانات كافية مأخوذة على الصانع، في حين أكدت بورصة ناسداك على سياسة إغفال نكر الحد الأدنى من الأموال أو الأوراق في قواعدها الخاصّة بناسداك الأمريكيّة⁽⁶⁸⁾، وفي الاتفاقيّة النموذجيّة لصناعة السوق مع تلك البورصة⁽⁶⁹⁾، وقد أشار الفقه إلى أن التوجّه الحاليّ يميل إلى خفض التزامات صانع السوق⁽⁷⁰⁾، ولكن يبدو لنا أن ناسداك قد أخضعت هذه الشروط للفئة التاهليّة من التزامات صانع السوق التي سبق وأن أشرنا إليها في الاتفاقيّة النموذجيّة الخاصّة بناسداك⁽⁷¹⁾.

وهذا يعني أن بورصة ناسداك تستطيع فرض حد أدنى من الأوراق الماليّة في محفظة الصانع؛ لأنّ ذكر الالتزامات التاهليّة يسمح بفرض مثل هذا الالتزام على الصانع، الأمر الذي يُظهر أنّ الاتفاقيّة النموذجيّة في ناسداك قد استغرقت من حيث البنود الحاجة لمحفظة منضبطة من الأوراق لدى الصانع في ظلّ البيئة التنافسيّة الكبيرة التي تشهدها هذه البورصة بين صنّاع السوق.

كما يُمكن في الواقع العملي - وفقاً لما نراه- أن تقوم لجنة الأوراق الماليّة والبورصة الأمريكيّة بتكييف عمل الصانع في صناعة السوق دون وجود محفظة كافية ب: «انتهاك بيئة السوق» كما أشار القضاء الأمريكي⁽⁷²⁾؛ حيث إنّ اندفاع الصنّاع نحو تنفيذ دور

(65) المادة (2-8) من قواعد صانع السوق في بورصة الكويت لعام 2016.

(66) المادة (2-54-4)، كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت للأوراق الماليّة لعام 2018.

(67) Larry E. Bergmann, James P. Dombach, op. cit., p. 19.

(68) Rule 4600. Requirements for Nasdaq Market Makers and Other Nasdaq Market Center Participants, Equity Rules of the USA Nasdaq Rules, Adopted Jan. 13, 2006 (SEC Release 34-53128); amended Oct. 16, 2006 (SR-NASDAQ-2006-001).

(69) The NASDAQ Market Maker Agreement, 1 Dec. 2017.

(70) Daniel Weaver, op. cit., p. 16.

(71) Section 2-1, the NASDAQ Market Maker Agreement, 1 Dec. 2017.

(72) The Securities and Exchange Commission (SEC) v. Wilson-Davis & Company, Inc., administrative proceeding, file No. 3-17733, April 26, 2017, p. 1.

الصانع دون وجود مقدرة لديه على ذلك يعني قيامه بانتهاك البيئة التي تقودها الأسعار طالما أنّ الأسعار المبدئية التي يُحددها لن يستطيع تنفيذها، فهي ستكون حينئذٍ مجرد أسعار وهمية. وهذا التحليل يقودنا للقول بأن بورصة ناسداك كانت أكثر حذراً من بورصة الكويت فيما يخص هذه المسألة الدقيقة، فلم تترك صانع السوق دون مظلة تنظيمية قادرة على فرض كمية معينة دنيا من الأوراق المالية في محفظته، بل فرضت عليه التزامات تأهيلية معقولة - وإن كانت فضفاضة - في الاتفاقية النموذجية بحيث تُبرر فرض الالتزام بالمحافظة على محفظة معقولة من الأوراق، ذلك الالتزام الذي يجب أن يكون متوافقاً مع معايير التداول التي تفرضها عليه هذه الاتفاقية، بينما ركزت بورصة الكويت على المعنى الضيق لتوفير السيولة في كونه طرح الأموال النقدية في العرض والطلب بالبورصة، وتجاهلت طرح السيولة التي يقوم به الصانع عندما يشتري الأوراق التي يقوم ببيعها للمتداولين حتى يُحقّق التوازن؛ ممّا يوجب سدّ هذه الثغرة في قواعد صانع السوق ببورصة الكويت، والالتزام بتوجيهات اللائحة التنفيذية لقانون هيئة سوق رأس المال.

ثانياً- التزام صانع السوق بتوفير حدّ أدنى من الأوراق المالية في نظام صانع السوق المُتخصّص:

لقد ركّزت قواعد بورصة نيويورك⁽⁷³⁾ وكتاب «صناعة السوق» لعام 2018⁽⁷⁴⁾ لدى تنظيمها لالتزام صانع السوق بالمخزون الاحتياطي على فكرة: «الأصل السائل»؛ الذي عرفته قواعد بورصة نيويورك بأنه⁽⁷⁵⁾: «1. هو المبالغ التي تفيض من رأس المال الصافي، أو: 2. هو السيولة المخصّصة لمحفظة الصانع».

فهل وقعت هذه البورصة في فخّ تجاهل الأصل الحقيقي وليس السيولة فيما يخصّ مخزون الصانع، وهو الأوراق المالية التي تضمن القدرة على بيع الورقة التي يتخصّص بها الصانع ببورصة نيويورك؟

نستطيع استقراء وجهة النظر هذه من منظور آخر، فبورصة نيويورك عريقة في إدارة وتنظيم آلية السوق التي تقودها أسعار صانع السوق، فهي لا يُمكن أن تُغفل أهمية مخزون الأوراق المالية، ولا يُمكن أن تتجاهله إرضاءً لصنّاع السوق بغضّ النظر عن خطر انهيار البورصة. ومن هنا يبدو لنا أنّ بورصة نيويورك قد اتّجّهت إلى ضمان وجود

(73) Rule 103. Supplementary Material (DMM Financial Requirements. 20 (b) Minimum Net Liquid Assets Requirements), NYSE Rules, August 17, 2017 (NYSE-(41-2017).

(74) New York Stock Exchange, «Market Making», p. 10.

(75) Rule 103.20, (a), 1, NYSE Rules, August 17, 2017 (NYSE-(41-2017).

الكمية المطلوبة من الصانع لبيع الأوراق عبر إلزامه بتوفير كمية إضافية من السيولة تسمح له بشراء الأوراق التي يُطلب منه -كصانع متخصص- بيعها بالبورصة؛ أي أن بورصة نيويورك قد ضمنت مخزون الصانع من الأوراق عبر ضمان مخزونه من الأصول السائلة.

ويبدو أن أصل هذا الموقف نابع من تأسيس قانون الأوراق المالية والبورصة الأمريكي لعام 1934 فكرة صانع السوق على مبدأ «الوسيط المتعامل»⁽⁷⁶⁾؛ الأمر الذي يعني أن صانع السوق محكومٌ بمعايير الوسطاء الصارمة من حيث السيولة، وهو ما يضمن مركزاً مالياً متيناً للصانع لا يحتاج بعده -وفقاً لنيويورك- إلى المزيد من الضمانات بخصوص احتياطي الأوراق المالية. ولكن في إطار بحثنا بين سطور النصوص التنظيمية الأمريكية، فقد وجدنا أن سلطة تنظيم الصناعة المالية الأمريكية (FINRA) قد نصت بخصوص قواعد عمل صناع السوق غير المنظمة - أو السوق خارج المقصورة⁽⁷⁷⁾ - في الولايات المتحدة على ضرورة تحقيق الصانع لـ: «متطلبات تشغيلية» وليس فقط «مالية» قبل الخوض في عمل صناعة السوق⁽⁷⁸⁾؛ وهذه المتطلبات تتضمن وجود ما يكفل قيام الصانع بدوره من وجود السيولة والأوراق بين يديه.

ورغم أن هذه القاعدة لا تلزم صناع السوق في بورصة نيويورك كونها بورصة منظمة تحكمها قواعدها الخاصة، إلا أن نصوص سلطة (FINRA) المذكورة تحظى بأهمية كبيرة خاصة أنها سلطة أمريكية فيدرالية، كما أن القاعدة المذكورة تحكم السوق السابقة للإدراج والتي تكون قواعدها أسهل عادةً من قواعد البورصة المنظمة التي يتم الإدراج فيها.

وما نراه هو أن إدراك المُنظم الأمريكي لمسألة مُتطلبات التشغيل الخاصة بصناع السوق تؤكد يقيناً وعيه بضرورة فرض حد أدنى من مخزون الأوراق المالية، وهو الأمر غير المذكور في قواعد عمل صانع السوق ببورصة نيويورك؛ ممّا يعني انحراف نظام تلك البورصة شيئاً ما عن السياسة المُتبعة في الولايات المتحدة، واتجاهها إلى تسهيل عمل الصناع على حساب القواعد الراسخة في هذه الدولة.

فإن أردنا القول بأن قواعد السيولة القاسية المفروضة على صناع السوق تضمن توفيرهم للأوراق المطلوبة منهم، فإن اندفاع الصناع نحو شراء الأوراق المُطالبين ببيعها سينشئ ضغطاً صاعداً على أسعارها، حيث إن بيعهم لهذه الأوراق بعدها سينشئ ضغطاً نزولياً

(76) Section 11 (a) (1) (A), the USA Securities Exchange Act of 1934.

(77) وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي لم يتم إدراجها في البورصة المنظمة بسبب عدم إيفاء مُصدرها لمتطلبات الإدراج أو عدم رغبته بالإدراج أساساً.

(78) Rule 6540., the USA Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) Rules, amended by SR-FINRA-2009-054 eff. Feb. 11, 2011.

عليها، وهو ما سيؤكّد التقلّب في سعر السوق بسبب وجود الصانع الذي يتمحور دوره في إعادة التوازن للسوق. وفي الواقع، فإنه سيزيد من اضطراب السوق قيام الصنّاع المُتخصّصين باستغلال علمهم بأوامر عملائهم ومقابلتها بأوامرهم بغرض خفض أو رفع الأسعار كما حدث في الواقع بالولايات المتحدة عام 2011⁽⁷⁹⁾، ممّا سيُسبّب توفير مخزون كبير من الأوراق التي سيحتاجونها. وهذا ما يؤكّد أنّ توجّه بورصة نيويورك غير موفّق في إطار التساهل مع صانع السوق وعدم إلزامه بحدّ أدنى من الأوراق الماليّة، الأمر الذي يُفسّر سقوط تلك البورصة السريع في دوامة الأزمات الماليّة أعوام 1929 و1986 و2008 بسبب قربها من الشركات العاملة فيها - إن لم نقل خضوعها لنفوذها - أكثر من الجهات المُنظمة لعملها، الأمر الذي دفعها في النهاية إلى الترخيص لمزوّد السيولة بوظائف فرعيّة حتى يُساعد الصانع - بشكل ثانوي - بضخ السيولة⁽⁸⁰⁾.

واللأفّ للنظر في الواقع القانوني للمنازعات الخاصّة ببورصة نيويورك قيام عدد من صنّاع السوق بإقامة الدعاوى مجتمعين على بورصة نيويورك للمطالبة بحقوقهم⁽⁸¹⁾، وهذا ما يُشير إلى أنّ عدم تسامح البورصة معهم بخصوص متطلبات الصناعة سيجعلهم يتكثّرون بفعل المصالح المشتركة في مواجهة البورصة كشركة، وهو الأمر الذي يجب ألاّ يثنّي البورصة عن رقابتها الصارمة لتنفيذ الصنّاع لالتزاماتهم، مع ضرورة دعم لجنة البورصة للشركة التي تقوم بإدارتها في مواجهة هؤلاء الصنّاع في هذه الحالة.

كما أنّ رقابة ومعاقبة لجنة الأوراق الماليّة والبورصة الأمريكيّة (SEC) لشركات المحاسبة الماليّة التي تُصدر التقارير والبيانات الماليّة الخاصّة بصنّاع السوق تلعب في هذه النقطة دوراً أساسياً في مدى واقعيّة التزام الصنّاع بالحدود المعقولة لمحافظهم من الأوراق الماليّة، حيث إنّ تواطؤ الصانع مع المحاسب أمرٌ ممكنٌ وخطيرٌ جداً على توازن البورصة وسمعتها، يكفي أن نذكر أزمة شركة إنرون Enron للطاقة عام 2002 في الولايات المتحدة التي كان سببها الغشّ المحاسبيّ، ويبدو أنّ هذا ما دفع لجنة الأوراق الماليّة والبورصة عام 2017 إلى ملاحقة إحدى شركات المحاسبة على «المحاولة الخطيرة» لانتهاك قواعد المحاسبة⁽⁸²⁾.

(79) The Securities and Exchange Commission (SEC) v. Bear Wagner Specialists LLC, etc., Administrative proceeding, release No. 64553, May 26, 2011, p. 2.

(80) New York Stock Exchange, Supplemental Liquidity Providers (SLPs). See: www.nyse.com (29-1-2018).

(81) Citadel Securities LLC, etc., v. NYSE Arca, Inc., etc., the Securities and Exchange Commission (SEC), file No. 3-17189, July 15, 2016, p. 1.

(82) The Securities and Exchange Commission (SEC) v. Kabani & Company, Inc. etc., administrative proceeding, file No. 3-16518, April 7, 2017, p. 1.

ومن وجهة نظرنا، فإن جميع الأنظمة التي بحثنا فيها اقتربت بشكل خجول من فكرة توفير حد أدنى من الأوراق المالية في نظام صانع السوق، فهذه الأنظمة قد أراحت الصانع من الالتزام بتوفير مخزون أدنى من الأوراق مما يشكل خطراً قائماً على قدرته الفورية المباشرة بمقابلة أوامر الشراء التي لا تجد أوامر بيع، وكل ما يستطيع الصانع فعله في هذه الحالة هو شراء هذه الأوراق من الاحتياطي النقدي ثم بيعها، مما سيضغط بشكل مضاعف على ميزان العرض والطلب، ويزيد من تقلبه.

أما الحل الأسوأ لهذه الحالة، فهو اقتراض الصانع للأوراق المطلوب شراؤها، فهذه العملية ستزيد من تقلب سعرها، ومن مديونية الصانع، مما سيخفض مخزونه من الأموال النقدية ويكشف فراغ هذا المخزون، الأمر الذي سيضرب بتوازن العرض والطلب من الجذور؛ أي يؤدي إلى الإخلال باستقرار الأسعار في السوق من جهة، ويجعل من صنّاع السوق عنصراً سلبياً فيها بدل تحقيق التوازن.

وبالمقابل، فإن تجميع واحتكار واحتفاظ صانع السوق بكمية أوراق مالية تتجاوز المقدار المطلوب لتوفير العرض الناقص في البورصة، سيؤدي إلى رفع مستوى نفوذ الصانع وتسلطه على عملية تشكل سعر السوق الخاص بالورقة التي يصنع سوقها، الأمر الذي سيعني انتقال عمل الصانع من موازنة العرض والطلب إلى التلاعب بسعر السوق في الاتجاه الذي يخدم مصلحته الاستثمارية كمتداول لحسابه الشخصي.

ومن هذه النقطة يظهر بشكل واضح ضرورة النص على التزام صانع السوق ومزود السيولة في أنظمة البورصة بحفظ حد أدنى وآخر أعلى من مخزون الأوراق المالية في محفظته الخاصة بعمل صناعة السوق.

وفي الحقيقة، إن كل ما بحثنا فيه من التزامات صانع السوق هي - في الواقع - التزامات احتياطية جاءت لتضمن قدرة الصانع على الوصول لهدفه النهائي في إعادة التوازن بين العرض والطلب بالبورصة، وهذا الهدف سيتحقق إن قام الصانع بالتزاماته التداولية وهو يتغياً تحقيق الهدف المشار إليه كما سنرى.

المبحث الثاني

تأثير الالتزامات التداوليّة لصانع السوق على إعادة توازن العرض مع الطلب

تؤثر الالتزامات المفروضة على صانع السوق بالتداول من بورصة الأوراق الماليّة على مدى قدرته بإعادة التوازن بين العرض والطلب في السوق، حتى يمكننا القول بأنّ الصانع يجب ألاّ يستهدف تحقيق الربح، بل له أن يُحقِّقه عبر القيام بمهمّته⁽⁸³⁾، أي أنّ الالتزامات الخاصّة بالتداول تضع الإطار العريض للصانع في تحقيق الغاية النهائيّة من وجوده، وهي توازن واستقرار البورصة، فحيثما كانت الالتزامات الاحتياطيّة حريصة على توفير الإمكانيّات المطلوبة لعمل صناعة السوق، فإنّ الالتزامات التداوليّة تفرض على الصانع تسخير احتياطيّاته للقيام بدوره وتحقيق الغاية منه. وحيث إنّ الالتزام بالتداول يتضمّن توفير التسعير من جهة وتوفير أوامر التداول بالعروض والطلبات من جهة أخرى، فإنّ التزام الصانع بالتداول هو التزام واحدٌ بمرحلتين: الأولى هي توفير التسعير بالشكل الضامن لتوازن السوق، والثانية هي توفير العروض والطلبات ليس فقط بالأسعار المذكورة بل أيضاً بالكميّات المطلوبة من الصانع حتى يُحقّق نسبة التداول المفروضة عليه من البورصة.

وبالتالي تنقسم الالتزامات التداوليّة على الصانع إلى التزامين: الأول «تسعيري» خاص بتوفير الصانع للتسعير (المطلب الأول)، والثاني خاص بتوفير العروض والطلبات (المطلب الثاني).

المطلب الأول

التزام صانع السوق بتوفير التسعير

على اعتبار أنّ صانع السوق هو المحرّك الفعليّ لبورصة الأوراق الماليّة التي تعتمد بيئة التداول القائمة على الأسعار مع منح أوامر المستثمرين دوراً مكملّاً، فإنّ الصانع هو «المخوّل» و«الملزّم» قانونياً وفعلياً بتحديد الأسعار المبدئيّة للأوراق التي يصنع سوقها؛ فيشتري ويبيع بفارق هامش ربح بين سعر الشراء وسعر البيع⁽⁸⁴⁾.

(83) د. رمضان الشراح، مرجع سابق، ص 2.

(84) ويقوم الصانع بحصد الربح النهائي من فرق السعر هذا عبر قيامه بنشاط التسعير من خلال جلسة الإغلاق. انظر: د. همام القوصي، النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الأوراق الماليّة، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة حلب، سورية، ص 362.

ومن هنا يتم إلزام الصانع بإصدار «نشرة فروق الأسعار»، وهي بيانٌ بأسعار محدّدة، فتتحوّل عملية فرض: «حدود أسعار القيم المتداولة بالبورصة»⁽⁸⁵⁾ بشكل عمليّ إلى صناع السوق، لا يُفِيدهم في ذلك سوى الحدود السعرية التي تفرضها البورصة قياساً بسعر الإقفال السابق، والحد الأعلى بين سعريّ البيع والشراء الذي تفرض من خلاله حدود ربح الصانع.

فالصانع يضع سعريّن لكل ورقة ماليّة يقوم بصناعة سوقها، فيقبل أن يشتري ويبيع بهذا السعر بالتحديد، وهو ما يُسمّى بـ: «التسعير» بالنسبة للصانع، وهو مفهومٌ مختلفٌ عن «التسعير» بالنسبة للبورصة؛ حيث إنّ تسعير البورصة يعني السعر المستكشف المتشكّل فيها نتيجة تنفيذ صفقات التداول، بينما تسعير الصانع فهو تسعيرٌ مبدئيّ من طرف الصانع، سابقٌ لتنفيذ تلك الصفقات.

ويُفترض بالصانع أن يستخدم «وظيفة الإعلان عن الأسعار»⁽⁸⁶⁾ هذه بهدف إعادة التوازن بين العرض والطلب وليس استغلاله أو إفساده⁽⁸⁷⁾، ومقابل ذلك له الحقّ في ترك هامشٍ محدّد من البورصة بين السعر الذي يشتري به ثمّ الذي يبيع به، ممّا يُنشئ هامش ربح من الشراء لأجل البيع تقوم البورصة عادةً بتحديدده بشكلٍ مُخصّصٍ لكل ورقة على حدة.

وسنبحث في التزام صانع السوق بتوفير التسعير كما جاء في أنظمة الصانع المتنافس أولاً، والصانع المُتخصّص ثانياً.

أولاً- التزام صانع السوق بتوفير التسعير في نظام الصانع المتنافس:

نصّت اللائحة التنفيذية لقانون إنشاء هيئة أسواق المال الكويتية رقم 7 لعام 2010 على أن يلزم صانع السوق بإدخال أوامر التداول: «.. بأسعارٍ مقترنة ببعضها مع فارقٍ سعريّ تُحدده البورصة، على أن يقوم بتعديل تلك الأوامر حسب حركة أسعار الورقة المالية، وذلك خلال فتراتٍ زمنيةٍ معيّنة تُحددها البورصة»⁽⁸⁸⁾، وهو ما أكّده قواعد صانع

(85) Gérard Rameix, Thierry Giami, op. cit., p.20.

(86) Pierre-Étienne Crépy, Systèmes intelligents d'aide à la décision collective, 10 avril 2014, p.4.

(87) فقد وجد الفقه الألماني أنّ صانع السوق في بورصة برلين يَنشَطُ على الأسهم قليلة السيولة خلال الأوقات شديدة التقلب بالأسعار في المزادات الثابتة. انظر:

Erik Theissen, Christian Westheide, Call of Duty: Designated Market Maker Participation in Call Auctions, Centre for Financial Research (CFR), University of Cologne, Working Paper, No. 16-05, August 21, 2017, p.23.

وذلك لأنّ تداولات الصانع على الأسهم قليلة السيولة تؤثر في سعرها بعمقٍ أكبر من تلك السائلة، وهذا ما يزيد من أرباح الصانع ونفوذه السعريّ على حساب توازن البورصة.

(88) المادة (1-18-41)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010، الصادرة بموجب قرار الهيئة رقم 72 لعام 2015.

السوق ببورصة الكويت⁽⁸⁹⁾، وكتاب قواعد التداول فيها⁽⁹⁰⁾.

ويَتَّضِح من النصِّ السابق أنَّ اللَّائِحَةَ التَّنْفِيذِيَّةَ قد نظرت إلى التزام التسعير وتقديم الأوامر بنظرةٍ واحدةٍ، كما أنَّها ألزمت صنَّاع السوق ببورصة الكويت بتحديد أسعار الأوراق المرخَّص لهم صناعة سوقها، ولكنَّها لم تكتفِ بذلك، بل فصلت في هذا الالتزام وبيَّنت فيه ثلاث قواعدٍ، وهي:

1- تحديد أسعارٍ مقترنةٍ مع فارقٍ تُحدِّده البورصة:

وهذا ما يعني إلزام الصانع بطبيعةٍ متقاربةٍ للأسعار التي يُصدرها، فيجب أن يكون سعر الشراء قريباً من سعر البيع، وذلك بغرض:

أ. توفير السيولة دون فارقٍ كبيرٍ بين سعري الشراء والبيع عند التداول:

كما هي الصورة المثاليَّة للورقة السائلة، حيث إنَّ توسُّع الفارق بينهما يُشير إلى اختلال توازن العرض والطلب وانتشار حالة السوق المتأرجحة «Sideways Market»، التي تؤدِّي إلى عزوف المستثمرين عن التداول ثمَّ نقص السيولة، بسبب تجاوز الصانع للهدف الأساسي من وجوده⁽⁹¹⁾.

ب. ضبط هامش الربح الذي يُحقِّقه الصانع من كلِّ صفقة تداول:

أي فرض البورصة لسلطتها على هامش ربح الصانع من صناعة الورقة على طرفيِّ التداول⁽⁹²⁾، بغرض عدم حصول حالة من التقلُّب الكبير بالأسعار بسبب تداول الصانع⁽⁹³⁾؛ أي بغرض المحافظة على توازن البورصة حتى في حالة تغيُّر الأسعار.

2- تعديل أوامر التداول حسب حركة أسعار الورقة المالية:

فالصانع وفقاً لهذا الالتزام مُطالبٌ بتوفير «المرونة» خلال قيامه بتسعير الأوراق؛ أي أن تتلازم الأسعار المقترنة التي يُصدرها مع حركة سعر السوق ارتفاعاً وانخفاضاً، فلا يقوم الصانع بالتزامه وإن حدَّد أسعاراً مقترنةً بالهامش المعين من البورصة إن قام بتثبيت هذا السعر وفقاً لمصلحته، فيُعتبر الصانع مُخلاً بالتزامه إن قام بتثبيت الأسعار

(89) المادة (3-4-2) من قواعد صانع السوق في بورصة الكويت لعام 2016.

(90) الفقرة 1، المادة (4-3-50)، كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت للأوراق الماليَّة لعام 2018.

(91) د. رمضان الشراح، مرجع سابق، ص 3.

(92) فمثلاً، يُصدر الصانع في نشرة أسعاره لورقة معيَّنة سعر شراء 10 دينار كويتي، وسعر بيع 5، 10، د.ك. ممَّا

يعني أنَّ البورصة قد حدَّدت ربح الصانع بنسبة 5% من سعر السوق وهي 500 فلس بالنسبة لهذه الورقة.

(93) فهنا بدلاً من قيام الصانع بدوره بامتصاص تقلُّب الأسعار خاصَّة في البورصات العربية، يصبح مصدراً

لهذا التقلُّب. انظر حول التقلُّب في البورصات العربيَّة: د. أحمد مداني، مرجع سابق، ص 5.

المقترنة بعد بيعه للأوراق لأنَّ الأسعار قد ارتفعت والعكس صحيح⁽⁹⁴⁾. والهدف من «قاعدة التسعير المرن» هذه يتمثل في فرض حالة من التزام بين صناعة السوق وحركة السوق؛ حيث تتوافق عملية التسعير الموازية للصناعة مع حركة السعر، وهذا سيؤدي إلى إعادة التوازن بين العرض والطلب من الصانع بغض النظر عن اتجاه حركة سعر السوق، ومدى عمق هذه الحركة.

3- احترام الوقت المُحدّد من البورصة لصناعة السوق:

أ. أخضعت بورصة الكويت نشاط تسعير الأوراق المالية «المقترن» مع هامش ربح محدود، و«مرن» وفقاً لحركة الأسعار، أخضعت أيضاً لقيود زمنيّ مُعيّن، وهو الفترات الزمنية التي تسمح البورصة فيها بتطبيق نظام صانع السوق؛ ممّا يعني أنّ بورصة الكويت قد كانت حذرةً إزاء السماح بصناعة السوق، وأخضعت تفعيل هذا النشاط لإرادتها حتى تُراقب مدى مناسبة دخول الصانع وفقاً لظروف البورصة، ممّا يسمح لها بوقف عمل الصانع إن وجدته يعيّن إخلالاً بتوازنها. أمّا بورصة ناسداك، فإنّ القواعد الأمريكية لهذه البورصة أوجدت قاعدةً تتمثل بـ: «التزام التسعير ثنائي الاتجاه»⁽⁹⁵⁾؛ أيّ تسعير طرفي البيع والشراء، على أن تقوم البورصة بتحديد الفارق المسموح به بين سعريّ البيع والشراء. وتتضمّن هذه القاعدة في ناسداك أيضاً التزاماً إضافياً على الصانع وهو «الالتزام بصيانة التسعير المقترن المستمر»⁽⁹⁶⁾؛ أيّ ضمان تعديل التسعير المقترن وفقاً لحركة الأسعار المستمرة، ذلك الالتزام الذي عبّرت عنه بورصة الكويت بتعديل أوامر الصانع، فيما وجدنا أنّ اتفاقية صانع السوق في بورصة ناسداك المشتقة قد عرّفت «التسعير» «Quoting» في هذه الاتفاقية على أنّه: «التحديد الملزم من صانع السوق لأسعار العروض والطلبات الخاصّ بالأدوات المالية في البورصة، وذلك عبر سلسلة مُعيّنة يضعها الصانع وفقاً لأحكام الاتفاقية التي تربطه مع البورصة»⁽⁹⁷⁾؛ فالصانع ملزمٌ بتحديد أسعار البيع والشراء بشكل مرن وفقاً لحركة سعر السوق نتيجة اشتراط أن يكون التسعير خاضعاً لـ: «السلسلة» «Series»؛ وهي تعني الأسعار المتشكلة المتسلسلة ارتفاعاً وانخفاضاً.

(94) فلو باع الصانع ورقة معيّنة على سعر 10,5 د.ك ثم ارتفع سعرها ليبلغ 11 د.ك، فعليه أن يُحرّك السعر المقترن لهذه الورقة ليبلغ مثلاً 11 د.ك شراء و11,5 د.ك بيعاً حتى يكون قد أوفى بالتزامه بتسعير الأوراق المقترن المرن، أمّا إن ثبتت أسعاره على 10 د.ك شراء و10,5 د.ك بيعاً بعد ارتفاع السعر لحد 11 د.ك فإنّ الصانع يكون قد أخل بالتزامه هذا.

(95) Rule 4613. Market Maker Obligations, Equity Rules of the USA Nasdaq Rules, Adopted Jan. 13, 2006 (SEC Release 34-53128); amended Jan. 14, 2013 (SR-NASDAQ-2013-007).

(96) Rule 4613. Market Maker Obligations, Equity Rules of the USA Nasdaq Rules, Adopted Jan. 13, 2006 (SEC Release 34-53128); amended Jan. 14, 2013 (SR-NASDAQ-2013-007).

(97) Section 1., the NASDAQ Market Maker Agreement, 1 Dec. 2017.

كما عرّفت بورصة ناسداك: «متطلبات هامش التسعير» «Spread Requirements» بأنه: «الاختلاف بين أسعار أوامر البيع (الأسعار المطلوبة) وبين أسعار أوامر الشراء (الأسعار المعروضة كما وضعها الصانع وفقاً لأحكام الاتفاقية التي تربطه مع البورصة»⁽⁹⁸⁾؛ أي أنّ مصطلح: «Spread» الذي يعني بالإنكليزية «الامتداد» يُشير في فقه البورصة إلى: «الهامش بين سعري الشراء والبيع»⁽⁹⁹⁾ الذي يربح منه صانع السوق، والذي يظهر من خلال الإعلان عن الأسعار.

ومن ثمّ ألزمت اتفاقية صانع السوق في ناسداك الصانع أن يقوم بـ: «توفير تسعير العروض والطلبات بشكل مستمر»⁽¹⁰⁰⁾، وهو الأمر الذي يفرضه المنطق في بورصة تعتمد نظام التداول المستمر؛ فيبقى الالتزام بالتسعير حكراً على الصانع التقليدي، أمّا مُزوّد السيولة في ناسداك فهو غير مخوّل بالتسعير؛ حيث يتلخّص عمله بتنفيذ صفقات التداول بغرض توفير السيولة حصراً⁽¹⁰¹⁾.

ويبدو لنا أنّ نظام صانع السوق المتنافس في بورصة الكويت و ناسداك متشابهة في كونه يُركّز على مسألة التسعير «المقترن» بسعري بيع وشراء، و«المرن» المتسلسل وفقاً لحركة التسعير، و«المستمر» طيلة استمرار التداول.

وفي الحقيقة تلعب قاعدة المرونة أو الاستمرار أو صيانة التسعير المطروح من صانع السوق - وفقاً لحركة سعر السوق - دور البطولة في قدرة الصانع على إعادة التوازن للبورصة؛ فالتسعير المرن هو الالتزام الديناميكي الذي يمنح الصانع قدرة تعديل الاختلال بتوازن العرض والطلب، وملاحقة نشاط السوق مع اتجاهاها السعرية بغرض صيانتها.

ثانياً- التزام صانع السوق بتوفير التسعير في نظام الصانع المُتخصّص:

يبدو أنّ مسألة تسعير صانع السوق في البورصة هي «منطقٌ حتميٌّ» في الأسواق الأمريكية؛ فقد لمسنا في النصوص الخاصة ببورصة نيويورك مذهباً متشابهاً مع ذلك الذي تبنته بورصة ناسداك، رغم الاختلاف الكبير بين نظامي الصانع المتنافس والصانع المُتخصّص في كلٍّ منهما.

(98) Section 1., the NASDAQ Market Maker Agreement, 1 Dec. 2017.

(99) <https://www.investopedia.com/terms/s/spread.asp> (6-2-2018).

(100) Section 2., the NASDAQ Market Maker Agreement, 1 Dec. 2017.

(101) Rule 7014. Market Quality Incentive Programs, Designated Liquidity Provider (DLP) Program, E - uity Rules of the USA Nasdaq Rules, Adopted Jan. 13, 2006 (SEC Release 34-53128), amended Nov. 1, 2017 (SR-NASDAQ-2017-119).

فقد جاء في قواعد بورصة نيويورك بكل وضوح ضرورة التزام صانع السوق بـ: «صيانة السعر ثنائي الاتجاه/المقترن والمستمر»⁽¹⁰²⁾، وذات الأمر في كتاب صانع السوق الصادر عن هذه البورصة⁽¹⁰³⁾.

وهذا التشابه الكبير الذي يصل إلى مستوى التشابه الحرفي مع قواعد بورصة ناسداك والتشابه بالمعنى مع قواعد بورصة الكويت، يُظهر لنا أنّ مسألة التسعير - كالتزام على الصانع - لا تختلف من حيث آلية القيام بها أو أسلوب فرضها على الصانع بين نظام الصانع المتنافس أو الصانع المُتخصّص، إلا أنّ التشابه على أي حال لا يعني التطابق لا لغويًا ولا عمليًا؛ ومن هنا وجدنا أنّ الهمّ المختلف لدى بورصة نيويورك قد فرض عليها درجة أكبر من الحذر في التعامل مع الصانع المُسعّر؛ حيث إنّ الصانع المُتخصّص لديها يتمتع بنفوذ كبير على «اتجاهات التداول» «Trading Trends»، خاصة أنّه قد يقوم بالتسعير النهائي من الأوامر المتقابلة داخليًا لديه، وهو نفوذ أكبر بكثير من ذلك الذي يتمتع به الصانع المتنافس في ناسداك عادةً.

هذا الاختلاف العملي في آلية عمل الصانع المُتخصّص، يتّضح في منحه صلاحية الاحتكار بعمل صناعة السوق، الأمر الذي لا يناله الصانع المتنافس، وهذا ما يجعل الصانع المتنافس - مهما بلغ نفوذه - غير قادرٍ على إحداث تأثير الصانع المُتخصّص المحتكر لتسعير الأوراق المالية.

ولذلك، فقد أكدت قواعد بورصة نيويورك على مبدأ: «الكمية المعقولة» «Reasonable Size» في إطار التعامل مع الورقة المُحتكرة التي يتمّ تسعيرها⁽¹⁰⁴⁾؛ ومعنى هذا المبدأ أنّ الكمية التي تطالها سلطة الصانع بالتسعير يجب أن تكون متناسبة مع الغاية الأساسية من وجوده في موازنة العرض والطلب لا أكثر ولا أقلّ.

وهذا المبدأ مرتبط - في الواقع - مع كمية الأوراق المتداولة من الصانع، وهي محكومة بنسبة السيولة التي يجب على الصانع أن يضحّها وفقًا لاتفاقية الصناعة المبرمة مع البورصة؛ فالصانع يُلزم بضح حدّ أدنى من السيولة، إلا أنّه وفقًا لمبدأ «الكمية المعقولة» المذكور يجب أيضًا ألاّ يُبالغ في كمية السيولة التي يطرحها بالبورصة بغرض تداول أوراق أكثر، وبالتالي تسعير كميات أكبر، الأمر الذي سيقود الصانع إلى السيطرة

(102) Rule 104 (a) (1) (A). Dealings and Responsibilities of DMMs, NYSE Rules, February 2, 2018 (NYSE-2017-30).

(103) New York Stock Exchange, «Market Making», p. 12.

(104) Rule 104 (a) (1) (A). Dealings and Responsibilities of DMMs, NYSE Rules, February 2, 2018 (NYSE-2017-30).

السعرية التامة على تشكّل سعر السوق.

هذه الحالة إن تحققت، فإنّها ستعني انتقال البورصة من سوق تستطيع استكشاف السعر العادل، إلى سوق موجهة سعرياً من الصانع، ثمّ تحوّل عمل الصانع من إعادة توازن البورصة، إلى اصطناع سوق خاصة به تخدم مصلحته فقط، فيربح وحيداً من الصعود والهبوط، ويسحب سيولة الجميع، ثمّ تنهار البورصة، وتحوّل إلى مسبب للأزمات المالية ونقص السيولة كما حدث في عام 2008، تلك الأزمة التي أدت إلى اعتماد بورصة نيويورك لنظام «مزوّد السيولة الاحتياطي» المخوّل بتنفيذ الصفقات دون التسعير⁽¹⁰⁵⁾.

ومن هنا فقد أوجدت بورصة نيويورك مبدأ «الكمية المعقولة» الفضفاض حتى تتحكّم بمعقولة كمية التسعير، وهو مفهوم تنظيمي متقدّم؛ فهو وليد الأزمة المالية. ونظراً لأنّ مبدأ المعقولة يشوبه دائماً القصور والغموض، فقد نصّت قواعد بورصة نيويورك بأنّ البورصة ستعرض على صنّاع السوق توجيهات خاصة بموضوع التسعير، أطلقت عليها تسمية: «تعليمات العمق المقترحة» «Suggested Depth Guidelines»⁽¹⁰⁶⁾؛ وهي عبارة عن تعليمات تفصيلية توضح بشكل دقيق الحدود المعقولة للتسعير كما تخدم توازن البورصة.

ولكن الامتثال إلى تعليمات العمق هذه قد جاء في قواعد بورصة نيويورك رهناً بحالة الضرورة التي يعود تقديرها للصانع وفقاً لقواعد بورصة نيويورك التي نعتت تلك اللائحة ب: «المقترحة»⁽¹⁰⁷⁾، والحقيقة نرى في هذا الموقف أمرين:

1- منح صلاحية واسعة لصانع السوق في بورصة نيويورك، التي نرى تسميتها في هذه النقطة بالذات ب: «الصلاحية» وليس «الالتزام»؛ لأنّ تطبيقها عائد إلى السلطة التقديرية الخاصة بالصانع، فيطبّقها عندما يستشعر اختلال التوازن بالبورصة.

(105) Rule 107B (a). Supplemental Liquidity Providers, NYSE Rules, Adopted: October 29, 2008 (NYSE-2008-108), October 16, 2017 (NYSE-2017-51).

(106) Rule 104 (f) (iii). Dealings and Responsibilities of DMMs, NYSE Rules, February 2, 2018 (NYSE-2017-30).

(107) «The Exchange will supply DMMs with suggested Depth Guidelines for each security in which a DMM is registered. The administration of the Depth Guidelines will be contained in notices periodically issued to all DMMs. In connection with a DMM's responsibility to maintain a fair and orderly market, DMMs will be expected to quote and trade with reference to the Depth Guidelines where necessary». See: Ibid.

2- الصانع المُتخصِّص هو قائد بورصة نيويورك وليس مجرد صانع لها. ونرى أنَّ قَمَّة الرقيِّ هو امتثال الصانع بوازع شخصيِّ لمصلحة السوق، ولكنَّ بورصة نيويورك تُدرك جيِّداً إمكانيَّة حدوث التنازع - إن لم نقل الصراع - بين مصالح السوق والصنَّاع، إلاَّ أنَّها أيضاً - نظراً لكون الصانع متخصصاً وليس متنافساً - تعلم أنَّ انهيار الثقة بالورقة بسبب سوء إدارة صناعتها سيؤدِّي إلى الإساءة إلى مركز الصانع بالتأكيد. فقد يتمُّ وقف الصانع المُتخصِّص عن عمل الصناعة أو حتى إلغاء ترخيصه الاحتكاري بصناعة سوق الورقة، ممَّا سيدفع الصانع - بحكم المصالح و«وحدة المصير»- إلى حسن الاعتناء بتسعير الورقة التي يحتكر صناعة سوقها، وهذا أحد أهمِّ مميِّزات نظام الصانع المحتكر لضمان السعي الذاتيِّ من الصانع إلى إعادة التوازن بالبورصة.

وفي الحقيقة، نرى أنَّ التزام الصانع بالتسعير هو التزمٌ واحدٌ مع التزام الصانع بتوفير أوامر التداول من عروض وطلبات؛ حيث يصبُّ كلاهما في تنفيذ سياسة تداوليَّة متكاملة دون إمكانيَّة فصلهما عن بعضهما، إلاَّ أنَّه علينا أيضاً أن ندرك قدرة الصانع في استغلال كل من التسعير والأوامر بطريقة مستقلة عندما يُريد تسخير نشاطه في إعادة التوازن للعرض مع الطلب على الورقة الماليَّة؛ وإلاَّ فإنَّ نشاط الصانع سيضمن للبورصة سيولة هائلةً لكنَّها في الواقع: «سيولةٌ عمياء» ترى فقط أنَّ «السيولة تزيد من دوران الأسهم»⁽¹⁰⁸⁾ دون عناية بتصحيح مسار البورصة، ودون تفكير بمدى عدالة سعر السوق أو معالجة اختلال التوازن عبر التسعير، حيث يُترك إعادة التوازن المذكور بشكلٍ مطلقٍ لصانع السوق التقليدي الذي يقع عليه الالتزام: «بتخفيض الثقلب والفروق بين الأسعار»⁽¹⁰⁹⁾.

فطالما أنَّ تحريك السعر كفيلٌ وحده بالتأثير على اتجاهه، فيجب توضيح مرحلتي توفير التسعير والأوامر في التزام الصانع بالتداول عبر النصوص التنظيميَّة حتى يستطيع الصانع تسخير كل التزمٍ بهدف موازنة السوق.

وبالتالي، فإنَّ التزام الصانع بالتسعير هو التزمٌ واحدٌ مع التزمه بتوفير العروض والطلبات ينطوي ضمن التزمه بالتداول، وهذا ما يعني أنَّ قيام الصانع بمرحلة التسعير فقط - أي بمجرد الإعلان عن الأسعار - لا يعني إيفاء الصانع بالتزمه بالتداول؛ فلن يُعتبر الصانع موفياً لالتزمه إلاَّ إذا قام بمرحلتَي التداول عبر التسعير ثمَّ تقديم الأوامر التي تتضمَّن العروض والطلبات كما سنرى.

(108) Gérard Rameix, Thierry Giami, op. cit., p. 15.

(109) Daniel Weaver, op. cit., p. 7.

المطلب الثاني

التزام صانع السوق بتوفير أوامر العروض والطلبات

بعد أن تعمّقنا في جزئية التسعير ضمن التزام الصانع بالتداول، سننتقل إلى الجزئية التداولية الأخرى المرتبطة بالتسعير، وهي التزام الصانع بتوفير أوامر العروض والطلبات التي سبق وأن أعلن عن أسعارها بالكميات المطلوبة منه، وذلك بغاية تحقيق نسبة التداول المفروضة على الصانع لإعادة التوازن في البورصة.

فرغم أنّ الإعلان عن الأسعار يشمل ضمناً توفير العروض والطلبات بالأسعار المعلنة عنها، إلا أنّ الصانع قد لا يلتزم بتقديم الكميات المطلوبة منه فعلياً، كما أنه قد يقوم بالتسعير ثمّ يمتنع عن إرسال الأوامر بغرض التأثير على البورصة، ممّا أوجب النصّ صراحة على التزام الصانع بتوفير أوامر العروض والطلبات ثمّ تنفيذها على الأسعار التي سبق وأن أعلن عنها⁽¹¹⁰⁾.

هذا إلى جانب أنّ الصانع -سواءً أكان متنافساً أم متخصصاً أم عاملاً مع مزود السيولة- يستطيع استخدام التسعير في معالجة اختلال التوازن عبر رفع أسعاره أو خفضها، كما يستطيع الصانع بالمقابل استخدام العروض والطلبات القابلة للتنفيذ الفوري بغاية موازنة السوق باستخدام كميات التداول المنفذة.

وفي الواقع العملي للبورصة يُشير معنى «التنفيذ» «Execution» إلى تلاقي أوامر التداول المتطابقة وفقاً لشروط السعر والكمية والزمن، وتلعب أفضلية السعر والزمن في التنفيذ الدور الأساسي في تنفيذ صفقات التداول⁽¹¹¹⁾؛ حيث يتمّ تفضيل الأوامر المسعرة على سعر السوق والأوامر ذات الأسبقية بالتسجيل في بيانات جلسة التداول، ولا يتمّ صانع السوق عادةً بأية أفضلية في التنفيذ عن باقي المستثمرين، وذلك بغاية تحقيق «أفضل تنفيذ»⁽¹¹²⁾ من حيث العدالة والكفاءة.

وطالما أنّ توفير السيولة وفرض الاستقرار بالبورصة يستلزمان تنفيذ صفقات تداول فيها، فقد نشأ التزام صانع السوق بتوفير أوامر العروض والطلبات التي يتمّ من خلالها ملء الثغرة المتشكلة في نظام التداول، وتوفير الأوامر المُقابلة لأوامر المستثمرين؛ ممّا سيضمن بالنتيجة تحقيق التنفيذ الأنجح والأكثر استقراراً للبورصة.

(110) «Le market maker est tenu d'exécuter les ordres que les traders lui proposent aux prix affichés». Voir:

Pierre-Étienne Crépy, op. cit., p. 4.

(111) Erik Theissen, Christian Westheide, op. cit., p. 5.

(112) Gérard Rameix, Thierry Giami, op. cit., p. 37.

وسنبحث في التزام صانع السوق بتوفير أوامر العروض والطلبات وفقاً لنظام الصانع المتنافس أولاً، والصانع المُتخصَّص ثانياً.

أولاً- التزام صانع السوق بتوفير أوامر العروض والطلبات في نظام الصانع المتنافس:

لقد كانت اللائحة التنفيذية لقانون إنشاء هيئة أسواق المال الكويتية رقم 7 لعام 2010 حريصة جداً على توضيح التزام صانع السوق بتوفير أوامر العروض والطلبات في بورصة الكويت، حيث نصت اللائحة على أن: «يلتزم صانع السوق - بشكل مستمر - بإدخال أوامر بيع وشراء على الورقة المالية المسجل عليها وفقاً للاتفاق المبرم بين صانع السوق والبورصة...»⁽¹¹³⁾، وقد أشار إلى ذلك كتاب قواعد التداول ببورصة الكويت⁽¹¹⁴⁾؛ أي أن حق التداول قد تحوّل إلى التزام بالتداول بشكل مستمر فيما يخص صانع السوق، إلا أن استمرار تقديم أوامر العروض والطلبات ليس مطلقاً، بل هناك «حدود زمنية» لهذا الالتزام المُقيّد ضمن: «... مدة زمنية تُحددها البورصة»⁽¹¹⁵⁾؛ وهي المدة التي ترى البورصة ضرورة بقاء تأثير نشاط الصانع خلالها، وذلك لنقص السيولة وإخلال توازن العرض مع الطلب.

وفيما خلا تلك الحدود الزمنية، فللبورصة ترك السوق تتنافس تداولياً بحرية تامة دون دخول الصانع؛ ممّا يُشير إلى أن بورصة الكويت تنظر لنشاط صانع السوق وكأنه «مهنة الأوقات الحرجة»، فهو ليس غاية أو مهنة ذات ديمومة أبداً، رغم أن تواجد صانع السوق كمؤسسة دائمة بالبورصة يرفع من مستوى كفاءتها الإدارية والتشغيلية في الطريق إلى حوكمة البورصة كما رأى الفقه العربي⁽¹¹⁶⁾.

ومن جهة أخرى، تبقى «الحدود القيميّة» «Quantity Limits» للالتزام الصانع بتوفير أوامر العروض والطلبات مبهمّة إن بقيت في إطار المصطلحات العامّة، خاصّة أن نشاط الصناعة هذا مرتبطٌ بحدود الحاجة له فقط في بورصة الكويت.

ومن هنا، فقد وضعت اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية حدّين قيمين للالتزام الصانع بتنفيذ التداول، وهما:

(113) المادة (1-41-18)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال الكويتي، رقم 7 لعام 2010.

(114) الفقرة 1، المادة (4-50-3)، كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت للأوراق المالية لعام 2018.

(115) المادة (1-41-19)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتي، رقم 7 لعام 2010.

(116) سليم جابو وعبد القادر بن عيسى، صنّاع السوق ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، أرشيف كلية العلوم الاقتصادية، قسم العلوم التجارية، جامعة ورقلة، الجزائر

10-28-2014، ص 472. انظر الموقع: (2018-1-27). <https://manifest.univ-ouargla.dz>

1- الحد القيمي النقدي:

وهو عبارة عن مبلغ مقطوع يلتزم الصانع بتقديمه على تداولات الورقة التي يصنع سوقها، حيث نصّت اللائحة التنفيذية على أنه: «يلتزم صانع السوق بتوفير الحد الأدنى الذي تُحدده البورصة من المبالغ النقدية المخصصة لعملية صناعة السوق طوال فترة سريان الترخيص»⁽¹¹⁷⁾، وهو ما نصّت عليه قواعد صانع السوق ببورصة الكويت⁽¹¹⁸⁾، ثم أكدته كتاب قواعد التداول ببورصة الكويت⁽¹¹⁹⁾.

وقد وضعت القواعد المذكورة في الاتفاقية النموذجية بين الصانع والبورصة مبلغاً نقدياً واحداً لجميع الأوراق المالية بغض النظر عن مستوى سيولتها كمبلغ نقدي أدنى يجب أن يقوم الصانع بتوفيره خلال تداوله على الورقة المالية، وهو 10,000 عشرة آلاف د.ك.⁽¹²⁰⁾

وبغض النظر عن مدى انخفاض المبلغ عن الحدود القيمية التداولية ببورصة الكويت، فإنّ تعميم السياسة النقدية لدى فرض الحدود الدنيا ليست بأسلوب تنظيمي مثالي أبداً، ومن هنا كان يجب أن يتم فرض مبلغ نقدي متغير وفقاً لسيولة الورقة عملاً بأسلوب تخصيص النص التنظيمي وفقاً لظروف الواقع ومتطلبات الحاجة كما هو الحال مع الحد القيمي الإجمالي كما سنرى.

2- الحد القيمي الإجمالي:

ويعني فرض حد أدنى يتمثل بنسبة قيمية دنيا من القيمة الإجمالية للتداول المنفذ على الورقة التي يتصدى الصانع لها، وتختلف هذه النسبة وفقاً لمستوى سيولة الورقة؛ فالورقة السائلة تحتاج إلى نسبة مرتفعة من قيمة التداول التي يُنفذها الصانع حتى تستطيع التأثير بالتوازن، بينما تحتاج الورقة ضعيفة السيولة إلى نسبة منخفضة منها.

وقد نصّت اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية على أنه: «يلتزم صانع السوق بتوفير أوامر البيع والشراء بحسب الشرائح التي تحددها البورصة ووفقاً للاتفاق المبرم بين صانع السوق والبورصة»⁽¹²¹⁾، فيما: «يلتزم صانع السوق بتنفيذ أوامر البيع والشراء (الصفقات) بقيمة تداول لا يقل مجموعها الشهري عن نسبة

(117) المادة (1-41-20)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010.

(118) المادة (3-4-1-3)، من قواعد صانع السوق في بورصة الكويت لعام 2016.

(119) المادة (4-50-4)، كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت للأوراق المالية لعام 2018.

(120) المرفق 1 من قواعد صانع السوق في بورصة الكويت لعام 2016.

(121) المادة (1-41-21)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010.

معينة تُحددها البورصة من إجمالي قيمة تداولات الورقة المالية لذات الشهر»⁽¹²²⁾. وقد حدّدت الاتفاقية النموذجية لصانع السوق المذكورة في قواعد الصانع ببورصة الكويت أربع شرائح سيولة للأوراق؛ بحيث يلتزم الصانع بتقديم مبلغ أدنى وفقاً لشريحة السيولة التي تنتمي إليها الورقة التي يصنع سوقها؛ فيرتفع المبلغ مع ارتفاع شريحة السيولة⁽¹²³⁾، على اعتبار أن الورقة السائلة بحاجة إلى سيولة أكبر حتى تظهر على ميزان تداولاتها، رغم أن سيولة الورقة يفترض أن تدفع البورصة إلى ترك توازنها يتحقق بمفرده؛ لأن كثافة التداول «السائل» - إن صحّ التعبير - كفيلاً بمفرده بموازنة العرض والطلب تلقائياً.

ولم تكتف بورصة الكويت بهذه المبالغ، بل ألزمت الصانع أيضاً - مهما كانت شريحة السيولة - بحد أدنى لتواجده خلال ساعات التداول بما لا يقل عن 80 %، وبتحديد قيمي شهري أدنى يبلغ ما نسبته 10 % من القيمة الإجمالية لتداول الورقة⁽¹²⁴⁾، فيما كانت قواعد التداول في بورصة الكويت عامّة في هذا الصدد؛ فنصّت على التزام صانع السوق بـ: «ألا يقل حجم أو قيمة أوامر البيع والشراء عن الحد الأدنى المحدد وفق ما تنص عليه اتفاقية صانع السوق»⁽¹²⁵⁾.

ولكن نتساءل هنا: ألا يجب على البورصة - خوفاً على توازن العرض والطلب - النصّ

- (122) المادة (1-41-22)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010.
- (123) الملحق 1 من الاتفاقية النموذجية لصانع السوق المذكورة في قواعد الصانع ببورصة الكويت لعام 2016، وقد وضعت بورصة الكويت أربع شرائح تصنيفية للأوراق وفقاً لسيولتها، كما يلي:
- 1) الشريحة الأولى: هي التي تتجاوز قيمة تداولاتها اليومية 225,000 ألف د.ك، ويتوجّب على الصانع تقديم ما قيمته 5 آلاف د.ك في أوامره يومياً عليها.
- 2) الشريحة الثانية: هي التي تتجاوز قيمة تداولاتها اليومية 90,000 ألف د.ك وتقل عن 225,000 ألف د.ك، ويتوجّب على الصانع تقديم ما قيمته 2,500 آلاف د.ك في أوامره يومياً عليها.
- 3) الشريحة الثالثة: هي التي لا تتجاوز قيمة تداولاتها اليومية 90,000 ألف د.ك وتقل عن 45,000 ألف د.ك، ويتوجّب على الصانع تقديم القيمة نفسها عليها أي ما قيمته 2,500 آلاف د.ك في أوامره يومياً عليها.
- 4) الشريحة الرابعة: تلك التي لا تتجاوز قيمة تداولاتها اليومية 45,000 ألف د.ك، ويتوجّب على الصانع تقديم القيمة نفسها عليها أي ما قيمته 1000 د.ك فقط في أوامره يومياً عليها.
- انظر آخر تعديل حتى تاريخه على شرائح السيولة في موقع بورصة الكويت: <https://www.boursakuwait.com.kw/page/1101> شوهد بتاريخ (2018-7-5).
- (124) فلو كانت قيمة التداولات الشهرية للورقة تبلغ 1 مليون دينار كويتي، فيجب على الصانع أن يكون قد وفر ما قيمته 100 ألف د.ك.
- (125) الفقرة 3، المادة (3-50-4)، كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت للأوراق المالية لعام 2018.

على قيمة إجمالية عليا مقترنة بالقيمة الدنيا؟، بالتأكيد نعم، وقد تنبّهت اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية إلى هذا الأمر، فنصّت على أنه: «... يجوز للبورصة أن تحدد نسبة أوامر البيع القصوى من إجمالي قيمة الأوامر اليومية للورقة المالية الواحدة»⁽¹²⁶⁾؛ وبالتالي فقد تمّ حصر آلية الحد الأعلى بنشاط البيع خوفاً من انهيار سعر السوق، مع اعتباره صلاحية جوازية لا وجوبية على البورصة، وهو ما لا نذهب معه، حيث يجب فرض حد أعلى لنشاط الشراء أيضاً خوفاً من تضخم أسعار السوق أو احتكار الصانع للأوراق، لأنّ صانع السوق يجب أن يضمن تقليص تقلبات الأسعار سواءً أكانت صعوداً أم هبوطاً⁽¹²⁷⁾.

أمّا بورصة ناسداك، فلم تحدّد أيّ مبلغ نقديّ أدنى لكلّ شريحة سيولة كما قامت بذلك بورصة الكويت، بل أحالت في تحديد العروض والطلبات إلى إجراءات البورصة⁽¹²⁸⁾، ممّا منحها سلطةً واسعةً تحتاجها في ظلّ التقلبات العنيفة في قيم التداول التي شهدتها تلك البورصة الأمريكية.

وفي ظلّ هذا الغموض في قيود السيولة الواجب توفيرها من الصانع في ناسداك، فقد يُحاول صانع السوق التلاعب بسعر الورقة التي يصنع سوقها عبر اختيار كميات من السيولة تكفي لتنفيذ مخطّط التلاعب؛ فيطرح سيولةً كثيفةً مع تحديد أسعار متصاعدة بشكل متسلسل عندما يُريد رفع الأسعار، وبأسعار متسلسلة بالانخفاض عندما يُريد خفضها، ممّا يوجب تحديد هذه السيولة بحدود دنياً وحدود علياً.

وفي سابقةٍ واقعيةٍ، قام مدير التداول في شركة صانعة للسوق ببورصة ناسداك بمحاولة التلاعب بسعر إحدى الأوراق التي يصنع سوقها بالتنافس مع 20 صانعاً آخر، وذلك عبر الإصدارات الصحفية السلبية⁽¹²⁹⁾؛ ممّا يُظهر أنّ وجود حدود للسيولة الواجب طرحها من الصانع لا تضمن ثنيه عن التلاعب عبر أساليب أخرى - ومنها الشائعات - إلى أن تُصبح «السوق منقاداً للضوضاء» «Driven by Noise»⁽¹³⁰⁾، وهو أمرٌ بالغ الخطورة والحساسية خاصةً عند التداول المستمر غير المستقر.

(126) المادة (1-41-21)، الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال الكويتية، رقم 7 لعام 2010.

(127) د. رمضان الشراح، مرجع سابق، ص 3.

(128) Rule 4613 (a) (2) (C). USA Nasdaq Rules, Jan. 14, 2013 (SR-NASDAQ-2013-007).

(129) The Securities and Exchange Commission (SEC) v. Amr Elgindy ets., administrative proceeding, file No. 3-11145, March 10, 2004, p. 2.

(130) Jérôme Dugast, op. cit., p. 92.

ثانياً- التزام صانع السوق بتوفير أوامر العروض والطلبات في نظام الصانع المُتخصّص:

لقد نصّت قواعد بورصة نيويورك على أنّ عمل صانع السوق يتمثل بـ: «مساعدة البورصة عبر تزويدها بالسيولة وذلك بالتقابل مع التزام الصانع بتوفير التسعير المعقول»⁽¹³¹⁾. ممّا يعني أنّ التزام الصانع بتوفير السيولة عبر التداول ملتحمٌ مع التزامه بالتسعير في نيويورك، وهو أهمُّ خاصيةً ترسم الفرق بينه وبين «مُزوّد السيولة»⁽¹³²⁾.

كما أكّدت قواعد بورصة نيويورك على أنّ التسعير المقترن المُلزم للصانع يترافق مع توفير الكميات المطلوبة منه⁽¹³³⁾، وهي فكرةٌ تؤكد التوجّه في نيويورك إلى دمج التسعير بتنفيذ أوامر العروض والطلبات، حتى أنّ لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) قد عملت على مراقبة الصانع في حال قام بممارسة نشر الأسعار دون أوامر مُقابلة لها⁽¹³⁴⁾، ثمّ الاستحواذ على العروض التي قام بتسعيدها بعيداً عن سعر السوق عبر مقابلتها بأوامر عملائه التي نصّحهم بإرسالها بسعر السوق دون تحديد، وبهذه الطريقة يقوم الصانع بالتأثير على سعر السوق عبر صفقات تداولٍ يبدو من ظاهرها أنّها طبيعية.

وبخصوص الحدّ القيميّ الأدنى المطلوب من الصانع حتى يكون قد أوفى بالتزامه بالتداول، فقد نصّت هذه القواعد على أسلوبٍ تحديد نسبة سيولة دنيا معيّنة من كمية التداول على الورقة المالية؛ بحيث يجب ألا تقل السيولة المطروحة من الصانع عن هذه النسبة في كل يوم تداول.

(131) Rule 104 (a) (1). Dealings and Responsibilities of DMMs, NYSE Rules, February 2, 2018 (NYSE-2017-30).

(132) رغم أنّ وجود مُزوّد السيولة بالبورصة يُفترض أن يمنحها السيولة الكبيرة والاستقرار بالأسعار الناتج عن طرح هذه السيولة، إلا أنّ جانباً من الفقه في دراسة لعام 2018 قد وجد أنّه لا يوجد دليل أكيد بين عمق السوق الناتج عن غزارة السيولة وبين ارتفاع المكاسب الآتية من التداول، انظر:

Thierry Foucault, Sophie Moinas, op. cit., p. 18.

والحقيقة نرى أنّ هذا الأمر طبيعي -إن لم نقل ضروري-؛ لأنّ ارتفاع مستوى السيولة يؤدي إلى ضعف التقليب بالأسعار، وانخفاض أرباح المضاربين على الأسعار بالأجل القصيرة، فالمضارب يقاتل على تقلب الأسعار، ولذلك نرى أنّ بيئة الاستقرار الناتجة عن توفر السيولة لا تتناسبه.

(133) Rule 104 (a) (1). Dealings and Responsibilities of DMMs, NYSE Rules, February 2, 2018 (NYSE-2017-30).

(134) قامت لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) بمراقبة مثل هذه الممارسة التي ارتكبتها شركة مورجان ستانلي عام 2007 قبل حوالي عام ونصف من اندلاع الأزمة المالية الأمريكية عام 2008. انظر:

The Securities and Exchange Commission (SEC) v. Morgan Stanley & Co. Incorporated, Administrative proceeding, file No. 3-12631, May 9, 2007, p. 6.

وقد أطلقت قواعد بورصة نيويورك على هذه القاعدة تسمية: «العرض الوطني الأكبر والطلب الوطني الأكبر»؛ أي العرض والطلب الأكثر ثقلاً في البورصة المتاحة لجمهور المستثمرين؛ فعلى صانع السوق أن يضمن العروض والطلبات التي يجب ألا تقل عن:

1- نسبة 15% من كمية التداولات اليومية على الورقة المالية التي لا تتجاوز كمية التداول عليها مليون ورقة في يوم التداول⁽¹³⁵⁾؛ وهذه الآلية ملائمة لظروف سيولة كل ورقة على حدة من جهة، ولكل يوم تداول من جهة أخرى⁽¹³⁶⁾. وبهذه الآلية فقد ربطت بورصة نيويورك نسبة السيولة الدنيا بكمية التداول؛ بغرض تعميم سياسة التعامل على جميع الأوراق المالية دون فرزها إلى شرائح وفقاً لسيولتها كما فعلت بورصة الكويت، وهذا في الواقع يبسط من عمل الصانع، ويرتقي بنجاح صناعة السوق؛ لأنّ شرائح السيولة قد تكون خادعة في حالات التضخم، أو شديدة التقلب والتغير خلال وضعيّة السوق المتأرجحة.

2- نسبة 10% من كمية التداولات اليومية على الورقة المالية التي تزيد كمية التداول عليها عن مليون ورقة في يوم التداول⁽¹³⁷⁾؛ أي أنّ بورصة نيويورك قد فرضت نسبة أقل من السيولة الدنيا مع كثافة التداول، على عكس بورصة الكويت التي زادت المبلغ الأدنى للتداول مع ارتفاع شريحة السيولة في الورقة المالية، وهذا ما يؤكد أنّ نيويورك تعتمد وجهة النظر التي ترى ضرورة اختصار دور الصانع كلما كانت مسيرة التداول ناجحة وطبيعية بغرض ترك السوق حتى تسهم في إعادة توازنها تلقائياً، وهذا هو الاتجاه الأكثر واقعية وصواباً.

ونتساءل هنا لماذا اختلف الأسلوب بشكل جذري بين بورصتي الكويت ونيويورك فيما يخص الحدّ القيمي الأدنى الذي يلتزم صانع السوق بتوفيره؟، هل السبب هو اختلاف نظام الصانع المتنافس في الكويت والصانع المتخصّص في نيويورك؟. الحقيقة أنّ الاختلاف بين نظامي صانع السوق قد تركز في أسلوب احتساب الحدّ القيمي الأدنى الواجب توفيره من الصانع؛ حيث إنّ آلية تحديده بمبلغ مُحدّدٍ مُقاسٍ على شرائح

(135) Rule 104 (a) (1) (A). Dealings and Responsibilities of DMMs, NYSE Rules, February 2, 2018 (NYSE-2017-30).

(136) فوفقاً لقواعد بورصة ناسداك الأمريكيّة، لو أنّ قيمة التداول على ورقة مالية قد بلغ 200 ألف دولار أمريكي لكمية تتجاوز مليون ورقة، فالصانع هنا ملزم بتوفير نسبة 15% من كمية التداول، وهو ما يساوي مبلغ 30 ألف دولار أمريكي كحدّ أدنى.

(137) Rule 104 (a) (1) (A). Dealings and Responsibilities of DMMs, NYSE Rules, February 2, 2018 (NYSE-2017-30).

السيولة هي آلية غير موفقة؛ فهذه الشرائح قد فرزت الأوراق قياساً بمبلغ نقدي معين، وهذه القيمة النقدية قد لا تُعبّر عن مستوى سيولة الورقة في حال ارتفاع سعرها، فيتم تداول 100 سهم مثلاً على سعر معين فيما يتم تداول 50 سهماً على السعر نفسه عندما تتضاعف قيمته. وبالتالي، فإن سيولة الورقة تعني درجة سهولة تحولها إلى نقدٍ بأسرع وقتٍ وبأقل تأثيرٍ على سعرها السوقي، وليس مستوى سعرها أبداً.

ولذلك فإن آلية بورصة الكويت بعيدة عن التوفيق، والأكثر دقة أن يتم فرض نسبة من كمية التداول على الورقة⁽¹³⁸⁾؛ فيتم من خلال هذه الكمية قياس مدى مساهمة الصانع بطرح السيولة عبر أوامر العروض والطلبات المنفذة كما أقرت قواعد بورصة نيويورك.

والاختلاف الآخر بين قواعد بورصتي الكويت ونيويورك يتمحور حول رفع نسبة السيولة المفروضة على الصانع في حالة ارتفاع سيولة الورقة وخفض تلك النسبة المفروضة؛ أي أن الاختلاف يصل في هذه النقطة إلى درجة «عكس الغاية» وليس مجرد اختلاف في الأسلوب.

والواقع أن غاية تحرير بورصة الأوراق المالية من تدخل سيولة الصانع غير الضرورية في أوقات توفر السيولة الطبيعية بهدف حفظ السوق الطبيعي الحر هي الغاية الأولى بالعناية، ولذلك يجب تغليبها على غاية التأثير على الورقة السائلة في أوقات الاستقرار وتوافر السيولة؛ لإعادة التوازن للعرض مع الطلب - والتي هي الغاية المثلى من دور صانع السوق - ستتحقق بشكل أكثر عمقاً واستمراراً عند حصول ذلك بشكلٍ طبيعيٍّ مع أقل تدخلٍ من الصانع.

وفي الواقع، فإن هذا التساهل مع الصانع في كمية التداول الأدنى يطعن في جدوى وجوده، ونجاعة دوره بالبورصة؛ فالصانع سيصبح مكوناً يسعى فقط لمصالحه الشخصية، فيتداول عندما يرى فرصاً رابحةً ويتوقف عندما تغيب هذه الفرص دون أن يكون لوجود الصانع هذا أي فائدة للبورصة، بل على العكس، فإن وجوده بهذا الأسلوب سيزيد من تقلب الأسعار؛ لأن عمل الصانع بالمضاربات سيضاعف من تأثير تغيير الأسعار، مما سيدخل البورصة بمتاهاتٍ من الارتفاع والانخفاض بشكلٍ متقطع دون تفسيرٍ واضحٍ.

كما أن مفهوم التسعير في فقه البورصة الخاص بصانع السوق يرتبط بتقديم كمياتٍ

(138) د. أحمد مداني، مرجع سابق، ص 11.

معقولة من أوامر العروض والطلبات بالأسعار التي يُحددها الصانع، ممّا يجعلنا نرفض فكرة قيام الصانع بالتزامه قبل البورصة عبر التسعير، ثم تنفيذ صفقات محدودة مُقاسة على مبالغ نقدية محدّدة.

فتداول الصانع المقترن بالتسعير يعني إرسال أوامر قابلة للتنفيذ بشكلٍ واسعٍ على سعرٍ مُحدّد، أمّا إصدار نشرات أسعار دون تنفيذ أوامر العروض والطلبات بكمياتٍ معقولةٍ، فهو عمل ناقصٌ قياساً على التزام صانع السوق بالتداول وطرح السيولة.

الخاتمة

رغم أن بعض الفقه قد أكد على أن الميزة التي يُقدّمها الصانع للبورصة هي توفير الكميات اللازمة بيعاً وشراءً⁽¹³⁹⁾ وليس توفير مبالغ محدّدة، فقد اعتمد نظام الصانع ببورصة الكويت عام 2016 على مبالغ دنيا محدّدة وفقاً لشرائح السيولة التصنيفية للأوراق المالية، ولم تحسّم قواعد التداول ببورصة الكويت لعام 2018 هذا الموضوع؛ حيث فتحت المجال للاعتماد على أسلوب توفير الحجم أو القيمة⁽¹⁴⁰⁾. وهذا ما شكّل الثغرة الكبرى في نظام صانع السوق ببورصة الكويت، تلك الثغرة التي قد تُظهر توفير السيولة من الصنّاع بمظهر خادع لن يخدم البورصة في إطار مكافحتها لأزمة السيولة التي تفاقمت فيها بين عامي 2013-2016، حيث يبقى المؤشر الحقيقي لتوفير السيولة هو سهولة تداول الأوراق الذي تعكسه كميّة الأوراق المتداولة، ومعدّل دورانها المرتفع الذي يخدم توازن البورصة دون زيادة أو نقصان؛ ولذلك نرى ضرورة إلزام الصانع بتداول نسبة دنيا من كميّة التداول وليس بمبلغ محدّد من جهة أولى، وإلزامه بحدّ أعلى إلى جانب الحدّ الأدنى المذكور من جهة ثانية.

ومن هنا، نرى أنه من الضروري لإدارة البورصة أن تُلزم الصانع بواجب «موازنة البورصة» «Exchange Rebalancing»، ثم وقف نشاط الصانع خلال أوقات التوازن الطبيعي في السوق؛ لأنّ السيولة غير المدروسة - وإن كانت هائلة - فإنّها ستؤدّي إلى تشوّه العرض والطلب الحر، وهذا ما يجعلنا نُحذّر من الاعتماد على آلية «مزوّد السيولة» التي انتشرت حديثاً؛ تلك التي تجعل من فكرة صناعة السوق مجرد أسلوبٍ لتحصيل الأموال دون التأثير الصحيح على السوق، وهو ما سيضرّ بتوازنها.

وفيما يتعلّق بالفروق بين أنظمة صانع السوق المتنافس وصانع السوق المُتخصّص، فإنّ هذه الفروق لا تعكس الاختلاف الفكري العميق بين هذين النظامين؛ فالفرق الحقيقي بين نظامي الصانع المتنافس والصانع المُتخصّص هو أن الصانع المتنافس كما في بورصتي ناسداك والكويت يُناسب السوق التي تشجّع فيها السيولة؛ كون التنافس يُناسب ظرف اندفاع الصنّاع نحو ضخّ المزيد من السيولة حتى يحظوا بالسيطرة على التسعير ثمّ الربح، بينما الصانع المُتخصّص - كما في بورصة نيويورك - يُناسب السوق التي تُعاني من عدم التوازن؛ كون التخصّص بورقة محدّدة يُسهّل على الصانع مهمّة إعادة التوازن بين العرض والطلب عليها، ويندفع لفعل ذلك ليس من باب تحقيق التزاماته تجاه البورصة فقط، بل من

(139) د. رمضان الشراح، مرجع سابق، ص 3.

(140) الفقرة 3، المادة (4-50-3)، كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت للأوراق المالية لعام 2018.

أجل مصلحته الشخصية في إبقاء البورصة له كصانعٍ محتكرٍ على هذه الورقة. وكنتيجةً نهائيةً، نرى أنّ الخروج من أزمة السيولة كالتّي واجهتها بورصة الكويت منذ عام 2013 لا يكون بفرض نظام صانع السوق المُلزم بتوفير قوى العرض والطلب وضخ السيولة في البورصة، بل بتوظيف دور صناعة السوق بفرض التوازن فيها بما يضمن لها توفير مناخٍ جاذبٍ وتوفير سيولةٍ تلقائيةٍ كافيةٍ من المستثمرين.

ولهذا يجب أن تكون هيئة أسواق المال الكويتية حريصةً على أدقّ تفاصيل القرارات الصادرة عن بورصة الكويت؛ فعلى الهيئة أن تنظرَ إلى أنظمة البورصة على أنّها أنظمة صادرة عن: «شركة البورصة» وليس عن جهة عامّة، فقد تُصدر البورصة قراراتٍ لا تهدف - كما يُفترض - إلى تحقيق مصلحة المستثمرين فيما يخصّ صنّاع السوق، بل قد تهدف إلى تحصيل سيولة وهمية يقوم هؤلاء الصنّاع بسحبها مُجدداً عبر الجهات ذات العلاقة بالبورصة؛ ممّا يُسبّب حالة من نقص السيولة فيها، ثم اختلال توازنها.

فصانع السوق - كما يدلُّ عليه اسمه - يصنع سوقاً، فإن كانت تلك السوق التي صنعها متوازنة فقد أحسن صنعا، وإن لم تكن فقد أساء صنعا.

أولاً- النتائج:

- 1- الغاية الأساسية من وجود صانع السوق في البورصة هي إعادة التوازن بين العرض والطلب، وليس مجرد توفير السيولة التي لن تُنقذ السوق المتقلبة غير المستقرّة.
- 2- إنّ الغاية من فرض الالتزامات الاحتياطية والتداولية على الصانع هي القيام بسدّ ثغرة السيولة في البورصة.
- 3- إنّ القصور في قيام الصانع بالتزاماته أو المبالغة فيها هو الذي يخلق حالة عدم التوازن في البورصة.
- 4- التزام صانع السوق بتوفير وصيانة محفظة من الأموال والأوراق المالية بحدودٍ عليا وحدود دنيا هو من الالتزامات الاحتياطية التي لا يجوز السماح للصانع بممارسة عمله دونها.
- 5- التزام صانع السوق بالتداول يتضمّن التزامه بالإعلان عن تسعير أوامر التداول التي يلتزم بتنفيذها.
- 6- إنّ قيام الصانع بالتسعير دون تنفيذ صفقات التداول يعني أنّه قد أخلّ بالتزامه تجاه البورصة وإن استطاع موازنة السوق خلال التسعير بفعل تأثير إعلانه؛ لأنّ

- هذه الموازنة لا توفر سيولة للبورصة من الصانع.
- 7- إنَّ قياس نسبة الحدِّ الأدنى من تداول الصانع يجب أن يكون قياساً بكمية صفقات التداول وليس بمبلغ محدّد وفقاً لشرائح سيولة؛ لأنَّ المبالغ المحدّدة قد تعطي نتائج مضللة عند ارتفاع الأسعار.
- 8- في حالة البورصة السائلة يُمكن خفض نسبة الحدِّ الأدنى من سيولة الصانع إن كان التوازن موجوداً أصلاً.
- 9- يُنشئ عدم فرض حدٍّ أعلى من نسبة السيولة المطلوب توفيرها من الصانع بيئة خصبة لتلاعب الصانع بالأسعار.
- 10- قيام الصنّاع بتكتّلات مصالح فيما بينهم قد يجعلهم في مركز قوّة ونفوذ أمام شركة البورصة.

ثانياً- التوصيات:

- 1- النصُّ الصريح في أنظمة البورصة على التزام الصانع بضمان: «إعادة التوازن للعرض مع الطلب في البورصة»، إلى جانب التزامه بالتداول.
- 2- النصُّ الصريح في الاتّفاقيّة النموذجيّة لصناعة السوق على التزام الصانع بالمحافظة على استقرار القيم السوقيّة للورقة الماليّة قياساً بظروف التداول تحت طائلة إلغاء ترخيص الصانع.
- 3- قياس مدى كفاءة عمل الصانع مقارنةً بمدى توازن القيم السوقيّة التي قد قام بصناعة سوقها كل 3 أشهر، ثمّ تحديد قرار البورصة باستمرار أو إلغاء ترخيصه.
- 4- إلغاء ترخيص الصانع في حالة حدوث تقلُّب في سعر السوق يتجاوز نسبة 25 % بعد بدء الصانع بعمله، إلا إذا رأت البورصة استحالة مواجهة قوى السوق التي سببت هذا التقلُّب.
- 5- فرض نسبة محدّدة بغرض تعيين الحدِّ الأدنى والحدِّ الأعلى من تداولات الصانع التي يلتزم بتنفيذها في البورصة قياساً إلى كمية صفقات التداول.
- 6- فرض التزام على صانع السوق بعدم استغلال ظروف السوق بغرض تحقيق أرباح من هوامش الأسعار التي يُصدرها.

- 7- تبني نظام الصانع المتنافس⁽¹⁴¹⁾ بغرض تحفيز السيولة الآتية من الصنّاع.
- 8- إتاحة نظام الصانع المتخصّص على ورقة ماليّة معيّنة عند حدوث اختلال كبير في توازن العرض والطلب على تلك الورقة بغرض إعادة التوازن.
- 9- تبني نظام مُزوّد السيولة الفرعي مع منحه صلاحيّات تقديم مشورة تسعيريّة استثنائيّة للصانع المتنافس أو الصانع المتخصّص خلال فترات الأزمات.
- 10- إلزام مُزوّد السيولة الفرعي بتسخير الكمّيّات الهائلة في سبيل إعادة التوازن للبورصة مسترشداً بعمل صنّاع السوق.
- 11- إلغاء إدراج الشركات ذات الأوراق غير السائلة ومعدّل دوران الأسهم الضعيف كإجراء وقائيّ من حصول ضعف السيولة من جهة، وكإجراء مباشر لرفع مستوى السيولة في البورصة من جهة أخرى.
- 12- تدخّل هيئة أسواق المال بالمراقبة والمحاسبة في مواجهة الصنّاع ذوي المراكز الماليّة القويّة؛ حتى تُعيد «توازن النفوذ» بين البورصة والصنّاع إلى طبيعته.

(141) ومن الممكن أيضاً اشتراط حد أدنى من الصنّاع لكل ورقة مالية على أن لا يقل عن 3. انظر: د. همام القوصي، مرجع سابق، ص 407.

المراجع:

أولاً- باللغة العربية:

أ- كتب:

- د. إبراهيم أونور، تذبذب أسواق الأوراق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 94، يونيو/ حزيران 2010.
- د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، عام 1993.

ب- البحوث:

- د. أحمد مداني، «نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية» المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، الجزائر، العدد 15، جانفي/يناير 2016.
- سليم جابو وعبد القادر عيسى، صناع السوق ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات»، أرشيف كلية العلوم الاقتصادية، قسم العلوم التجارية، جامعة ورقلة، الجزائر، 28-10-2014. انظر الموقع: <https://manifest.univ-ouargla.dz>، شوهدي بتاريخ (2018-1-27).
- د. رمضان الشراح، صناع السوق التجربة الكويتية، اتحاد الشركات الاستثمارية، 2006. انظر الرابط: www.unioninvest.org/Reasearches/A/1Market%20Mak-ers2.doc، شوهدي بتاريخ: (2018-1-13).
- د. همام القوصي، النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة حلب، سورية، 2017.

ثانياً- باللغة الإنجليزية:

- Daniel Weaver, Minimum obligations of market makers, Foresight, Economic Impact Assessment EIA8. Government Office for Science, London, 2012.
- Michael J. Aitken and Rowan M. Cook and, Frederick H. de B. Harris and, Thomas H. Mcinish, «The Role of Market Makers in Electronic Markets: Liquidity Providers on Euronext Paris», Research Gate, 2014. See: <https://www.researchgate.net/publication/228557331> (5-2-2018).
- Larry E. Bergmann and, James P. Dombach, «What is a Regulation SHO bona-fide market maker?», Journal of Investment Compliance, Emerald Publishing Limited, Vol. 18, No. 2, 2017.

- Subhonmesh Bose, and Desmond Cai, and, Steven Low and Adam Wierman, «The Role of a Market Maker in Networked Cournot Competition», Decision and Control (CDC), IEEE 53rd Annual Conference on, 2014.
 - Comerton-Forde, Carole and Hendershott, Terrence and Jones, Charles and M., Moulton, Pamela and SEAHOLE, Mark S., «Time Variation in Liquidity: The Role of Market maker Inventories and Revenues», Cornell University, School of Hospitality Administration, Part of the Accounting Commons, and the Finance and Financial Management Commons, 2010.
 - Jérôme Dugast, «Essays in Financial Market Microstructure», Ecole Doctorale «Sciences du Management/GODI», Ecole des Hautes Etudes Commerciales de Paris, Sorbonne, 2014.
- See: <http://pastel.archives-ouvertes.fr/pastel-00940976> (2018-2-6).
- Thierry Foucault and Sophie Moinas, «Is Trading Fast Dangerous?», Toulouse School of Economics, No. 18-881, January 2018.
 - Richard R. Lindsey and Ulrike Schaefer, «Specialist vs. Saitori: Market-Making in New York and Tokyo», Financial Analysts Journal, Vol. 48, No. 4, Jul. - Aug., 1992.
 - Erik Theissen and Christian Westheide, «Call of Duty: Designated Market Maker Participation in Call Auctions», Centre for Financial Research (CFR), University of Cologne, Working Paper, No. 16-05, August 21, 2017.

ثالثاً - باللغة الفرنسية:

Articles:

- Gérard Rameix and Thierry Giami, «Rapport sur le Financement des Pme-Eti par le Marché Financier», Le Ministre de l'Économie, des finances et de l'Industrie, Paris, 28 Jul. 2011.
- Pierre-Étienne Crépy, «Systèmes intelligents d'aide à la décision collective», 10 avril 2014. Voir: www.pierreetienne.crepy.fr/docs/SMABourse.pdf (3-7-2018).

رابعاً - المواقع الإلكترونية:

- <https://www.boursakuwait.com.kw>
- https://en.wikipedia.org/wiki/Market_liquidity
- http://en.wikipedia.org/wiki/Net_capital_rule
- http://en.wikipedia.org/wiki/Paris_Bourse

- <http://www.financial-spread-betting.com/course/Market-makers-workings.html> <https://www.investopedia.com/terms/s/shareturnover.asp>
- <http://www.investopedia.com/terms/s/spread.asp>
- <http://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/rules/regulations/index.html>
- <http://manifest.univ-ouargla.dz>
- <http://www.nyse.com>
- www.pierreetienne.crepy.fr/docs/SMABourse.pdf
- <https://www.thoughtco.com/definition-of-liquidity-1146123>

خامساً- تقارير:

- تقرير جمعية الشفافية الكويتية، مركز الشفافية للمعلومات، رصد أحوال الشفافية في البورصة، ملف أبريل 2014.
- التقرير السنوي لسوق الكويت للأوراق المالية، 2014.
- صحيفة الأنباء الكويتية، الصفحة الاقتصادية، يوم الثلاثاء 11 أكتوبر 2016

المحتوى:

الصفحة	الموضوع
461	الملخص
462	المقدمة
468	المبحث الأول- تأثير الالتزامات الاحتياطية لصانع السوق على إعادة توازن العرض مع الطلب
469	المطلب الأول- تأثير التزام صانع السوق بتوفير حدٍّ أدنى من الأموال النقدية على إعادة توازن العرض مع الطلب
469	أولاً- التزام صانع السوق بتوفير حدٍّ أدنى من الأموال النقدية في نظام صانع السوق المتنافس
472	ثانياً- التزام صانع السوق بتوفير حدٍّ أدنى من الأموال النقدية في نظام صانع السوق المتخصص
475	المطلب الثاني- تأثير التزام صانع السوق بتوفير حدٍّ أدنى من الأوراق المالية على إعادة توازن العرض مع الطلب
476	أولاً- التزام صانع السوق بتوفير حدٍّ أدنى من الأوراق المالية في نظام صانع السوق المتنافس
479	ثانياً- التزام صانع السوق بتوفير حدٍّ أدنى من الأوراق المالية في نظام صانع السوق المتخصص
483	المبحث الثاني- تأثير الالتزامات التداولية لصانع السوق على إعادة توازن العرض مع الطلب
483	المطلب الأول- التزام صانع السوق بتوفير التسعير
484	أولاً- التزام صانع السوق بتوفير التسعير في نظام الصانع المتنافس
487	ثانياً- التزام صانع السوق بتوفير التسعير في نظام الصانع المتخصص
491	المطلب الثاني- التزام صانع السوق بتوفير أوامر العروض والطلبات
492	أولاً- التزام صانع السوق بتوفير أوامر العروض والطلبات في نظام الصانع المتنافس
496	ثانياً- التزام صانع السوق بتوفير أوامر العروض والطلبات في نظام الصانع المتخصص
500	الخاتمة
504	المراجع

