

قرارات صانع السوق في سوق الاوراق المالية

Decisions of market makers on the exchange

محمد رشاد حسين* مدرس القانون الخاص المساعد جامعة تكريت / كلية الحقوق Mohamed.rhussein@st.tu.edu.iq	ياسر علي طارق مدرس القانون الخاص المساعد جامعة تكريت / كلية الحقوق Yasir.a.tareq@tu.edu.iq
---	---

تاريخ القبول: 2022/06/30

تاريخ الاستلام: 2022/06/26

ملخص:

ان اداء صانع السوق لدوره المنشود في سوق الاوراق المالية، والمتمثل بتحقيق التوازن بين العرض والطلب وتوفير السيولة وتقليل المخاطر المالية في السوق، والتي تترك انطباعات سلبية على حركة تداول الاوراق المالية في السوق يتطلب الاقرار له بصلاحيه اتخاذ جملة من القرارات، الكفيلة بأداء دوره المنشود دون افراط او تفريط، من خلال وضع ضوابط قانونية تشكل ضوابط لإصدار القرارات، وعليه لا بد من بحث تلك القرارات باعتبارها الوسائل التي تمكنه من تحقيق الغاية من وجوده في سوق الاوراق المالية .

الكلمات المفتاحية: قرارات؛ صانع؛ السوق؛ سوق؛ الاوراق المالية.

Abstract :

The market maker's performance of his desired role in the stock market, which is to achieve a balance between supply and demand, provide liquidity and reduce financial risks in the market, which leave negative impressions on the movement of trading securities in the market, requires acknowledgment of the authority to take a number of decisions that guarantee the performance of his desired role without excessive or negligence By setting legal controls that constitute controls for issuing decisions, and it is necessary to discuss those decisions as the means that enable him to achieve the purpose of his presence in the stock market.

Keywords: Décisions, décideur, marché, marché, stock.

* - المؤلف المراسل.

1 مقدمة

2-1- مدخل تعريفي بموضوع البحث :

إذا كان دور صانع السوق الأساس في سوق الأوراق المالية، يكمن في تحقيق التوازن بين العرض والطلب داخل سوق الأوراق المالية، مع تحقيق هامش ربحي له، فإن أداء هذا الدور يتطلب وسائل يتمكن صانع السوق من خلالها أداء دوره المنشود، والمرسوم له قانوناً، لذلك أعطى المشرع صانع السوق الحق في اتخاذ القرارات والتي نظمها التشريعات التي أخذت بنظام صانع السوق لصانع السوق والتي يمكن تقسيمها إلى ثلاث مجموعات، الأولى القرارات المتعلقة بالمحافظة على توازن السوق، وتمثل بـ (قرار التسعير وقرار التداول) (توفير أوامر العروض والطلبات) والثانية القرارات المتعلقة بتحقيق الربح، والتي تتجسد في (قرار البيع على المكشوف وقرار الإقراض والاقتراض) والثالثة القرارات المتعلقة بالتقليل من المخاطر، والتي من صورها (قرار إبرام العقود المستقبلية وقرار إبرام عقود الخيار) وبناء على ما تقدم فلا بد من التعرف على هذه القرارات وهذا ما سنتناوله بالبحث على التوالي في ثنايا هذا البحث .

3-1- أهمية موضوع البحث وسبب اختياره

يعاني سوق الأوراق المالية العراقي، والذي يعد سوقاً ناشئاً من التذبذب في أسعار الأوراق المالية، إذا كثيراً ما يلاحظ عدم وجود توازن بين العرض والطلب، على الأوراق المالية فيه ولاشك أن لهذه الظاهرة آثاراً سلبية، تكمن في قلة التداولات في هذا السوق وعدم قدرة هذا السوق على تطوير نفسه أيضاً هي أسواق الأوراق المالية العالمية، وبالرغم من وجود حل تشريعي لهذه الظاهرة السائدة في سوق الأوراق المالية العراقي، والذي يكمن في نظام صانع السوق الذي تبنته العديد من التشريعات المقارنة والذي يكفل وجود شخص مختص بتحقيق التوازن بين العرض والطلب فيه مع تحقيق هامش ربحي له إلا أن المشرع العراقي لم ينظم دوره في القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية رقم 74 لسنة 2004 كما فعل المشرع الكويتي والاماراتي والامريكي فلا بد من بيان التنظيم التشريعي لصانع السوق في تلك التشريعات ليتم تبنيه من قبل المشرع العراقي عند الأخذ بهذا النظام .

4-1- مشكلة موضوع البحث

تكمن مشكلة موضوع البحث الأساسية في غياب التنظيم التشريعي لصانع السوق في القانون المؤقت، لسوق الأوراق المالية رقم 74 لسنة 2004 بالرغم من تذبذب التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة فيه، ومن كون هذا النظام هو الحل الأمثل لمعالجة تلك الإشكالية، فقد ثبت نجاح هذا النظام في العديد من الأسواق العالمية، لتداول

الأوراق المالية كبورصة نيويورك وناسداك، واخذت به اسواق الاوراق المالية العربية في الكويت والامارات العربية المتحدة من اجل ضمان التطور التلقائي لتلك الاسواق من اسواق ناشئة الى أسواق عالمية .

5-1- منهجية موضوع البحث

اقتضت الضرورة العلمية الاستعانة بالمنهج المقارن في اعداد هذا البحث الوجيز، من خلال المقارنة بين بعض التشريعات الاجنبية والعربية التي أخذت بهذا النظام، فقد انحصرت المقارنة بين التشريعات (الكويتي والاماراتي والاميركي) ، من أجل إبراز مزايا كل تشريع واقتراح الاخذ بالنظام الامثل عند تقنين المشرع العراقي لنظام صانع السوق في متن القانون المؤقت لسوق الاوراق المالية رقم 74 لسنة 2004 .

6-1- هيكلية موضوع البحث

اقتضت ضرورة بحث كافة المسائل المتعلقة بقرارات صانع السوق في سوق الاوراق المالية تقسيم البحث الى ثلاثة مطالب تناولنا في المطلب الاول القرارات المتعلقة بالمحافظة على توازن السوق وتناولنا في المطلب الثاني القرارات المتعلقة بتحقيق الربح وتوفير السيولة وفي المطلب الثالث القرارات التي يتخذها لتقليل المخاطر الناجمة عن تداول الاوراق المالية في أسواق الاوراق المالية.

2- القرارات المتعلقة بالمحافظة على توازن السوق

يتخذ صانع السوق العديد من القرارات الهادفة الى تحقيق التوازن بين العرض والطلب في سوق الاوراق المالية ولعل من اهم صور القرارات التي يتخذها صانع السوق من اجل تحقيق تلك الغاية هو قرار التسعير اذ يتجه الى تحديد سعر للورقة المالية يتناسب مع حركة تداولها في ضوء معطيات السوق والضوابط الموضوعة قانونا لهذا التحديد ، اما القرار الثاني فيتمثل بتوفير اوامر البيع والشراء اذا يتجه في حالة كساد الورقة المالية التي يصنع السوق لها الى اصدار اوامر الشراء من اجل ضمان استمرارية تداولها وعدم انخفاض اسعارها الى حد غير مقبولة ، بينما يتجه في حالة تضخم الطلب عليها الى اصدار اوامر ببيع تلك الورقة من مخزونه من تلك الاوراق ليتفادى ارتفاع اسعارها الى حدود غير مألوفة ومقبولة في التعامل ، وعلى هدي ما تقدم ذكره سنتناول المطلب بالبحث في فرعين نخصص الاول لبحث قرار التسعير ثم ننتقل في الفرع الثاني لبحث قرار توفير اوامر البيع والشراء .

1-2- قرار التسعير

1-1-2- ماهية قرار التسعير

يعد هذا القرار من اهم القرارات التي يتخذها صانع السوق باعتباره المحرك الفعلي لبورصة الاوراق المالية والتي تعتمد بيئة التداول القائمة في داخلها على الأسعار دون انكار الدور التكميلي الذي تلعبه اوامر المستثمرين، فان صانع السوق يعد الشخص المخول والملمزم قانونا بتحديد الأسعار المبدئية للأوراق محل صناعة السوق التي يزاولها فيشتري ويبيع بفارق هامش ربح بين سعر البيع وسعر الشراء⁽¹⁾ ولكن يثار التساؤل هنا حول الكيفية التي يتم اصدار هذا القرار بها؟ وما موقف التشريعات محل المقارنة من هذا القرار؟.

للإجابة عن التساؤل اعلاه نقول يصدر قرار التسعير بشكل نشرة تسمى نشرة فروق الأسعار ، والتي تتمثل ببيان يتضمن اسعار محددة لبيع وشراء الاوراق المالية ويراعي صانع السوق عند اصداره قرار التسعير الحدود السعرية التي تفرضها البورصة قياسا بسعر الإقفال السابق ، والحد الاعلى بين سعري البيع والشراء الذي تفرض من خلاله حدود الربح القانوني لصانع السوق ، ويفهم مما تقدم ان صانع السوق يضع سعرين لكل ورقة مالية يقوم بصناعة سوقها ويقبل البيع والشراء بالسعر المحدد من قبله في ضوء ضوابط البورصة .

2-1-2: الضوابط القانونية لإصدار قرار التسعير

سنتناول ضوابط هذا القرار في البورصات محل المقارنة

أ- بورصة الكويت

نصت اللائحة التنفيذية لقانون انشاء هيئة اسواق المال الكويتية رقم 7 لسنة 2010 على الزام صانع السوق بإدخال اوامر التداول بأسعار مقترنة ببعضها مع فارق سعري تحدده البورصة ، على ان يقوم بتعديل تلك الاوامر حسب حركة اسعار الورقة المالية وذلك خلال فترات زمنية تحددها البورصة⁽²⁾ ، ويلاحظ ان هنالك متطلبات قانونية لإصدار هذا القرار:

*- ان تكون الاسعار المحددة متقاربة : من خلال قرب سعر الشراء من سعر البيع مع الالتزام بالفارق المحدد من البورصة والهدف من هذا الاشتراط توفير السيولة دون ان يكون هنالك فارق كبير بين سعري البيع والشراء عند التداول البيع فان توسع الفارق بين سعري البيع والشراء يشير الى خلل في التوازن بين العرض والطلب مما يؤدي الى عزوف المستثمرين عن التداول ثم نقص السيولة وضبط هامش الربح الذي يحققه الصانع من كل صفقة تداول لتفادي التقلب الكبير في الأسعار⁽³⁾ .

*- انسجام الأسعار مع حركة الورقة المالية : ويعني تحديد اسعار بيع وشراء الاوراق المالية بما يتناسب مع اسعار السوق ارتفاعا او انخفاضاً ويتحقق هذا الهدف من خلال التسعير المرن المنسجم مع حركة اسعار السوق لتحقيق التزامن بين صناعة السوق وحركة السوق⁽⁴⁾ .

*- ان يصدر القرار ضمن السقف الزممي المحدد قانوناً : ان تطبيق نظام صانع السوق في بورصة الكويت محدد بالأوقات التي تجيز فيها البورصة تطبيق نظام صانع السوق من اجل مراقبة نظام صناعة السوق⁽⁵⁾ .

ب- بورصة الامارات العربية المتحدة

لم نجد عند مراجعتنا لضوابط صانع سوق ابو ظبي وضوابط صانع سوق دبي نصا ينظم هذا الالتزام ، وربما يعود السبب في ذلك انه دمج هذا الالتزام مع الالتزام بإدخال اوامر البيع والشراء والذي سنتناوله بعد هذا الالتزام مباشرة .

ج- بورصة ناسداك

ان ضوابط بورصة ناسداك لإصدار قرار التسعير تقريبا هي نفس الضوابط التي اخذت بها بورصة الكويت والتي سبق شرحها فقد اخذت تلك البورصة بنظام التسعير ثنائي الاتجاه من خلال تسعير طرفي البيع والشراء وواجبت الالتزام بالفارق المحدد من البورصة بين سعري البيع والشراء ووجب ايضا تعديل أوامر التداول حسب حركة اسعار الورقة المالية تحت مسمى الالتزام ب (صيانة التسعير المقترن المستمر) وواجبت ان يكون التسعير خاضعا لنظام السلسلة والذي يقصد به تشكيل الاسعار بشكل متسلسل ارتفاعا او انخفاضاً كما انها اطلقت على الاختلاف بين اسعار اوامر البيع واسعار اوامر الشراء تسمية (متطلبات هامش التسعير) وبالتالي فإن ضوابط التسعير لا تفترق عن بورصة الكويت في الضوابط باستثناء بعدم تحديد وقت لصناعة السوق فقد الزمت اتفاقية السوق في ناسداك الصانع بان يقوم بتوفير تسعير العروض والطلبات بشكل مستمر⁽⁶⁾ .

د- بورصة نيويورك

ان اصدار قرار التسعير في ظل نظام الصانع المتخصص امر حتمي لان قواعد بورصة نيويورك اكدت بكل وضوح على التزام صانع السوق بصيانة السعر ثنائي الاتجاه المقترن والمستمر ولا تختلف ضوابط اصدار قرار التسعير في بورصة نيويورك عن بورصتي الكويت وناسداك الا في مسألة النفوذ الكبير الذي يتمتع به صانع السوق المتخصص على اتجاهات التداول خاصة في فرض قيامه بالتسعير النهائي من الاوامر المتقابلة داخليا ، فاحتكاره صناعة الورقة المالية يجعله قادرا على التحكم بالتسعير بدرجة كبيرة ومن اجل تفادي هذه النقطة

السلبية التي قد تؤدي الى اختلال التوازن بين العرض والطلب اوجدت بورصة نيويورك مبدأ الكمية المعقولة والذي يقصد به ((تناسب الكمية التي تطلبها سلطة صانع السوق المتخصص بالتسعير مع الغاية الاساس من وجوده في سوق الأوراق المالية وهي موازنة العرض والطلب لا اقل ولا اكثر)) والذي قننته تعليمات العمق المفتوحة⁽⁷⁾ والذي يتقيد به قرار صانع السوق المتخصص بالتسعير من اجل تفادي سيطرته التامة على تشكل سعر السوق وتحول عمله من اعادة توازن البورصة الى اصطناع سوق خاصة به فيريح من صعود الاسعار وهبوطها ويسحب السيولة من الجميع وتتهار البورصة ولتفادي الفرض الاخير اعتمدت بورصة نيويورك نظام (مزود السيولة الاحتياطي) المخول بتنفيذ الصفقات دون التسعير⁽⁸⁾.

2-2- قرار توفير اوامر العروض والطلبات

يتخلص مضمونه بتوفير صانع السوق اوامر العروض والطلبات التي سبق وان اعلن عن اسعارها بالكميات التي تم طلبها منه وذلك بغية تحقيق نسبة التداول المفروضة عليه قانونا بغية اعادة التوازن في سوق الاوراق المالية .

وستتناول ضوابط هذا القرار في البورصات محل المقارنة :

أ- بورصة الكويت

نظمت اللائحة التنفيذية لقانون انشاء هيئة الاوراق المالية رقم 7 لسنة 2010 المتطلبات القانونية لإصدار هذا القرار والذي يأتي صدوره تنفيذا لالتزام صانع السوق المستمر بإدخال اوامر بيع وشراء على الورقة المسجل عليها وفق الاتفاق المبرم بينه وبين صانع السوق ولقد بين كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت للأوراق المالية لعام 2018 الحدود الزمنية لهذا الالتزام بكونه للمدة الزمنية التي تحددها البورصة والتي ترى فيها ضرورة استمرار عمل صانع السوق لوجود خلل في توازن السوق بسبب نقص السيولة .

اما بالنسبة لضوابط إصدار قرار التداول فيمكن تخصيصها بالآتي :

*- تناسب كميات الاوامر في القرار مع الحدود القيمية لالتزام الصانع بتنفيذ التداول :

وضعت اللائحة التنفيذية لقانون هيئة اسواق المال الكويتية حدين قيمين لالتزام الصانع بتنفيذ التداول .

*- الحد القيمي النقدي : وهو مبلغ مقطوع يلتزم الصانع بتقديمه على تداولات الورقة التي يصنع سوقها طول مدة الترخيص⁽⁹⁾ .

*- الحد القيمي الاجمالي : هو نسبة قيمة دنيا من القيمة الاجمالية للتداول المنفذ على الورقة المالية وقد حددت الاتفاقية النموذجية لصانع السوق في بورصة الكويت أربعة شرائح

سيولة للأوراق بحيث يلتزم صانع السوق بتقديم مبلغ ادنى وفقا لشريحة السيولة التي تنتهي اليها الورقة المالية التي يصنع سوقها⁽¹⁰⁾.

*- تناسب كميات الاوامر في القرار مع الحدود الزمنية الدنيا للوجود في ساعات التداول :
الزمت قواعد البورصة الصانع بغض النظر عن شريحة السيولة بحد ادنى لوجوده خلال ساعات التداول بما لا يقل عن 80% ، ويحد قيمي شهري ادنى يبلغ ما نسبته 10% من القيمة الاجمالية لتداول الورقة ، فلو كانت قيمة التداولات الشهرية للورقة المالية مليون دينار كويتي فيجب ان يكون الصانع قد وفر ما قيمته 100 الف د.ك⁽¹¹⁾.

*- تناسب كميات الاوامر في القرار مع الحدود العليا للتداول :
نصت المادة 1-41-21 من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة اسواق المال الكويتية على انه : " يجوز للبورصة ان تحدد نسبة اوامر البيع القصوى من إجمالي قيمة الاوامر اليومية للورقة المالية الواحدة ...".

ب. بورصة الامارات

نصت الفقرة (6) من المادة (9) من قرار هيئة سوق الاوراق الاماراتي امانة أبوظبي على " يلتزم صانع السوق بإدخال أوامر بيع أو شراء قابلة للتنفيذ على الأوراق المالية المؤهلة المسئول عنها بما لا يخالف أو يتعارض مع البيانات الواردة بالاتفاقية المبرمة بينه وبين السوق ومن ذلك: . الحد الأدنى من حجم الأوامر و الحد الأقصى للمفرق بين أمر البيع وأمر الشراء . الحد الأدنى لنسبة مدة تواجد أوامر صانع السوق في سجلات الأوامر إلى مدة جلسة التداول المستمرة خلال اليوم .

. تحديث أوامر الشراء والبيع بمرور الفترة الزمنية الدنيا وتحديثها عند تنفيذ أمر البيع أو أمر الشراء أو كليهما بالكامل وعند إلغاء الأمر أو انتهاء مدته
. أن يكون أمر البيع أو الشراء المدخل ضمن أفضل ثلاث طلبات مدخلة في سجل الأوامر في الوقت الذي يتم فيه إدخال أمر صانع السوق، المحافظة على أوامر البيع والشراء في نظام التداول كنسبة من إجمالي الوقت في ساعات التداول المستمرة على كل يوم تداول حسب قواعد السوق"⁽¹²⁾.

ج. بورصة ناسداك

لم تحدد بورصة ناسداك حدود دنيا وعليا للعروض والطلبات يجب ان يتقيد بها صانع السوق فلم تورد نصا قانونيا يحدد اي حدود بل أحالت في تحديد العروض والطلبات الى اجراءات البورصة⁽¹³⁾ ، ومما يؤخذ على هذه البورصة ان الغموض في موقفها من قيود السيولة التي

يجب على صانع السوق التقييد بها يؤدي الى محاولة التلاعب بأسعار الاوراق المالية التي يصنع سوقها من خلال اختيار كميات السيولة التي تخدم مخططة الهادف الى التلاعب بأسعار السوق ، فإذا اراد رفع الأسعار يطرح سيولة كثيفة مع تحديد اسعار متصاعدة بشكل متسلسل واذا اراد خفض الأسعار يطرح اسعار متسلسلة بالإنخفاض ، الامر الذي يبرز فائدة تحديد الحد الادنى والاعلى للتداول لتلافي السوق المنقادة للضوضاء نتيجة التداول المستمر غير المستقر⁽¹⁴⁾ .

د- بورصة نيويورك

تمتاز بوصة نيويورك بالدمج بين التزام الصانع بتوفير التسعير مع التزامه بتوفير السيولة فقد اكدت قواعد بورصة نيويورك على مبدأ التسعير المقترن بتوفير الكميات المطلوبة من صانع السوق ، وبالتالي فان ضوابط إصدار قرار التداول تتلخص بالاتي :

- ان ترتبط كميات الاوامر في القرار بالتسعير ارتباطا وثيقا : ومما يؤكد لك ان لجنة الاوراق المالية والبورصة الامريكية عملت على مراقبة صناع السوق المتخصصين في حالة قيام اي منهم بممارسة نشر الأسعار دون ان تقابلها اوامر وذلك لتلافي اشكالية استحواده على العروض التي قام بتسعيها بعيدا عن اسعار السوق عن طريق مقابلتها بأوامر عملائه والذين سبق ان اتفق معهم على ارسالها بسعر السوق دون تحديد وبهذه الطريقة يؤثر على سعر السوق من خلال صفقاته المشبوهة والتي تبدو في ظاهرها انها صفقات طبيعية⁽¹⁵⁾ .

- تناسب كميات الاوامر في القرار مع الحد القيمي الادنى المطلوب من السيولة من الصانع : فقد حددت قواعد بورصة نيويورك الحد الادنى للسيولة التي يجب توفيرها بنسبة معينة من كمية تداول الورقة المالية بحيث يجب ان لا تقل السيولة المطروحة من قبل صانع السوق عن هذه النسبة في كل يوم تداول ولقد سمت قواعد بورصة نيويورك هذه القاعدة بتسمية ((العرض الوطني الاكبر والطلب الوطني الاكبر)) والتي اوجبت على صانع السوق ان يضمن ان لا تقل العروض والطلبات عن :

- نسبة 15% من كمية التداولات اليومية على الورقة المالية التي لا تتجاوز كمية التداول عليها مليون ورقة في يوم التداول .

- نسبة 10% من كمية التداولات اليومية على الورقة المالية التي تتجاوز كمية التداول عليها مليون ورقة في يوم التداول⁽¹⁶⁾ .

ويقوم مما سبق ان بورصة نيويورك ربطت نسبة السيولة الدنيا بكمية التداول من اجل تبسيط عمل صانع السوق والارتقاء بعملية صناعة السوق لان تقسيم الاوراق الى شرائح

وهو النهج الذي استخدمته بورصة الكويت قد يكون مجرد مظهر خادع في حالات التضخم او شديد التقلب كما في حالة السوق المتأرجحة والتي تمتاز اسعارها بالتقلب الشديد ويلاحظ ايضا ان بورصة نيويورك فرضت نسبة سيولة اقل في حالة كثافة التداول وهو عكس ما عليه الحال في بورصة الكويت التي زادت الحد الأدنى من السيولة مع ازدياد التداول ولعل السبب في هذا النهج الذي سلكته يكمن في كون سوق نيويورك هي سوق عريقة ومسيرة التداول فيها تتسم بالنجاح وتعتمد مبدأ ترك السوق تحقق توازنها بشكل تلقائي .

3- القرارات المتعلقة بتحقيق الربح وتوفير السيولة

اذا كان صانع السوق يهدف الى تحقيق التوازن بين العرض والطلب بالنسبة للورقة المالية التي يصنع سوقها الا ان هذا الامر لا يعني باي حال من الاحوال ان دوره يقتصر على هذا الحد فهو يسعى الى تطوير الاسواق المالية التي يمارس نشاطه فيها من خلال ضمان ديمومة التداول فيها وتوفير السيولة وكل ذلك مقابل هامش ربحي يحصل عليه مقابل اداء هذه الخدمات ، وعلى هدي ما تقدم ذكره سنبحث اهم القرارات التي يتخذها صانع السوق بهدف توفير السيولة وتحقيق الربح في فرعين نخصص الفرع الاول لبحث قرار البيع على المكشوف وفي الفرع الثاني نبحث قرار اقراض او اقتراض الاوراق المالية وعلى التوالي :

3-1: قرار البيع على المكشوف

يتخذ البيع على المكشوف صورتين الصورة الاولى قيام المستثمر ببيع الأسهم التي يقتريها على أمل انخفاض سعرها مستقبلاً ثم يقوم بشرائها وإعادتها للمقرض بحلول تاريخ التسوية وهذا ما يسمى بالبيع على المكشوف العادي او المنظم والصورة الثانية هي أن يبيع المستثمر أسهم لا يملكها وبحلول تاريخ التسليم يقوم بشرائها من السوق ويعطيها للمشتري أو يقوم باقتراضها من آخرويسلمها للمشتري ثم يقوم بشراء تلك الأسهم بعد ذلك للمقرض وهو ما يسمى بالبيع على المكشوف العاري، ويهدف البائع من هذه العملية تحقيق هامش ربح مجدي من خلال الفرق بين سعر البيع والشراء، إذ أنه يتوقع انخفاض سعر الأسهم بعد بيعها ومن ثم شرائها بسعر أقل من سعر البيع، أما إذا ارتفع سعر الأسهم محل الصفقة "بعكس المتوقع" فإن ذلك سوف يؤدي إلى إلحاق الخسارة بالمستثمر بمقدار الارتفاع ، وبناء على ما تقدم سنتناول ضوابط هذا القرار في البورصات محل المقارنة :

3-1-1 بورصة الكويت

نصت المادة 4-55-2 من كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت على انه: "لا يجوز لصانع السوق القيام بعمليات البيع على المكشوف إلا في حال تغطية عملياته - بشكل مسبق - من خلال إقراض واقتراض الأسهم من وكالة المقاصة.

ومن خلال مراجعة المادة 9-32 من كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت بفقراتها المتعددة نستخلص ان ضوابط اصدار هذا القرار في بورصة الكويت تتلخص بالاتي :

- اتفاق صانع السوق مع الوسيط المرخص لترتيب عملية اقتراض الأسهم وفق الضوابط المحددة من قبل وكالة المقاصة⁽¹⁷⁾.
- ان تكون الورقة المالية من الاوراق الجائز بيعها على المكشوف وان تكون الشركة المصدر لها قد مضت مدة ست اشهر على ادراجها في البورصة⁽¹⁸⁾
- ان لا يتجاوز البيع على المكشوف نسبة 10 % من الأوراق المالية القائمة في رأس مال الشركة المدرجة و يجوز للبورصة تغيير نسبة الأوراق المالية المتاحة للبيع وفقا لمعطيات نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية لدى وكالة المقاصة.⁽¹⁹⁾
- ان يكون في الاوقات الجائزة المحددة من البورصة فلا يجوز ممارسته في الحالات التي يجب ايقافه بها⁽²⁰⁾.
- ان يكون لاحق لإكمال الوسيط اجراءات الاقتراض⁽²¹⁾.
- ان يتقيد بالحدود التنظيمية والزمانية والسعرية المحددة قانونا فان مدة عروض البيع على المكشوف لمدة يوم واحدو يجب أن يكون سعر البيع أعلى أو مساوي لسعر آخر صفقة وان يتوافر السعر المرجعي للسهم⁽²²⁾.
- ان لا يكون صانع السوق مطلع وان يتم البيع على المكشوف داخل البورصة⁽²³⁾.
- ان يتم تأشير البيع على المكشوف في البورصة بعد اتمام عملية الاقتراض⁽²⁴⁾

2-1-3 بورصة الامارات العربية المتحدة

عرفته المادة 1 من قرار مجلس ادارة هيئة الاوراق المالية والسلع رقم 48 لسنة 2012 بشأن نظام بيع الأوراق المالية على المكشوف هذا النوع من البيع بانه " قيام المستثمر ببيع ورقة مالية لا يملكها أو ورقة مالية مقترضة "⁽²⁵⁾. و اباحت الفقرة 1 من المادة 2 من القرار المذكور لصانع السوق ممارسة نشاط البيع على المكشوف اذا جاء فيها: " يجوز القيام بعملية البيع على المكشوف في الحالات التالية: "1- صانع السوق لمزاولة نشاطه في صناعة السوق".

اما بالنسبة لضوابط إصدار هذا القرار فتتلخص بالاتي :

أ- قابلية الورقة المالية ان تكون محلاً للبيع على المكشوف : يشترط ان تكون الورقة المالية قابلة ان تكون محلاً للبيع على المكشوف ، فبعض الأوراق المالية لم يجز المشرع الاماراتي ان تكون محلاً للبيع على المكشوف⁽²⁶⁾ وهي الأوراق المالية محل حقوق الإكتتاب بأسهم زيادة رأس المال أو الاذونات المغطاة⁽²⁷⁾ ، الا ان المادة 10 استثنت صانع السوق من ذلك⁽²⁸⁾ ، ويعد هذا الاستثناء من التسهيلات الممنوحة لصانع السوق من اجل تشجيع الشركات على ممارسة اعمال صانع السوق نظراً لحاجة السوق الى هذا الصانع .

ب- الحصول على موافقة السوق : لا يتمتع صانع السوق بحرية مطلقة في بيع الأوراق المالية فيجب ان يحصل على موافقة السوق قبل البيع ، وبالتالي لا يمكنه بيع جميع الأوراق المالية التي يحوزها وانما يجب ان يحدد السوق الأوراق المالية التي يمكن بيعها بعد وضع المعايير والاجراءات اللازمة لممارسة البيع على المكشوف⁽²⁹⁾ .

ج- مضي المدة القانونية على إدراج الورقة المالية في سوق الأوراق المالية : وهذه المدة في التشريع الاماراتي هي شهر والحكمة من اشتراط المشرع هذه المدة معرفة حقيقة الورقة المالية ومعرفة السعر السوقي الحقيقي لها⁽³⁰⁾ .

د- قدرة العميل على تسليم الورقة المالية محل البيع على المكشوف : يجب ان تتوافر هذه القدرة عند حلول ميعاد التسوية ، فإذا تبين ان المتعامل على الورقة المالية غير قادر على تسليمها فيتعين على صانع السوق ان يمتنع عن تنفيذ عملية البيع حتى يتجنب المسؤولية القانونية الناجمة عن تنفيذ تلك العملية عن مخالفة الضوابط .

اما عن جزاء عدم قيام المتعامل بتسليم الورقة محل البيع على المكشوف في تاريخ التسوية فيتلخص بمعالجة الاخفاق وفق الاجراءات التي يضعها سوق الأوراق المالية وتقررها هيئة الأوراق المالية والسلع ، وأجازت منح صانع السوق في الفرض الاخير التسهيلات لتسوية هذا الإخفاق⁽³¹⁾ .

ويثار تساؤل مفاده عن اثر اخفاق صانع السوق في تسليم الأوراق التي باعها على المكشوف بالرغم من منحه مدة لتسوية هذا الاخفاق ؟

اجابت الفقرة الاولى من المادة 8 من قرار البيع على المكشوف على الاثر الجزائي المترتب على هذا الاخفاق وهو فرض السوق غرامة على صانع السوق الذي اخفق في تسليم الأوراق المالية التي تم بيعها على المكشوف اذ نصت على انه : " يقوم السوق بفرض غرامة على الوسيط أو صانع السوق الذي أخفق في تسليم الأوراق المالية التي تم بيعها على المكشوف وفقاً لما تحدده لوائح السوق ويعتمد من الهيئة".

اما الاثر المدني فقد حددته الفقرتين الثانية والثالثة من المادة 8 من قرار البيع على المكشوف اذ نصت على انه: "2-يلتزم الوسيط البائع الذي أخفق في تسليم الأوراق المالية التي تم بيعها على المكشوف بسداد التعويضات التي يحددها السوق.

- حال عدم إلزام البائع الذي أخفق في تسليم الأوراق المالية التي تم بيعها على المكشوف بسداد التعويضات والغرامات؛ يتم تسهيل الكفالة المصرفية لصانع السوق أو الوسيط البائع وفقاً للآلية المتبعة لدى السوق"

اما الاثر الاداري فقد حددته الفقرة الخامسة من المادة 8 من قرار البيع على المكشوف اذا نصت على انه: "للسوق توقيع الجزاءات المتعلقة بالمخالفات الواردة في لوائحه الداخلية، ويجوز لذوي الشأن التظلم لدى الهيئة على القرار الصادر من السوق خلال 30 يوماً من تاريخ الاخطار بالقرار"

ه- عدم الإضرار بعدالة السوق ونزاهته

يتعين على صانع السوق التقييد بجميع القوانين والأنظمة والقرارات المتعلقة بتحقيق العدالة والنزاهة بين المتعاملين في السوق⁽³²⁾.

و- التقييد بسعر اخر صفقة منفذه :

يجب ان يكون سعر أمر البيع على المكشوف اعلى من سعر اخر صفقة منفذه⁽³³⁾.

وينثار تساؤل اخير عن حكم مخالفة صانع السوق لضوابط اصدار قرار البيع على المكشوف

؟ وعن الجزاءات التي توقع عليه بسبب مخالفة تلك الضوابط ؟

أجابت المادة 12 من قرار البيع على المكشوف عن ذلك بقولها: "1- للهيئة من تلقاء نفسها، أو بناء على طلب السوق المعني، التحقيق في مخالفات البيع على المكشوف في أي من الأحوال التالية:

- الاخلال بأحكام القانون أو اللوائح أو الأنظمة أو القرارات أو التعليمات الصادرة تنفيذاً له.

- الخروج على معايير السلوك المهني.

وللهيئة حال ثبوت ارتكاب المخالفة توقيع أحد الجزاءات التالية:

أ - توجيه إنذار الى المخالف مع إلزامه بإزالة المخالفة في المدة التي تحددها الهيئة.

ب - فرض غرامة مالية بما لا يتجاوز الحد الأقصى للغرامة المنصوص عليه في القانون والأنظمة الصادرة بمقتضاه.

ج - الوقف المؤقت أو الدائم لعمليات البيع على المكشوف بالنسبة للمخالف.

3-1-3: البورصة الامريكية

ان القسم 10 (أ) من قانون تداول الاوراق المالية الامريكي يعطي الهيئة العامة السلطة لتنظيم البيع على المكشوف للأوراق المالية المسجلة في بورصة الأوراق المالية الوطنية، تغطي الفقرة (أ) من القاعدة 10-1-1 عمومًا عمليات البيع على المكشوف في أي ورقة مالية مسجلة في بورصة أوراق مالية وطنية (أوراق مالية مدرجة) بينما تنطبق الفقرة (ب) على عمليات البيع على المكشوف في البورصة الوطنية للأوراق المالية التي لا تغطيها الفقرة (أ) وهي عمليات البيع على المكشوف للأوراق المالية غير المسجلة في البورصة.

تنص القاعدة 10 أ-1 (أ) (1) على ضوابط البيع على المكشوف اذ جاء فيها: " مع مراعاة بعض الاستثناءات ، يجوز بيع ورقة مالية مدرجة على المكشوف: (1) بسعر أعلى من السعر الذي تم به البيع السابق مباشرة (علامة زائد) ، أو (2) بسعر البيع الأخير إذا كان أعلى من آخر سعر مختلف (علامة الصفر زائد). على العكس من ذلك ، لا يُسمح بالبيع على المكشوف على علامة سالب أو علامة صفيرية ناقص ، مع مراعاة استثناءات ضيقة".

ويؤدي تطبيق هذه القاعدة يؤدي الى منع البيع على المكشوف بأسعار منخفضة بشكل متتابع ، وبالتالي القضاء على البيع على المكشوف كأداة لدفع السوق إلى الانخفاض⁽³⁴⁾ .

وكانت هذه الضوابط تسري على البيع على المكشوف العادي والعملي الى حين صدور اللائحة SHO التي تبنتها لجنة الأوراق المالية والبورصات في عام 2004 لغرض السيطرة على البيع على المكشوف العملي المسوي. دخلت اللائحة حيز التنفيذ في 3 يناير 2005 وبموجبها استبدلت قواعد البورصة وناسداك الحالية بقواعد وطنية موحدة بصدد هذا البيع وفقد نصت على عدم جواز قبول الوسيط أمر بيع قصير المدى من العميل ، أو إجراء عملية بيع على المكشوف لحسابه الخاص ، ما لم يسبق ذلك اقتراض للورقة المالية ، أو القيام بترتيبات تثبت حسن النية كاستعارة الأوراق المالية وان تكون هنالك لديه أسباب معقولة للاعتقاد بإمكان ضمان مكان وزمان تسليم الورقة المالية الى المشتري بحلول تاريخ استحقاق التسليم ، وإذا قام السمسار ببيع على المكشوف ، ثم فشل في تسليم الأسهم للمشتري وكانت هناك إخفاقات كلية في التسليم لدى وكالة مقاصة مسجلة بقيمة 10,000 سهم أو أكثر لكل ورقة مالية ، و مستوى الإخفاق في التسليم يساوي على الأقل نصف واحد بالمائة من إجمالي الأسهم القائمة للمصدر ، واستمرت حالة الإخفاق في التسليم الموقع لمدة 13 يوم تداول ، يجب على الوسيط أو غرفة المقاصة الخاصة بالوسيط إغلاق الصفقة عن طريق شراء الأوراق المالية من نفس النوع والكمية⁽³⁵⁾ .

2-3: قرار الإقراض والاقتراض

يقصد بقرار الإقراض والاقتراض هو قرار يتخذ عن طريق ابرام عقد بين المقرض والمقترض بموجبه يتم نقل ملكية الأوراق المقترضة بصورة مؤقتة من الطرف الأول الى الثاني مع التزام الأخير بردها بناء على طلب الأول في أي وقت خلال الفترة المتفق عليها أو في نهايتها ما لم يتم الاتفاق على غير ذلك.

والهدف من السماح لصانع السوق باتخاذ هذا القرار هو تحقيق الربح فاذا كان هنالك طلب كبير على الورقة المالية ولم يكن لدى صانع السوق مخزون كاف لمواجهة الطلب وكان يتوقع انخفاض الطلب عليها فيما بعد وبالتالي انخفاض سعرها فيقوم باقتراض الأوراق المالية وبيعها ثم إعادة شرائها عند انخفاض سعرها من اجل اعادتها الى المقرض ويحقق الربح من خلال الفرق بين السعرين⁽³⁶⁾ ، وبناء على ما تقدم سنتناول ضوابط هذا القرار في ظل احكام البورصات محل المقارنة .

1-2-3: بورصة الكويت

لم تصدر تلك البورصة نظاما خاصا بإقراض واقتراض الأوراق المالية فلم نجد عند مراجعتنا اللائحة التنفيذية لسوق الأوراق المالية الكويتي لسنة 2010 نصوصا تنظم ضوابط اصدار هذا القرار.

2-2-3: بورصة الامارات العربية المتحدة

اجازت المادة (3/10) من نظام صانع السوق في ابو ظبي ودبي⁽³⁷⁾ للشركات العاملة في نشاط صناعة السوق ممارسة اعمال إقراض واقتراض الأوراق المالية وعرفت المادة 1 من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 47 لسنة 2012 إقراض واقتراض الأوراق المالية بأنه: " عقد يتم بموجبه نقل ملكية الأوراق المالية بصفة مؤقتة من طرف (المقرض) الى آخر (المقترض) مع إلزام المقترض بردها بناء على طلب المقرض في أي وقت خلال الفترة المتفق عليها أو في نهايتها ما لم يتم الإتفاق على غير ذلك " .

وتتلخص ضوابط إصدار اقتراض وإقراض الأوراق المالية بالآتي :

- موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع :

اشترطت المادة 2 من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 47 لسنة 2012 بشأن إقراض واقتراض الأوراق المالية هذا الشرط⁽³⁸⁾ ، وتكون مدة الترخيص بمزاولة أنشطة الاقتراض والإقراض لمدة سنة قابلة للتجديد ويشترط لمنح الموافقة الامور الاتية :

أ- توافر الموارد البشرية والفنية والتنظيمية .

- ب- توافر اجراءات إدارة المخاطر والملائمة المالية وتقديم ما يثبت ذلك .
 ج- جلب النظام الفني الذي يجب تطبيقه لمعالجة المعلومات .
 د- وجوب وجود خط ربط الكتروني بين صانع السوق وسوق الاوراق المالية .
 هـ- حفظ مستندات وسجلات اسماء العملاء من اجل حفظ البيانات الخاصة بتلك العمليات .
 و- حفظ العقود التي يتم ابرامها مع المتعاملين والعمولات والرسومات التي يتلقاها مقابل خدمة المتعاملين .

ز- توفير الرقابة الحسابية الداخلية لتنفيذ الالتزامات التي تتعلق بنشاط صانع السوق .
 ح- تزويد هيئة الاوراق المالية والسلع وسوق الاوراق المالية بالتقارير المتعلقة بأعمال الاقراض والاقتراض خلال يومي عمل من تاريخ تقديم الطلب بهدف اجراء الرقابة والإشراف على عمله (39)

- قابلية الورقة المالية ان تكون محلاً للإقراض والاقتراض :

هنالك بعض الاوراق المالية لا يمكن ان تكون محلاً للإقراض والاقتراض كالأوراق المرهونة والمحجوزة وكذلك الاوراق التي يرى السوق لأسباب قانونية وواقعية تؤثر على الورقة المالية المتداولة او السوق استنادا الى المادة 7 من النظام (40) ويرى الفقه يشترط ان يكون القرار مسببا لكي يكون قابلا للطعن به امام الجهة المختصة (41) .

- توقيع إتفاقية إقراض وإقتراض الأوراق المالية

اجاز النظام توقيع اتفاقية خاصة بين المقرض والمقترض ، وأجاز توقيع إتفاقية عامة تنظم عملية اقراض الاوراق المالية بينهما في حالة استمرار التعامل بينهما وفي هذه الحالة يتم تنفيذ كل عملية على حدة ووفق بياناتها التفصيلية ، ولقد حددت المادة 8 من نظام اقراض واقتراض الاوراق المالية البيانات التي يجب ان تتضمنها الاتفاقية الموقعة بين الطرفين (42) .

ويشترط قبل توقيع الاتفاقية ان يكون لدى صانع السوق تفويض من عميله للقيام بعمليات الاقراض والاقتراض ويجب ان ينفذ العمليات وفقه وان يتقيد بتعليماته وتوثيق كافة الضمانات المالية والرسوم التي استوفاهها او دفعها وان ينظم تقاريرها بكافة تلك العمليات له واعلام عميله بكافة العمليات التي اجراها على الاوراق المملوكة له وتنفيذها في يوم اجرائها ذاته .

ويلتزم صانع السوق بتبصير عميله بمخاطر عملية الاقراض والاقتراض حتى يقرر اذا كان يرغب بإجراء هذا التصرف من عدمه وان يحصل على افادة خطية منه تفيد تبصير الصانع له بالمخاطر وقبوله تنفيذ العملية (43) .

- تقديم ضمان لاقتراض الأوراق المالية

بينت المادة 9 من نظام اقراض واقتراض الاوراق المالية صور الضمانات المالية التي يلتزم وكيل المقترض بتقديمها من اجمل ضمان اعادة الاوراق المالية في الوقت المحدد وهي :

أ- الضمان النقدي

لا تقل قيمته عن (105%) من قيمة الاوراق المالية المقترضة، ولم يحدد النظام نوع العملة التي يدفع فيها مبلغ الضمان ولا كيفية الدفع، ويتم الاحتفاظ به بمعرفة وكيل الإقراض .

ب- كفالة مصرفية

يجب ان تكون غير مشروطة ولا تقل قيمتها عن (105%) من قيمة الاوراق المالية المقترضة ، وان تكون صادرة عن مصرف داخل او خارج الدولة باستثناء حالة كون المقرض شخصا طبيعيا من مواطني الامارات فيجب ان تصدر من مصرف اماراتي حصراً ، غير معلقة على شرط ولا مضافة الى اجل لوجوب تسهيل قيمتها عند طلب المقرض ذلك .

ج- أوراق مالية مملوكة للمقترض

يجب ان تكون مملوكة للمقترض ولا تقل قيمتها عن (110%) من قيمة الاوراق المالية المقترضة ، وفي حالة كون المقرض شخصا طبيعيا من مواطني الامارات فيجب ان تكون الاوراق المالية مدرجة في سوق الأوراق المالية ، ويتم الاحتفاظ به لدى المقاصة⁽⁴⁴⁾ .

ويثار تساؤل مفاده عن حكم انخفاض قيمة الضمان على الورقة المالية المقترضة ؟

وللإجابة عن ذلك نقول ان قيمة الضمان تحتسب يوميا من وكيل المقترض وفقا للقيمة السوقية للأوراق المالية باستقراء سعر الإغلاق و في حالة انخفاض قيمة الضمان المحددة باتفاقية الاقراض نكون امام فرضين :

الفرضية الاولى : ان يطلب وكيل المقرض من وكيل المقترض من وكيل المقترض زيادة مبلغ الضمان خلال يوم عمل من تاريخ تقديم طلب الزيادة لتغطية النسبة التي نشأت عن انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية فان قبل وقدم الضمان تحل الاشكالية .

الفرضية الثانية : اذا لم يقدم وكيل المقترض الضمان الاضافي هنا يقوم وكيل المقرض او المقاصة بتسييل الضمان المقدم بعد اليوم التالي المحدد مسبقا ويقع على وكيل المقرض التزام قانوني بضرورة اخطار المقاصة بتسييله لضمان اقتراض الاوراق المالية المقدم من وكيل المقترض⁽⁴⁵⁾ .

3-2-3 : في البورصة الامريكية

لم تنظم قواعد بورصة ناسداك وبورصة نيويورك ضوابط هذا القرار ونعتقد امكانية اللجوء الى هذا القرار في ظل بورصة ناسداك لكون الصانع متنافس فبإمكانه اقتراض الاوراق المالية لمواجهة اوامر الشراء عند عدم توافر الاوراق المالية في محفظته الاستثمارية او عدم كفايتها ، كما انه يمكنه اقتراض الاوراق المالية عندما تكون لديه وفره في الاوراق المالية المطلوب اقتراضها من قبل الغير في محفظته الاستثمارية ويكون لدى الطرف المقترض نقص فيها ولا يستطيع مقابلة اوامر الشراء ، اما في ظل بورصة نيويورك التي تعتمد نظام الصانع المتخصص والذي لا يقتصر دوره على اوقات الكساد في العروض والطلبات على الورقة المالية التي يتولى صناعة سوقها وفي ظل احتكاره لصناعة السوق عليها نعتقد ان لا حاجة له لممارسة هذا النشاط لعدم وجود غيره يختص بصناعة سوق الورقة التي يحتكرها ليقرضه او يقترض منه الورقة المالية .

3-3: القرارات التي تتعلق بالتقليل من المخاطر

يتعرض صانع السوق اثناء ادائه للأدوار المناطة به قانونا والمتمثلة في تحقيق التوازن بين العرض والطلب وتوفير السيولة الى جملة من المخاطر المالية منها احتمالية انخفاض اسعار الاوراق التي يشتريها في اوقات الكساد لتحقيق التداول على الورقة المالية وتجنب انخفاض اسعارها بسبب انخفاض الطلب عليها او ارتفاع اسعار الاوراق الملزم بتوفيرها في حالة وجود تضخم في طلبات شراء الورقة المالية في السوق وعدم وجود طلبات بيع مقابلة لها الامر الذي قد يدفع صانع السوق الى شراء هذا الاوراق بثمن اعلى من ثمنها الواقعي ليؤدي دوره في توفير السيولة الناقصة وقت التضخم ، ومن اجل مواجهة تلك المخاطر يتجه صانع السوق الى استعمال عدد من الخيارات المالية المتاحة له بموجب التشريعات لتفادي تلك المخاطر ولعل تلك الخيارات قرار ابرام العقود المستقبلية وقرار ابرام عقود الخيار، وبناء على ما تقدم ذكره سنبحث القرارات التي تتعلق بتقليل المخاطر في فرعين نخصص الاول لبحث قرار ابرام العقود المستقبلية ونخصص الثاني لبحث قرار ابرام عقود الخيار .

1-3-3: قرار ابرام العقود المستقبلية

يقصد بالعقود المستقبلية وهي عقود متجانسة في جميع شروطها من حيث حجم العقد وشروط وتواريخ التسليم ومواصفات أو درجة جودة الأصل محل التعاقد ومكان التسليم وكيفية التسليم باستثناء سعر العقد الذي يتم التفاوض عليه وتحديده، وبذلك تحقق هذه العقود الشفافية بشكل يضمن لها الرغبة طرفي العقد، وعدد العقود التي تحدد احتياجا

التسعير العادل والسيولة بما يلبي احتياجات الأطراف المتعاملة كافة⁽⁴⁶⁾ ولقد أخذ المشرع الإماراتي به⁽⁴⁷⁾ والامريكي بها⁽⁴⁸⁾.

ويتم تغطية المخاطر عن طريق هذه العقود باستراتيجيتين :

أ- استراتيجيات التغطية: يقصد بالتغطية في سوق العقود ، الصفقات التي يبرمها بتواريخ التنفيذ المستقبلية، بغرض الحد من الخسائر التي يمكن ان يتعرض لها، بسبب التغيرات العكسية قد تطرأ فيما بعد على سعر السلعة محل التعاقد ويمكن التمييز بين اربع انواع من التغطية :

- التغطية الكاملة: يقصد بها ان يمتلك صانع السوق عقد البيع و عقد الشراء بنفس السعر و الكمية و بنفس تاريخ التسليم، و من تم لا يكون عرضة لأي خسائر في حالة حدوث تغيرات سعرية .

- تغطية الشراء: يقصد به شراء عقد على السلعة في سوق العقود المستقبلي بهدف الوقاية من مخاطر ارتفاع الأسعار.

- تغطية البيع: يقصد بها بيع العقود المستقبلية لتجنب مخاطر انخفاض أسعار المخزون من سلعة معينة .

- التغطية باستخدام أصل مختلف: يقصد بها امكانية استبدال السلعة او الورقة محل العقد في تاريخ التنفيذ بسلعة أو ورقة أخرى مشابهة .

ب - إستراتيجية المضاربة : يقصد بها زيادة العائد مع بقاء مستوى المخاطر على ما هو عليه، ويمكن أن يأخذ صانع السوق بوصفه مضاربا مركزا طويلا عندما يتمسك بعقد البيع المستقبلي عندما يتوقع ارتفاع الاسعار عما هو محدد في عقد البيع المستقبلي أو مركزا قصيرا عن طريق بيع العقد المستقبلي عندما يتوقع انخفاض الاسعار عما هو محدد في عقد البيع المستقبلي⁽⁴⁹⁾ .

2-3-3: قرار ابرام عقود الخيار

عقود الخيار هي عقود تبرم بالأساس بين طرفين بسعر يحدد في الوقت الحاضر على أن يتم التنفيذ في تاريخ مستقبلي بحسب طبيعة تداولها واستخدامها في أسواق المال وهي عقود تعتمد في المقام الأول على خاصية حق الاختيار وليس الإلزام فيما يتعلق بتنفيذ التعاقد أو حق إلغائه وقد تتضمن هذه العقود خيار الشراء فقط او خيار البيع او الخيارين معا⁽⁵⁰⁾ ، وقد اخذ بها المشرع الاماراتي والامريكي⁽⁵¹⁾

وان الاستراتيجيات المتبعة لتغطية المخاطر باستعمال عقود الخيارات تكون حسب عقد الخيار الذي يبرمه صانع السوق والذي يتناسب مع توقعه بارتفاع الاسعار او

انخفاضها او امكانية وقوع اي من الفرضين وبناء على ما تقدم تتلخص الاستراتيجيات بالاتي :

- التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار الشراء :

اذا كان صانع السوق غير متأكد عما اذا كان سعر السهم في تاريخ انتهاء التعاقد سيكون اكبر او اقل من سعر التنفيذ للسهم , فان المستثمر يمكنه عن طريق اتخاذ موقف قصير فيما يتعلق بالأسهم بمعنى (بيع الاسهم) واتخاذ موقف طويل فيما يتعلق بخيار الشراء (بمعنى شراء حق اختيار الشراء) حين يعتقد المستثمر ان الاسعار سوف تنخفض في المستقبل وبالتالي سيقلل المخاطر التي يتعرض لها الى اقل درجة وذلك عن طريق تدنية الخسائر دون التأثير على ما يحققه من عائد .

- التغطية ضد المخاطر باستخدام حق خيار البيع :

نقوم هذه الاستراتيجية على اساس ان صانع السوق سيقوم بشراء الاسهم اي اتخاذ موقف طويل بالنسبة للاسهم , واتخاذ موقف قصير لحق الخيار (بمعنى بيع حق اختيار البيع) ويلجأ صانع السوق الى هذه الاستراتيجية في حالة اعتقاده ان الاسعار سوف ترتفع في المستقبل ومن ثم يقوم بشرائها الان , وفي نفس الوقت يقوم بتحرير حق خيار البيع لاحد المستثمرين بهدف بيع هذه الاسهم فيما اذا انخفض سعرها وتحقيق عائد من هذه العملية .

- استراتيجية حقوق الخيارات المزدوجة: straddle

في هذه الاستراتيجية يقوم صانع السوق بشراء عقد خيار شراء وعقد خيار بيع لنفس الاوراق المالية وفي نفس الوقت ويكون تاريخ التنفيذ للعقدين واحد وتاريخ الانتهاء واحد، يلجأ صانع السوق الى هذه الاستراتيجية حين يتوقع ان الاسهم التي لديه قد تتعرض لتغيرات سعرية كبيرة غير انه لا يستطيع تحديد اتجاه هذا التغيير ويمكن استخدام هذه الاستراتيجية في المواقف الطويلة الاجل او المواقف القصيرة الاجل عندما يشعر صانع السوق ان هناك تغيير كبير في الاسعار سواء بالارتفاع او الانخفاض⁽⁵²⁾.

4- خاتمة

في ختام هذا البحث الوجيز توصلنا الى اهم الاستنتاجات والتوصيات الآتية :

1-4: الاستنتاجات

- تقسم القرارات التي يتخذها صانع السوق الى ثلاث مجموعات القرارات المتعلقة بالمحافظة على توازن السوق وهي (قرار التسعير وقرار التداول) توفير اوامر العروض والطلبات) والقرارات المتعلقة بتحقيق الارباح وهي (قرار البيع على المكشوف وقرار الإقراض والاقتراض) وقرارات تتعلق بالتقليل من المخاطر (قرار ابرام العقود المستقبلية وقرار ابرام عقود الخيار).

- نظمت اغلب التشريعات المقارنة قرار التسعير وبينت ضوابطه باستثناء التشريع الاماراتي فالزمت من اجمل ضمان توازن العرض مع الطلب ان تكون الاسعار متقاربة من خلال قرب سعر البيع من الشراء وتناسبه مع حركة الاوراق المالية .

- نظمت جميع التشريعات المقارنة قرار التداول واختلفت ضوابط قرار التداول لاختلاف طبيعة دور صانع السوق من بورصة لأخرى تبعا لكونه متنافس او متخصص لكنها اتفقت على ان لا تقل اوامر العروض والطلبات عن الحدود الاجمالية والقيمية الدنيا لتداول الورقة المالية وان لا يقل عن النسبة المحددة بحسب زمان التداول اما بخصوص شرط ان لا يزيد عن الحد الاعلى فلقد نظمته بعض التشريعات صراحة او ضمنا من خلال اشتراطها المعقولة .

- اتفقت التشريعات المقارنة على جواز البيع على المكشوف لكنها اختلفت في نطاقه فأباحث المشرع الاماراتي بنوعية العادي والعمومي بينما اباح المشرع الكويتي البيع على المكشوف العادي فقط بينما سلك المشرع الاميركي طريقا وسطا من خلال اباحته مع فرض الرقابة على البيع العمومي وتقرير مسؤولية صانع السوق عن عدم التسليم وفق احكام لائحة SHO.

- لم تنظم التشريعات المقارنة اقراض واقتراض الاوراق المالية باستثناء المشرع الاماراتي الذي فصل احكام هذا الموضوع .

- لم تنظم جميع التشريعات قرارات صانع السوق الخاصة بتقليل المخاطر بالرغم من اهمية هذه القرارات في الحفاظ على استمرارية عمل صانع السوق باستثناء التشريع الاماراتي والاميركي اللذين اباحا اصدار صانع السوق لقرار ابرام العقود المستقبلية وخيار الشراء .

2-4 : التوصيات

- نوصي المشرع العراقي عند تنظيمه لنشاط صانع السوق ان ينظم قرارات صانع السوق التي اشرنا لها في ثنايا البحث .

- نوصي المشرع العراقي عند تنظيم قرار التسعير ان يأخذ بتوجه المشرع الكويتي لكونه الأكثر دقة وان ينص على ضرورة ان يكون الفارق سعري بين سعري البيع والشراء متقاربا مع الأخذ بالفوارق المحددة من قبل البورصة وان يكون متناسبا مع حركة الاوراق المالية وان لا يشترط ان يكون في اوقات الكساد لان عمل صانع السوق يجب ان يتسم بالديمومة من اجل رفع كفاءة الاسواق المالية .

- نوصي المشرع العراقي عند تنظيم قرار توفير اوامر العرض والطلبات ان يأخذ بتوجه المشرع الكويتي والامريكي لكونه الأكثر دقة وان ينص على ضرورة ان يكون ان تتناسب كميات اوامر البيع والشراء مع مقدار تداول الورقة المالية وان ينص على الزامه بحدود معينه للتداول خلال ساعات عمله بالبورصة وان ينص على مبدأ الكمية المعقولة في توفير اوامر البيع والشراء من اجل تفادي التقلبات الشديدة للأسعار .

- نوصي المشرع العراقي عند تنظيمه قرار البيع على المكشوف ان يأخذ بتوجه المشرع الكويتي وان ينص على جواز البيع على المكشوف العادي دون العاري وان يأخذ بنفس الشروط التي تطلبها لجواز ذلك البيع .

- نوصي المشرع العراقي ان ينظم قرار اقراض واقتراض الاوراق المالية وان يورد احكام مشابهه للأحكام الواردة في القانون الاماراتي وان يتطلب نفس صور الضمانات المالية التي تطلبها لتنفيذ هذا القرار .

- نوصي المشرع العراقي ان ينظم يبيع لصانع السوق اللجوء الى ابرام عقود المشتقات المالية بكافة صورها لكونها من اهم ضمانات درء المخاطر التي تواجه صانع السوق وتؤدي الى تلوؤه في اداء دوره المنشود .

5- قائمة المصادر

▪ الكتب

. منير ابراهيم هندي ، ادارة الاسواق والمنشآت المالية ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1999.

ثانيا: الرسائل الجامعية

. همام القوصي، النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الاوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة حلب ، سوريا .

▪ البحوث القانونية

1. احمد مداني ، نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الاوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية ، بحث منشور في المجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، الجزائر، العدد 15، جانفي / يناير/2016.
2. رمضان الشراح ، صناع السوق التجربة الكويتية ، اتحاد الشركات الاستثمارية ، 2006 ، ص3، بحث منشور على الرابط الاتي :
<https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:RMtr2lmc4HYJ:https://www.unioninvest.org/userfiles/scientificAr/281Market%2520Makers2.doc+&cd=1&hl=ar&ct=clnk&gl=iq&client=opera> (اخر زيارة للموقع في 2021/6/22) .
3. مراد محمود المواجدة ، اعمال صانع السوق في الاسواق المالية : دراسة في التشريع الاماراتي ، بحث منشور في مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية ، المجلد 17 ، العدد1 ، يونيو، 2020 .
4. مروة عادل فاضل ، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق ، بحث منشور على موقع جامعة النهريين متاح على الرابط الاتي :
<https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:OdHZyU2vGvQJ:https://e.co.nahrainuniv.edu.iq/wp-content/uploads/2021/05/2-5258258336561761438.pptx+&cd=9&hl=ar&ct=clnk&gl=iq> (اخر زيارة للموقع في 2021/6/24) .
5. مسعودة بن لخضر ، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر اسواق راس المال ، دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة من 2009-2014، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، الجزائر، 2014-2015،
6. همام القوصي ، تأثير التزامات صانع السوق تجاه بورصة الكويت للأوراق المالية على اعادة توازن العرض مع الطلب : دراسة مقارنة مع نظام بورصتي ناسداك ونيويورك ، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية ، السنة السابعة ، العدد الثاني ، العدد التسلسلي 26، 2019.

■ التشريعات

1. قانون تداول الاوراق المالية الأمريكي لعام 1934 المعدل
2. تعليمات بورصة شيكاغو لتداول الخيارات والعقود المستقبلية لسنة ١٩٧٣ .
3. لائحة SHO الامريكية لسنة 2005.
4. قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية في سوق الامارات رقم (157 / ر) السنة ٢٠٠٥ في شأن النظام الخاص بإدراج وتداول السلع وعقود السلع .

5. قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 47 لسنة 2012 بشأن إقراض واقتراض الأوراق المالية
6. قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 48 لسنة 2012 بشأن نظام بيع الأوراق المالية على المكشوف.
7. قرار مجلس إدارة هيئة سوق الأوراق المالية بشأن ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي لسنة 2018
8. قرار مجلس إدارة هيئة سوق الأوراق المالية بشأن ضوابط صانع السوق لسوق ابو ظبي المالي لسنة 2018
9. قواعد التداول في بورصة الكويت لعام 2018 .
10. قرار رئيس مجلس إدارة هيئة سوق الأوراق المالية الاماراتي رقم (22/ر.م) لسنة 2018 بشأن تنظيم المشتقات
11. قانون تبادل السلع الامريكي (Commodity Exchange Act)
▪ المصادر الالكترونية
1- مقال منشور على موقع الامارات اليوم على الرابط الاتي :
<https://www.emaratalyout.com/business/local/2014-12-24-1.740334> (اخر زيارة للموقع في 2021/6/22) .
2- مقال منشور على موقع لجنة الأوراق المالية والبورصات الامريكية متاح على الرابط الاتي :
<https://www.sec.gov/rules/concept/34-42037.htm> (اخر زيارة للموقع في 2021/6/23) .
3- مقال بعنوان Short Sale and Short Seller Rules – Regulation SHO Lawyers على الرابط الالكتروني <https://www.securitieslawyer101.com/2020/short-seller-regulation-sho> (اخر زيارة للموقع في 2021/6/24) .
▪ المصادر الاجنبية

1. Daniel weaver minimum obligation of market maker –foresight economic Assessment EIA8-Government office for science –London – 2012.
2. Sanmay Das ,The Effects of market making on price Dynamics.Dept of computer science ,rensselar polytechnic institute.Troy,NY,12180-3590.

الهوامش:

- (1) - د. همام القوصي، النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الاوراق المالية، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة حلب ، سوريا ، ص362 .
- (2) - المادة (1-41-18) من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة اسواق المال الكويتية رقم 7 لسنة 2010 الصادر بموجب قرار الهيئة رقم 72 لسنة 2015.
- (3) - د. رمضان الشراح ، صناع السوق التجريبية الكويتية ، اتحاد الشركات الاستثمارية ، 2006 ، ص3 ، بحث منشور على الرابط الاتي :
- <https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:RMtr2Imc4HYJ:https://www.unioninvest.org/userfiles/scientificAr/281Market%2520Makers2.doc+&cd=1&hl=ar&ct=clnk&gl=iq&client=opera>. (أخر زيارة للموقع في 2021/6/22)
- (4) - د. احمد مداني، نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الاوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية ، بحث منشور في المجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، الجزائر، العدد 15، جانفي / يناير/ 2016، ص 5.
- (5) - نصت المادة 1- 41 – 18 من من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة اسواق المال الكويتية رقم 7 لسنة 2010 الصادرة بموجب قرار الهيئة رقم 72 لسنة 2015 على هذا الشرط في نهايتها اذ جاء فيها : " يلتزم صانع السوق - بشكل مستمر - بإدخال أوامر بيع وشراء على الورقة المالية المسجل عليها وفقاً للاتفاق المبرم بين صانع السوق والبورصة، وذلك بأسعار مقترنة ببعضها مع فارق سعري تحدده البورصة، على أن يقوم بتعديل تلك الأوامر حسب حركة أسعار الورقة المالية، وذلك خلال فترات زمنية معينة تحددها البورصة".
- (6) - د. همام القوصي، تأثير التزامات صانع السوق تجاه بورصة الكويت للأوراق المالية على اعادة توازن العرض مع الطلب : دراسة مقارنة مع نظام بورصتي ناسداك ونيويورك ، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية ، السنة السابعة ، العدد الثاني ، العدد التسلسلي 26، 2019 ، ص 486-487 .
- (7) - لكن مما يؤخذ على هذه التعليمات انها جعلت تطبيقها رهنا بحالة الضرورة والتي يعود تقديرها الى الصانع لذلك اقترح جانب من الفقه تسميتها بالصلاحية لا الالتزام لان تطبيقها يخضع الى السلطة التقديرية لصانع السوق عندما يستشعر اختلال التوازن في البورصة .
- (8) - Daniel weaver minimum obligation of market maker – foresight economic Assessment EIA8- Government office for science –London - 2012 – p7.
- (9) - نصت المادة 1- 41 – 20 من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة اسواق المال الكويتية رقم 7 لسنة 2010 على انه : " يلتزم صانع السوق بتوفير الحد الأدنى الذي تحدده البورصة من المبالغ النقدية المخصصة لعملية صناعة السوق طوال فترة سريان الترخيص" ومن الجدير بالذكر ان المرفق 1 من قواعد صانع السوق في بورصة الكويت لعام 2016 حدد هذا الحد ب (عشرة الاف دينار كويتي) لجميع الاوراق المالية

ومما يؤخذ على هذا التحديد انه لم يفرق بين الاوراق المالية ولم يراع مستوى سيولة الورقة المالية عند تحديده .

(10) - جاء في الملحق 1 من الاتفاقية النموذجية لصانع السوق المذكورة في قواعد الصانع ببورصة الكويت وهذا الشرائح مقسمة وفقا للاتي :

1- الشريحة الاولى وهي التي تتجاوز قيمة تداولاتها اليومية 225,000 الف د.ك. ويتوجب على الصانع تقديم ما قيمته 5 الاف د.ك. في اوامره يوميا عليها .

2- الشريحة الثانية وهي التي تتجاوز قيمة تداولاتها اليومية 90,000 الف د.ك. وتقل عن 225,000 ويتوجب على الصانع تقديم ما قيمته 2,500 د.ك. في اوامره يوميا عليها .

3- الشريحة الثالثة وهي التي لا تتجاوز قيمة تداولاتها اليومية 90,000 الف د.ك. وتقل عن 45,000 الف د.ك. ويتوجب على الصانع تقديم ما قيمته 2,500 د.ك. في اوامره يوميا عليها .

4- الشريحة الرابعة وهي التي لا تتجاوز قيمة تداولاتها اليومية 45,000 الف د.ك. ويتوجب على الصانع تقديم ما قيمته 1,000 د.ك. في اوامره يوميا عليها .

(11) - د. همام القوصي ، تأثير التزامات صانع السوق تجاه بورصة الكويت للأوراق المالية على اعادة توازن العرض مع الطلب : دراسة مقارنة مع نظام بورصتي ناسداك ونيويورك، مصدر سابق ، ص 494 .

(12) - قرار مجلس إدارة هيئة سوق الاوراق المالية بشأن ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي لسنة 2018، وبنفس هذا الاتجاه اقرت هيئة سوق الاوراق المالية في دبي .

(13) - Rule 4613 a 2 c . Usa Nasdaq Rule , jan,14,2013.

(14) - د. همام القوصي ، تأثير التزامات صانع السوق تجاه بورصة الكويت للأوراق المالية على اعادة توازن العرض مع الطلب : دراسة مقارنة مع نظام بورصتي ناسداك ونيويورك، مصدر سابق ، ص 495 .

(15) - د. همام القوصي ، تأثير التزامات صانع السوق تجاه بورصة الكويت للأوراق المالية على اعادة توازن العرض مع الطلب : دراسة مقارنة مع نظام بورصتي ناسداك ونيويورك ، مصدر سابق ، ص 496 .

(16) - المصدر نفسه ، ص 497 .

(17) - نصت المادة 9-32 من كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت على انه : " لا يجوز البيع على المكشوف للأوراق المالية دون أن يسبق ذلك اتفاق مع الوسيط المرخص لترتيب عملية اقتراض الأسهم وفق الضوابط المحددة من قبل وكالة المقاصة ،

(18) - نصت المادة 9-32-2 من كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت على انه : " تقوم البورصة بتحديد الأوراق المالية المتاحة للبيع على المكشوف على أن تقوم بالإعلان عنها على موقعها الالكتروني بشكل دوري. لا

يسمح بالبيع على المكشوف للأوراق المالية المصدرة عن شركة تم إدراجها في البورصة بمدة تقل عن ستة أشهر "

(19) - نص الشطر الثاني من المادة 9-32 من كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت على انه : "تحدد البورصة نسبة الأوراق المالية المتاحة للبيع على المكشوف بما لا يتجاوز نسبة 10 % من الأوراق المالية القائمة في رأس

مال الشركة المدرجة . و يجوز للبورصة تغيير نسبة الأوراق المالية المتاحة للبيع وفقا لمعطيات نظام إقراض و اقتراض الأوراق المالية لدى وكالة المقاصة."

(20) - نصت المادة 9-32-3 من كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت على انه : " يجوز للبورصة إيقاف عمليات البيع على المكشوف على الأوراق المالية في الحالات التالية:

1. الوصول للحد الأقصى من النسبة المتاحة للبيع على المكشوف.

2. انخفاض مؤشرات البورصة على النحو الموضح في المادة (2-26-9) من هذه القواعد.

3. في أي حالات أخرى تراها البورصة لتحقيق عدالة وكفاءة السوق.

كما يجوز للبورصة إيقاف الوسيط بناء على طلب من وكالة المقاصة و ذلك للحالات المسموح بها في قواعد وكالة المقاصة". ونصت المادة 9-32-4 من كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت على انه : " يجوز للهيئة إيقاف عمليات البيع على المكشوف في حالات التقلب الشديد لتداولات السوق و أو في أي حالة أخرى لضمان حماية المتعاملين في السوق".

(21) - نصت المادة 9-32-5 من كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت على انه : " 1. يلتزم الوسيط المرخص بإبرام اتفاقيات مع وكالة المقاصة لتغطية عمليات البيع على المكشوف من خلال عقد إقراض و اقتراض الأوراق المالية.

2. يلتزم الوسيط المرخص بإبرام اتفاقيات مع عملائه تخوله بتغطية عمليات البيع على المكشوف والوفاء بالتزاماته الناشئة عن الاتفاقية المبرمة مع وكالة المقاصة على النحو الموضح بالبند السابقين من هذه المادة.
3. يلتزم الوسيط المرخص بتوفير كافة الأنظمة الآلية والتقنية و التطبيقات المختلفة لضمان سلامة عمليات البيع على المكشوف و يجوز للبورصة أن تطلب من الوسيط تطوير أو تحسين هذه الأنظمة والتطبيقات.
و يجوز للبورصة وقف الوسيط المرخص عن القيام بعمليات البيع على المكشوف في حالة مخالفة أحكام هذه المادة".

(22) - نصت المادة 9-32-6 من كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت على انه : " 1. تعديل الأوامر: يجوز تعديل خاصية أمر البيع من مكشوف والعكس.

2. صلاحية الأوامر: تقتصر مدة سريان عروض البيع على المكشوف لمدة أقصاها يوم واحد.

3. الحدود السعرية: تفرض البورصة قاعدة البيع بالسعر الأعلى (zero + uptick rule) على عمليات البيع على المكشوف و بحيث يجب أن يكون سعر البيع أعلى أو مساوي لسعر آخر صفقة.

4. ولا يسمح النظام بتنفيذ أي صفقة بيع على المكشوف إذا لم يتوفر السعر المرجعي للسهم.

(23) - نصت المادة 9-32-7 من كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت على انه : " 1. لا يجوز للشخص المطلع البيع على المكشوف. 2. لا يجوز البيع على المكشوف من خلال التعاملات خارج نظام التداول".

(24) - نصت المادة 9-32-1 من كتاب قواعد التداول في بورصة الكويت على انه: " يلتزم الوسيط المرخص أو ممثليه بالتأشير من خلال نظام التداول على عمليات البيع على المكشوف. وفي حال تم هذا التأشير دون تغطية هذه العمليات من خلال الاقتراض فيتم تسويتها من خلال جلسة الشراء الإجباري".

(25) - مقال منشور على موقع الامارات اليوم على الرابط الاتي :

<https://www.emaratalyoum.com/business/local/2014-12-24-1.740334>

(آخر زيارة للموقع في 2021/6/22) .

(26) - وقد نصت على هذا الاستثناء المادة 3/3 من نظام البيع على المكشوف والتي جاء فيها: " لا يجوز إجراء عمليات البيع على المكشوف بالنسبة للورقة المالية محل حقوق الاكتتاب بأسهم زيادة رأس المال أو الأذونات المغطاة".

(27) - يقصد بالأذونات المغطاة: أوراق مالية متساوية القيمة وقابلة للتداول تعطي الحق لحاملها ودون الزام - في شراء او بيع عدد محدد من الاصول محل الاذونات بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة "

(28) - نصت المادة المذكورة على انه: " يستثنى صانع السوق من تطبيق نصوص المواد 3/3، 4، 1/5، 3 من هذا النظام".

(29) - يفهم هذا الضابط من ضوابط اصدار القرار من نص الفقرة الاولى من المادة 3 من نظام البيع على المكشوف والتي جاء فيها: " يحدد السوق الأوراق المالية التي يسمح ببيعها على المكشوف وفقاً للمعايير التي يضعها السوق وتوافق عليها الهيئة".

(30) - نصت على هذا الضابط من ضوابط اصدار القرار الفقرة الثانية من المادة 3 من نظام البيع على المكشوف والتي جاء فيها: " لا يجوز بيع الأوراق المالية على المكشوف إلا بعد مضي شهر من إدراجها في السوق".

(31) - مراد محمود الماخذة ، اعمال صانع السوق في الاسواق المالية : دراسة في التشريع الاماراتي ، بحث منشور في مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية ، المجلد 17 ، العدد1 ، يونيو ، 2020 ، ص 120.

(32) - نصت الفقرة الرابعة من المادة الخامسة من قرار البيع على المكشوف على انه: " لا يجوز استخدام البيع على المكشوف بهدف الاضرار بعدالة الأسواق ونزاهتها".

(33) - نصت الفقرة الثالثة من المادة 5 من قرار البيع على المكشوف: " لا يجوز للوسيط بيع الأوراق المالية على المكشوف إلا إذا كان سعر امر البيع أعلى من سعر آخر صفقة منفذة".

(34) - مقال منشور على موقع لجنة الاوراق المالية والبورصات الامريكية متاح على الرابط الاتي :

<https://www.sec.gov/rules/concept/34-42037.htm>

(آخر زيارة للموقع في 2021/6/23) .

(35) - مقال بعنوان Regulation SHO Lawyers – Short Sale and Short Seller Rules متاح على الرابط

الالكتروني [/https://www.securitieslawyer101.com/2020/short-seller-regulation-sho](https://www.securitieslawyer101.com/2020/short-seller-regulation-sho)

(آخر زيارة للموقع في 2021/6/24) ، ومن الجدير بالذكر ان كميات الفشل في التسليم لا تتجاوز 5% .

- (36) Sanmay Das ,The Effects of market making on price Dynamics.Dept of computer science ,rensselar polytechnic institute.Troy,NY,12180-3590,P14.
- (37) - نصت الفقرة المذكورة من المادة اعلاه على انه : " يجوز لصانع السوق ممارسة البيع على المكشوف واقراض واقتراض الاوراق المالية وفقا لضوابط السوق في هذا الشأن ."
- (38) - نصت المادة المذكورة اعلاه على انه : " لا يجوز لاي شخص القيام بوكالة معاملات اقراض واقتراض الاوراق المالية الا بعد موافقة من الهيئة تجدد سنوياً ويستثنى من ذلك كل من:
- 1- المقاصة.
 - 2- الوسطاء لأغراض تسوية تداولات عملائها طبقاً لإجراءات التسليم مقابل الدفع (DVP).
 - 3- حالات تنفيذ عقود الاقراض والاقتراض التي تتم بين المؤسسات والشركات الاجنبية، وذلك على النحو الذي يحدده السوق.
- (39) - نصت على هذه الشروط الفقرة ثالثاً من المادة 3 من قرار مجلس إدارة هيئة الاوراق المالية والسلع رقم 47 لسنة 2012 بشأن إقراض واقتراض الاوراق المالية.
- (40) - نصت المادة 7 من قرار مجلس إدارة هيئة الاوراق المالية والسلع رقم 47 لسنة 2012 بشأن إقراض واقتراض الاوراق المالية على انه : "1- يحدد السوق الأوراق المالية التي يسمح بإقراضها واقتراضها.
- 2- مع مراعاة الفقرة 1 من هذه المادة، لا يجوز إقراض الأوراق المالية والسلع التي تم توقيع الرهن عليها وفقاً لإجراءات السوق أو الحجز عليها وفقاً للقوانين واللوائح والأنظمة القانونية السارية في الدولة أو الأوراق المالية المشتراة وفقاً لنظام التداول بالهامش وأي حالات أخرى يحددها السوق ."
- (41) - مراد محمود المواجدة ، مصدر سابق ، ص124
- (42) - وهذه البيانات حددتها المادة 8 من قرار هيئة الاوراق المالية والسلع رقم 47 لسنة 2012 هي اسم المقرض او وكيله واسم المقرض واسم ورمز الورقة المالية محل الاقتراض وقيمة الورقة المالية محل الاقتراض ومدة اقراض الورقة المالية واحقية المقرض في استردادها وكيفية استردادها ونوع الضمان والعمولات والرسوم المستحقة والحدود المقبولة لانخفاض قيمة الضمان بما لا يتجاوز 5% ، والاجراءات اللازمة لاستبدال الضمان او زيادته وبيان حقوق الاطراف المترتبة على ذلك ، والاجراءات المطلوبة لاسترداد الورقة المالية في حالة ان كان تسليم الاوراق المالية المطلوبة غير ممكن وتحديد حالات عدم الوفاء بالالتزامات والحقوق التي ترتبها الاتفاقية على عاتق الطرفين والاجراءات الواجب اتباعها لتسليم الضمان او تسييله والحفاظ على الهامش في حالة التغيير الجوهرى في قيمة التقييم اليومي ، بيان كيفية توزيع ارباح الاسهم والحقوق المادية الاخرى المتعلقة بالأوراق المالية المقترضة وضمانات عملية الاقراض والاقتراض والاحتفاظ بسجلات عمليات الاقراض والاقتراض لمدة عشرة سنوات والاحتفاظ بنسخ احتياطية لهذه الفترة .
- (43) - نصت المادة 10 من قرار مجلس إدارة هيئة الاوراق المالية والسلع رقم 47 لسنة 2012 بشأن إقراض واقتراض الاوراق المالية على انه : " يلتزم وكيل الاقراض والاقتراض بما يلي:

- 1- أن يكون لديه - قبل تنفيذ المعاملة - تفويض من عميله يتيح له القيام بمعاملات إقراض واقتراض الأوراق المالية.
 - 2- قيد عمليات الإقراض والاقتراض الخاصة بعملائه والتعليمات الواردة منهم، وحجم العمليات التي تمت، والضمانات المقدمة، وجميع العمولات والرسوم.
 - 3- إصدار تأكيد كتابي أو الكتروني للعميل لإخطاره بالعمليات التي تم تنفيذها في نفس اليوم.
 - 4- إرسال تقارير منتظمة لعملائه - وكلما طلب العميل - وذلك لإيضاح عمليات الإقراض والاقتراض التي تم تنفيذها فعلياً، وما يتعلق بمتابعة قيمة الضمان.
 - 5- الاحتفاظ بالسجلات المتعلقة بمعاملات الإقراض والاقتراض لمدة لا تقل عن 10 سنوات والاحتفاظ بنسخ احتياطية (Backup) عن تلك السجلات لذات المدة.
 - 6- تزويد الهيئة أو السوق بأية تقارير تطلبها خلال يومي عمل من تاريخ الطلب.
 - 7- إطلاع عميله على مخاطر إقراض واقتراض الأوراق المالية والحصول على توقيع العميل بما يفيد ذلك.
 - 8- بذل عناية الرجل الحريص في ادائه لمهامه".
- (44) - نصت الفقرة أولاً من المادة 9 قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 47 لسنة 2012 بشأن إقراض واقتراض الأوراق المالية على أنه: "أولاً: يكون الضمان المقدم لاقتراض الأوراق المالية بأي من الطرق التالية:1- ضمان نقدي لا يقل عن 105٪ من قيمة الأوراق المالية المقترضة.
- 2- كفالة مصرفية غير مشروطة صادرة عن أحد المصارف ومتوجبة الدفع عند الطلب بما لا يقل عن 105٪ من قيمة الأوراق المالية المقترضة. وإذا كان المقرض شخصاً طبيعياً مقيماً بالدولة فيجب أن تكون الكفالة المصرفية صادرة عن أحد المصارف العاملة في الدولة.
 - 3- أوراق مالية مملوكة للمقترض لا تقل قيمتها السوقية عن 110٪ من قيمة الأوراق المالية المقترضة، وإذا كان المقرض شخصاً طبيعياً مقيماً بالدولة فيجب أن تكون الأوراق المالية مدرجة بالسوق.
- (45) - نصت الفقرات ثانياً-سادساً من المادة 9 قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم 47 لسنة 2012 بشأن إقراض واقتراض الأوراق المالية على أنه: "ثانياً: يتم الاحتفاظ بالضمان النقدي بمعرفة وكيل المقرض، ويتم الاحتفاظ بالأوراق المالية المقدمة كضمان لدى المقاصة.
- ثالثاً: يلتزم وكيل المقرض بإعادة احتساب قيمة الضمان يومياً حسب القيمة السوقية للأوراق المالية (سعر الاغلاق).رابعاً: يلتزم وكيل المقرض بطلب زيادة الضمان من وكيل المقرض حال انخفاضه عن النسبة المحددة باتفاقية الاقتراض بما يصل بالضمان لهذه النسبة، وعلى أن يتم زيادة الضمان في موعد اقضائه يومي عمل من تاريخ الطلب.
- خامساً: يلتزم وكيل المقرض أو المقاصة - حسب الأحوال - بتسييل الضمان المقدم حال عدم قيام وكيل المقرض بتقديم الضمان الاضافي خلال الموعد المحدد، وعلى أن يتم التسييل في اليوم التالي لانتفاء الموعد المحدد في البند (رابعاً) من هذه المادة.
- سادساً: على وكيل المقرض عند تسييل الضمان إخطار المقاصة".

(46) - منير ابراهيم هندي ، ادارة الاسواق والمنشآت المالية ، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1999 ، ص 631 .
 (47) - () عرفها المشرع الاماراتي في المادة الاولى من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة سوق الاوراق المالية الاماراتي رقم (22/ر.م) لسنة 2018 بشأن تنظيم المشتقات انها : " (عقود مالية محددة القيمة من قبل طرفي العقد ، وتشق تلك العقود قيمتها من قيمة الاوراق المالية المتضمنة ، وتعتمد على تغير قيمة تلك الاوراق) وقد تناول قرار مجلس إدارة هيئة الاوراق المالية في سوق الامارات رقم (157 / ر) السنة 2005 في شأن النظام الخاص بإدراج وتداول السلع وعقود السلع ، تعريف العقود المستقبلية بأنها (عقود شراء أو بيع سلع أو مؤشرات أو عملات أو أي أدوات مالية أخرى يوافق عليها المجلس ، وذلك في تاريخ محدد بسعر متفق عليه وقت التعاقد ، وتكون معايير العقود المستقبلية وفقا للجودة والكمية وموعد ومكان التسليم بما يتفق مع أنظمة السوق).
 (48) - أما المشرع الأمريكي فقد نص في قانون تبادل السلع (Commodity Exchange Act) المعدل على تعريف العقود المستقبلية بأنها (عقود بيع أو شراء ذات تسليم مستقبلي الورقة مالية واحدة أو مؤشر أمان أو فائدة معينة بناء على قيمتها باستثناء الاوراق المالية المعنية تحت الفقرة (12 / 3 / a) من قانون تداول الاوراق المالية الأمريكي لعام 1934 المعدل)
 (49) - مروة عادل فاضل ، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق ، بحث منشور على موقع جامعة النهريين ، ص 19-21 متاح على الرابط الاتي :

<https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:OdHZyU2vGvQJ:https://eco.nahrainuni.edu.iq/wp-content/uploads/2021/05/2-5258258336561761438.pptx+&cd=9&hl=ar&ct=cln>
 k&gl=iq . (اخر زيارة للموقع في 2021/6/24)

(50) - مسعودة بن لخضر ، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر اسواق راس المال ، دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة من 2009-2014 ، رسالة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، الجزائر ، 2014-2015 ، ص 89 .

(51) - عرفت المادة (19/1) من قرار مجلس إدارة هيئة الاوراق المالية في سوق الامارات رقم (157 / ر) لسنة ٢٠٠٥ في شأن النظام الخاص بإدراج وتداول السلع وعقود السلع عقود الخيار بأنها (عقود يمنح بموجبها مالك العقد الحق في شراء أو بيع كمية محددة من السلع أو المؤشرات أو العملات أو الأدوات المالية الأخرى التي يوافق عليها المجلس ، وذلك في تاريخ محدد أو خلال فترة زمنية معينة بسعر يتم الاتفاق عليه) ، أما التشريع الأمريكي فإنه تناول عقود الخيار لكنه لم يتولى تعريفها رغم أن الولايات المتحدة الأمريكية تمتلك اكبر أسواق الاوراق المالية التي تتعامل بعقود الخيار حول العالم ، إلا أن تعليمات بورصة شيكاغو لتداول الخيارات والعقود المستقبلية تناولت عقود الخيار التي يتم تداولها في سوق الاوراق المالية وانواعها كعقود الخيار لشراء وبيع الاسهم في الفقرة (1/5) من القاعدة (517) من الفصل (5) من تعليمات بورصة شيكاغو لتداول الخيارات والعقود المستقبلية لسنة ١٩٧٣ والمعدلة في سنة ٢٠٢٠ ، وكذلك نصت على الجواز للأجانب من التعامل في ابرام عقود الخيار بالنص على أنه (يجوز للهيئة " هيئة تداول الاوراق المالية " أن تسمح للأشخاص الأجانب غير المقيمين في الولايات المتحدة بمنح عقود الخيارات...وكذلك يجوز للهيئة إنهاء حق أي شخص في

منح أو عرض أو بيع الخيارات بموجب هذه الفقرة) بموجب الفقرة (5 / c) من المادة (4) من قانون تبادل السلع.

(52) - مروة عادل فاضل ، مصدر سابق ، ص 14-17 .