مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية

اسم المقال: أعمال صانع السوق في الأسواق المالية دراسة في التشريع الإماراتي
اسم الكاتب: مراد محمود المواجدة
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/8382
تاريخ الاسترداد: 2026/11/02 05:09 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

جامعة الشارقة
UNIVERSITY OF SHARJAH

مجلة جامعة الشارقة

مجلة علمية محكمة

للعلوم القانونية



المجلد 17، العدد 1
شوال 1441 هـ / يونيو 2020م

الترقيم الدولي المعياري للدوريات 2616-6526

أعمال صـانــع السـوق في الأسواق المالية: دراسة في التشريع الإماراتي

مراد محمود المواجدة

أكاديمية شرطة دبي

دبي - الإمارات العربية المتحدة

تاريخ الاستلام: 2017-05-04 **تاريخ القبول: 2017-09-07**

ملخص البحث:

لقد تبنت دولة الإمارات العربية المتحدة نظام صانع السوق للعمل في اسواقها المالية في سعيها لتطوير البيئة التنظيمية والتشريعة بهدف ترقيتها من أسواق مبتدئة إلى أسواق ناشئة وإدماجها في الأسواق المالية العالمية، والانضمام إلى المؤشرات المالية الدولية وجذب الاستثمارات الأجنبية للوصول إلى العالمية؛ لذلك فقد أصدر المشرع الإماراتي نظام صانع السوق وعددًا من الأنظمة المساندة، وهي نظام توفير السيولة والبيع على المكشوف وإقراض واقتراض الأوراق المالية. وفقًا لما تقدم. فقد جاءت هذه الدراسة بهدف بيان ماهية صانع السوق والشروط القانونية لترخيصه، ثم بيان أهم الأعمال التي يقوم بها وهي توفير السيولة وبيع الأوراق المالية على المكشوف وإقراض واقتراض الأوراق المالية، ومن ثم بيان الأثار القانونية التي تترتب على ممارسة صانع السوق لأعماله.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى ضرورة وجود صانع السوق في أسواق الأوراق المالية إذا ما أرادت الأسواق المالية الحصول على الترقية من أسواق مبتدئة إلى أسواق ناشئه، ومن أجل ضبط إيقاع أسعار الأوراق المالية المتداولة، وهذا الأمر يستوجب توافر بيئة قانونية تأخذ بنظام صانع السوق والأنظمة المساندة له، لتحقيق الكثير من الأهداف التي تسعى إليها هذه الأسواق.

الكلمات الدالة: صانع السوق، الأسواق المالية، توفير السيولة، البيع على المكشوف، إقراض واقتراض الأوراق المالية.

المقدمة:

تسعى الأسواق المالية في مختلف دول العالم إلى مجاراة التطورات المستمرة في قطاع المعاملات المالية، من خلال تحديث بنيتها التحتية والتنظيمية خاصة من الناحية التشريعية والتقنية والتشغيلية، بهدف جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وترقية هذه الأسواق من أسواق مبتدئة إلى أسواق ناشئة؛ لما لذلك من أثر إيجابي في زيادة الثقة من قبل المستثمرين، ومساعدتها على الاندماج في الأسواق المالية العالمية، وكذلك الانضمام إلى المؤشرات الدولية.

لذلك عملت دولة الإمارات العربية المتحدة على تحديث منظومتها التشريعية في مجال الأسواق المالية، ومن ذلك أصدار نظام صانع السوق وعدد من الأنظمة المساندة، وهي قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (49) لسنة 2012 بشأن نظام توفير السيولة وقرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (48) لسنة 2012 بشأن نظام بيع الأوراق المالية على المكشوف ونظام اقراض واقتراض الأوراق المالية رقم (47) لسنة 2012.

وفقا لما تقدم فإن دور صانع السوق في الأسواق المالية يتمثل في مواجهة مخاطر كبيرة تحدث من حين إلى آخر لأسباب مختلفة تؤثر في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛ إذ إن الأسواق المالية للدول تتأثر بالأوضاع الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، ومن ثم فلا بد من وجود جهات تؤدي دورًا محايدًا في الأسواق المالية من أجل منع أو محاولة منع هذه الأسواق من الانهيار، من خلال زيادة السيولة في تلك الأسواق، وتسعير الأوراق المالية المتداولة بسبب الخبرة الفنية والعملية التي تملكها؛ ذلك أن انهيار الأسواق المالية وأسهم الشركات المتداولة فيها ينتج عنه آثار بالغة الخطورة على الاقتصاد الداخلي والدولي معًا[1].

من هنا يبرز دور صانع السوق بوصفه مستثمرًا في أسواق رأس المال؛ إذ يقوم بعدد من الأعمال المختلفة التي تتمثل في توفير السيولة في الأسواق المالية في حالة انخفاض التداول على الأوراق المالية، وانخفاض قيم وأحجام التداول إلى نسب متدنية، كذلك يقوم صانع السوق بأعمال البيع على المكشوف، وكذلك إقراض واقتراض الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية.

(1) Michel van der Wel, Albert J. Menkveld ,Asani Sarkar, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, Are Market Makers Uninformed and Passive? Signing Trades in the Absence of Quotes, (Staff Report no. 395, September 2009), p 12.

وعندما يتعدد صناع السوق في الأسواق المالية مشبعين في الأفكار التجارية، فإن ذلك يؤدي إلى إذكاء روح التنافس الاقتصادي بينهم، مما ينعكس بشكل أو بأخر على تنشيط التداول في الأسواق المالية، من خلال البحث عن متعاملين بالبيع أو الشراء للأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق.

ولأهمية الدور الذي يؤديه صانع السوق في الأسواق المالية، وحرصا من المشرع الإماراتي على مسايرة التطورات المتسارعة في مجال الأوراق المالية، ولإضفاء مزيد من الاستقرار على الأسواق المالية صدر قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (46) لسنة 2012 بشأن نظام صانع السوق. لذلك فإن الباحث سيلقي مزيدا من الضوء على صانع السوق، من حيث ماهيته، وأهمية وجوده في الأسواق المالية، وكذلك الشروط الخاصة بترخيصه، والأعمال التي يستطيع القيام بها قانونا، والآثار القانونية التي تترتب على ممارسته لتلك الأعمال، بالإضافة إلى بيان جوانب الكمال والنقص في القواعد القانونية المنظمة لأعماله.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في عدم وجود دراسات قانونية متخصصة تبين الجانب القانوني الخاص بصانع السوق، ذلك أن فكرة إيجاد صانع سوق في الأسواق المالية هي فكرة مستحدثه، وقد تواجه معارضة شديدة من قبل بعض الأسواق المالية لإدخاله كمستثمر في تلك الأسواق لدعم الأوراق المالية، وتوفير السيولة اللّازمة في هذه الأسواق.

كذلك عدم وجود إطار قانوني يحكم أعمال صانع السوق، في الكثير من الدول، ذلك أن الكثير من دول العالم ما زالت لم تأخذ بفكرة تنظيم أعمال صانع السوق بوصفه شخصًا اعتباريًا محترفًا له دور كبير في مجال دعم الأسواق المالية وخاصة الأسواق المالية الناشئة.

أسئلة الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة عن عدد من الأسئلة تتمثل فيما يأتي:

- ما ماهية صانع السوق؟
- ما أهمية صانع السوق في الأسواق المالية؟
- ما هي الشروط القانونية التي يجب توافرها لترخيص صانع السوق؟
- ما هي الالتزامات التي تلقى على عاتق صانع السوق؟

- ما الأعمال التي يستطيع صانع السوق ممارستها في الأسواق المالية؟
- ما الآثار القانونية التي تترتب على أعمال صانع السوق؟

مشكلة الدراسة:

تتمثل مشكلة الدراسة في غموض الأعمال التي يتعين على صانع السوق القيام بها في الأسواق المالية، بسبب حداثة وجوده في الأسواق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة والمنطقة العربية.

وهناك مشكلة أخرى تتمثل في أن صانع السوق يقوم بشراء الأوراق المالية المعرضة للانهيار التي تنخفض أسعارها في الأسواق المالية، وهذا يشكل خطرًا على صانع السوق، ذلك أنه ليس في كل الأوقات يستطيع أن يجد مشترين لهذه الأوراق المالية التي تعاني من المتاعب في أسعارها، فهل يكفي دعم صانع السوق للأوراق المالية المتداولة وخبرته وإعادة تسعير هذه الأوراق لتجنب انهيار الورقة المالية؟ ذلك أن عدم وجود تداول فعال على الأوراق المالية يسبب خسارة لصانع السوق.

أضف إلى ذلك فإن هناك مشكلة أخرى تتمثل في مجازفة صانع السوق بشراء أوراق مالية من الأسواق المالية بأسعار مرتفعة لتلك الأسهم المتوقع انهيارها، وهذا يشكل استهدافا حقيقيا لتحقيق الصانع للخسارة. أضف إلى ذلك قيام صانع السوق بإقراض واقتراض الأورق المالية محل التداول، ويده عليها يد أمانة، على خلاف القواعد القانونية الناظمة لعقد الرهن التجاري التي نظمها المشرع الإماراتي في قانون المعاملات التجارية الاتحادي رقم (18) لسنة 1993.

منهجية الدراسة:

سوف نتبع المنهج الوصفي التحليلي في كتابة سطور هذا البحث من أجل الوصول إلى نتائج وتوصيات، نأمل من المشرع الإماراتي الأخذ بها.

الدراسات السابقة:

نظرا لحداثة موضوع صانع السوق في الأسواق المالية، وقلة الدول التي تأخذ بنظام صانع السوق فإن الباحث لم يعثر على دراسات قانونية متخصصة في مجال أعمال صانع السوق على مستوى دولة الإمارات العربية المتحدة والدول العربية.

تقسيم الدراسة:

قسم الباحث هذه الدراسة إلى مبحث تمهيدي وثلاثة مباحث كما يأتي:

المبحث التمهيدي: ماهية صانع السوق في الاسواق المالية

المبحث الأول: توفير السيولة.

المبحث الثاني: البيع على المكشوف.

المبحث الثالث: إقراض واقتراض الأوراق المالية.

خاتمة تتضمن نتائج وتوصيات

المبحث التمهيدي: ماهية صانع السوق في الأسواق المالية

سيتناول هذا المبحث تعريف صانع السوق من الناحية التشريعية والفقهية والاقتصادية في المطلب الأول، كذلك الشروط القانونية التي يتطلبها المشرع الإماراتي لترخيص صانع السوق في المطلب الثاني.

المطلب الأول: تعريف صانع السوق

يقصد بصانع السوق: «عبارة عن جهة مرخص لها للعمل باستمرار على تحديد سعر لسهم معين هو متخصص به أو أكثر (مجموعة من الأسهم) بهدف تحقيق طلب وعرض (سيولة) دائمة ومستمرة على ذلك السهم أو تلك الأسهم وصانع السوق لا يهدف إلى الربح وإنما يحققه من خلال القيام بمهمته. ويلتزم صانع السوق في كل يوم من أيام التداول بوضع أسعار معلنه لشراء وبيع ورقة مالية معينة – أو أكثر – بحيث يفصل هامش صغير بين السعرين»[1].

وفي الفقه يعرف صانع السوق بأنه «عبارة عن شركة خدمات مالية وظيفتها المعتادة البيع والشراء في الأسواق المالية بهدف توفير السيولة من خلال امتلاك كميات كبيرة من الأوراق المالية التي تمثلها»[2].

(1) بدر البلوي: **من هو صانع سوق الأسهم السعودي أنظر**

http://alphabeta.argaam.com/article/detail/41644/

(2) د حسين ياسين: صانع السوق« مفتاح تعزيز السيولة في الأسواق المالية، (الإمارات، الخليج الاقتصادي الإمارتية، 20 نوفمبر 2011)، ص9.

إن نشاط صانع السوق لا يقتصر على الأسواق المالية فقط وإنما هناك العديد من القطاعات الاقتصادية يؤدي صانع السوق فيها دورًا كبيرًا مثل سوق تجارة العملات، وكذلك تداول المشتقات المالية، مثل الخيارات والمستقبليات، وصناع تداول السندات، لكن يبرز دور صانع السوق في الأسواق المالية لما له من أثر إيجابي على تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة[1].

إن دور صانع السوق يتمحور غالبًا في إعادة تسعير الأوراق المالية المتداولة؛ إذ يلتزم صانع السوق بوضع أسعار للأوراق المالية المتداولة في كل يوم من أيام التداول بصورة علنية، ويقوم وسطاء الأوراق المالية بمتابعة أسعار الأوراق المالية المعلنة من خلال شاشات التداول، من أجل إجراء عمليات التداول اليومية، والجدير بالذكر أن سعر الصفقة يختلف بحسب حجمها، فإذا كانت الصفقة ترد على عدد قليل من الأسهم فإن أسعارها تكون ثابته، أما الصفقات التي ترد على عدد كبير من الأسهم فتكون أسعارها غالبا قابلة للتفاوض من خلال وسائل الاتصال المعتمدة[2].

وفقا لما تقدم فإن صانع السوق لا يعد نائبا ولا وسيطًا ولا وصيًّا عن المتعاملين في الأسواق المالية، وإنما يتجلى دوره الأساسي في القيام ببعض الأعمال التي حددها القانون وأهمها توفير السيولة للأوراق المالية المتداولة.

لقد عرف قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (46) لسنة 2012 بشأن نظام صانع السوق، في المادة (1) صانع السوق بأنه: «الشخص الاعتباري المرخص له بمزاولة صناعة السوق أو صانع السوق الأجنبي المسجل لدى السوق». يتبين من هذا التعريف أن المشرع الإماراتي اشترط في ممارسة أعمال صانع السوق أن يكون شخصًا اعتباريًّا؛ لذا لا يجوز للشخص الطبيعي أن يمارس أعمال صانع السوق، سواء كان تاجرًا أم غير تاجر.

ويقصد بصناعة السوق وفقًا للقرار السابق ذلك «النشاط الذي يعتمد بصفة أساسية على توفير أسعار مستمرة لشراء وبيع ورقة مالية معينة بغرض زيادة سيولة هذه الورقة المالية وفقا لأحكام هذا النظام».

يعرف الباحث صانع السوق بأنه عبارة عن جهة مرخصة من سوق الأوراق المالية والسلع بهدف القيام بعدد من المعاملات في الأسواق المالية منها توفير السيولة والبيع على المكشوف وإقراض واقتراض الأوراق المالية.

---

(1) ياسين، مفتاح، ص 9.

(2) Darrell Due, Market Making Under the Proposed Volcker Rule, (Stanford University, January 16, 2012), p. 7.

والجدير بالذكر أنه يستطيع ممارسة أعمال صانع السوق الأشخاص الاعتباريون الذين يتمتعون بالجنسية الإماراتية بشرط الحصول على ترخصين وفقا لأحكام القانون، وأجاز المشرع الإماراتي للشخص الاعتباري الأجنبي أن يمارس أعمال صانع السوق داخل سوق الأوراق المالية بشرط أن يتخذ الاجراءات القانونية كافة من أجل تسجيله وفقا لأحكام القانون. ويرى الباحث أن قيام المشرع الإماراتي بفتح السوق المالي لصناع السوق الأجانب يعد أمرا بالغ الأهمية؛ إذ إن من شأن ذلك أن يجذب استثمارات مالية كبيرة للسوق المالي مما يعني توفير السيولة اللاّزمة التي يحتاجها السوق.

وهناك فرق بين المضارب وصانع السوق، ذلك أن المضارب هو «طرف أو مجموعة أطراف تهدف للاستحواذ على أكبر كمية من الأسهم المتاحة للتداول بقصد الإخلال في ميزان العرض والطلب، والقيام بعمليات شراء وهمية في كثير من الأحيان لجذب مزيد من المتعاملين ومن ثم بيع كامل الأسهم المملوكة بقصد الربح بعد التلاعب بفروقات الأسعار، إذا المحصلة من هذه العملية السعي وراء الربح وهو في جميع حالاته لا يعبر عن صانع السهم أو صانع السوق مهما بلغت أحجام تعاملاته». أما صانع السوق فتهدف الأسواق المالية من ترخيصه إلى أن يكون جزءًا من عملية التداول اليومية بحيث يتدخل في تحديد أسعار الأوراق المالية، ويكون متواجدًا في السوق المالي على المدى الطويل بسبب تأثيره الإيجابي على تلك الأسواق والمتعاملين والأوراق محل التداول ذاتها، ذلك أن صانع السوق مناط به توفير القدر الكافي من الأسهم التي يحتاجها المتعاملين في السوق، وتحت إشراف ورقابة مباشرة من صانع السوق والجهات المختصة ذات العلاقة بهدف تحقيق نوع التوازن بين العرض الطلب[1].

ويكمن الهدف من وراء إيجاد صانع السوق في الأسواق المالية أيضا في أن يصبح جزءًا لا يتجزأ من عملية التداول نظرا لدوره المحوري في توفير السيولة وتسعير الأوراق المالية المتداولة وفقا لآليات السوق؛ ولهذا فإن تواجده ليس مؤقتا بل تحرص الأسواق على أن يكون عمله بشكل دائم؛ إذ إن استمرارية وجوده تعني استقرار الأسواق المالية، بسبب قدرته على توفير كمية الأسهم المطلوبة، ولا شك أن هذا الأمر حتم ضرورة وجود صانع سوق ذي ملاءة مالية لديه الاستعداد الكافي للمحافظة على توازن العرض والطلب في تلك الأسواق، بل أن تكون لديه علاقة عكسية مع اتجاه السوق؛ ذلك أن صناعة السوق هي خلق واستقرار واضح لهذا السوق، وهذا دفع المشرعين إلى افتراض وجوب توافر نظام إشرافي تنفيذي لدى الصانع حتى يستطيع أن يقوم بعمله[2].

(1) البلوي، **من هو صانع سوق الأسهم السعودي**، ص2.

(2) البلوي، **من هو صانع سوق الأسهم السعودي**، ص 3.

أضف إلى ذلك إن لصانع السوق دورًا مهمًا كإحدى الركائز الأساسية للاقتصاد الوطني، عبر المحافظة على توازن الأسواق المالية، وجذب مزيد من الاستثمارات الخارجية لهذه الأسواق، ويتعزز دور صانع السوق في حالة التزامه بالتشريعات السارية في السوق، والالتزام بمقتضيات الإفصاح والشفافية، إضافة إلى أن يكون تحديد أسعار الأوراق المالية بناء على تفاعل طبيعي[1].

إذا فصانع السوق يقوم بمهام رئيسة في الأسواق المالية من خلال توفير الطلبات والعروض للأوراق المالية سواء في حالة الشراء أو في حالة البيع، وتوفير أسعار لها بشكل مستمر وبشكل حقيقي عبر صناعة السعر من خلال الطلبات والعروض وليس بشكل وهمي، ويكون جاهزًا في جميع الأوقات للبيع الفوري إذا كان هناك طلب للشراء، والشراء الفوري إذا كان هناك طلب للبيع في حالة عدم وجود مشترٍ.

ونخلص مما سبق أن عمل صانع السوق يعد عملا تجاريًّا يهدف إلى تحقيق ربح وذلك من خلال ما يقوم به من تداول للأوراق المالية، أي من خلال الزيادة على أسعار الأوراق المالية المتداولة، إذ يقوم صانع السوق بتحديد هذا الفرق بشكل حقيقي وبناء على معطيات السوق بالإضافة إلى حصوله على رسوم من قبل الشركات التي يقوم بتمثيلها والمدرجة أسهمها في السوق المالي، وكذلك من خلال حصوله على بعض الإعفاءات على التداولات التي يقوم بها من قبل الأسواق المالية، وفي المقابل فقد يتعرض صانع السوق إلى خسارة نتيجة قيامه بأعماله باعتبار الأعمال التجارية تعد من الأعمال الدائرة بين النفع والضرر، وكما أن حصوله على الربح أمر وارد وكذلك تعرضه للخسارة أمر وارد أيضا[2].

والجدير بالذكر أن المشرع الإماراتي أوجب على مجلس إدارة الشركات المساهمة العامة التي يتم تأسيسها داخل الدولة إدراج أسهمها في السوق المالي خلال خمسة عشر يوم عمل من تاريخ قيدها في السجل التجاري وفقا لنص المادة (137) من قانون الشركات رقم (2) لسنة 2015، ويرى الباحث أنه ليس بالضرورة أن كافة الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق تتخذ صانعًا للسوق، ذلك أن الشركات المساهمة العامة التي يكون هناك إقبال كبير على تداول أسهمها لا تحتاج لصانع السوق من أجل توفير السيولة.

وفي المقابل فقد يكون للشركة المساهمة العامة المدرجة أسهمها في السوق أكثر من صانع سوق إذ تنص المادة (9/5) من نظام صانع السوق على أنه: «يجوز أن يكون للورقة المالية أكثر من صانع للسوق». وكذلك تنص المادة (7/ه) من نظام صانع السوق على

(1) ياسين، صانع السوق، ص5.

(2) ياس، صانع السوق، ص5.

أن يضـع السـوق المالـي الضوابـط الداخليـة لتنظيـم نشـاط صناعـة السـوق بمـا فيهـا: «وضـع المعايير والحدود المستخدمة في تحديد قائمة الأوراق المالية المؤهلة للتداول بدعم من واحد أو أكثر من صناع السوق ويقوم بنشرها». أما في حالة إن كانت الشركة المدرجة أسهمها في السوق المالي ضعيفة من ناحية السيولة فإن صناع السوق قد يحجمون عن التعامل مع هذه الشركات[1].

المطلب الثاني: الشروط القانونية لترخيص صانع السوق

لكي يمارس صانع السوق أعماله داخل سوق الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة يجب أن تتوافر شروط أساسية عدة لترخيصه، وتتمثل هذه الشروط فيما يأتي:

الفرع الأول: طبيعة الشخص المزاول لأعمال صانع السوق:

لقد اشترط المشرع الإماراتي في الشخص الاعتباري الذي يمارس أعمال صانع السوق في سوق الأوراق المالية والسلع أن يكون شخصًا اعتباريًّا، ومن ثم لا يجوز للشخص الطبيعي أن يمارس أعمال صانع السوق، ولا يجوز كذلك للهيئات الحكومية ممارسة أعمال صانع السوق، هذا وقد اشترط المشرع الإماراتي في المادة (2) بالشخص الاعتباري الذي يزاول أعمال صانع السوق أن يتخذ أحد الأشكال القانونية التالية:

- شركة تجارية تم تأسيسها داخل دولة الإمارات العربية المتحدة وفقا للقواعد القانونية والواردة في قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم (8) لسنة 1984[2]، والتي يكون أحد اغراضها مزاولة نشاط صناعة السوق. إذ أجاز المشرع تأسيس عدة أنواع من الشركات التجارية تكمن في شركة التضامن أو شركة التوصية البسيطة أو الشركة المساهمة العامة أو الشركة المساهمة الخاصة أو الشركة ذات المسؤولية المحدودة.
- الشركات المرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع لممارسة أعمالها في مجال الأوراق المالية بشرط أن تخضع هذه الشركة لتلك الضوابط القانونية

(1) ياسين، صانع السوق، ص6.

(2) لقد صدر قرار رئيس هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن صانع السوق في ظل قانون الشركات التجارية القديم رقم (8) لسنة 1984، والذي كان يحدد الشركات التجارية في سبعة أنواع، هي: شركة التضامن، وشركة التوصية البسيطة، وشركة المحاصة، والشركة المساهمة العامة، والشركة المساهمة الخاصة، والشركة ذات المسؤولية المحدود، وشركة التوصية بالأسهم، وبعد صدور القرار تم اصدار قانون الشركات التجارية الجديد رقم (2) لسنة 2015، والذي ألغيت بموجبة شركة المحاصة وشركة التوصية بالأسهم.

الخاصة بمنع التعارض بين الأنشطة الصادرة من الهيئة.

- الشركات التجارية التي تمارس أعمال المصارف والشركات الاستثمارية المرخصة من قبل مصرف الإمارات المركزي بشرط الحصول على موافقة المصرف المسبقة لممارسة أعمال صانع السوق.
- فروع المصارف الأجنبية العاملة داخل دولة الإمارات العربية المتحدة في حالة أن كان المصرف الأم يزاول أعمال صانع السوق، وبشرط الحصول على موافقة المصرف المركزي لمزاولة هذا النشاط.

يلاحظ على هذا النص أن المشرع الإماراتي عدد عدة شركات تجارية لممارسة أعمال صانع السوق داخل سوق الأوراق المالية والسلع، ويرى الباحث أنه لا لزوم لتعداد هذه الشركات وكان يتعين على المشرع اقتصار هذا النص على السماح للشركات التجارية الإمارتية بمزاولة أعمال صناعة السوق إذا كان أحد أغراضها مزاولة أعمال صانع السوق، حيث إن النص على مزاولة المصارف وشركات الاستثمار لأعمال صانع السوق يعتبر من قبيل التزيد، إذ إنها لا تخرج عن نطاق الشركات التجارية، إذ لا يجيز المشرع الإماراتي أن يمارس أعمال المصارف إلاّ الشركات المساهمة العامة، وهي إحدى أنواع الشركات التجارية. وهذا ينطبق أيضًا على الشركات المرخصة لمزاولة أعمالها في مجال الأوراق المالية، إذ يجب أن تكون شركة تجارية.

هذا ولم يشترط المشرع الإماراتي أن تقتصر جميع أعمال الشركات التجارية التي تزاول نشاط صانع السوق على هذا النشاط وحدة، وأنما أجاز للشركة أن تعمل في نشاطات مختلفة بجانب نشاطها كصانع سوق، إذ يجوز للمصارف أن تمارس أعمال صانع السوق بجانب أعمالها في الجانب المصرفي وهو الأساس، كذلك يجوز لشركات الوساطة المالية أن تمارس أعمال صانع السوق بجانب عملها الأساسي في السوق المالي، ويتبين مما تقدم أن هذا الأمر من شأنه أن يجذب شركات كثيرة لمزاولة أعمال صانع السوق بجانب أعمالها الأساسية بشرط منع التعارض بين الأنشطة، مما ينعكس إيجابًا على توفير السيولة اللاّزمة للسوق، ويذكي روح المنافسة بينها.

الفرع الثاني: جنسية صانع السوق

لقد بين المشرع الإماراتي أن جنسية الشركاء في الشركة التجارية الإماراتية المصرح لها بممارسة أعمال صانع السوق يجب أن يكونوا أشخاصًا يتمتعون بالجنسية الإماراتية ويملكون أكثر من (51%) من رأس مال الشركة، ونخلص مما سبق إلى أن هذا الشرط متوافر أساسًا في جميع الشركات التجارية التي تؤسس داخل دولة الإمارات، حيث تشترط

المادة (10) من قانون الشركات الإماراتي رقم (2) لسنة 2015 لتأسيس الشركات التجارية أن يكون أغلبية رأس المال (51%) مملوكًا لأشخاص يتمتعون بالجنسية الإماراتية.

هذا وقد أجاز القرار للشركات التي يملك مواطنو دول مجلس التعاون الخليجي (51%) من رأسمالها ممارسة أعمال صانع السوق، ويعد ذلك أمرا بالغ الأهمية ومن شأنه أن يجذب الاستثمارات المالية لسوق الأوراق المالية، خاصه وأن هناك ثقة كبيرة في هذا السوق.

الفرع الثالث: رأسمال الشركات العاملة في مجال صانع السوق

إن الهدف الأساسي من إقرار المشرع الإماراتي للشركات التجارية العمل كصانع سوق يتمثل في توفير أسعار مستمرة لشراء الأوراق المالية وبيعها، وهذا بدوره يتطلب في الشركة أن يكون لها القدرة والملاءة المالية لاستمرار القيام بأعمالها، لذلك فقد بين المشرع الإماراتي في المادة (2/2) من نظام صانع السوق ألا يقل رأس مال الشركة التي ترغب بمزاولة أعمال صانع السوق المدفوع أو المخصص لأعماله في مجال صناعة السوق عن (30) ثلاثين مليون درهم إماراتي أو ما يعادله بأية عملة أخرى. وحقيقة الأمر فإن المبلغ الذي اشترطه المشرع الإماراتي يكفي نسبيًّا لممارسة الشركة أعمالها وحبذا لو قام المشرع برفع الحد الأدنى إلى (50) مليون درهم، لمواجهة الحركة الكبيرة في بيع وشراء الأوراق المالية خاصة بالنسبة للشركات الأجنبية المصرح لها بالعمل كصانع سوق.

ويرى الباحث أنه من المناسب تأسيس صندوق في كل شركة مصرح لها بممارسة أعمال صانع السوق من أجل تعويض الأضرار التي قد تلحق بالمتعاملين معها في حال انعقاد مسؤوليتها القانونية، وحتى لا تحيد هذه الشركة عن الضوابط القانونية التي رسمها المشرع الإماراتي لممارسة عملها.

كذلك يلتزم صانع السوق بالاحتفاظ بشكل دائم بصافي رأسمال سائل لا يقل عن % 10 من إجمالي التزاماتها المرجحة أو إجمالي مصروفات ستة أشهر أيهما أكبر، من أجل مواجهة أي تعثر قد تتعرض له الشركة، أو انخفاض في القيمة السوقية لأسهمها.

الفرع الرابع: الفصل بين نشاط صناعة السوق والأنشطة الأخرى

لقد أجاز المشرع الإماراتي للشركات التي تمارس أعمال صانع السوق أن تمارس أعمال أخرى مثل الأعمال المصرفية والاستثمار، إلا أن المشرع أوجب على هذه الشركات أن تقوم بالفصل بين أعمالها الأساسية وبين أعمال صانع السوق وذلك في كافة الجوانب سواء كانت تنظيمية أو فنية أو مالية أو إدارية، إذ بينت المادة (2/3) من القرار السابق عدة مظاهر لهذا الفصل، تتمثل في أن يكون الموظفون الذين يقومون بأعمال صانع السوق

منفصلين ومستقلين عن الموظفين الذين يقومون بأنشطة أخرى لذات الشركة، ويتعين على الشركة أن تضع قواعد سلوك مهني يلتزم به جميع الموظفين العاملين في مجال صناعة السوق، ويجب أن تكون الشركة تتمتع بالملاءة المالية وأن توفر الكوادر الإدارية والفنية المؤهلة لمزاولة نشاط صانع السوق، بأن يكون كل منهم من الأشخاص الطبيعيين الذين يتمتعون بالأهلية القانونية والسمعة الحسنة بحيث لم يحكم عليهم بعقوبة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف والأمانة ما لم يرد إليه اعتباره، ولم يصدر بحقه حكم قضائي بالإفلاس ما لم يرد إليه اعتباره، بالإضافة إلى حصوله على مؤهل علمي مناسب وخبره من أجل أداء عمله على أكمل وجه.

ومن أجل ضمان هذا الفصل بين أعمال صانع السوق والأنشطة الأخرى التي تقوم بها ذات الشركة أوجب القرار على الشركة أن تقوم بتوفير دليل خاص بالإجراءات الداخلية، وكذلك توفير نظام لإدارة المخاطر، وتزويد هيئة الأوراق المالية والسلع بكافة البيانات والمعلومات الخاصة بالكادر الإداري والفني ومؤهلاتهم العلمية وخبراتهم العملية.

يثبت لنا مما تقدم أن إلزام الشركات التي تعمل كصانع سوق بفصل أنشطتها الأخرى عن أنشطة صانع السوق ضرورة تحتمها طبيعة العمل كصانع سوق، إذ يتعين على صانع السوق أن يقوم بعمله وفقا للضوابط القانونية حتى لا يرتكب مخالفات تلقي على عاتقه المسؤولية القانونية.

المبحث الأول: توفير السيولة للأوراق المالية

تعد أعمال توفير السيولة للأوراق المالية من أهم الأعمال التي يزاولها صانع السوق، بجانب الأعمال الأخرى التي يقوم بها بموجب الترخيص الممنوح له من الجهات المختصة؛ لذا سنبحث في المطلب الأول تعريف خدمة توفير السيولة، وفي المطلب الثاني الضوابط القانونية لتوفير السيولة، وفي المطلب الثالث الآثار القانونية التي تترتب على توفير السيولة.

المطلب الأول: تعريف خدمة توفير السيولة

إن النشاط الأساسي الذي يقوم به صانع السوق هو العمل على توفير السيولة لورقة مالية معينة متداولة في سوق الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة، وهذه الخدمة يقدمها صانع السوق بمقابل رسوم يتم الاتفاق عليها مسبقا مع مصدر الورقة المالية.

هذا وقد عرفت المادة (1) من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (49)

لسنة 2012 بشأن نظام توفير السيولة عبارة «توفير السيولة» بأنها: «الخدمة التي يلتزم بموجبها أحد صناع السوق بتحسين سيولة ورقة مالية مدرجة في السوق بناءا على اتفاقية توفير سيولة مع مصدر تلك الورقة». وعرفت المادة ذاتها موفر السيولة بأنه «صانع سوق متعاقد مع مصدر ورقة مالية مدرجة بالسوق بغرض توفير السيولة على تلك الورقة وفقا لأحكام هذا النظام».

نستنتج من خلال ما ورد في نص المادة (1) من القرار أن توفير السيولة هي خدمة يوفرها صانع السوق لمصدر الورقة المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية والسلع، بمقابل رسوم يدفعها مصدر الورقة المالية، ويرى الباحث أن هذا العمل يعد بمثابة عمل تجاري بالنسبة للطرفين المتعاقدين، يرتب جميع الآثار القانونية التي تترتب على ممارسة العمل التجاري. وأن عملية توفير السيولة يجب أن يسبقها توقيع اتفاقية خطية بين صانع السوق ومصدر الورقة المالية، من أجل تحديد حقوقهم والتزاماتهم مع مراعاة القواعد القانونية الخاصة بهذا الشأن.

ويتبين لنا مما تقدم أن الهدف الأساسي من توقيع هذه الاتفاقية هو أن يقوم صانع السوق بتوفير سيولة وتوفير سعر عادل للورقة المالية المطروحة للتداول في سوق الأوراق المالية بهدف تجنب المخاطر التي تواجه هذه الورقة المالية خاصة في حالة انخفاض اسعارها بشكل كبير من شأنه أن يضر بمصدرها مما يدفعه إلى بيعها بسعر قليل، ولا شك أن عمل صانع السوق يهدف إلى تحسين قيمة الورقة المالية وهذه خدمة بمقابل تقدم إلى مصدرها.

المطلب الثاني: الضوابط القانونية لتوفير خدمة السيولة

الفرع الأول: توقيع اتفاقية توفير السيولة

لا يجوز لصانع السوق أن يقوم بتوفير السيولة لورق مالية من أجل تحسين سعرها إلا بعد إبرام اتفاقية خطية مع مصدر الورقة المالية، تحدد حقوقهم والتزاماتهم. هذا وقد بينت المادة (2) من قرار توفير السيولة بأن الاتفاقية يجب أن تتضمن مسائل عدة بالغة الأهمية، تتمثل في تحديد نوع الورقة المالية محل التعاقد، وبيان الورقة المالية التي يلتزم صانع السوق بتوفير السيولة لها من أجل تحسين سعر بيعها أو سعر شرائها، وكذلك بيان الأهداف الحقيقية وراء تقديم صانع السوق خدمة توفير السيولة لهذه الورقة، والمدة التي يتم بموجبها توفير السيولة، وكذلك تقديم عروض بيع وشراء للورقة المالية، وتحديد الفارق السعري بينهما والتعديل الدوري لهما، وتحديد الحد الأدنى لأحجام العروض السعرية للورقة المالية محل التعاقد التي يلتزم صانع السوق بالاحتفاظ بها.

كذلك يجب أن تتضمن الاتفاقية الرسوم التي يستحقها صانع السوق مقابل تقديم خدمة توفير السيولة للورقة المالية المتداولة، ويتعين بيان مدى إمكانية قيام مصدر الورقة المالية المتداولة بالتعاقد مع صناع سوق آخرين من أجل توفير السيولة أم أن الاتفاق سيكون حصرا لصانع السوق الذي تم التعاقد معه على تلك الورقة، وكذلك بيان الوسائل والاجراءات التي يجب أن يتم اتباعها من قبل الطرفين المتعاقدين لإنهاء اتفاقية توفير السيولة وكيفية الأخطار[1].

الفرع الثاني: موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع على اتفاقية توفير السيولة

يجب على صانع السوق أن يأخذ موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع على إبرام اتفاقية مع مصدر الأوراق المالية المتداولة من أجل توفير وتحسين سيولة هذه الورقة، وذلك لضمان رقابة السوق على الاتفاقيات التي يبرمها صناع السوق حتى لا تخالف القوانين والأنظمة والقرارات الصادرة في هذا الصدد؛ إذ إن من مهام سوق الأوراق المالية والسلع أن يقوم بمراجعة هذه الاتفاقيات من أجل التأكد من توفير الشروط القانونية وخاصة شرط إمكانية أن تكون الورقة المالية المتداولة محلا لتوفير السيولة أم لا؛ إذ يبين السوق الأوراق المالية التي تصلح أن تكون محلا لاتفاقية توفير السيولة من عدمه وفقا لنص المادة (5) من قرار توفير السيولة.

إن رقابة سوق الأوراق المالية والسلع على اتفاقية توفير السيولة تمتد منذ لحظة إبرام الاتفاقية وموافقة السوق عليها وتستمر هذه الرقابة طيلة فترة تنفيذ هذه الاتفاقية لأعمال اللوائح الخاصة بالإشراف والرقابة عليها، وحتى انتهاء الاتفاقية والتحقق من التزام طرفيها بتلك الإجراءات المتفق عليها وإبلاغ هيئة الأوراق المالية عن أية مخالفات تتعلق بتنفيذ وإنهاء هذه الاتفاقية من أجل اتخاذ الإجراءات اللازمة في هذا الصدد[2].

الفرع الثالث: نسبة تملك صانع السوق للورقة المالية

لقد حظرت المادة (6/2) من قرار توفير السيولة على موفر السيولة أن يكون صانعا للسوق على ذات الورقة المالية المتداولة، وذلك طبقا لقواعد فصل أنشطة صانع السوق عن بقية الأنشطة التي يزاولها، ثم ورد نص المادة (4) التي تنص على التزامات موفر السيولة. حيث ورد في الفقرة (2) أنه يجب ألا تزيد نسبة تملك موفر السيولة محل الاتفاق

(1) Paul Schultz, who makes markets, (University of Notre Dame, Journal of Financial Markets, College of Business Administration, Notre Dame, IN 46556, USA, 2003). P. 6.

(2) Global financial markets liquidity study, (August 2015, www.pwc.com).p. 4.

فـي أي وقـت عـن (5%) مـن العـدد الاجمالـي المـدرج مـن الورقـة الماليـة، ويـرى الباحـث أن هاذيـن النصيـن متكامليـن، إذ منـع فـي المـادة (6/2) موفـر السـيولة مـن تملـك الورقـة الماليـة محـل الاتفاقيـة وأجـاز فـي نـص المـادة (4/2) أن يتملـك مـا نسـبته (5%) مـن العـدد الإجمالـي المـدرج مـن الورقـة الماليـة، فمطلـق القـول أن نـص الفقرتيـن السـابقتين يكمـلان بعضهمـا البعـض، وجـاءت الفقـرة الأخيـرة تأكيـد للفقـرة السـابقة، ذلـك أنـه لا يجـوز لموفـر السـيولة أن يبـرم أكثـر مـن اتفاقيـة علـى ذات الورقـة الماليـة المدرجـة فـي السـوق المالـي بحيـث لا يتجـاوز النسـبة المحـددة.

المطلب الثالث: الآثار القانونية التي تترتب على ممارسة أعمال توفير السيولة

سـيتناول هـذا المطلـب الآثـار القانونيـة التـي تترتـب علـى ممارسـة أعمـال توفيـر السـيولة مـن قبـل صانـع السـوق، والتـي تتمثـل فـي تحمـل مخاطـر توفيـر السـيولة، وكذلـك اسـتقلالية عمـل صانـع السـوق عـن مصـدر الورقـة الماليـة، وخضـوع أعمالـة للرقابـه والتفتيـش مـن قبـل هيئـة الأوراق الماليـة والسـلع، وعـدم حصولـه علـى بعـض الاعفـاءات والامتيـازات.

الفرع الأول: تحمل مخاطر توفير السيولة

يعـد عمـل صانـع السـوق عمـلا تجاريًّـا ويترتـب عليـه جميـع الآثـار القانونيـة التـي تترتـب علـى ممارسـة العمـل التجـاري، ذلـك أن العمـل التجـاري مـن الأعمـال الدائـرة بيـن النفـع والضـرر؛ إذ إن التاجـر يهـدف مـن ممارسـته تحقيـق الارباح وقـد يترتـب علـى ممارسـته حـدوث ضـرر للتاجـر وفقـا للقاعـدة القانونيـة «الغنـم بالغـرم».

إلا أن الملاحـظ علـى عمـل صانـع السـوق أنـه يخاطـر فيمـا يملكـه مـن أمـوال بسـبب وجـوده طرفًـا ثانيًـا فـي التعامـل، حيـث يسـتعد فـي أي وقـت إلـى توفيـر السـيولة فـي الأسـواق الماليـة مـن خـلال شـراء الأوراق الماليـة المعروضـة وبيعهـا فـي حالـة الطلـب بغـض النظـر عـن سـعرها، ومـن ثـم قـد يسـتهدف تحقيـق الخسـارة. وهـذا يحتـم علـى صانـع السـوق أن يقـوم بوضـع العديـد مـن الاسـتراتيجيات مـن أجـل تجنـب الخسـائر كأن يضـع حـدا أدنـى للخسـارة اليوميـة أو الأسـبوعية أو الشـهرية، والتحـوط مـن الخسـائر التـي قـد تلحـق بـه نتيجـة لذلـك[1].

إن هـذا الأمـر يفـرض علـى صانـع السـوق القيـام بوضـع الاسـتراتيجيات وإعـداد الدراسـات والقيـام بإحصائيـات حـول الأسـهم التـي هـو صانـع سـوق لهـا مـن أجـل تجنـب الخسـارة مـا أمكـن، ولا شـك أن ذلـك يتطلـب مهـارة وخبـرة فـي الأسـواق الماليـة، هـو مؤهـل للقيـام بهـا بحكـم

(1) Global financial markets liquidity study, p. 11.

أنـه عمـل فنـي متخصـص يتطلـب اسـتقراء واقـع الأسـواق[1].

وينبغـي علـى صانـع السـوق وهـو يقـوم بعمليـة التحـوط مـن الخسـائر التـي قـد تحيـط بمعاملاتـه أثنـاء توفيـر السـيولة، مراعـاة القوانيـن والأنظمـة التـي تنظـم عمـل الأسـواق الماليـة، فـأي مخالفـة يرتكبهـا أثنـاء قيامـه بذلـك ترتـب عليـه المسـؤولية القانونيـة وإيقـاع الجـزاءات الـواردة فـي التشـريعات الناظمـة لعملـه، ويتعيـن عليـه مراعـاة القواعـد الخاصـة بالشـفافية ومقتضيـات الإفصـاح ذلـك أن هنـاك ثقـة بوجـود صانـع السـوق فـي الأسـواق الماليـة إذ يمنـح هـذه الأسـواق بعـدًا مؤسسـيًّا واسـتثماريًّا كبيـرًا بهـدف تقليـل الفجـوة بيـن العـرض والطلـب فـي تلـك الأسـواق[2].

الفرع الثاني: ممارسة صانع السوق أعماله بشكل مستقل عن مصدر الورقة

إن لصانـع السـوق دورًا جوهريًّـا فـي الأسـواق الماليـة التـي يعمـل بهـا لتوفيـر السـيولة لـلأوراق الماليـة المتداولـة؛ لذلـك فإنـه يعمـل بشـكل مسـتقل عـن مصـدر الورقـة الماليـة المتداولـة، ذلـك أنـه يرتبـط بمصـدر الورقـة الماليـة بعلاقـة تعاقديـة تمكنـه مـن التعامـل علـى تلـك الأوراق الماليـة، وهـذا لا يعنـي أن هنـاك علاقـة تبعيـة بيـن الصانـع والمصـدر؛ إذ إنّ الصانـع لا يعتبـر عامـلًا لـدى مصـدر الورقـة الماليـة إنمـا يقـدم لـه خدمـة توفيـر السـيولة لـلأوراق الماليـة محـل الاتفـاق متحمـلا الصانـع مخاطـر توفيـر السـيولة[3].

كذلـك فـلا يعتبـر صانـع السـوق وسـيطًا فـي عمليـة التـداول، بالرغـم مـن أنـه بإمـكان وسـيط الأوراق الماليـة أن يعمـل صانعًـا للسـوق بعـد اسـتيفاء الشـروط القانونيـة الـواردة فـي قـرار رئيس مجلـس إدارة هيئـة الأوراق الماليـة والسـلع بشـأن صانـع السـوق، وبعـد ضمـان فصـل أنشـطة الوسـاطة الماليـة عـن أنشـطة صانـع السـوق. ذلـك أن الوسـيط المالـي يتبـع أوامـر المتـداول ويقـوم بتنفيذهـا سـواء كانـت أوامـر بيـع أو شـراء، بينمـا صانـع السـوق يعمـل بشـكل مسـتقل عـن مصـدر الورقـة الماليـة بعـد إبـرام اتفاقيـة توفيـر السـيولة؛ إذ إن الصانـع يعمـل وفقًـا لخططـه واسـتراتيجياته بعـد اتخـاذ الإجـراءات اللّازمـة كافـة للتحـوط مـن الخسـائر[4].

ذلـك أن صانـع السـوق يكـون مسـتعدًّا فـي جميـع الأوقـات لشـراء الأسـهم المعروضـة فـي

(1) Paul Schultz, Who makes markets, p. 19.

(2) صحيفة البيان الاقتصادي، مقال بعنوان: صانع السوق رمانة ميزان الأسواق المالية، صحيفة البيان الاقتصادي، دبي، 28 فبراير 2015، ص1.

(3) Due, Market, p. 5.

(4) Sanmay Das, The Effects of Market-Making on Price Dynamics, (Dept of Computer Science, Rensselaer Polytechnic Institute, Troy, NY 12180 - 3590), p. 8.

السوق المالي ومهما كانت قيمتها، والقيام ببيعها بمجرد تلقي عروض بسعر محدد، وهذا يعني قيام صانع السوق بالاشتراك بشكل مباشر بعمليات البيع والشراء بوصفه بائع أو مشتري بعد أن يقوم بتحديد أسعار الأسهم المتداولة. إذًا فالصانع -من خلال توفيره لأسعار البيع وأسعار الشراء للأوراق المالية المتداولة معتمدًا في ذلك على العروض والطلب في الأسواق المالية- يحقق عوائد من خلال فروقات الأسعار، أضف إلى ذلك أنه يقف على الحياد بالنسبة للعملاء، ذلك أنه ليس لدية أية علاقات شخصية معهم؛ ولذلك فيتعين على الصانع الموازنة بين عمليات التحوط المالي التي يقوم بها من أجل تجنب الخسائر وبين معاملات العملاء[1].

الفرع الثالث: عدم حصوله على امتيازات أو إعفاءات

في حالة قيام صانع السوق بإبرام اتفاقية مع مصدر الورقة المالية، فإن المادة (6/3) من قرار توفير السيولة تمنعه من الاستفادة من بعض التسهيلات الممنوحة لصانع السوق، ومنها أنه لا يستطيع أن يبيع الورقة المالية المتداولة على المكشوف من دون ضمان، كذلك لا يستفيد من بعض الإعفاءات المقررة لصانع السوق من بعض الإفصاحات، ولا يستفيد من بعض العمولات المقررة لصانع السوق.

الفرع الرابع: خضوع صانع السوق للرقابة والتفتيش

نظرا لأهمية وخطورة أعمال صانع السوق موفر السيولة في الأسواق المالية، فلا بد من خضوعه للرقابة والإشراف من قبل الجهات ذات العلاقة، وخاصة سوق الأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية والسلع، حتى لا يحيد عن الدور الذي رسم له بوصفه موفرًا للسيولة لتلك الأوراق[2].

إذ يقوم سوق الأوراق المالية والسلع بمراجعة الاتفاقيات التي يقوم صانع السوق بإبرامها مع مصدر الورقة المالية محل توفير السيولة، وكذلك يحدد السوق الأوراق المالية التي يمكن أن تخضع لتوفير السيولة، فليس هناك خيار لصانع السوق بالقيام بتوفير السيولة للأوراق المالية كافة، فقد تكون هذه الأوراق محجوزة أو مرهونة أو غير قابلة للتداول في السوق؛ لذا لا يستطيع أن يكون موفرًا للسيولة لتلك الأوراق. وكذلك يناط بالسوق وضع اللوائح الداخلية من أجل تفعيل الرقابة والإشراف على موفر السيولة، أما في حالة إنهاء اتفاقية توفير السيولة المبرمة بين صانع السوق ومصدر الورقة المالية فيتخذ السوق الإجراءات اللّازمة من أجل ضمان إنهائها وفقًا للتشريعات المعمول بها، ومراعاة حقوق

(1) صحيفة البيان الاقتصادي، صانع السوق رمانة ميزان الأسواق المالية، ص1.

(2) Due, Market, Op. Cit. p 13.

الطرفين، وفي حالة قيام صانع السوق بارتكاب مخالفات فيستطيع السوق إبلاغ هيئة الأوراق المالية والسلع من أجل اتخاذ الإجراءات المناسبة في هذا الصدد وفقا لما ورد في نص المادة (5) من نظام توفير السيولة.

وكذلك تستطيع هيئة الأوراق المالية والسلع إجراء الرقابة والتفتيش الدوري على صانع السوق موفر السيولة ودون سابق إنذار، وذلك من أجل التأكد من أن الصانع يتقيد بالتشريعات الخاصة بتوفير السيولة والناظمة لأعمال السوق، وفي حالة توافر معلومات لهيئة الأوراق المالية والسلع بأن صانع السوق موفر السيولة يخل بأحكام القانون أو اللوائح أو الأنظمة أو القرارات أو خروجه عن معايير السلوك المهني، فتستيطع الهيئة التحقيق معه، وفي حالة ثبوت المخالفة تطبق الجزاءات الواردة في نص المادة (8) من نظام توفير السيولة، والتي تتمثل في توجيه إنذار وإلزامه بإزالة المخالفة خلال مدة محددة، وكذلك فرض غرامة مالية بحيث لا تتجاوز الغرامة المنصوص عليها في القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، وكذلك إيقاف أو إلغاء ترخيص صانع السوق.

المبحث الثاني: بيع الأوراق المالية على المكشوف

لقد أجاز المشرع الإماراتي للشركات التجارية المصرح لها بممارسة أعمال صانع السوق أن تقوم ببيع الأوراق المالية على المكشوف، وذلك بموجب قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (48) لسنة 2012 بشأن نظام بيع الأوراق المالية على المكشوف. لذا سنبحث في المطلب الأول تعريف البيع على المكشوف، وفي المطلب الثاني الطبيعة القانونية للبيع على المكشوف، وفي المطلب الثالث الضوابط القانونية للبيع على المكشوف.

المطلب الأول: تعريف البيع على المكشوف

يعد البيع على المكشوف من الأساليب الحديثة لتداول الأوراق المالية في الأسواق المالية؛ إذ يقوم المستثمر ببيع أسهم لا يتملكها وفقًا لسعر محدد مستقبلا[1]، ولقد نصت المادة (1) من نظام البيع على المكشوف على تعريفه بأنه: «قيام المستثمر ببيع ورقة مالية لا يمتلكها أو ورقة مالية مقترضة».

(1) وليد مروان عليان، أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، رسالة ماجستير، (جامعة الشرق الأوسط – الأردن، 2009)، ص4. وعثمان بن ظهير، ما هو الموقف من البيع على المكشوف، مقال منشور في المجلة الاقتصادية، العدد (5578) 18 يناير 2009.

ويقصد بالبيع على المكشوف وفقا لجانب فقهي[1] أنه: «عبارة عن قيام المستثمر في ضوء توقعه بانخفاض سعر سهم معين بعد فترة بإصدار أمر بيع على المكشوف للسمسار بالرغم من أنه لا يمتلك هذه الأسهم وإنما اقتراضها من السمسار، ثم يقوم بإصدار أمر شراء عند انخفاض سعر هذه الأسهم، ومن ثم يحقق ربحًا بالفرق بين أمر البيع على المكشوف، وأمر الشراء وفي ذات الوقت يقوم برد قيمة الأسهم التي اقترضها إلى السمسار وذلك بالسعر وقت الاقتراض، وذلك في الوقت المحدد لتسوية الاقتراض».

وفقا لما تقدم فإن البيع على المكشوف يعد بيعًا قصيرًا[2] وأحد المشتقات المالية؛ ذلك لأن بائع الورقة المالية لا ينوي بيعها إما لأنه لا يملكها أصلا، وإما أنه يملكها ولا يرغب بتسليمها إلى المشتري وقت البيع[3]، ذلك أن المشتري في البيع على المكشوف هو الذي يستحق الربح بموجب شهادة ملكية الأسهم، ويلتزم البائع بتسديد قيمة الأسهم إلى السمسار المقرض لتلك الأسهم[4].

وتجدر الإشارة إلى أنه في حالة ارتفاع أسعار الأوراق المالية محل البيع على المكشوف فإن صانع السوق سوف تلحق به خسارة، ذلك لأنه ملزم بشراء تلك الأوراق خلال فترة محددة وإعادتها إلى مالكها الأصلي[5].

وتخضع جميع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية والسلع لعملية البيع على المكشوف، وقد بينت المادة (1) هذه الأوراق المالية بقولها: «الأسهم والسندات والأذونات المالية التي تصدرها الشركات المساهمة والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة الاتحادية أو الحكومات المحلية والهيئات العامة والمؤسسات العامة في الدولة، وأية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية تقبلها الهيئة».

---

(1) طارق عبدالعظيم أحمد، بورصة الأوراق المالية، (دون ناشر، دون دار نشر)، ص 34.

(2) يقصد بأن البيع على المكشوف بيع قصير: «تميزا له عن البيع الطويل، ولا علاقة لهذا التعبير بالمدة الزمنية، ولكن علاقته مرتبطة بالهدف من الاستثمار، فالوضع الطويل يتعلق بشراء الأسهم والاحتفاظ بها للحصول على الربح أو بيعها للحصول على الزيادة الرأسمالية في أسعارها، أما الوضع القصير فيتعلق بالمقامرة على انخفاض أسعارها سواء أكان المستثمر مالكا أو غير مالك لها في وقت إنشاء عقد البيع». يوسف الشبلي، الاستثمار في الأسهم والسندات، ص 9، منشور على الموقع الإلكتروني، www.shubily.com

(3) شعبان محمد البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، (دمشق، دار الفكر، 2002)، ص 195.

(4) عاطف وليم، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، (الإسكندرية، دار الفكر العربي، 2006)، ص54.

(5) Janyl Jumadinova, Prithviraj Dasgupta, Market-Maker Strategies, (Computer Science Department, University of Nebraska, Omaha, NE 68182, USA), p 6.

وبينت المادة (2) من النظام حالتين لبيع الأوراق المالية المتداولة على المكشوف وهما البيع من قبل صانع السوق بهدف مزاولة أعمال صناعة السوق، وأية حالة توافق عليها هيئة الأوراق المالية والسلع.

والجدير بالذكر أن البيع على المكشوف كان أحد أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية الأخيرة[1]، ذلك أنه يؤدي إلى زعزعة الأسعار في الأسواق المالية خاصة تلك الأسواق غير المستقلة أصلا، ويؤدي إلى إثارة القلق بين أوساط المتداولين ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى تفاقم الأوضاع ومن ثم انهيار السوق، ذلك أن مشكلة البيع على المكشوف تتمثل في أن المتعاملين يقومون ببيع اسهم وسلع لا يملكونها بهدف تحقيق أرباح في وقت لاحق من خلال انخفاض الأسعار التي كانوا يتوقعون انخفاضها، لذا فإن البيع على المكشوف يتعرض مع طبيعة الاستثمارات في الأسواق المالية؛ إذ إن البائع يسعى من خلاله إلى تخفيض أسعار الأوراق المالية على العكس تمامًا من صيغ الاستثمار الأخرى التي يسعى من خلالها المستثمر إلى رفع الأسعار حتى يحقق الربح[2].

ولهذا ووفقًا لوجهة نظر فنية فإن على صانع السوق اتخاذ بعض الإجراءات الاحتياطية من أجل ضمان تقليل خطر اختلاف التوقعات ومن ذلك شراء الأورق المالية التي تم بيعها على المكشوف عن طريق عقود خيار الشراء Call Option[3] وهذا يعني أن سعر التنفيذ هو سعر بيع الورقة المالية على المكشوف أو أقل، ذلك أنه إذا ارتفع سعر الورقة المالية عند وقت إعادتها إلى الصانع يقوم باستخدام خيار الشراء، ومن ثم شراؤها دون تحقيق خسائر كبيرة[4].

وفي المقابل فإن هناك من يرى أنّ عمليات البيع على المكشوف أمر بالغ الأهمية في الأسواق المالية، ذلك أنه يؤدي إلى زيادة كفاءة هذه الأسواق؛ إذ إن عمليات هذا البيع تؤدي إلى الكشف عن تلك الأسهم التي ترتفع أسعارها بصورة غير حقيقية ومبالغ فيها ومضخمة، وليس بناء على معلومات أساسية وموضوعية تتعلق بالشركة المصدرة لها، بحيث يؤدي ذلك إلى الكشف عن التلاعب في الأسعار[5].

(1) محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، (السعودية، مجموعة زاد للنشر، 2009)، ص 48.

(2) وليد مروان عليان، المرجع السابق، ص 27، بن ظهير، ما هو الموقف من البيع على المكشوف، ص 16.

(3) عصام عبد الهادي أبو النصر، أسواق الأوراق المالية البورصة في ميزان الفقه الإسلامي، (دار النشر للجامعات، 2006)، ص 66.

(4) هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الإدارة العامة للبحث والتطوير، التمويل في الهامش، (تشرين أول 2010)، ص 13.

(5) هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، التمويل، ص 4.

إن الأسـواق الماليـة المتطـورة عبـر العالـم تشـترط علـى الأشـخاص الذيـن يقومـون بالبيـع علـى المكشـوف أن يكـون لديهـم حسـاب تمويـل فـي الهامـش، وذلـك مـن أجـل ضمـان إعـادة الأوراق الماليـة التـي قامـو باقتراضهـا خاصـة فـي حالـة ارتفـاع السـعر السـوقي لهـا مـن خـلال الضمانـات التـي يقـوم بتوفيرهـا هـذا الحسـاب[1].

المطلب الثاني: الطبيعة القانونية للبيع على المكشوف

لقد اختلـف الفقهـاء فـي تكييـف البيـع علـى المكشـوف، فيـرى جانـب[2] أنـه يعـد تصرفـا فـي ملـك الغيـر دون الحصـول علـى إذنـه، ذلـك أن صانـع السـوق لا يملـك الأسـهم التـي يقـوم ببيعهـا علـى المكشـوف، وهـذا يحتـوي علـى الكثيـر مـن المخاطـر، ذلـك أن بيـع ملـك الغيـر موقـوف وفقـا لأحـكام قانـون المعامـلات المدنيـة الإماراتـي رقـم (5) لسـنة 1985، إذ تنـص المـادة (605) علـى أنـه: «إذا بـاع شـخص ملـك غيـره بغيـر إذنـه انعقـد بيعـه متوقفـا علـى إجـازة المالـك». وتنـص المـادة (606) علـى أنـه: «إذا أقـر المالـك البيـع سـرى العقـد فـي حقـه ونفـذ فـي حـق المشـتري كمـا ينفـذ العقـد إذ آلـت ملكيـة المبيـع إلـى البائـع بعـد صـدور العقـد». وتنـص المـادة (68) علـى أنـه: «الأمـر بالتصـرف فـي ملـك الغيـر باطـل»[3].

ويـرى جانـب فقهـي أخـر أن البيـع علـى المكشـوف يعـد قرضـا للأسـهم، إذ يقـوم البائـع باقتـراض الأسـهم مـن صانـع السـوق، التـي يرهنهـا الأخيـر عنـده، ثـم يقـوم المقتـرض ببيعهـا وفقـا لسـعر السـوق، وبعـد ذلـك يقـوم بشـرائها عنـد انخفـاض السـعر السـوقي، ويقـوم بعـد ذلـك بإعـادة الأسـهم إلـى مالكهـا الأصلـي، علـى أن يحتفـظ لنفسـه بفـارق الأسـعار[4].

ويكيـف البيـع علـى المكشـوف بأنـه اسـتثمار صانـع السـوق للمـال المرهـون، إذ يقـوم صانـع السـوق بإقـراض أسـهم مرهونـة لديـه مقابـل ديـون لـه علـى مالكهـا، ذلـك أن الصانـع يقـوم باسـتثمار المـال المرهـون لحسـابه الخـاص، إذ يقـوم الصانـع ببيـع الأسـهم المقرضـة بنـاء علـى طلـب البائـع علـى المكشـوف، ويتسـلم الصانـع الثمـن مـن المشـتري ويقـوم بتسـليمه لمقـرض الأسـهم، ولا يقـوم الصانـع بتسـليم قيمـة البيـع للبائـع علـى المكشـوف، فتبقـى الأسـهم التي تـم بيعها

(1) هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، التمويل، ص4.

(2) أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، (الإسكندرية، دار الفكر العربي، 2006)، ص 254.

(3) انظر في البيع على المكشوف من ناحية شرعية د وليد مصطفى شاويش، البيوع المنهي عنها شرعًا وأثرها في الوقاية من الأزمة المالية العالمية المعاصرة البيع على المكشوف نموذجا، ورقة عمل مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، تنظيم جامعة العلوم الإسلامية العالمية والمعهد العالمي للفكر الإسلامي، عمان – الأردن، 1 - 2 كانون أول، ديسمبر 2010.

(4) لطفي، معاملات البورصة، ص 254.

رهنا عند الصانع ويقوم باستثمارها إلى حين قيام البائع برد الأسهم التي قام باقتراضها[1].

وقد يكون البيع على المكشوف بيعًا مجحفًا بالراهن، ذلك أن العلاقة الناتجة عن عقد القرض يصبح بموجبها صانع السوق مرتهنا والبائع على المكشوف راهنا، ومحل عقد الرهن هو السهم، في حالة عدم تسديد قيمة الأسهم خلال فترة محددة فمن حق صانع السوق الطلب من المدين بالأسهم وهو البائع على المكشوف أن يقوم بعملية البيع، أو أن يقوم الصانع بالبيع نيابة عنه، أمّا إذا تأخر البائع على المكشوف عن البيع فإن صانع السوق يقوم بالبيع دون إعطاء اعتبار لمصلحة الراهن، فيقوم بعملية البيع لاسترداد قيمة قرضه[2].

وقد يكيف البيع على المكشوف بأنه بَيْعُ الأسهم قبل القبض، أي أن صانع السوق لا يقوم بتسليم البائع على المكشوف الأسهم محل عقد البيع، وهذا يعني أن الرهن يكون بسبب عقد القرض المبرم بين الطرفين، لذلك لا بد من تقرير حقيقة أن هناك قرضًا فعليًّا للأسهم، ثم تبقى تلك الأسهم مرهونة لصالح صانع السوق[3]. وذهب جانب فقهي إلى أن البيع على المكشوف هو قرض بشرط أن يتم تحديد موعد السداد[4].

المطلب الرابع: الضوابط القانونية للبيع على المكشوف

الفرع الأول: محل البيع على المكشوف

يقع البيع على المكشوف على الأوراق المالية كافة الوارد ذكرها في نص المادة (1)، ويقوم سوق الأوراق المالية والسلع بتحديد تلك الأوراق التي يمكن لصانع السوق أن يقوم ببيعها على المكشوف، ويضع السوق المعايير والضوابط اللّازمة لعملية البيع.

وهذا يعني أنه ليس لصانع السوق الحرية المطلقة في بيع الأرواق المالية، وإنما يجب أن يأخذ موافقة السوق المسبقة على عملية البيع، وكذلك لا يستطيع أن يبيع الأوراق المالية كافة التي يحوزها وإنما يجب أن يحدد السوق هذه الأوراق التي يستطيع بيعها بعد وضع المعايير والإجراءات اللازمة لعملية البيع على المكشوف.

(1) مبارك بن سلمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، (الرياض، كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، 1999)، ص 746.

(2) شاويش، البيوع، ص 11.

(3) شاويش، البيوع، ص 14.

(4) شاويش، البيوع، ص 15.

الفرع الثاني: مضي مدة على إدراج الأوراق المالية

لقد اشترط المشرع الإماراتي مضي مدة شهر على إدراج الورقة المالية محل البيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية والسلع حتى يسمح لصانع السوق أن يقوم بإجراء عملية البيع على المكشوف، ويرى الباحث أن اشتراط المشرع مضي هذه المدة أمر بالغ الأهمية؛ إذ نضمن خلالها معرفة حقيقة الورقة المالية، وكذلك معرفة السعر السوقي الحقيقي لهذه الورقة.

الفرع الثالث: بيع الأوراق المالية محل حقوق الاكتتاب

الأصل العام أنه لا يجوز إجراء عملية البيع على المكشوف لتلك الأوراق المالية محل حقوق الاكتتاب بأسهم زيادة رأس المال أو الأذونات المغطاة وفقا لما ورد في نص المادة (3/3) من نظام البيع على المكشوف، إلا أن المادة (10) استثنت صانع السوق من ذلك، حيث يجوز لصانع السوق أن يقوم بعمليات البيع على المكشوف لتلك الأوراق المالية محل حقوق الاكتتاب بزيادة رأس المال أو الأذونات المغطاة. ويقصد بالأذونات المغطاة «أوراق مالية متساوية القيمة وقابلة للتداول تعطي لحاملها الحق دون إلزام – في شراء أو بيع عدد محدد من الأصول محل الأذونات بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة». ويصدر الأذن المغطى من جهة مرخصة من هيئة الأوراق المالية والسلع بإصدارها ويتملك هذا الأذن شخص طبيعي أو اعتباري، ويكون لهذا الأذن سعر تحدده نشرة إصداره.

ويتبين لنا أن هذه العملية تعد من التسهيلات التي يحصل عليها صانع السوق من أجل تشجيع الشركات على ممارسة أعمال صانع السوق نظرًا لحاجة السوق إلى هذا الصانع.

الفرع الرابع: قدرة العميل على تسليم الورقة المالية محل البيع على المكشوف

يجب على صانع السوق أن يتأكد من قدرة العميل على تسليم الورقة المالية محل البيع على المكشوف عند حلول ميعاد التسوية، وإذا تبين أن المتعامل على الورقة المالية غير قادر على تسليمها فيتعين على صانع السوق أن يمتنع عن تنفيذ عملية البيع حتى يتجنب المسؤولية القانونية عن تنفيذ تلك العملية.

وفي حالة عدم قيام المتعامل على الورقة المالية التي قام ببيعها على المكشوف بتسلمها في تاريخ التسوية، فإنه يكون قد أخفق في التسوية نتيجة عدم تنفيذ التزامه هذا. وقد بينت المادة (7) من نظام صانع السوق بأن معالجة هذا الإخفاق سيتم وفقًا للإجراءات التي يضعها سوق الأوراق المالية وتقرها هيئة الأوراق المالية والسلع، وأجازت لسوق الأوراق المالية أن يمنح تسهيلات لصانع السوق من أجل القيام بتسوية حالات الإخفاق بتسليم الأوراق المالية محل البيع على المكشوف.

الفرع الخامس: عدم الإضرار بعدالة السوق ونزاهته

يتعين على صانع السوق عند مباشرته لنشاطه أن يراعي القوانين والأنظمة والقرارات التي من شأنها أن تضمن العدالة بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية والسلع والتي تفضي إلى تحقيق النزاهة بين المتعاملين.

الفرع السادس: تحديد سعر الأوراق المالية محل البيع على المكشوف

يقضي نظام صانع السوق أنه في حالة قيام الصانع ببيع الأوراق المالية على المكشوف، فيجب عليه أن يحدد عند إدخاله لأوامر البيع سعر الورقة المالية محل البيع. ذلك أنه لا يجوز لصانع السوق أن يقوم ببيع الأوراق المالية على المكشوف إلا إذا كان سعر أمر البيع أعلى من سعر آخر صفقة منفذة، لهذا من الضرورة بمكان تحديد سعر بيع هذه الورقة.

المبحث الثالث: إقراض واقتراض الأوراق المالية

لقد أجاز نظام صانع السوق أن يقوم صانع السوق بممارسة أعمال وكيل إقراض واقتراض الأوراق المالية؛ لذا سنتناول في الفرع الأول تعريف إقراض واقتراض الأوراق المالية، وفي الفرع الثاني الضوابط القانونية لإقراض واقتراض الأوراق المالية، وفي الفرع الثالث: الآثار القانونية التي تترتب على قيام صانع السوق بإقراض واقتراض الأوراق المالية.

المطلب الأول: تعريف إقراض واقتراض الأوراق المالية

لقد أجازت المادة (9/3) من نظام صانع السوق للشركات العاملة في نشاط صناعة السوق ممارسة أعمال إقراض واقتراض الأوراق المالية إذ ورد فيها: «يجوز لصناع السوق ممارسة البيع على المكشوف وإقراض واقتراض الأوراق المالية وفقا للأحكام الواردة تفصيلا في الأنظمة الصادرة عن الهيئة في هذا الشأن». ولتسهيل قيام صانع السوق بعملية إقراض واقتراض الأوراق المالية فقد أصدر مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع قرار رقم (47) لسنة 2012 بشأن إقراض واقتراض الأوراق المالية.

هذا وقد نظم قرار إقراض واقتراض الأوراق المالية إمكانية نقل ملكية الأوراق المالية بشكل مؤقت بين الطرفين المتعاقدين ووفقا للاتفاق الذي سيتم إبرامه بينهما بشرط مراعاة الشروط والأحكام التي تضمنها القرار، وقد بين هذا القرار تنظيم دور وكيل إقراض واقتراض الأوراق المالية إذ يتعين موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع على القيام بهذا العمل ووفقا للشروط التي تراها مناسبة.

يقصـد بإقـراض واقتـراض الأوراق الماليـة وفقـا لنـص المـادة (1) مـن القـرار السـابق «عقد يتـم بموجبـه نقـل ملكيـة الأوراق الماليـة بصفـة مؤقتـة مـن طـرف (المقـرض) إلـى آخـر (المقتـرض) مـع التـزام المقتـرض بردهـا بنـاءً علـى طلـب المقـرض فـي أي وقـت خـلال الفتـرة المتفـق عليهـا أو فـي نهايتهـا مـا لـم يتـم الاتفـاق علـى غيـر ذلـك».

المطلب الثاني: أهداف إقراض واقتراض الأوراق المالية

تهـدف الأسـواق الماليـة مـن العمـل بنظـام إقـراض واقتـراض الأوراق الماليـة إلـى جعـل السـوق أكثـر مرونـة، وجـذب الاسـتثمارات الأجنبيـة، وكذلـك المسـاعدة علـى تطويـر منتجـات ماليـة أخـرى مثـل صناديـق المؤشـرات، وكذلـك تسـوية الصفقـات غيـر المنجـزة[1]، وزيـادة عمـق وجاذبيـة السـوق، ومـن أجـل ضمـان رفـع تصنيـف الأسـواق الماليـة مـن أسـواق مبتدئـة إلـى أسـواق ناشـئة، وهـذا يسـاهم فـي تدفـق الاسـتثمارات الأجنبيـة. ويسـمح لشـركات الوسـاطة الماليـة أن تقـوم بالاقتـراض فـي حالـة الإخفـاق فـي تسـليم الأوراق الماليـة وفقًـا لإجـراءات التسـليم مقابـل الدفـع دون حاجـة إلـى الحصـول علـى موافقـة هيئـة الأوراق الماليـة والسـلع.

ويهـدف صانـع السـوق مـن القيـام بعمليـة إقـراض واقتـراض الأوراق الماليـة إلـى المضاربـة بهـدف تحقيـق الأربـاح[2]، حيـث يقـوم الصانـع بشـراء الورقـة الماليـة فـي حالـة انخفـاض أسـعارها فـي السـوق المالـي مـن أجـل إعادتهـا إلـى المقتـرض، ويحقـق ربحًـا مـن الفـرق بيـن السـعرين، وقـد يحقـق صانـع السـوق خسـارة فـي حالـة ارتفـاع سـعر الورقـة الماليـة؛ إذ إنـه مضطـر لشـرائها للوفـاء بالتزامـه بإعادتهـا للمقتـرض.

والهـدف الآخـر مـن إقـراض واقتـراض الأوراق الماليـة يكمـن فـي تغطيـة قيمـة الورقـة الماليـة فـي حالـة انخفـاض أسـعارها وتأكـد المسـتثمر مـن عـدم اتجـاه حركـة الأسـعار نحـو الارتفـاع، إذ يسـتطيع المسـتثمر فـي حالـة خشـيته مـن انخفـاض الأسـعار القيـام ببيـع الأوراق الماليـة المقترضـة مـن أجـل حمايـة مـا يملكـه مـن أوراق، ذلـك أنـه فـي حالـة انخفـاض سـعر الأوراق الماليـة لا يتأثـر بذلـك؛ ومـن ثـم الحفـاظ علـى قيمـة اسـتثماراته القائمـة عنـد إعـادة شـرائه الأوراق الماليـة المقترضـة، أمـا فـي حالـة ارتفـاع سـعر الورقـة الماليـة المقترضـة فيسـتطيع اسـتخدام مـا يملكـه مـن أوراق مـن أجـل سـداد القـرض مـن دون أن يتحمـل بـأي خسـائر؛ إذ إنـه يتوافـر لديـه الأوراق الماليـة المقترضـة[3].

(1) Due, Market, p. 3.

(2) Wel. Menkveld, Sarkar, Federal, p 12.

(3) Das, The Effects, p. 14.

أما عن أهم مخاطر عملية إقراض واقتراض الأوراق المالية فتكمن في مخاطر ارتفاع أسعار الأوراق المالية بشكل عام، وإن انخفاض أسعارها يكون لمدة قصيرة وليس بشكل دائم. وهناك خطر آخر عندما يلتزم المستثمر بإعادة الأوراق المالية من السمسار في حالة ارتفاع أسعارها من أجل تحقيق الربح، أو بناء على طلب المقرض من أجل إعادتها إليه بشكل فوري وقد يكون سعرها مرتفعا في الحالة الأخيرة مما يعني تعرضه لخسارة بالإضافة إلى رد أية حقوق مالية اكتسبتها هذه الورقة خلال فترة الإقراض. وهنالك مخاطر أخرى لعملية اقراض واقتراض الأوراق المالية تتمثل في ارتفاع سعر الورقة المالية بشكل مضطرد بسبب كثرة عمليات إعادة الشراء من جانب المقترضين، لتسوية الحقوق التي ترد على تلك الورقة[1].

من هذه المخاطر عدم وجود حد أقصى للخسائر التي يمكن أن يتحملها المقترض نتيجة ارتفاع سعر الورقة المالية المقترضة في السوق. وذلك على العكس تماما من تحقيقه للأرباح بحيث لا يجوز أن يتعدى سقفًا معينًا وهو 100% من قيمتها على سبيل المثال. لذلك فدعوى المشرع الإماراتي إلى تحديد تحمل المقترض لنسبة الخسارة التي قد تترتب على ارتفاع أسعار الورقة المالية في السوق في حالة شرائها بهدف ردها إلى المقرض، بحيث لا تزيد عن سقف معين حماية لمقترضها.

المطلب الثالث: الضوابط القانونية لاقتراض وإقراض الأوراق المالية

يتعين لممارسة صانع السوق عملية اقتراض واقراض الأوراق المالية أن يتوافر عدد من الضوابط القانونية التي وردت في نظام اقتراض واقراض الأوراق المالية، وتتمثل هذه الضوابط فيما يأتي:

الفرع الأول: موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع

لا يجوز لأي شخص أن يقوم بممارسة أعمال وكالة معاملات إقراض أو اقتراض الأوراق المالية دون الحصول على الموافقة المسبقة من هيئة الأوراق المالية والسلع وفقا لنص المادة (2) من النظام السابق. وتكون مدة الترخيص بمزاولة أنشطة الإقراض والاقتراض لمدة سنة قابلة للتجديد.

هذا وقد اشترط نظام الإقراض والاقتراض للحصول على موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع لممارسة وكالة الإقراض والاقتراض توافر الموارد البشرية والفنية والتنظيمية اللازمة، وكذلك الإجراءات التي يجب توافرها لإدارة المخاطر، وكذلك توافر الملاءة المالية لممارسة هذه الوكالة وتقديم ما يثبت ذلك.

(1) Schultz, Who makes markets, p. 7.

وبجلب بيان النظام الفني الذي يجب تطبيقه لمعالجة المعلومات، ووجوب وجود خط ربط إلكتروني بين صانع السوق وسوق الأوراق المالية، وذلك من أجل تحقيق مقتضيات الرقابة والإشراف ومتابعة الشركة في أعمالها لكيلا تخرج عن جادة القانون. كذلك يتعين على صانع السوق أن يقوم بحفظ المستندات ومسك سجلات خاصة بأسماء العملاء من أجل حفظ البيانات الخاصة بعمليات الإقراض والاقتراض وتلك العقود التي يتم إبرامها مع المتعاملين وبيان العمولات والرسوم التي يتلقاها مقابل الخدمة التي يقدمها للمتعاملين.

ويجب على صانع السوق أن يقوم بتنظيم الرقابة الداخلية ووضع الأسس المرجعات المالية، والحصول من مدقق حسابات الشركة ما يثبت فيها أن النظام المحاسبي الذي يقوم بتطبيقه يكفل تحقيق الالتزامات التي تتعلق بالنشاط الذي يزاوله صانع السوق.

ويجب على صانع السوق أن يقوم بتزويد هيئة الأوراق المالية والسلع وسوق الأوراق المالية بكافة التقارير اللازمة التي تطلب منه بشأن إجراء عمليات إقراض واقتراض الأوراق المالية وذلك خلال يومي عمل من تاريخ تقديم الطلب إلى صانع السوق بهدف إجراء الرقابة والإشراف على أعماله.

الفرع الثاني: تحديد السوق للورقة المالية محل الإقراض والاقتراض

يشترط لكي يمارس صانع السوق أعماله الخاصة بإقراض واقتراض ورقة مالية محددة أن يحدد سوق الأوراق المالية تلك الورقة المالية التي يتعين أن تكون قابلة للإقراض أو الاقتراض، ذلك أن السوق لا يسمح بإقراض واقتراض بعض الأوراق المالية، مثل تلك الأوراق التي تم إيقاع الرهن أو الحجز عليها وفقًا للقوانين والأنظمة والقرارات الصادرة عن السوق، أو تلك الأوراق التي يرى السوق أنها غير قابله لعملية الإقراض والاقتراض وفقًا لما ورد في نص المادة (7) من النظام السابق. حيث إن للسوق في الحالة الأخيرة سلطة تقديرية ذلك أنه إذا رأى أن هناك أسبابا قانونية وواقعية من شأنها أن تؤثر على الورقة المالية المتداولة أو على السوق فيستطيع منع ممارسة عملية الإقراض والاقتراض عليها، لكن كان يجب على النظام أن يجعل قرار السوق مسببا، وأن يكون قراره قابلا للطعن امام الجهة المختصة.

الفرع الثالث: توقيع اتفاقية إقراض واقتراض الأوراق المالية

يجب لكي يمارس صانع السوق أعماله أن يقوم بإبرام اتفاقية مع الطرف الآخر من أجل القيام بعملية إقراض واقتراض الأوراق المالية، وقد أجاز النظام توقيع اتفاقية خاصة بين المقرض والمقترض بشأن إقراض واقتراض الأوراق المالية، وأجاز أيضا أن يوقع بين الطرفين اتفاقية عامة تنظم عملية إقراض الأوراق المالية بينهما في حالة استمرار التعامل

فيما بينهما في هذا الصدد، وقد اشترط النظام أن يتم تنفيذ كل معاملة على حدة بموجب أوامر تتضمن كافة البيانات التفصيلية الخاصة بها.

وقبل توقيع الاتفاقية بين المقرض والمقترض يجب أن يكون لدى صانع السوق تفويض من عميله، يفوضه بموجبه بالقيام بمعاملات إقراض واقتراض الأوراق المالية، ويتعين على صانع السوق في هذا الصدد أن يقوم بتنفيذ جميع عمليات الاقراض والاقتراض التي يقوم بها لمصلحة عملائه والتقيد بالتعليمات الواردة من هؤلاء العملاء، وتوثيق الضمانات المقدمة كافة وجميع العمولات والرسوم التي قام باستيفائها أو دفعها، وأن يضمنها في تقارير منتظمة يزودها لعملائه من أجل بيان جميع عمليات الاقراض والاقتراض التي تم تنفيذها بشكل فعلي وكل ما يتعلق بها وخاصة قيمة الضمان، أضف إلى ذلك أن صانع السوق يلتزم بإصدار تأكيد لعمليته سواء كان كتابيا أو إلكترونيا لإخباره بجميع عمليات الإقراض والاقتراض الواقعة على الأوراق المالية التي يتملكها وتم تنفيذها في ذات اليوم.

ويلتزم صانع السوق باطلاع عميله على كافة المخاطر التي تتعلق بإقراض واقتراض الأوراق المالية التي يتملكها، حتى يكون على بينه ويقرر ما إذا كان يرغب بإجراء هذا العمل من عدمه، ويتعين على الصانع أن يحصل على إفادة خطية موقعة من العميل تفيد بأن الصانع قد بصره بمخاطر عملية إقراض واقتراض الأوراق المالية قبل تنفيذ هذه العملية.

هذا وقد بينت المادة (8) من نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية البيانات التي يجب أن تتضمنها الاتفاقية الموقعة بين الطرفين وتتمثل هذه البيانات باسم المقرض ووكيلة إن وجد واسم المقترض، واسم ورمز الورقة المالية قيد الاقتراض وقيمة الورقة المالية محل الاقتراض ومدة إقراض الورقة المالية، وأحقية المقرض في استردادها وكيفية استردادها، وكذلك تحديد نوع الضمان والعمولات والرسوم المستحقة والحدود المقبولة لانخفاض قيمة الضمان بما لا يتجاوز (5%)، وكذلك الإجراءات اللازمة لاستبدال الضمان أو زيادته وبيان حقوق الأطراف المترتبة على ذلك.

كذلك يجب أن تتضمن اتفاقية إقراض واقتراض الأوراق المالية الإجراءات التي يجب اتخاذها لاسترداد الأوراق المالية في حالة إن كان تسليم تلك الأوراق المالية المطلوبة غير ممكن، ويتعين تحديد حالات عدم الوفاء بالالتزامات والحقوق التي ترتبها الاتفاقية على عاتق الطرفين المقرض والمقترض، وكذلك الإجراءات القانونية التي يجب اتباعها من أجل تسلم الضمان أو تسييله، وكذلك الحفاظ على الهامش في حالة التغيير الجوهري في قيمة التقييم اليومي، ويجب بيان كيفية توزيع أرباح الأسهم والحقوق المادية الأخرى التي

تتعلـق بـالأوراق الماليـة المقترضـة والضمانـات الخاصـة بعمليـة الإقـراض والاقتـراض[1].

ويلتـزم صانـع السـوق بالاحتفـاظ بالمعامـلات والسـجلات التـي تتعلـق بإقـراض واقتـراض الأوراق الماليـة التـي قـام بتنفيذهـا لمـدة لا تقـل عـن عشـر سـنوات والاحتفـاظ كذلـك بنسـخ احتياطيـة لـذات الفتـرة، ذلـك أن عمـل صانـع السـوق بإقـراض واقتـراض الأوراق الماليـة يعـد عمـلا تجاريـا؛ ومـن ثـم فـإن مـدة تقـادم المنازعـات التجاريـة هـو عشـر سـنوات مـن تاريـخ حدوثهـا[2].

الفرع الرابع: تقديم ضمان لاقتراض الأوراق المالية

يجـب لإجـراء عمليـة إقـراض واقتـراض الأوراق الماليـة أن يقـدم وكيـل المقتـرض ضمانـا مـن أجـل ضمـان إعـادة الأوراق الماليـة فـي الوقـت المحـدد لذلـك، وقـد بيـن نظـام إقـراض واقتـراض الأوراق الماليـة الأحـكام القانونيـة الخاصـة بهـذا الضمـان فـي المـادة (9)، بحيـث يقـدم الضمـان بـأي مـن الطـرق التاليـة:

أولا- ضمان نقدي:

إذ يجـب علـى وكيـل المقتـرض أن يقـدم مبلغـا نقديـا - لا تقـل قيمتـه عـن (105%) مـن قيمـة الأوراق الماليـة المقترضـة، هـذا ولـم يحـدد النظـام نـوع العملـة التـي يدفـع فيهـا مبلـغ الضمـان هـذا، ونـرى أنـه يجـوز الدفـع بـأي نـوع مـن العمـلات المتداولـة فـي السـوق. ولـم يبيـن النظـام كيفيـة دفـع هـذا الضمـان النقـدي ويـرى الباحـث أنـه قـد يدفـع نقـدا أو بواسـطة شـيك أو بواسـطة بطاقـة وفـاء وغيرهـا مـن طـرق الدفـع المعتـادة.

ثانيا- كفالة مصرفية:

يسـتطيع وكيـل المقتـرض أن يقـدم كفالـة ماليـة غيـر مشـروطة لا تقـل قيمتهـا عـن (105%) مـن قيمـة الأوراق الماليـة المقترضـة صـادرة عـن أحـد المصـارف العاملـة داخـل الدولـة أو خارجهـا، ويجـب أن تكـون هـذه الكفالـة المصرفيـة غيـر مقترنـه بشـرط أو مضافـة إلـى أجـل بـل يتوجـب تسـييل قيمتهـا عنـد طلـب مقـرض الأوراق الماليـة ذلـك. وفـي حالـة إن كان المقـرض شـخصًا طبيعيًّـا مقيمًـا فـي دولـة الإمـارات العربيـة المتحـدة، فيجـب أن تكـون هـذه الكفالـة المصرفيـة صـادرة عـن أحـد المصـارف العاملـة داخـل الدولـة.

(1) Wel, Menkveld, Sarkar, Federal. p 10.

(2) تنص المادة (95) من قانون المعاملات التجارية الإماراتي رقم (18) لسنة 1993 على أنه: «لا تسمع عند الإنكار وعدم العذر الشرعي الدعاوى المتعلقة بالتزامات التجار قبل بعضهم البعض والمتعلقة بأعمالهم التجارية بانقضاء عشر سنوات من تاريخ حلول ميعاد الوفاء بالالتزام ما لم ينص القانون على مدة أقل»

ثالثا- أوراق مالية مملوكة للمقترض

يجيز النظام السابق لمقترض الأوراق المالية أن يقدم ضمانًا يتمثل بأوراق مالية مملوكة للمقترض، ويجب ألا تقل قيمتها عن (110%) من قيمة الأوراق المالية المقترضة، هذا في حالة أن كان المقرض شخصا طبيعيا مقيما بالدولة فيجب أن تكون الأوراق المالية مدرجة في سوق الأوراق المالية.

أمّا عن كيفية التصرف في الضمان فبعد تقديم الضمان بأي طريقة من الطرق التي حددها النظام السابق يتم الاحتفاظ به وفقا لطبيعة هذا الضمان، فإذا كان الضمان مبلغًا نقديًّا فيتم الاحتفاظ به بمعرفة وكيل الإقراض، ويرى الباحث أنه كان يجب على المشرع أن يلزم المقترض بفتح حساب ضمان لدى أحد المصارف ويقوم بإيداع مبلغ الضمان به وحفظه وتسييله في الحالات التي ينص عليها القانون وليس حفظها لدى المقرض حتى نضمن عدم تعسف المقرض بالتصرف بمبلغ الضمان. أما إذا كان الضمان أوراقا مالية يملكها المقترض فيجب حفظها لدى المقاصة[1].

ويتم احتساب قيمة الضمان على الورقة المالية المقترضة يوميا من وكيل المقرض، وفقا للقيمة السوقية للأوراق المالية باستقراء سعر الإغلاق. وبناءً على ذلك يطلب وكيل المقرض زيادة مبلغ الضمان من وكيل المقترض في حالة انخفاض قيمة الضمان المحدد باتفاقية الإقراض بما يغطي تلك النسبة التي نشأت عن انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية، وفي هذه الحالة يجب على وكيل المقترض أن يقوم بزيادة مبلغ الضمان خلال يوم عمل من تاريخ تقديم طلب هذه الزيادة. وفي حالة عدم تقديم المقترض الضمان الإضافي خلال الفترة المحددة وهي يوم عمل من تاريخ تسلم طلب الزيادة يقوم وكيل المقرض أو المقاصة بتسييل الضمان المقدم بعد اليوم التالي المحدد سابقا. ويقع على وكيل المقرض التزام قانوني يقضي بضرورة إخطار المقاصة بتسييله لضمان اقتراض الأوراق المالية المقدم من وكيل المقترض.

المطلب الثالث: الآثار القانونية التي تترتب على قيام صانع السوق بإقراض واقتراض الأوراق المالية

الفرع الأول: تمتع المقرض بجميع الحقوق المادية للورقة المالية

لا شك أن مقرض الأوراق المالية إمّا أن يكون صانع السوق ذاته بصفته مالكا لها، وإمَّا

(1) يقصد بالمقاصة وفق قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (2) لسنة 2001 في شأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية «الجهة التي تقوم بعمليات التسوية وإصدار أوامر دفع الأموال المستحقة للمتعاملين».

بصفتـه ممثـلا لمالكهـا، ولهـذا لا يترتـب علـى إقـراض الورقـة الماليـة نقـل ملكيتها إلـى المقترض، إنمـا تبقـى علـى ملكيـة صانـع السـوق أو مصـدر الورقـة الماليـة التـي يمثلها صانع السـوق.

ويترتـب علـى ذلـك نتيجـة بالغـة الأهميـة، تتمثـل فـي أن مقـرض الورقـة الماليـة يثبـت لـه جميـع الحقـوق الماليـة عليهـا، فيسـتطيع أن يقـوم بإقراضهـا مـن جديـد إلـى شـخص آخـر، أو نقـل ملكيتهـا إلـى شـخص آخـر، وتثبـت لـه جميـع السـلطات التـي يقرهـا القانـون عليهـا. وفـي هـذا الصـدد تنـص المـادة (11/1) مـن قـرار مجلـس إدارة الهيئـة بشـأن إقـراض واقتـراض الأوراق الماليـة علـى أنـه: «يتمتـع المقـرض بجميـع الحقـوق الماديـة المتعلقـة بـالأوراق الماليـة محـل الاقتـراض، مالـم يتـم الاتفـاق علـى خـلاف ذلـك».

ويفهـم ممـا ورد فـي المـادة السـابقة أن اسـتمرار تمتـع المقـرض لـلأوراق الماليـة بجميـع الحقـوق الماليـة لا يعـد مـن النظـام العـام، ولذلـك يجـوز لمقـرض ومقتـرض الأوراق الماليـة الاتفـاق علـى غيـر ذلـك، بحيـث تنقـل جميـع الحقـوق الماليـة إلـى المقتـرض.

الفرع الثاني: جواز بيع المقرض الورقة المالية قبل استردادها

بالرغـم مـن قيـام صانـع السـوق بإقـراض الورقـة الماليـة، فإنـه يجـوز لصانـع السـوق أن يقـوم ببيعهـا إلـى شـخص أخـر، ومـن دون موافقـة المقتـرض، هـذا ولـم يبيـن القـرار الأثـار القانونيـة التـي تترتـب علـى قيـام صانـع السـوق ببيـع الورقـة الماليـة التـي قـام بإقراضهـا بالنسـبة للمقتـرض.

وفـي هـذا الشـأن يـرى الباحـث أن مشـتري الورقـة الماليـة الجديـد يتمتـع بجميـع الحقـوق التـي كانـت ثابتـه لصانـع السـوق قبـل عمليـة البيـع ويحـل محـل الصانـع، ويسـتمر عقـد اقتـراض الأوراق الماليـة، وذلـك مـن أجـل اسـتقرار المعامـلات الماليـة فـي الأسـواق الماليـة، وعـدم تعرضـه للاضطـراب، واسـتمرارية حركـة السـوق المالـي.

الفرع الثالث: عدم تجاوز نسبة تملك الأجانب

لقـد فـرض المشـرع الإماراتـي علـى الشـركات المسـاهمة العامـة المدرجـة أسـهمها فـي السـوق المالـي، أن تكـون حصـة المواطنيـن الإماراتييـن لا تقـل عـن 51% مـن رأس مالهـا وفقـا لمـا ورد فـي نـص المـادة (10) مـن قانـون الشـركات التجاريـة، وذلـك مـن أجـل ضمـان الرقابـة علـى هـذه الشـركات، وسـيطرة الإرادة الوطنيـة علـى القـرارات التـي تقـوم باتخاذهـا.

وفـي هـذا الصـدد يجـب علـى صانـع السـوق عندمـا يقـوم بإقـراض الأوراق الماليـة أو عندمـا يقـوم ببيعهـا قبـل اسـتردادها عـدم المسـاس بملكيـة رأس المـال التـي حددهـا القانـون، بحيـث يجـب ألا تقـل نسـبة مسـاهمة مواطنـي الدولـة فـي الشـركة المسـاهمة العامـة عـن 51% مـن رأس

مالها، وهذا يعني أن نسبة تملك الأجانب في هذه الشركات يجب ألا يتجاوز في جميع الأوقات ما مقداره 49% من رأس مال الشركة، ومن ثم يتعين على صانع السوق قبل القيام بعملية بيع الأوراق المالية قبل استردادها التأكد من أن قراره بالبيع لا يتعارض مع ما ورد في القانون بشأن هذه النسبة، وقد خول المشرع السوق أمر التأكد من توافر هذه النسبة. إذ تنص المادة (11/4) من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن إقراض واقتراض الأوراق المالية على أنه: «يلتزم السوق بمراعاة ألا يترتب على عملية الإقراض والاقتراض تجاوز نسبة تملك الأجانب».

ذلك أن المشرع الإماراتي يوجب على الشركة رفع نسبة المساهمة إلى الحد الأدنى المتطلب قانونا خلال مدة ثلاثة شهور، وفي حالة عدم تصويب وضع الشركة بما يتناسب مع حكم القانون فإن المشرع يرتب جزاءً قانونيًّا في حالة الإخلال بنسبة مساهمة مواطني الدولة في رأس مال الشركة يتمثل ببطلان كافة القرارات التي يتم اتخاذها بعد مرور ثلاثة شهور على الإخلال في هذه النسبة وفقا لما ورد في نص المادة (151) من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم (2) لسنة 2016.

الفرع الرابع: نقل ملكية الورقة المالية محل الإقراض والاقتراض

يترتب على بيع الورقة المالية المقرضة من قبل صانع السوق نقل ملكيتها من صانع السوق إلى المشتري، وهذا يعني نقل حيازاتها من الصانع إلى المشتري. وتتم عملية نقل الملكية وفقا لما ورد في قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (2) لسنة 2001 في شأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية.

خاتمة:

لقد بحثنا خلال سطور هذا الدراسة القانونية تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة في مجال صناعة السوق، إذ يعد السوق المالي من الأسواق القليلة في المنطقة التي أخذت بفكرة عمل صانع السوق؛ ولذلك ألقينا مزيدًا من الضوء على تعريف صانع السوق وشروط ترخيصه في المبحث التمهيدي، ثم بحثنا في أعمال صانع السوق ومنها عمله الأساسي من خلال توفير السيولة للأوراق المالية المتداولة في المبحث الأول، وكذلك البيع على المكشوف في المبحث الثاني، وأخيرًا إقراض واقتراض الأوراق المالية في المبحث الثالث، ولقد توصلنا من خلال هذا البحث إلى نتائج عدة تتمثل فيما يأتي:

- إن الهدف الأساسي من ترخيص صانع السوق في الأسواق المالية يتمثل في ترقية الأسواق المالية من أسواق مبتدئة إلى أسواق ناشئة، بهدف تحسين بنية هذه الأسوق وتحسين تصنيفها وجذب الاستثمارات الأجنبية.

- يجـب أن يكـون صانـع السـوق شـخصًا اعتباريًّـا يرخـص لـه مـن قبـل هيئـة الأوراق الماليـة والسـلع لممارسـة أعمالـه، ولا يجـوز للشـخص الطبيعـي أن يكـون صانعًـا للسـوق، وقـد يكـون شـخصًا اعتباريًّـا محليًّـا أو شـخصًا أجنبيًّـا إذا كان يمـارس أعمـال صانـع السـوق فـي دولتـه.

- إن وجـود صانـع السـوق فـي الأسـواق الماليـة لـه دور إيجابـي بحيـث يـؤدي إلـى زيـادة سـيولتها ويعطـي ثقـة للمسـتثمرين بـأن أسـعار الأوراق الماليـة المتداولـة حقيقيـة بسـبب تحديدهـا مـن قبـل الصانـع الـذي يتمتـع بالخبـرة الفنيـة فـي هـذا المجـال.

- إن عمـل صانـع السـوق يعتبـر محـركًا للأسـواق مـن خـلال وضـع سـعرين للبيـع والشـراء لـلأوراق الماليـة المتداولـة، وتحقيـق أربـاح مـن خـلال فروقـات الأسـعار.

- إن طبيعـة عمـل صانـع السـوق تعرضـة لمخاطـر كبيـرة ذلـك أنـه قـد يقـوم بشـراء الأوراق الماليـة بأسـعار مرتفعـة وبكميـات كبيـرة وهنـاك احتماليـة كبيـرة لانهيـار أسـعارها، ولهـذا يتعيـن عليـه وضـع اسـترايجية وتحـوط مالـي فـي حالـة حـدوث الخسـارة، ووضـع حـد أدنـى للخسـارة.

- يخضع صانع السوق عند ممارسته لأعمالة لرقابة وتفتيش من قبل سوق الأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية والسلع من أجل التأكد من تطبيقة للتشريعات الناظمة لعمله، والتقيد بقواعد السوق، وفي حالة ثبوت مخالفته تطبق عليه الجزاءات الواردة في القانون.

- يسـتطيع صانـع السـوق أن يمـارس بيـع الأوراق الماليـة علـى المكشـوف، وحـدد نظـام بيـع الأوراق الماليـة علـى المكشـوف الحـالات التـي يمكـن لصانـع السـوق بيعهـا علـى المكشـوف، وألزمـه بضـرورة الإفصـاح عـن مراكـز البيـع علـى المكشـوف، وحـدد سـلطات هيئـة الأوراق الماليـة والسـلع فـي إيقـاف البيـع علـى المكشـوف وبيـن دورهـا الرقابـي فـي عمليـات البيـع علـى المكشـوف.

- يمكـن لصانـع السـوق ممارسـة أعمـال إقـراض واقتـراض الأوراق الماليـة لفتـرة مؤقتـه ثـم يقـوم باسـتعادتها وفقـا للعقـد المبـرم مـع المسـتثمر.

التوصيات:

- ندعـو المشـرعين فـي الـدول العربيـة إلـى ضـرورة السـماح لصنـاع السـوق بالعمـل فـي أسـوق رأس المـال الوطنيـة، مـن أجـل زيـادة الثقـة فـي هـذه الأسـوق مـن قبـل المسـتثمرين، وبهـدف زيـادة تصنيـف الأسـوق وترقيهـا مـن أسـوق مبتدئـه إلـى أسـوق ناشـئة، وجـذب الاسـتثمارات الأجنبيـة.

- إعادة صياغة المادة (2) من نظام صانع السوق الإماراتي، بحيث يتجنب المشرع تعداد الشركات التي يسمح لها بممارسة أعمال صانع السوق، ذلك أن التعداد يعد من قبيل لزوام ما لا يلزم، إذ يتعين على المشرع اقتصار هذا النص على السماح للشركات التجارية الإمارتية بمزاولة أعمال السوق إذا كان أحد اغراضها مزاولة أعمال صانع السوق، ذلك أن الشركات التي عددها النظام لا تخرج عن صور الشركات التجارية الواردة في قانون الشركات التجارية.

- يتعين على المشرع الإماراتي تحديد الإجراءات التي يجب أن يتخذها صانع السوق لفصل أنشطة صناعة السوق عن الأنشطة الأخرى التي يمارسها الصانع؛ إذ إن نظام صانع السوق لم يبن هذه الإجراءات التي من شأنها أن تؤدي إلى منع التعارض بين الأنشطة.

- إدخال نص على قرار هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن إقراض واقتراض الأوراق المالية يلزم المقترض بفتح حساب ضمان لدى أحد المصارف من أجل إيداع مبلغ الضمان به وحفظه وتسييله في الحالات التي ينص عليها القانون وليس حفظها لدى المقرض، حتى نضمن عدم تعسف المقرض بالتصرف بمبلغ الضمان. أما إذا كان الضمان أوراقا مالية يملكها المقترض فيجب حفظها لدى المقاصة.

- ندعو المشرع الإماراتي إلى وضع نص في قرار هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن إقراض واقتراض الأوراق المالية بموجبه يتم تحديد تحمل المقترض لنسبة الخسارة التي قد تترتب على ارتفاع أسعار الورقة المالية في السوق في حالة شرائها بهدف ردها إلى المقرض، بحيث لا تزيد عن سقف معين حماية لمقترضها.

- تعديل نص المادة (7) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن إقراض واقتراض الأوراق المالية، بحيث يكون القرار الذي يصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن منع تداول صانع السوق ورقة مالية معينة بناء على تقدير السوق مسببا وأن يكون القرار قابلا للطعن والجهة التي يطعن به امامها.

- تعديل ما ورد في نص المادة (2/2) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن صانع السوق، بحيث يتم رفع الحد الأدنى للشركات التجارية التي تمارس أعمال صانع السوق إلى 60 مليون درهم إماراتي؛ إذ إن ما ورد في القرار حدد الحد الأدنى بـ (30) مليون درهم إماراتي، وفي تقدير الباحث فإن هذا المبلغ لايكفي لقيام صانع السوق بأعماله؛ إذ يجب أن يكون لها القدرة والملاءة المالية للقيام بأعماله، ولمواجهة الحركة الكبيرة في بيع وشراء الأوراق المالية خاصة بالنسبة للشركات الأجنبية المصرح لها بالعمل كصانع سوق.

- ندعو المشرع الإماراتي إلى ضرورة تبني اقتراح لتأسيس صندوق في كل شركة مصرح لها بممارسة أعمال صانع السوق من أجل تعويض الأضرار التي قد تلحق بالمتعاملين معها في حال انعقاد مسؤوليتها القانونية، وحتى لا تحيد هذه الشركة عن الضوابط القانونية التي رسمها المشرع الإماراتي لممارسة عملها.

قائمة المصادر والمراجع:

أولاً- المراجع العربية:

الكتب:

1. د. أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر العربي، الإسكندرية، 2006.
2. د شعبان محمد البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر – دمشق، 2002.
3. د طارق عبدالعظيم أحمد، بورصة الأوراق المالية. دون ناشر، دون تاريخ نشر.
4. عاطف وليم، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر العربي، الإسكندرية، 2006.
5. د عصام عبد الهادي أبو النصر، أسواق الأوراق المالية البورصة في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، 2006.
6. مبارك بن سلمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز أشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، 1999.
7. محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، مجموعة زاد للنشر، السعودية، 2009.

الرسائل العلمية:

8. وليد مروان عليان، أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الوسط – الأردن، 2009.

المقالات والمؤتمرات:

9. بدر البلوي: من هو صانع سوق الأسهم السعودي، انظر الموقع الإلكتروني alphabeta.argaam.com
10. د حسين ياسين: صانع السوق« مفتاح تعزيز السيولة في الأسواق المالية، الخليج الاقتصاديٌ الإمارتية 20 نوفمبر 2011.
11. عثمان بن ظهير، ما هو الموقف من البيع على المكشوف، مقال منشور في المجلة الاقتصادية، العدد (5578)، 18 يناير 2009.
12. صحيفة البيان الاقتصادي، مقال بعنوان صانع السوق رمانة ميزان الأسواق المالية،، دبي، 28 فبراير 2015.
13. هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الإدارة العامة للبحث والتطوير، التمويل في الهامش، تشرين أول 2010.
14. د. يوسف الشبلي، الاستثمار في الأسهم والسندات، ص 9، منشور على الموقع الإلكتروني، www.shubily.com

15. د وليد مصطفى شاويش، البيوع المنهي عنها شرعًا وأثرها في الوقاية من الأزمة المالية العالمية المعاصرة البيع على المكشوف نموذجًا، ورقة عمل مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، تنظيم جامعة العلوم الإسلامية العالمية والمعهد العالمي للفكر الإسلامي، عمان – الأردن، 1 - 2 كانون أول، ديسمبر 2010.

ث: القوانين والقرارات:

16. قانون المعاملات المدنية الإماراتي رقم (5) لسنة 1985.
17. قانون الشركات التجارية القديم رقم (8) لسنة 1984.
18. قانون المعاملات التجارية الإماراتي رقم (18) لسنة 1993.
19. القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع.
20. قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (2) لسنة 2001 في شأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية.
21. قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (46) لسنة 2012 بشأن نظام صانع السوق.
22. مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع قرار رقم (47) لسنة 2012 بشأن إقراض واقتراض الأوراق المالية.
23. قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (48) لسنة 2012 بشأن نظام بيع الأوراق المالية على المكشوف.
24. قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (49) لسنة 2012 بشأن نظام توفير السيولة
25. قانون الشركات التجارية الجديد رقم (2) لسنة 2015.

الترجمة الحرفية لمصادر ومراجع اللغة العربية: **Transliteration Arabic References:**

Awwlan: almaraj'e al'arabiah:

Alkutub:

1. Dr. Ahmad Muhammad Lutfy, mu'amalaat albursah bayn an-nuthum alwad'eyah wal'ahkaam ash-shar'eyah, dar alfikr al'araby, al'iskandariah, 2006.
2. Dr. Sha'aban Muhammad Alburwary, bursat al'awraaq almaaliyah min manthuor 'islaamy, dar alfikr - dimashq 2002.
3. Dr. Tariq Abdel'azeem Ahmad, bursat al'awraaq almaaliyah. duon nashir, biduon tareekh nashr.
4. Atif Wilyam, 'aswaaq al'awraaq almaaliyah bayn daruoraat at-tahawul aliqtisady wat-tahrir almaly wa mutatallabaat tatweriha, dar alfikr al'araby, al'iskandariah, 2006.
5. Dr. Esam Abdulhady Abun-nasr, 'aswaq al'awraq almaliat albursah fi mizaan alfiqh al'islamy, dar alnashr liljami'aat , 2006.
6. Mubarak bin salmaan alsulaiman, 'ahkam at-ta'aamul fi al'aswaq almaliah almu'aasirah, kunuz 'ishbiliah lilnashr waltawz'e, alriyad, 1999.

7. Muhammad Salih Almunjjed, al'azmah almaliah, majmu'at Zad lin-nashr, alsa'uodiah, 2009.

Ar-rasaa'il Al'ilmiah:

8. Walid Marwan 'Ulyan, 'athar istikhdam 'usluob almutajarah bilhamish 'alaa 'as'aar al'ashum wa harakat tadaawuliha fi bursat Amman, risalat majster, jami'at alsh-sharq al'awsat - al'urdun, 2009.

Almaqalaat walm'utamarat:

9. Badr Albuluwy: man huwa sani'e suoq al'ashum as-sa'udi? 'unthur almawq'e al'iliktrony: alphabeta.argaam.com da.
10. Dr. Hussain Yasin: san'e as-suoq «miftah ta'ziz as-suyuolah fi al'aswaq almaliat, alkhalij aliqtisady al'imaratiyah, 20 nufimbir 2011.
11. 'Uthman bin Zuhair, ma huwa almawqif min albai'e 'alaa almakshuof, maqal manshur fi almajalah aliqtisaadiah, al'adad (5578), 18 yanayer 2009.
12. sahifat albayan aliqtisady, maqal bi'unwan san'e as-suoq rummanat mizaan al'aswaaq almaliah, Dubai, 28 fibrayir 2015.
13. hay'at suoq ra's almal alfilastiniah , al'idarat al'ammah lilbahth wat-tatwrrr, at-tmweel fi alhamish, Tishreen a'wal 2010.
14. Dr. Yusof Alshibly, alistithmar fi al'ashum was-sanadat, sathat. 9, manshuor 'alaa almawq'e: www.shubily.com
15. Dr. Walid Mustafaa Shawish, albuyo'e almanhyu 'anha shar'an wa atharuh fi alwiqaayah min al'azmah almaliah al'alamiah almu'aasirah, albay'e 'alaa almakshuof numothajan, waraqat 'amal muqaddamah lilm'utamar al'ilmy ad-dawly hawla al'azmah almaliah wal'iqtisadiah al'alamiah almu'aasiraah min manthuor 'iqtisady 'islamy, tantheem jami'at al'uluom al'islamiah al'alamiah walm'ahad aldawly lilfikr al'islamy, 'Amman - al'urdun , 1 - 2 disambir 2010.

Th: alqawaaneen walqararat:

16. qanun almu'amalat almadaniah al'imaraty raqm (5) lisanat 1985.
17. qanun ash-sharikaat at-tijariah alqadeem raqm (8) lisanat 1984.
18. qanun almu'amalat at-tijariah al'imaraty raqm (18) lisanat 1993.
19. alqanun alittihady raqm (4) lisanat 2000 fi sh'an hay'at wasuoq al'imarat lil'awraaq almaliah was-sil'a.
20. qarar majlis 'idarat alhay'ah raqm (2) lisanat 2001 fi sh'an an-nithaam alkhass bi at-

tadawol walmuqassat wat-taswiat wanaql almilkiah wa hifth al'awraq almaliah.

21. qarar majlis 'iidarat hayyat al'awraq almaliah was-sil'a raqm (46) lisanat 2012 bish'an nitham saani'e as-suoq.
22. majlis 'idarat hay'at al'awraq almaliah was-sil'a qarar raqm (47) lisanat 2012 bishan 'iqrad waqtirad al'awraq almaliah.
23. qarar majlis 'idarat hay'at al'awraaq almaliah was-sil'a raqm (48) lisanat 2012 bishan nitham bay'e al'awraq almaliah 'alaa almakshuf.
24. qarar majlis 'idarat hay'at al'awraaq almaliat was-sil'a raqm (49) lisanat 2012 bishan nitham tawfeer as-suyuolah.
25. qanun ash-sharikaat at-tijariah aljadeed raqm (2) lisanat 2015.

ثانيا- المراجع الأجنبية:

Darrell Due, Market Making Under the Proposed Volcker Rule, Stanford University, January 16, 2012.

Global financial markets liquidity study, August 2015, www.pwc.com.

Janyl Jumadinova, Prithviraj Dasgupta, Market-Maker Strategies, Computer Science Department, University of Nebraska, Omaha, NE 68182, USA.

Michel van der Wel, Albert J. Menkveld ,Asani Sarkar, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, Are Market Makers Uninformed and Passive? Signing Trades in the Absence of Quotes, Staff Report no. 395, September 2009.

Paul Schultz, Who makes markets, Journal of Financial Markets, College of Business Administration, University of Notre Dame, Notre Dame, IN 46556, USA, 2003.

Sanmay Das, The Effects of Market-Making on Price Dynamics, Dept of Computer Science, Rensselaer Polytechnic Institute, Troy, NY 12180 - 3590.

The Business of the Market Maker in Financial Markets: A Study in the UAE Law

Murad Mahmoud Al Mawajdeh

Dubai Police Academy

Dubai - U.A.E.

Abstract:

The United Arab Emirates has adopted the market maker system as part of the financial markets regime in its quest to develop the regulatory environment and to basically move from small basic markets to emerging markets. The aim of such system is to integrate into the global financial markets and to join the international financial indicators and attract foreign investment to gain access to the world. The UAE legislator has established this system and other support systems which provide liquidity, short selling, lending, and borrowing of securities. In short, the Market makers are normally tasked with providing sufficient liquidity in order to reduce volatility in prices and maintain a fair and orderly market. According to the above, this study came to indicate the definition of the market maker, the legal conditions for the license, and most importantly, the tasks required by the market maker in carrying out his work such as providing liquidity, sell securities, lending and borrowing of securities, and finally to clarify the legal implications of the market maker job. This study has concluded that there should be a business market maker in the financial markets if the financial markets wanted to upgrade themselves from basic markets to emerging markets, and this also can help to set the traded securities prices. In order to achieve this specific aim, there must be an availability of a legal environment for the market maker system to achieve many of the goals sought by these markets.

Keywords: Market Maker, Financial Markets, Short Selling, Lending, Borrowing of Securities.