



جمهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة بابل
كلية القانون

المركز القانوني لصانع سوق الأوراق المالية
- دراسة مقارنة -

رسالة ماجستير مقدمة
إلى مجلس كلية القانون / جامعة بابل
وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في القانون / الفرع الخاص

من قبل الطالب
مهند هاشم عبادي غاوي الأعرجي

بإشراف الأستاذ الدكتورة
سماح حسين علي الركابي
أستاذ القانون التجاري

2021 ميلادي

١٤٤٣ هجري

الشكر والعرفان

(... رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدِي وَإِنْ أَعْمَلُ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ) (١) . (صدق الله العلي العظيم) .

بسم الله نبتدىء وإليه ننتهي وعليه المعول فيما نرتجي ، ونستهل بالحمد لله الذي ليس لقضائه دافع ولا لعطائه مانع ولا كصنعه صنع صانع وهو الحكيم الواسع والصلاة والسلام على من خصه بالنبوة سيدنا وشفيعنا محمد (صل الله عليه وآله وسلم) وعلى آل بيته الطاهرين أئمة الهدى ومصاييح الدجى وعلى صحبه الأخيار .

بعد إكمال هذه الرسالة أجد في نفسي ومن دواعي الوفاء والعرفان أن أتقدم بالشكر والإمتنان إلى أستاذتي الدكتورة سماح حسين علي الركابي لتفضلها بالإشراف على رسالتي للماجستير ، وما قدمته لي من نصائح وإرشادات منذ إختياري موضوع الرسالة وإعداد الخطة ، حتى توجيه إخراجها بشكلها النهائي فجزاها الله عني خير الجزاء سائلاً الله المولى القدير أن يُمّن عليها بالصحة والعافية ، وأن يجعلها في المراتب العلمية العليا .

كما وأتقدم بالشكر والتقدير للسادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه الرسالة وصرف جزء من وقتهم الثمين لأجل قراءتها وأبداء ملاحظاتهم القيمة عليها داعياً المولى جل ثناءه أن يحفظهم ويرعاهم بعينه التي لا تنام ، كما وأتقدم بالشكر والعرفان لأساتيذتي في كلية القانون / جامعة بابل وأقف لهم وقفة إجلال وإحترام .

كما ويسعدني أن أتقدم بوافر الشكر والتقدير إلى موظفي مكتبة كلية القانون في جامعة بابل ، وكلية القانون جامعة كربلاء ، ومكتبة الروضة الحيدرية في النجف الأشرف ، ومكتبة الروضة الحسينية ، ومكتبة العتبة العباسية في كربلاء المقدسة ، ومكتبة كلية القانون جامعة القادسية ، ولكل من قدم لي المساعدة والمشورة في سبيل إنجاز هذه الرسالة .

الإهداء

إلى روح أبي الطاهرة التي كانت ترافقني في كل لحظة وأنا أحاول أن أحقق حلمه بالحصول على ما كان يشجعني عليه ، فقد كان أستاذي وملهمي الأول والذي طالما كان يذلل لي الصعاب ليُنير دربي ، فلم يبخل عليَّ جهداً ومالاً ليراني كما يُريد رحمك الله يا والدي وأسكنك فسيح جناته .

إلى أمي الحنونة ... لا أجد كلمات يمكن أن تمنحها حقها فهي من أعطتني الحب والحنان صاحبة القلب الأبيض حفظها الله وأطال في عمرها .

إلى زوجتي العزيزة ...رفيقة دربي في الضراء قبل السراء التي لم تبخل بوقت أو جهد لمساعدتي وتشجيعي على إكمال دراستي رغم الظروف الصعبة .

إلى أولادي فلذة كبدي ... (نور ومصطفى وزهراء ومرضى) أحبائي الذين أطمح أن أكون خير أب لهم .

إلى أختي ... (سعد ، محمد ، علي ، أحمد) الذين ساندوني ووقفوا بجانبني طيلة مسيرتي العلمية .

إلى أبناء خالتي الأعزاء ... سيد (نهاد ، فؤاد) .

إلى أساتيدي الأفاضل (الدكتور جعفر الياسين ، الدكتور المرحوم مجيد الماشطة ، الدكتور حيدر كاظم القرشي ، الدكتورة ذكرى محمد حسين ، الدكتور حسن غانم فضالة ، والدكتور سامر عبد الكاظم جلاب ، الدكتور ماهر محسن عبود ، أبراهيم الجبوري ، ثائر هادي علي صباح ، هند فايز ، أنسام طاهر ، هند كامل) .

إلى أصدقائي وأخص بالذكر منهم (سيد علي حسين الحارثي و الصديق العزيز محسن عباس علوان ، المحامية كوكب نزار الكعبي ، المحامي جاسم محمد خليفة ، الست سناء حسن منسي) الذين ساندوني منذ اليوم الأول لي في الدراسة ومدوا لي يد العون في كل شيء .

المستخلص ...

تُحاول أسواق الأوراق المالية في دول العالم المختلفة مواكبة التطورات السريعة و المستمرة في قطاع المعاملات المالية ، من خلال تطوير وتحديث بنيتها التحتية والتنظيمية من الناحية التشريعية والفنية والتشغيلية ، التي تهدف من خلالها إلى جذب الإستثمارات المحلية منها والأجنبية ، ومحاولة ترقية هذه الأسواق من أسواق مبدئة إلى أسواق ناشئة ثم متطورة ، لما لذلك من أثر إيجابي في زيادة ثقة المستثمرين في هذه الأسواق ، بالإضافة إلى مساعدة هذه الأسواق على الاندماج في الأسواق المالية العالمية .

ولأجل ذلك عملت بعض الدول على تحديث أنظمتها المالية من خلال إصدار بعض التشريعات المالية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية ، ومن ذلك إصدار نظام صانع سوق الأوراق المالية لمعالجة بعض السلبيات ، ومنها التقلبات في أسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق المالية ، وكذلك عمليات المضاربة التي يقوم بها بعض المتلاعبين في السوق ، لكل ذلك عمدت بعض الدول إلى تشريع بعض الأنشطة التي قد تسهم في التقليل من عمليات تقلب الأسعار وكذلك تخفيف حدة صعود أو هبوط أسعار الأوراق المالية بفعل تلك المضاربات ، ولعل نشاط صانع السوق هو إحد أبرز الأنشطة التي رُخصت حديثاً والذي أسهم في تقليل هذه التقلبات في الأسعار. تقوم فكرة نشاط صانع السوق على وجود شخص مرخص له داخل سوق الأوراق المالية يعمل على إحلال التوازن ما بين العرض والطلب للأوراق التي يتخصص في صناعة سوقها للمحافظة على أسعارها داخل السوق ، فيبادر إلى الشراء في حال وجود كميات كبيرة مطروحة للبيع من تلك الأوراق حتى لا ينخفض سعرها ، بالمقابل يعمل على بيع ما لديه من أوراق في حال وجود طلبات كبيرة على تلك الأوراق مع قلة المعروض للبيع حتى لا يرتفع سعرها بشكل لا ينسجم مع نشاط الشركة المصادرة لتلك الأوراق المالية ، الأمر الذي يقلل من عمليات التلاعب والمضاربة في أسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق ، بالمقابل يتحصل صانع السوق على هامش من الربح يمثل الفارق سعري بين سعري الشراء والبيع ، والسماح له بممارسة بعض الأنشطة التي تمكنه من تنفيذ إلتزاماته التي تتمثل بتوفير السيولة للأوراق المالية وكذلك إلتزامه بتحديد أسعار الأوراق المالية المتخصصة بصناعة سوقها ضمن النسب المعينة من قبل هيئة السوق .

فضلاً عن إختلاف التعريفات التي تناولت مفهوم صانع السوق بسبب أختلاف السياسية المالية في كل دولة من الدول وإختلاف الأهداف المرجوة من وجود هذا النشاط ، إلا إن أغلب التشريعات أكدت على ضرورة أخذ الشخص الراغب بمزاولة هذا النشاط شكل الشخص

المعنوي وأن يكون مرخصاً له من الجهات المختصة في السوق وأن تتوافر فيه جملة من الشروط وضرورة القيام بأجراءات الترخيص التي تمكنه من مزاولة نشاطه ولأهمية نشاط صانع سوق الأوراق المالية ومحاولة الوقوف على أهم الجوانب المتعلقة بهذا النشاط ، جاءت دراستنا هذه (المركز القانوني لصانع سوق الأوراق المالية) وهي دراسة مقارنة مع بعض القوانين التي نظمت هذا النشاط للإفادة من تجارب هذه الدول وتقديم دراسة قانونية لعل المشرع العراقي يبادر الى تنظيم هذا النشاط والإفادة منه.

Republic of Iraq

Ministry of Higher Education and Scientific Research

University of Babylon College of Law

University of Babylon



The legal center of the stock market maker

A comparative study

-A master's thesis submitted-

To the Council of the College of Law / University of Babylon

**And it is part of the requirements for obtaining a master's
degree in law / special section**

By the student Muhannad Hashem Abadi Ghawi Al-Araji,

**Under the supervision of Dr. Samah Hussein Ali Al-Rikabi,
Professor of Commercial Law**

Abstract

The securities markets in the various countries of the world have been keeping the ability to rapidly develop and develop in the financial transactions sector, through the development and modernization of its legitimate and technical and technical and operational infrastructure, which aims to attract local and foreign investments, and try to upgrade these markets from markets markets to a nuclear markets and is sophisticated, since there is a positive impact in the increase in investor's investment in these markets, In addition to helping these markets on the integration of global financial markets.

For some of them, some States have been able to update their financial systems by issuing some financial legislation on securities markets, including the issuance of the stock market maker system and to address some negatives, including fluctuations in the stock prices listed in the financial market, as well as the speculation of some of the advantages of the market. For each other, the States may contribute to the reduction of the prices of price fluctuations as well as the reduction of the rise or falling of stock prices by those speculations. The market maker activity is one of the most recently licensed activities that contributed to reducing these fluctuations in prices.

The idea of market maker activity is based on the presence of a licensed person in the stock market and works to bring about a balance between supply and demand for securities that specialize in making their market to maintain their prices within the market, so he takes the initiative to buy in the event that there are large quantities of those securities offered for sale so as not to decrease. On the other hand, he works to sell his securities in the event that there are large demands for those securities with a lack of supply for sale so that their price does not rise in a way that is inconsistent with the activity of the company confiscating those securities, which reduces the speculative manipulation of the prices of the securities listed in The market, on the other hand, the market maker obtains from the profit representing the price difference between the buying and selling prices, and allowing him to practice some activities that enable him to carry out his

obligations represented in providing liquidity to the securities, as well as his commitment to the control of the securities prices within the specified ratios within the market.

Although the definitions of the market concept were taken by the political finance of each State of the State, as well as the desired objectives of this activity, in addition to the modernization of this activity in financial markets, most of the legislation have been prepared to do the person who wish to take this activity in the form of the resident and the license of the competent authorities in the market and that the number of conditions and the need to carry out the license procedures to

Be used to practice his activity .

The importance of the activity of the stock market maker and attempt to stand up on the activity as the second major aspect of the stock market, the study of the law. The legal status of the stock market for sale, the complaints of the law that organized this activity to make the expenses of these countries and to provide a legal study to the Iraqi legislative director to the organization of this activity and the benefit of it.

بسم الله الرحمن الرحيم

المقدمة

أولاً / جوهر الموضوع

تقاس القوة الإقتصادية لأي دولة من الدول بمقدار الثروة المالية التي تمتلكها ، ومعدل نمو هذه الثروة من خلال إستثمار المُدخرات ، ولعل سوق الأوراق المالية هو أحد الأماكن التي تستثمر فيها هذه المُدخرات ، وإن موضوع التعامل في الأوراق المالية إصبح يشغل إهتمام العديد من الأطراف سواء كانوا من المتعاملين في السوق ومن غير المتعاملين .

إذ تُعد أسواق الأوراق المالية مركزاً حيوياً في الأنظمة الإقتصادية الحديثة ، ومكاناً يتم من خلاله تحويل الموارد المالية من قطاع المدخزين إلى قطاع المستثمرين ، وأداة فعالة في تحسين تخصيص الموارد المالية إقتصادياً ، ويؤدي سوق الأوراق المالية دوراً بارزاً في هذا المجال إذ يعد مصدراً للفرص الإستثمارية ، وأحد أبرز الآليات لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشاريع الإستثمارية . وعلى الرغم من إهمية أسواق الأوراق المالية إلا إنها أكثر القطاعات المالية تائراً بالأزمات المالية التي قد تحصل ، لا سيما تلك الأزمات الناتجة عن شدة المضاربات وعمليات التلاعب في أسعار الأوراق المالية مما له الأثر الكبير في تذبذب الأسعار بين الهبوط والأرتفاع دون مبررات منطقية حقيقية وغياب العدالة بالتسعير ، ما يؤدي إلى إختلال العلاقة بين أسعار أسهم الشركات ومستوى أدائها ، إذ تكون أسعار تلك الأسهم لا تتناسب ومستوى نشاط الشركة الفعلي ، وهذه الوضعية تؤكد الحاجة الفعلية لوجود صناع سوق أوراق مالية يعملون على الإحتفاظ الدائم بمخزون يمكنهم من إحلال التوازن بين العرض والطلب ، ما يؤدي إلى إنحسار الفجوة بين سعري الشراء والبيع ، الأمر الذي يحقق لأسواق الأوراق المالية أهم وظائفها وهي القدرة على تسييل وسرعة تداول الأوراق المالية ، وخلق حالة توازن مستمرة بين العرض والطلب ، مما يحد من تقلبات الأسعار هبوطاً وصعوداً ويؤدي لإستقرارها وإقترابها من السعر العادل للورقة المالية ، إذ تثير تذبذبات الأسعار التي تحصل في أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية عموماً وفي سوق العراق خصوصاً ، إستفهامات كثيرة عن تأثير عدم وجود شركات صانعة للسوق في هذه الأسواق ، إذ إن الكثير من التداولات في أسواق الأوراق المالية العربية ومنها العراق تُركز في مضارباتها على أسهم شركات محددة ، وهو ما يؤكد إن المضاربات تسيطر على أداء أسواق للأوراق المالية في البلدان العربية .

ثانياً / أهمية الموضوع

تبرز أهمية الموضوع في بيان المركز القانوني لصانع سوق الأوراق المالية للدور المهم الذي يقوم به ، إذ تظهر أهمية وجود صناع السوق عندما تكون أسعار الكثير من أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية مرتفعة بنسب عالية إعتماًداً على المضاربات والإشاعات من غير مبررات حقيقية ، وتكمن أهمية دراسة الموضوع في إيجاد شخص قادر على إحلال التوازن بين العرض والطلب داخل سوق العراق للأوراق المالية والحد من تذبذب أسعار الأوراق المالية المدرجة داخل السوق نتيجة الممارسات غير المشروعة التي تحصل في السوق ، بحيث تصبح أسعار أسهم هذه الشركات لا تتناسب ومستوى أدائها أو القيمة الحقيقية لإصولها ، ما يؤدي إلى تذبذب الأسعار وتعرض المستثمرين الأفراد إلى خسائر كبيرة ، فيلعب صناع السوق دوراً حيوياً فعلاً في الحد من هذه التذبذبات والتقلبات في الأسعار ، من خلال قيامهم بتوفير السيولة اللازمة للأوراق المالية التي يقومون بصناعة سوقها .

ثالثاً / أسباب إختيار الموضوع :

١- عدم تنظيم سوق العراق للأوراق المالية لنشاط صانع سوق فضلاً عن أهميته في خلق حالة التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية المدرجة في السوق ، كذلك مساهمته الفعالة في إعطاء سعر عادل وتقريبي لأسعار الأوراق المالية التي يصنع سوقها ومن ثم الحد من تقلبات الأسعار داخل السوق . إذ إن قانون أسواق الأوراق المالية العراقي المؤقت رقم (74) لسنة 2004 ، و التعليمات الصادرة عنها لم يُنظم هذا النشاط .

٢- توضيح أهمية الدور الذي يقوم به صانع السوق وبيان مدى حاجة سوق العراق للأوراق المالية لصناع السوق ، من خلال الإفادة من تجارب الأسواق العربية والعالمية التي نظمت هذا النشاط وبيان أهم عوامل ومتطلبات نجاح أليات صناع السوق وتطبيقها في سوق العراق للأوراق المالية .

٣- تقديم دراسة قانونية عن المركز القانوني لصانع سوق الأوراق المالية تلبية حاجة المكتبات العراقية وحاجة المتخصصين في سوق العراق للأوراق المالية من خلال وضع دراسة تحليلية مقارنة لهذا الموضوع بين قانون سوق العراق من جهة والقوانين التي تحكم كل من بورصة الكويت للأوراق المالية والبورصة المصرية وكذلك أسواق الولايات المتحدة الأمريكية ومنها سوق نيويورك وسوق ناسداك من جهة أخرى .

رابعاً / إشكالية الموضوع :

قد يتعرض سوق العراق للأوراق المالية شأنه شأن بقية أسواق الأوراق المالية إلى تذبذب في أسعار الأوراق المالية للشركات المدرجة فيه وقد يكون ذلك بسبب المضاربات غير

المشروعة أو بسبب العمليات الوهمية التي تقع داخل السوق ما يؤدي الى أختلال التوازن بين العرض والطلب ومن ثم التذبذب في أسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق بحيث لا تتناسب تلك الأسعار مع النشاط الفعلي للشركات المصدرة للأوراق المالية الأمر الذي يتطلب معالجة هذا الوضع خاصةً مع غياب تشريع يُنظم نشاط صانع سوق الأوراق المالية .

خامساً / منهج الموضوع

إعتمدنا في هذا البحث على المنهج التحليلي المقارن ، وذلك بالإعتماد على النصوص القانونية وتحليلها التي أشارت إلى هذا النشاط في القوانين والتي نظمت نشاط صانع سوق الأوراق المالية والمتمثلة بقانون سوق رأس المال الكويتي رقم (7) لسنة 2010 المعدل ، ولائحته التنفيذية وقواعد التداول في سوق الكويت للأوراق المالية ، وقانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل ولائحته التنفيذية ، والقرارات ذات العلاقة بنشاط صانع السوق ، وقانون تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكية لسنة 1934 المعدل (Securities Exchange Act of 1934) ، كذلك قواعد سوق نيويورك للأوراق المالية (The New York Stock Exchange – NYSE) ، بالإضافة إلى قواعد سوق ناسداك (National Association of Securities Dealers Automated -NASDAQ) Quotations system) ، بالمقارنة مع قانون أسواق الأوراق المالية المؤقت رقم (74) لسنة 2004 ، والتعليقات المحدثة الخاصة بتداول الأوراق المالية لسنة 2015 .

سادساً / خطة بحث الموضوع

من أجل الإحاطة بموضوع بحثنا المركز القانوني لصانع سوق الأوراق المالية ، وجدنا من الضروري تقسيم البحث على فصول ثلاثة : الأول سنخصصه لبيان مفهوم صانع السوق والذي سيتكون من مبحثين ، سنستعرض في المبحث الأول تعريف صانع السوق وتمييزه مما يُشْتَبِه به وأبرز أنواع صانع السوق ، وفي المبحث الثاني سنبين متطلبات الترخيص لممارسة نشاط صناعة سوق الأوراق المالية . أما الفصل الثاني فسنعده للبحث في إلتزامات وحقوق صانع السوق من خلال تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين : سنتناول في المبحث الأول إلتزامات صانع السوق ، بينما سنعقد المبحث الثاني لبيان حقوقه صانع سوق الأوراق المالية . بينما سيكون الفصل الثالث للبحث في المسؤولية القانونية لصانع السوق والتي سنتناولها في مبحثين : المبحث الأول سنعده لمسؤولية صانع السوق المدنية ، أما المبحث الثاني سنخصصه لمسؤولية صانع السوق غير المدنية ، ثم سنختم موضوع بحثنا بأهم النتائج التي إستخلصناها من خلال دراستنا لهذا الموضوع ، والمقترحات التي نراها ضرورية لتنظيم نشاط صانع السوق في سوق العراق للأوراق المالية كنموذج مقترح .

الفصل الأول

مفهوم صانع سوق الأوراق المالية

تشغل أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتطورة^(١) وألياتها في التعامل ونقل الملكية، مكاناً حيويًا في حركة الأوراق المالية من الجهات المصدرة لها إلى الجهات المستثمرة فيها ، التي تهدف إلى تحسين قيمة هذه الأوراق وتجعل حركتها على قدرٍ عالٍ من السرعة والكفاءة^(٢) .

كما إن للأوراق المالية أسواق خاصة شأنها في ذلك شأن باقي السلع والخدمات ، إذ تُعد هذه الأسواق المكان المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية^(٣) ، فضلاً عن التطور الكبير الذي شهدته سوق الأوراق المالية وكثرة التشريعات التي حاولت مواكبة هذا التطور إلا إن هناك العديد من عمليات التلاعب والمضاربة التي تحصل داخل السوق ، مما يؤدي الى عدم إستقرار أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه^(٤) ، كما إن لهذا التلاعب الأثر الكبير في عدم إعطاء القيمة الحقيقية لهذه الأوراق والتي من المفترض أن تُعبر عن الواقع الفعلي لنشاط الشركات المُصدرة لها ، إذ من المفترض أن يكون نشاط الشركة يتناسب طردياً مع حركة أسهمها داخل السوق ، كذلك فإن عمليات التلاعب تؤثر في حالة عدم التوازن بين العرض والطلب^(٥) .

ومن هنا جاءت أهمية صناع السوق ودورهم في إحلال التوازن بين العرض والطلب ، ومد السوق بالسيولة الدائمة واللازمة لهذه الأوراق التي يصنعون سوقها ، وكذلك العمل على تقليل الفارق بين سعري البيع والشراء ، إذ يساهم صناع السوق في تحديد أسعار الأوراق المالية حتى أن بعض الأسواق يتحكم فيها وإلى حد كبير صناع السوق^(٦) .

(١) السوق الناشئة مصطلح يطلق على أسواق الأوراق المالية في البلدان التي تكون في مرحلة أنتقالية ويكون حجم هذه الأسواق ومستوى تطورها في نمو متزايد ، أما الأسواق المتطورة فهي الأسواق التي قطعت أشواطاً من التطور في مجال الأوراق المالية . ينظر: مؤينة سلطان ، كفاءة الأسواق الناشئة ودورها في الأقتصاد الوطني ، أطروحة دكتوراه في علم الأقتصاد، مقدمة الى كلية الأقتصاد جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر ، 2015، ص٤٦ .

(٢) د. نغم حسين نعمة ، أليات ودور صناع السوق في سوق العراق للأوراق المالية ، نموذج مقترح ، بحث منشور في مجلة الدراسات العليا والمحاسبة المالية ، تصدر عن المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية ، المجلد الثالث عشر ، العدد ٤٥، لسنة 2018 ، ص٣١ . منشور على الموقع الألكتروني . تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٧/٢ <https://doi.org/10.34093/jafs.v13i45.313>

(٣) د. محمد صالح جابر، الأستثمار بالأسهم والسندات وتمليك الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الرشيد للنشر ، منشورات وزارة الثقافة والأعلام ، بغداد ، 1982 ، ص٦٢ .

(٤) عباس محمد موسى الموسوي ، المركز القانوني للوسيط المالي في سوق الأوراق المالية ، دراسة مقارنة، رسالة ماجستير في القانون ، جامعة كربلاء ، 2012 ، ص١٧ .

(٥) د نغم حسين نعمة ، مصدر سابق، ص٣٥ .

(٦) د همام القوصي ، تأثير إلزامات صانع السوق تجاه بورصة الكويت للأوراق المالية على إعادة التوازن بين العرض والطلب مقارنة مع بورصة ناسداك ونيويورك ، بحث منشور في مجلة كلية القانون الكويتية العالمية السنة السابعة العدد ٢، يونيو 2019 ، ص٤٦١ . تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٧/١٠ متاح على الموقع الألكتروني للمجلة . <https://journal.kilaw.edu.kw>

كما إن فكرة صانع السوق هي فكرة حديثة النشأة في أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية ، فضلاً عن الدور الكبير والمؤثر الذي يلعبه في الأسواق العالمية المتقدمة .
وللوقوف على المعنى الدقيق لصانع سوق الأوراق المالية سنقسم هذا الفصل على مبحثين سنستعرض في المبحث الأول التعريف بصانع السوق وتمييزه مما يشته به ، وفي المبحث الثاني سنتناول المتطلبات اللازمة لترخيص ممارسة نشاط صناعة سوق الأوراق المالية وكالاتي :-

المبحث الأول

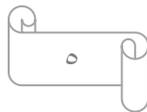
التعريف بصانع سوق الأوراق المالية

لقد أثار مفهوم صانع سوق الأوراق المالية العديد من الأشكاليات في معرض بيان تعريفه ، بالإضافة إلى تشابه هذا المصطلح من حيث المهام والأعمال التي يقوم بها مع بعض الأنشطة المرخص لها في سوق الأوراق المالية الأخرى ، فيلاحظ أن التشريعات وضعت العديد من التعريفات لبيان المقصود من صانع سوق الأوراق المالية ، ولتمييزه مما يشته به . وبيان أبرز أنواع صناع السوق في الأسواق العالمية ، وعليه سنقسم هذا المبحث الى ثلاثة مطالب ، سنستعرض في المطلب الأول تعريف صانع سوق الأوراق المالية ، وفي المطلب الثاني تمييز صانع السوق مما يشته به ، بينما سنتناول أنواع صناع السوق كمطلب ثالث وكالاتي :-

المطلب الأول

تعريف صانع سوق الأوراق المالية

لكي نفهم المقصود بصانع سوق الأوراق المالية بدقة يتوجب علينا أولاً تعريف صانع السوق من خلال ما أورده الشراح حول هذا المصطلح ، ومن ثم التعريفات التي جاءت في القوانين التي نظمت نشاط صانع سوق الأوراق المالية ، وعلى ذلك سنقسم هذا المطلب على فرعين وكالاتي :



الفرع الأول

تعريف صانع سوق الأوراق المالية فقهاً

هناك العديد من التعريفات التي أوردها الشراح لبيان المقصود بصانع سوق الأوراق المالية ، تختلف هذه التعريفات باختلاف وجهة نظر كل منهم حول نشاط صانع السوق ، وبتصورنا إن هذا الاختلاف مردهُ حداثة هذا المصطلح في أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية .

فهناك من يعرفه على إنه (شخص مرخص له من قبل هيئة السوق بالتعامل في أسهم شركة معينة أو أكثر ، بحيث يحتفظ بمخزون معين من أسهم تلك الشركة ، ويقوم بالبيع والشراء مباشرةً أما لحسابه الخاص أو لمصلحة عملائه من الوسطاء والسماسرة وغيرهم)^(١) ، لقد أشار التعريف إلى ضرورة الحصول على ترخيص من الجهات المختصة في السوق لمزاولة النشاط وهو أمر لا بد منه ، كذلك أشار التعريف الى قيام صانع السوق ببيع وشراء الأوراق المالية التي تعد من صميم عمله ، إلا إننا يمكن أن نسجل على هذا التعريف بعض الملاحظات الآتية :-

- ١- إن التعريف أشار بأن صانع السوق شخص دون الإشارة الى شكل هذا الشخص هل هو شخص طبيعي أم معنوي ؟ والحقيقة أن التشريعات التي نظمت هذا النشاط أشرت أن يكون صانع السوق شخصاً معنوياً (اعتبارياً) وهو ما سنبينه في موضع لاحق .
- ٢- إنه أشار كذلك بأن صانع السوق يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية مباشرةً ، ومصطلح مباشرةً قد ينصرف إلى إمكانية قيام صانع السوق بالتعامل مع المستثمرين بصورة مباشرة ، وهو أمر غير ممكن ، حيث إن أغلب التشريعات إشتطرت أتمام عمليات البيع والشراء من خلال الوسطاء الماليين العاملين في السوق ، فمثلاً نصت (ف/١- م/٢) من التعليمات المحدثه لعام 2015 على (يتم التداول في السوق من خلال الوسطاء حصراً وتثبت عمليات التداول بموجب قيود في سجلات السوق تطابق في كل جلسة تداول ...)^(٢) .

(١) د. مبارك بن سلمان آل فواز ، الأسواق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى ، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز ، جدة ، 2010 ، ص٥٦ .

(٢) التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية تحديثات عام 2015 المنشور على الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية العراقية تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٨/٣ ، www.isc.gov.iq . ونصت المادة (18) من قانون رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل ، بأنه (... ويكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة في البورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك ، وإلا وقع التعامل باطلاً...) منشور على موقع البورصة المصرية . تاريخ الزيارة ٢٠٢٠ / ٨/٥ . <https://www.abcborsa.com> . كذلك نصت (ف/٦- م/٤٥) من قواعد التداول في بورصة الكويت لعام 2019 على إنه (يبرم صانع السوق إتفاقيات مع الوسطاء ، أو أي طرف آخر بهدف مزاولة نشاطه على ورقة مالية معينة ...) .

وهناك من عرفه بأنه (شركة مالية مختصة في مجال الأوراق المالية ، قد يكون وسيط مالي أو صانع سوق متخصص بورقة مالية معينة ، بما يمنحه نفوذاً واسعاً كونه يقوم بأدوار ثلاث ، فهو يعمل على توفير العرض والطلب والمشاركة في تحمل المخاطر وتوفير السيولة الدائمة للأوراق المالية داخل السوق)^(١) ، إنَّ التعريف وإنْ تطرق إلى شكل صانع السوق وبيّن بأنه شركة مالية مختصة في مجال الأوراق المالية ، كذلك إستعرض أبرز الأدوار التي يقوم بها صانع السوق ، إلا أنه يمكن إيراد بعض الملاحظات حول التعريف أعلاه :-

١- إن التعريف لم يتطرق إلى ضرورة الحصول على ترخيص من هيئة السوق وهو شرط ضروري لمزاولة أي نشاط يتعلق بمجال الأوراق المالية .

٢- إنه أشار الى إمكانية أن يكون صانع السوق وسيطاً مالياً والحقيقة إن هناك إختلاف جوهري بين عمل صانع السوق والوسيط المالي ، فلا يمكن أن يكون صانع السوق وسيطاً مالياً للورقة المالية نفسها ، إذ إن التشريعات وإن أجازت للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بمزاولة أكثر من نشاط ، إلا أنها ألزمتها بالفصل التام بين نشاط صانع السوق وأي نشاط آخر تمارسه الشركة^(٢) .

٣- إن التعريف تطرق إلى إبراز مهام صانع السوق ، والتي تمثل أبرز إلتزاماته والهدف من وجوده في السوق وبيّن أنه يتحمل المخاطر ، دون الإشارة إلى حقوقه مقابل هذه المخاطر .

٤- إن التعريف أشار الى إن صانع السوق يعمل على توفير السيولة الدائمة للأوراق المالية داخل السوق ، وقد يُفهم من ذلك أنه يوفر سيولة جميع الأوراق المالية المدرجة في السوق ، والحقيقة إنه يوفر السيولة للأوراق المالية التي تعاقد على صناعة سوقها فقط .

وهناك من عَرَف صانع السوق بإنه (هو جهة مرخص لها للعمل بإستمرار بتحديد سعر لورقة مالية معينة أو مجموعة محدودة من الأوراق المُخصصة له من قبل البورصة)^(٣) ، فضلاً عن إن التعريف أشار الى إن صانع السوق يجب أن يكون مرخص له من قبل سوق

(١) د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1993 ، ص ١٠٥ .

(٢) نصت المادة الثالثة من الفصل الأول الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية الكويتية رقم (72) لسنة 2015 على (...يلتزم الشخص المرخص له بالفصل بين عمليات الأنشطة المرخص بها المختلفة ..) . تم نشر اللائحة على موقع سوق رأس المال الكويتي تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٨/٥ . <https://www.com.gov.kw> كذلك نصت (ف/٥- م/٣٩) على (الفصل التام لنشاط صانع السوق عن الأنشطة الأخرى التي تزاولها الشركة المرخص لها بهذا النشاط) قرار رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية المرقم (39) لسنة 2019 بشأن تعديل المادة رقم (39) من قواعد العضوية بالبورصة المصرية والصادر في ٢٠١٩/١/١٣ والمنشور على الموقع الإلكتروني للسوق تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٨/٥ . www.egx.com.eg

(٣) سليم جابو ، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، مقدمة إلى كلية العلوم الإقتصادية والتجارية ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2012 ، ص ٣٩ .

الأوراق المالية، وكذلك أشار إلى تخصصه بتحديد سعر ورقة مُعينة ، ألا أنه يمكن لنا تسجيل بعض الملاحظات عليه وكالاتي :-

- ١- إنه لم يتطرق لشكل صانع سوق الأوراق المالية هل هو شخص طبيعي أم معنوي ؟.
 - ٢- إن عمل صانع السوق لا ينحصر بتحديد سعر الورقة المالية التي يختص بصناعة سوقها فقط بل يعمل على تحقيق التوازن بين العرض والطلب لهذه الورقة .
 - ٣- أشار التعريف بإن السوق هو من يُحدد الأوراق المالية التي يتخصص صانع السوق بصناعة سوقها، والحقيقة إن الصانع هو الذي يُحدد الأوراق المالية التي يصنع سوقها من خلال إبرام اتفاقية صناعة السوق مع الشركة المُصدرة للأوراق المالية ، كما سنلاحظ ذلك .
- ونرى إن صانع السوق يجب أن يكون شخصاً معنوياً وأن يتخذ شكل الشركة المساهمة ، وذلك بسبب الإلتزامات المالية الكبيرة التي تقع على عاتقه نتيجة نشاطه داخل السوق وهو ما يتلائم والعديد من التشريعات التي نُظمت هذا النشاط .

الفرع الثاني

تعريف صانع السوق تشريعاً

إما على صعيد التشريعات المقارنة التي نظمت نشاط صانع سوق الأوراق المالية فهي الأخرى اختلفت في إعطاء الوصف الدقيق لصانع السوق، ومرد هذا الاختلاف بحسب تصورنا ناتج عن اختلاف السياسة المالية في كل دولة ، كذلك إختلاف الأهداف المرجوة من وجود هذا النشاط .

بالنسبة للمشرع العراقي فإنه لم يُنظم نشاط صانع سوق الأوراق المالية .

أما المشرع الكويتي عرف صانع سوق الأوراق المالية من خلال المادة الأولى من القانون رقم (7) لسنة 2010 المعدل بأنه (الشخص الذي يعمل على توفير قوى العرض والطلب على ورقة مالية أو أكثر طبقاً للضوابط التي تضعها الهيئة^(١)) ، كذلك جاءت اللائحة التنفيذية الملحقة بالقانون أعلاه بالتعريف نفسه ، في حين عرفت المادة الأولى من قواعد التداول في بورصة الكويت للأوراق المالية صانع السوق بأنه (الشخص الذي يعمل على توفير قوى العرض والطلب

(١) القانون رقم (7) لسنة 2010 المعدل بالقانون رقم (22) لسنة 2015 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم الأوراق المالية الكويتي منشور على موقع السوق ، تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٨/٤ . www.com.gov.kw .

على ورقة مالية مدرجة أو أكثر طبقاً للضوابط الصادرة عن الهيئة أو المعتمدة لديها^(١) ، إن التعريف الذي تناوله المشرع الكويتي في قواعد التداول كان أكثر دقة من التعريف الوارد في قانون سوق رأس المال الكويتي ، فقد أشار إلى أن نشاط صانع السوق ينصب على الأوراق المالية المدرجة في السوق دون غيرها ، إلى جانب ذلك أشار التعريف إن صانع السوق يخضع للضوابط الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ، أو المعتمدة لديها . وعلى الرغم من ذلك ، يمكن لنا إيراد بعض الملاحظات حول التعريف الذي أورده المشرع الكويتي .

١- أن التعريف الذي أورده المشرع الكويتي أشار أن صانع السوق هو شخص ، ومن ثم ممكن أن يكون شخص طبيعي أو شخص معنوي ، إلا أنه ومن خلال الرجوع الى اللائحة التنفيذية الملحقة بالقانون ومن خلال المادة (1-3) من الكتاب الخامس والتي نصت (... يجوز لشخص اعتباري واحد الحصول على ترخيص لممارسة نشاط أو أكثر من أنشطة الأوراق المالية...)^(٢) مما يفهم بأن الأشخاص المرخصون للعمل في مجال الأوراق المالية هم أشخاص (معنوية) ، بينما تكفلت المادة الأولى من الفصل الخامس من اللائحة الكويتية ببيان شكل هذا الشخص الاعتباري حيث أشرت أن يتخذ صانع السوق شكل شركة مساهمة^(٣) .

٢- إن التعريف لم يُشر إلى ضرورة الحصول على ترخيص من هيئة السوق وهو إجراء لازم لممارسة أي نشاط يتعلق بسوق الأوراق المالية ، و يبدو إنه إستند إلى نص المادة (63) من قانون سوق رأس المال ، التي جاء فيها (لا يجوز لأي شخص مزاوله أي من الأعمال المبينة أدناه إلا بعد الحصول على ترخيص من قبل الهيئة يبين فيه النشاط أو الأنشطة المرخص بها...7- صانع السوق)^(٤) .

والحقيقة أن الترخيص للعمل في السوق أمر غاية بالأهمية ذلك لأغراض تنظيمية وكذلك حصر الأنشطة التي يتم مزاولتها داخل سوق الأوراق المالية .

٣- أنه تطرق لبعض مهام صانع السوق المتمثلة بتوفير قوى العرض والطلب ، دون الإشارة الى ضرورة إحلال التوازن بينهما وهي الغاية من وجود صانع السوق ، كذلك أغفل المشرع الدور

^(١) المادة (1-1) من كتاب قواعد بورصة الكويت للأوراق المالية الأصدار الثاني لعام 2019 والمنشور على موقع بورصة الكويت ، تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٨/٥ .

^(٢) الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية الكويتية المرقمة (72) لسنة 2015 الملحقة بقانون رأس المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل .

^(٣) النموذج رقم (1) من الفصل الثالث في الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية الكويتية والمتعلق بمتطلبات رأس المال والشكل القانوني للأشخاص المرخص لهم ، يُنظر : (الملحق رقم (١) المرفق في نهاية الرسالة) .

^(٤) قانون هيئة أسواق المال رقم (7) لسنة 2010 المعدل بالقانون رقم (22) لسنة 2015 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال الكويتية وتنظيم نشاط الأوراق المالية .

الكبير الذي يقوم به صانع السوق في الإعلان عن هامش الأسعار^(١) لهذه الأوراق المالية وإن كان بالإتفاق مع هيئة السوق وفقاً للاتفاقية المبرمة بينهما .

أما المشرع المصري فإنه لم يُعرف صانع السوق، لكنه عرف نشاط صانع سوق الأوراق المالية فقد نصت المادة الأولى من قرار وزير الأستثمار المصري بالرقم (293) لسنة 2007 على (... يُقصد بنشاط صانع السوق توفير السيولة الدائمة للأوراق المالية المقيدة بإحدى بورصات الأوراق المالية التي يلتزم بصناعة سوقها ، وذلك لضمان التعامل عليها خلال جلسة التداول)^(٢) ، وبما أن المشرع المصري لم يُعرف صانع سوق الأوراق المالية وإكتفى بتعريف النشاط الذي يقوم به صانع السوق ، عليه يمكن أن نستخلص من تعريف هذا النشاط بعض الأمور الآتية :-

١- وفقاً لهذا التعريف فإن صانع السوق يعمل على توفير السيولة الدائمة للأوراق التي يصنع سوقها ، دون الإشارة إلى إن توفير السيولة مقرون بضرورة إحلال التوازن بين العرض والطلب وهو أمر غاية بالأهمية بل هو الهدف من وجود هذا النشاط .

٢- إن تعريف نشاط صانع السوق لم يتطرق لشكل الشخص القائم به هل هو شخص طبيعي أم شخص معنوي ؟ ولكن بالرجوع للقرارات المنظمة لهذا النشاط نلاحظ بأن الشخص الذي يرغب بمزاولة نشاط صانع السوق لا بد أن يكون شخصاً معنوياً وأن يتخذ شكل الشركة المساهمة أو شركة توصية بالأسهم ، فقد أشارت المادة (29) من قانون رأس المال المصري المعدل على (يشترط لمنح الترخيص المنصوص عليه في المادة السابقة ما يأتي : ١ - أن يكون طالب الترخيص شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم)^(٣) ، وهذه المادة عامة تشمل جميع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ومنها الشركات التي تزاول نشاط صانع السوق بدلالة القرار المرقم (293) لسنة 2007 والمتعلق بإضافة نشاط صناعة السوق إلى الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية .

وبتصورنا فإن المشرع الكويتي كان أكثر توفيقاً حيث إنه نص وبصورة صريحة على تعريف صانع سوق الأوراق المالية ، بالمقابل كان المشرع المصري أكثر توضيحاً لبيان النشاط المتعلق بصناعة السوق من خلال القرارات المنظمة لهذا النشاط .

(١) هامش الأسعار هو (الفرق بين سعري الشراء و البيع وفق نسب محددة قانوناً) ، والتي سنتناولها في الفصل الثاني عند البحث في حقوق صانع السوق .

(٢) القرار رقم (293) لسنة 2007 المصري المتعلق بإضافة نشاط صانع السوق إلى أنشطة الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية ، منشور على الموقع الرسمي لسوق رأس المال المصري ، تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٨/٥ .

(٣) قانون رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل .

أما موقف القانون الأمريكي فإنه عَرَفَ صانع سوق الأوراق المالية (Market Maker) وذلك من خلال المادة (38) من قانون تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكية المعدل (Securities Exchange Act of 1934) بأنه (أي أختصاصي مسموح له العمل كتاجر ، أو أي تاجر بصفة مناوِر يعمل على إدخال عروض الأسعار في السوق ويكون مستعد للشراء والبيع لحسابه الخاص بشكل منظم ومستمر)^(١) ، أن القانون الأمريكي لم يوضح شكل هذا الصانع ، إلا إن قواعد سوق نيويورك للأوراق المالية (The New York Stock Exchange - NYSE) عَرَفَت صانع السوق بأنه (عضو مؤسساتي ... يخضع لمتطلبات معينة)^(٢) ، وبهذا فإن سوق نيويورك للأوراق المالية أشتراط أن يتخذ صانع السوق شكل الشخص المعنوي وهو ما يتشابه مع موقف المشرع الكويتي .

تجدد الإشارة إلى أن التشريعات التي نظمت نشاط صانع سوق الأوراق المالية أشتراطت أن يكون صانع السوق شخصاً معنوياً^(٣) .

وبعد أن أوردنا بعض التعريفات التي وضعها الشراح وكذلك التعريفات التي جاءت في القوانين المقارنة موضوع بحثنا وتسجيل بعض الملاحظات حولها ، يمكن أن نُعرف صانع سوق الأوراق المالية بأنه (شركة مساهمة مُرخصة للعمل داخل سوق الأوراق المالية ، مختصة بصناعة سوق ورقة مالية معينة أو أكثر للعمل على توفير السيولة اللازمة لهذه الورقة وتحقيق التوازن ما بين العرض والطلب وتحديد السعر المناسب لها ، مقابل السماح لها بتحقيق هامش ربح يمثل الفارق بين سعري الشراء والبيع) .

(١) ورد النص باللغة الإنكليزية على النحو الآتي :

Sec 3 (38) (The term “market maker” means any specialist permitted to act as a dealer, any dealer acting in the capacity of block positioner, and any dealer who, with respect to a security, holds himself out (by entering quotations in an inter-dealer communications system or otherwise) as being willing to buy and sell such security for his own account on a regular or continuous).

متاح على الموقع الإلكتروني الآتي:- www.sec.gov/about.laws/sec34

Rule 2. (j), «Member,» «Market Maker,» «Member Firm,» etc., NYSE Rules, تاريخ الزيارة ٢٠٢٠ / ١٢ / ٥ متاح على موقع سوق نيويورك للأوراق المالية www.NYSE.com

(٣) أشارت بعض التشريعات الى ذلك ، فقد عَرَفَت المادة الاولى من نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي السعودي رقم ٣٠ لسنة ١٤٢٤ صانع السوق هو (شخص اعتباري مرخص له حاصل على صفة صانع سوق وفق احكام لائحة صناع السوق) منشور على الموقع الإلكتروني تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٩/٩ www.tadawulcom.com.sa ، كذلك نصت المادة الاولى من قواعد صانع السوق في بورصة ابو ظبي بان صانع السوق هو (الشخص الاعتباري المرخص له بمزاولة نشاط صناعة السوق او صانع السوق الاجنبي المسجل لدى السوق) والمنشور على الموقع الإلكتروني لسوق ابو ظبي المالي . تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٩/٩ www.adx.ae وعرفت المادة الاولى من قرار مجلس ادارة هيئة قطر للاوراق المالية رقم ٤ لسنة ٢٠١٧ بانه (شركة الخدمات المالية العضو في السوق ، والمرخص لها من قبل الهيئة لممارسة نشاط صانع السوق) .

ومن خلال هذا التعريف الذي أوردناه يمكن لنا بيان بعض العناصر الآتية :-

- ١- إن صانع السوق يجب أن يكون شخصاً معنوياً دون الشخص الطبيعي .
 - ٢- ينحصر نشاط صانع السوق في سوق الأوراق المالية .
 - ٣- على صانع السوق الحصول على ترخيص هيئة السوق قبل مزاوله نشاطه ، في حين نلاحظ إن سوق العراق للأوراق المالية ، إشتراط على الوسيط المالي الحصول على ترخيص هيئة السوق والمجلس .
 - ٤- إن الهدف من وجود صانع السوق هو إحلال التوازن بين العرض والطلب للأوراق المالية التي يصنع سوقها .
- ومن الجدير بالذكر إن المشرع العراقي لم ينظم نشاط صانع سوق الأوراق المالية كما ذكرنا سابقاً ، عليه ندعوه لتنظيم هذا النشاط كونه يساهم في استقرار الأسعار داخل سوق الأوراق المالية ويقلل من عمليات المضاربة والتلاعب بالأسعار داخل السوق .

المطلب الثاني

تمييز صانع سوق الأوراق المالية مما يشته به

إن مركز صانع السوق قد يشته به مع مركز بعض المرخصين داخل السوق ، فقد يشته به مع الوسيط المالي ، وكذلك مزود السيولة لقرب هذه المراكز من حيث المفهوم وطبيعة عملها مع مفهوم صانع السوق ، لذا يتوجب علينا تمييزه مما يشته به من خلال تقسيم هذا المطلب الى فرعين ، سنتناول في الفرع الأول تمييز صانع السوق عن الوسيط المالي في سوق الأوراق المالية ، في حين سنعد الفرع الثاني لتمييز صانع السوق عن مزود السيولة وكالاتي :-

الفرع الأول

تمييز صانع السوق عن الوسيط

لتمييز صانع السوق عن الوسيط المالي في سوق الأوراق المالية يتوجب علينا أولاً تعريف المقصود بالوسيط ثم بيان أوجه الشبه والاختلاف بينهما .

عَرَفَ القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية الوسيط بأنه (الشخص المخول من قبل مجلس المحافظين بموجب الفصل (5) (1أ) من هذا القانون والمتعامل في معاملات السندات في سوق الأوراق المالية أو الشخص القانوني المخول بموجب الفصل(5) (1ب) ...)^(١) .

(١) القسم الأول(فق /١٠) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم 74 لسنة 2004 .

أما القانون الكويتي فقد عَرَفَ الوسيط بأنه (شخص اعتباري يزاول مهنة شراء وبيع الأوراق المالية لحساب الغير مقابل عمولة)^(١) ، في حين لم يُعرف المشرع المصري الوسيط والذي أطلق عليه مصطلح (السمسار) ، فضلاً عن إنه نظم عمل شركات (السمسرة) الوساطة في الأوراق المالية وذلك في اللائحة التنفيذية^(٢) .

في حين جاء تعريف الوسيط (broker) في قانون تداول الأوراق المالية الأمريكي لعام 1934 المعدل (Securities Exchange Act U.S.A 1934) بأنه (أي شخص يشارك في الأعمال التجارية وإجراء المعاملات في الأوراق المالية لحساب الآخرين ...)^(٣) ، إن الوسيط المالي بحسب القانون الأمريكي ممكن أن يكون شخصاً طبيعياً أو معنوياً . وعليه فإن الوسيط المالي يعمل في مجال الأوراق المالية بيعاً وشراءً داخل السوق ، فيعمل على تقريب وجهات النظر بين العملاء ، مقابل حصوله على العمولة المحددة من قبل هيئة السوق^(٤) .

أولاً :- أوجه الشبه بين صانع السوق والوسيط في سوق الأوراق المالية

هناك بعض أوجه الشبه بين الوسيط وصانع السوق ، يمكن ايجازها بالنقاط الآتية :-

١- يتشابه كل من الوسيط وصانع السوق في إن كلاهما يجب أن يكون شخصاً معنوياً ، فقد أشتراط المشرع العراقي أن يكون الوسيط شخصاً معنوياً ، ويتضح ذلك من خلال تعريفه للوسيط بأن يكون متخذاً شكل الشركة ، وكذلك موقف المشرع الكويتي الذي عرف الوسيط بأنه (شخص اعتباري يزاول أعمال الوساطة...) . أما قانون رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 فقد ألزم العاملون في مجال الأوراق المالية بأن يتخذوا شكل الشركة المساهمة أو شركة توصية بالأسهم^(٥) ، ومن بين هذه الأعمال ما يتعلق بالوساطة (السمسرة) في الأوراق المالية، باستثناء القانون الأمريكي الذي أجاز للشخص الطبيعي مزاوله أعمال الوساطة كما أسلفنا . والأمر نفسه ينطبق على صانع السوق .

(١) القانون رقم (22) لسنة 2015 المتعلق بتعديل بعض أحكام القانون رقم (7) لسنة 2010 بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم الأوراق المالية في الكويت .

(٢) أفرد المشرع المصري الباب السادس من اللائحة التنفيذية لعمل شركات السمسرة في الأوراق المالية .
(٣) ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

(The term “broker” means any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others). - 3(Article 4 /a) Sec

(٤) د. ثروت حبيب ، شرح القانون التجاري المصري ، الجلاء الجديدة ، المنصورة ، مصر ، 2000 ، ص ١٦١
(٥) نصت المادة 29 من قانون رأس المال المصري المعدل (يشترط لمنح الترخيص المنصوص عليه في المادة السابقة ما يأتي :- أ - أن يكون طالب الترخيص شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم) .

٢- إن عمل كل من الوسيط وصانع السوق يستوجب الحصول على رخصة من الجهات المختصة في السوق قبل مزاوله نشاطهما . فقد أُلزم المشرع العراقي الوسيط بضرورة الحصول على الترخيص الذي يمكنه من مزاوله نشاطه ، حيث أشارت التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات 2015 على أن الجهة المختصة بإصدار الترخيص هي هيئة السوق ومجلس المحافظين^(١) ، في حين أن الجهة المختصة لمنح الترخيص للوسيط المالي هي هيئة أسواق رأس المال في القانون الكويتي^(٢)، أما في القانون المصري فالجهة المختصة هي الهيئة العامة للرقابة المالية ، وفي القانون الأمريكي فهي هيئة الأوراق المالية والأسواق الأمريكية (Securities and Exchange Commission - SEC) .

وبتصورنا كان على المشرع العراقي إناطة مهمة الترخيص للشركات للعامة في سوق الأوراق المالية لهيئة السوق حصراً تسهياً للإجراءات أسوةً بالتشريعات المقارنة الأخرى .

٣- ينحصر نشاط كل من الوسيط وصانع السوق في سوق الأوراق المالية وتحت إشرافه ورقابته، فضلاً عن رقابة هيئة الأوراق المالية .

٤- إن عمل كل من الوسيط وصانع السوق هي أعمال تجارية بحكم القانون^(٣) ، فضلاً عن أن كلاهما يخضع في حقوقه و إلتزاماته الى القوانين والتعليمات الصادرة عن سوق الأوراق المالية.

ثانياً :- أوجه الاختلاف بين الوسيط وصانع السوق

على الرغم من وجود العديد من نقاط الشبه بين الوسيط وصانع السوق والتي تناولنا أبرزها ، فإن هناك العديد من نقاط الاختلاف بينهما ولعل من أهمها الآتي :-

١- إن ما يميز نشاط صانع السوق عن نشاط الوسيط في سوق الأوراق المالية هو التخصص ، حيث ان صانع السوق لا يتعامل في جميع الأوراق المالية وأن كانت مدرجة في السوق ، لأن نشاطه يقتصر على ورقة معينة ، بوصفه صانع سوق لها ، أما الوسيط المالي فإنه يتعامل في

(١) نصت الفقرة (٢٢) من التعليمات المحدثه لعام 2015 على إن الوسيط هو (الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس ...) .

(٢) المادة 63 من القانون رقم 22 لسنة 2015 هيئة أسواق المال الكويتي نصت (لا يجوز لأي شخص مزاوله أي من الأعمال المبينة ... إلا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة ... 1- وسيط أوراق مالية ، 7- صانع السوق) ، تم بموجب هذا القانون تعديل بعض أحكام القانون رقم (7) لسنة 2010 .

(٣) المادة (٥) من قانون التجارة العراقي رقم (30) لسنة 1984 المعدل ، (تعتبر الأعمال التالية أعمالاً تجارية إذا كانت بقصد الربح ... خامس عشر :التعامل في أسهم الشركات وسنداتها ، سادس عشر: الوكالة التجارية والوكالة بالعمولة والوكالة بالنقل والدلالة وأعمال الوساطة التجارية الأخرى) . وفي قانون التجارة الكويتي رقم 68 لسنة 1980 نصت المادة (٥) على(تعد أعمالاً تجارية الأعمال المتعلقة بالأمور الآتية ، بغض النظر عن صفة القائم بها ونيتها ... ٤- الوكالة التجارية والسمسرة ٦- تأسيس الشركات وبيع أو شراء أسهمها ...)

الاوراق المالية جميعها طالما كانت هذه الاوراق مدرجة في سوق الاوراق المالية النظامي والثانوي^(١).

٢- بما أن صانع السوق متخصص بصناعة سوق ورقة مالية معينة فان حركته تكون مرتبطة بهذه الورقة داخل السوق ، فهو يعمل على توفير السيولة اللازمة لها محاولاً خلق حالة توازن ما بين قوى العرض والطلب ، والعمل على خلق استقرار لسعر هذه الاوراق التي يتعامل بها ، على العكس من نشاط الوسيط فلا يوجد ترابط بين نشاطه وسيولة الاوراق المالية التي يتعامل عليها فهو يعمل على تنفيذ الصفقات لعملائه بغض النظر عن وجود فائضاً أو إنخفاضاً في طرح الاوراق المالية^(٢).

٣- أقرت تشريعات الأوراق المالية مبدأ عاماً وهو أن حق الوساطة حق للوسطاء الماليين المسجلين داخل سوق الاوراق المالية دون غيرهم من المتعاملين في السوق ، حيث يلتزم المتعاملون بأن يبرموا الصفقات من خلال الوسطاء ومن ثم فان تدخل الوسطاء يكون اجبارياً على جميع المتعاملين داخل السوق^(٣)، وبهذا يكون هناك تعامل مباشر ما بين الوسيط والمستثمر ومن هنا فإن الوسيط يمكن أن يُنفذ الأوامر بنفسه في حين إن صانع السوق لا ينفذ الأوامر إلا من خلال الوسطاء شأنه في ذلك شأن باقي المتعاملين في السوق ، فقد أكدت قواعد التداول في سوق الكويت للأوراق المالية على إنه (يبرم صانع السوق اتفاقيات مع الوسطاء أو أي طرف اخر بهدف مزاولة نشاطه على ورقة مالية معينة، ويجب على صانع السوق ان يزود البورصة بنسخة من هذه الاتفاقيات بمجرد أبرامها)^(٤) ، أي الإتفاقيات التي يبرمها مع الشركة التي يصنع سوق لأوراقها المالية أو الإتفاقية التي يبرمها مع شركات الوساطة ، حيث يقوم هؤلاء الوسطاء بتنفيذ الأوامر الصادرة من صناع السوق من خلال الإشارة المتعارف عليها أو نقل

(١) د محمد حسن عبد المجيد الحداد ، السمسرة في سوق الأوراق المالية ، دار الكتب القانونية ، القاهرة ، 2012 ، ص٢٨. والسوق النظامي : هو السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية المصدرة وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات رقم (٦) (متطلبات إدراج الشركات في سوق العراق للأوراق المالية) ، أما السوق الثانوي : هو ذلك الجزء من السوق الذي يتم من خلاله التداول بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج وتعليمات تداول خاصة بها . : يُنظر التعريفات الواردة التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية في أسواق العراق لعام 2015 .

(٢) د . أشرف الضبع ، تسوية عمليات البورصة ، دار النهضة العربية ، بلا سنة طبع ، مصر ، ص٦٩ .

(٣) د . عصام أحمد البهيجي ، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية ، الطبعة الأولى ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، ، 2009 ، ص٧٠١ .

(٤) (ف/٦- م/٤٩) الفصل الرابع من قواعد التداول لسوق الكويت للأوراق المالية الإصدار الثاني لعام 2019.

الأوامر إلكترونياً فيقوم صناع السوق بالبيع والشراء كلما دعت الضرورة لذلك بناءً على المعلومات المتوفرة لديهم أو المزودة لهم من خلال الوسطاء^(١).

٤- يلعب صناع السوق دوراً كبيراً ومؤثراً في تحديد أسعار الأوراق المالية التي يختصون بصناعة سوقها، على فرض أن صانع السوق هو المحرك الفعلي لسيولة هذه الأوراق داخل سوق الأوراق المالية، خصوصاً في الأسواق التي تتبع مبدأ التداول القائم على تحديد الأسعار مع منح المستثمرين دوراً مكماً، وعليه فإن صانع السوق هو المخول والملزم قانوناً بتحديد الأسعار المبدئية للأوراق المالية التي يصنع سوقها حيث يشتري ويبيع بفارق هامش ربح بين سعر الشراء وسعر البيع^(٢)، في حين لا دور للوسيط في تحديد أسعار الأوراق المالية فهو يعمل على تنفيذ الصفقات بالأسعار المعلنة داخل السوق.

الفرع الثاني

تميز صانع السوق عن مزود السيولة

مصطلح مزود السيولة (Liquidity provider L-p) لم يظهر بشكل مستقل عن صانع السوق في تشريعات التسعينيات من القرن الماضي ، فقد كان مصطلح مزود السيولة مرافق لمصطلح صانع السوق .

إن سوق الأوراق المالية قد تتأثر في أثناء الأزمات المالية الكبيرة كما هو الحال في جائحة كورونا ، وحتى في ظل وجود صانع السوق ، ما قد يؤدي إلى عدم قدرة هؤلاء الصناع على إعادة التوازن بين قوى العرض والطلب بالكميات المطلوبة والسرعة الممكنة ، بالإضافة للتطور الكبير في مجال تداول الأوراق المالية إلكترونياً ، فكان لزاماً تواجد شخص آخر يكون قادر على ردف السوق بالسيولة اللازمة وبالسرعة القصوى أثناء الإضطرابات دون التقيد بالإعلان عن نشرة أسعار الأوراق المالية والتي تعد من صميم عمل صانع السوق^(٣) .

(١) د. أحمد عقيل الخطيب ، دور صناع السوق ، الملتقى السنوي الخامس لجمعية الاقتصاد السعودية 2015، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، ص٦ المنشور على موقع جمعية الاقتصاد السعودية . تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٩/٨ . www.sea.org.sa

(٢) يقوم صانع السوق بحصد الربح النهائي من فرق السعر هذا عبر قيامه بنشاط التسعير من خلال جلسة الإغلاق ينظر : همام القوصي ، النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الأوراق المالية ، رسالة دكتوراه في الحقوق ، كلية الحقوق جامعة حلب ، سوريا ، ص٣٦٢ .

(٣) د. رمضان الشراح ، صناع السوق التجربة الكويتية ، لسنة 2006 ، ص٣ مقال منشور على موقع إتحاد شركات الإستثمار على الرابط ، تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٩/٨ www.unioninvest.org

وتجدر الإشارة إلى إن أياً من التشريعات المقارنة لم تُنظم نشاط مزود السيولة .
عموماً يُعرف مزود السيولة بأنه (شركة مرخصة للعمل على توفير عروض البيع وطلبات
الشراء بشكل مستمر وبفارق أسعار صغير وبتحد أدنى للكميات وفقاً للاتفاقية المُبرمة مع
السوق)^(١) .

ولتمييز صانع السوق عن مزود السيولة سنحاول الوقوف على أبرز أوجه الشبه والاختلاف
بينهما وكالاتي :-

أولاً :- أوجه الشبه بين مزود السيولة وصانع السوق :-

يمكن لنا أيراد بعض أوجه الشبه بينهما بالنقاط التالية :-

١- يشترط في كل من مزود السيولة وصانع سوق الأوراق المالية أن يكون شخصاً معنوياً متخذاً
شكل الشركة لمنحه الترخيص للعمل داخل السوق .

٢- يلتزم كل من مزود السيولة وصانع السوق بإبرام إتفاقية مع السوق تُحدد خلالها حقوقهم
والتزاماتهم ، وكذلك الشروط الواجب إتباعها والبيانات المطلوبة^(٢) .

٣- يتشابه كل من مزود السيولة وصانع سوق الأوراق المالية في إن نشاطهما يَنحصر في داخل
سوق الأوراق المالية وينصب على زيادة سيولة الأوراق المالية المتداولة في سوق .

فضلاً عن أوجه الشبه بين مزود السيولة وصانع السوق إلا إنه هناك بعض الاختلاف في
عمل كل منهما .

(١) أ . أحمد فهيم ، دور مزود السيولة في الحركات المفاجئة في السوق ، مقال منشورة في مجلة عرب فوركس
على الموقع الإلكتروني تاريخ الزيارة ٢٠٢١ /٣/٥

<https://forexaraby.com>

وعرفت المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (3) لسنة 2012 المتعلق
بإصدار قواعد مزود السيولة بأن مزود السيولة هو (شركة الخدمات المالية العضو بالسوق والمرخص لها
بممارسة نشاط مزود السيولة) ، تم نشر هذا القرار في الجريدة الرسمية العدد العاشر بتاريخ ٢٠١٢/٦/١٦
على الموقع الرسمي للجريدة . تاريخ الزيارة ٢٠٢٠ /٩/١٠ .

www.qfma.org.qa

(٢) (ف/٨-م/٢) من القرار أعلاه أكدت على (يجب على السوق توقيع إتفاقية مزود السيولة مع العضو قبل
البدء بمزاولة مهام مزود السيولة ، ويجب أن تتضمن الإتفاقية البيانات التالية على سبيل المثال لا الحصر :

أ- تحديد الأوراق المالية المرخص بتداولها لمزود السيولة .

ب- تحديد واجبات مزود السيولة فيما يتعلق بتأمين أسعار أوراق مالية محددة ، وتشمل على سبيل المثال لا
الحصر :

- تحديد الظروف التي يطرح فيها مزود السيولة السعر وما إذا كانت باستمرار أو عند الطلب .
- آلية تحديد نوع السعر فيما إذا كان متعلق بمناقصة أو طلب أو ثنائي الجانب .
- تحديد الحد الأدنى من كمية الأسهم التي سيتم تسعيرها .
- تحديد الفترة الزمنية لفترة تداول مزود السيولة على الورقة المالية المعينة بغرض زيادة سيولتها .
- توضيح الخطوات الواجب إتخاذها من قبل السوق في حالات عدم وفاء مزود السيولة بالتزاماته...

ثانياً :- أوجه الأختلاف بين مزود السيولة وصانع السوق :-

- ١- أن تدخل مزود السيولة لإضافة السيولة هو تدخل تكميلي يبرز في حال عجز صانع السوق عن مد السوق بالسيولة اللازمة وبنسب معينة، أما تدخل صانع السوق بإضافة السيولة فهو إلزامي يهدف من خلاله إعادة التوازن بين قوى العرض والطلب^(١).
- ٢- يجوز لصانع السوق البيع على المكشوف^(٢)، وإقراض وأقتراض الأوراق المالية التي يصنع سوقها ، كذلك يمكن أن يتمتع ببعض الإعفاءات المتعلقة برسوم الأوراق التي يصنع سوقها ، في حين لا يتمتع مزود السيولة بهذه الإمتيازات^(٣).
- ٣- ولعل أبرز ما يميز صانع السوق عن مزود السيولة هو إن صانع السوق ملتزم بالإعلان عن نشرة أسعار الأوراق المالية التي يصنع سوقها والتي يقبل الشراء والبيع بموجبها ، أما مزود السيولة فلا يحق له التسعير إلا عندما يُطلب منه . تجدر الإشارة بأن هناك بعض التشريعات عدت مزود السيولة هو صانع سوق^(٤).

(١) د. همام القوسي ، ضبط نشاط صانع السوق ومزود السيولة، خلال التداول الخوارزمي والتداول عالي التردد – مقارنة بورصات لندن وبرلين وأوساكا مع بيئة البورصات العربية ، بحث منشور في مجلة جيل الأبحاث القانونية المعمقة ، والتي تصدر عن مركز جيل البحث العلمي ، العدد الخامس ، العدد 39، مارس 2020 ص ١٥ منشور على موقع المجلة ، تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٨/١٠ . www.jilrc.com

(٢) عرفت المادة الأولى من الإجراءات التشغيلية للبيع على المكشوف الصادر عن سوق أبو ظبي للأوراق المالية ألبيع على المكشوف هي(عملية قيام المستثمر ببيع ورقة مالية لا يمتلكها على أن يلتزم بتوفيرها خلال فترة التسوية) صدرت هذه الإجراءات في عام 2017 ونُشرت على موقع هيئة الأوراق المالية والسلع الإمارات تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٨/١٠ www.sca.gov.ae

كما عرفت المشرع المصري في المادة (289) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل تحت مصطلح إقتراض الأوراق المالية بغرض البيع بأنها (الإتفاق بين شركة السمسرة وأحد عملائها على أن تقوم الشركة نيابة عن العميل بإقتراض أوراق مالية مملوكة لطرف آخر من خلال نظام إقتراض الأوراق المالية ...) .

(٣) نصت (ف/٣- م/١٠) من ضوابط مزود السيولة لسوق دبي المالي الصادر في 24 يوليو 2018 على (لا يستفيد موفر السيولة من التسهيلات الممنوحة لصانع السوق فيما يتعلق بالآتي:
أ- بيع الورقة المالية على المكشوف بدون ضمان .
ب- الإعفاءات المقررة لصانع السوق من بعض الإفصاحات .
ج - الإعفاء المقرر لصانع السوق من كل أو بعض عمولات التداول ...) نُشرت هذه الضوابط على الموقع سوق دبي المالي . تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٨/١٢ www.sca.gov.ae

(٤) عرفت المادة الأولى من ضوابط مزود السيولة في سوق أبو ظبي والصادر في 2018/2/27 بإنه (صانع سوق متعاقد مع مُصدر ورقة مالية مدرجة بالسوق بغرض توفير السيولة على تلك الورقة وفقاً لأحكام هذا النظام) ، نُشرت هذه الضوابط على موقع سوق أبو ظبي للأوراق المالية www.adx.ae.Arabic.pages .

غير إن مزود السيولة لا يمكن أن يكون صانع سوق على الورقة التي يعمل على زيادة سيولتها^(١). وما يجدر ذكره إن هناك بعض التشريعات نظمت النشاطين معاً^(٢)، ما يعني إن لكل نشاط من هذين النشاطين أهداف تسعى الأسواق لتحقيقها.

المطلب الثالث أنواع صناع السوق

تبرز الحاجة لوجود صناع لأسواق الأوراق المالية خاصةً عندما تكون أسعار كثير من أسهم الشركات المدرجة في السوق مرتفعة بنسب كبيرة تحت تأثير الإشاعات والمضاربات التي يقوم بها المتلاعبين من دون مبررات منطقية، وأيضاً بسبب التقلبات التي تصاحب الأوضاع الاقتصادية والسياسية، بحيث تصبح أسعار هذه الأسهم لا تتناسب ومستوى أداء الشركة المصدرة لها ولا تعبر عن القيمة الحقيقية لإصولها، لذا يلعب صناع الأسواق المالية دوراً بالغاً للحد من هذه الظاهرة في معظم أسواق الأوراق المالية^(٣).

إذ تحاول الأسواق المالية العالمية معالجة هذه الإضطرابات في الأسعار من خلال نهجها أنواع مختلفة من صناع السوق تبعاً للسياسة المالية التي تتبعها تلك الدولة، كذلك تبعاً لحاجة كل سوق من هذه الأسواق لصناع السوق، فهناك أسواق أوراق مالية تعتمد صانع السوق المتخصص (Designated Market Maker- DMM)، وهذا المتخصص يحتكر تسعير الورقة المالية المتخصصة بها، أي أنه ينفرد بتحديد سعر هذه الورقة، ولعل سوق نيويورك للأوراق المالية (New York Stock Exchange – NYSE) واحد من أشهر هذه الأسواق التي تتبع هذا النوع من صناع السوق، بالمقابل فإن البعض من أسواق الأوراق المالية تعتمد نوع آخر هو صانع السوق المتنافس (The Rival- Market Maker – RMM) وطبقاً لهذا النوع فإن جميع صناع السوق يتنافسون فيما بينهم في صناعة سوق الورقة المالية ذاتها، وعليه

(١) أكدت على هذا المبدأ (ف/٢- م/١٠) من ضوابط مزود السيولة في سوق أبو ظبي فقد نصت (لا يجوز أن يكون موفر السيولة صانعاً للسوق على نفس الورقة المالية) .

(٢) - نظمت دولة قطر كل من نشاط صانع السوق بموجب القرار المرقم (4) لسنة 2017 وكذلك نشاط مزود السيولة بالقرار المرقم (3) لسنة 2012 والمنشور على موقع هيئة قطر لأسواق الأوراق المالية

www.qfma.org.qa

كذلك نظم سوق أبو ظبي للأوراق المالية النشاطين معاً وتم نشرهما على الموقع الإلكتروني للسوق تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/١١/١٠ .

www.adx.ae.Arabic.pages

(٣) د . رمضان الشراح ، مصدر سابق ، ص٣ .

يحق لكل واحد منهم إصدار أسعار خاصة به دون ميزة احتكارية ، كما في سوق ناسداك للأوراق المالية (NASDAQ) و بورصة الكويت والبورصة المصرية للأوراق المالية على العموم فإن كل من النوعين يستهدف إضافة السيولة اللازمة للسوق ، ولما تقدم سنقسم هذا المطلب على فرعين وكالاتي:

الفرع الأول

صانع السوق المتخصص

يُقصد بصانع السوق المتخصص (Designated Market Maker - DMM) هو (العضو المتخصص بصناعة سوق ورقة مالية معينة أو أكثر من الأوراق المالية المتداولة بالسوق ، أي لا يتعامل أكثر من صانع سوق واحد على الورقة نفسها، فهو من يطلع لوحده على دفتر الأوامر الخاص بتلك الورقة)^(١)، ومن هنا فصانع السوق المتخصص هو من يحتكر تحديد سعر هذه الورق . إن هذا النوع من صناع السوق يجمع بين نشاط الوسيط (السمسار) ونشاط التاجر ، فهو يشبه نشاط الوسيط في إنه يُنفذ المعاملات لوسطاء آخرين مقابل عمولة ويشبه نشاط التاجر في إنه يمارس عمله بيعاً وشراءً لحسابه بهدف تحقيق الربح^(٢) .

ويتميز هذا النوع من صناع السوق بإنفراديته ومركزيته وصلاحياته الواسعة في الإطلاع على أوامر البيع والشراء ، ما يجعله متحكماً إلى حد كبير في تحديد أسعار الأوراق المالية التي يصنع سوقها ، ومن مميزاته الأخرى إن المستثمرين يحبذون التعامل معه لإرتياحهم وقناعتهم بخبرات ومهارات القائمون به وقدراتهم العالية في تبادل المعلومات وحصولهم على أسعار جيدة^(٣) ، إذ إن هناك قاعات كبيرة داخل السوق يتواجد فيها الوسطاء الذين يعطون الأوامر بلغة الإشارة المتعارف عليها ، تذهب هذه الأوامر إلى صناع السوق المتواجدون داخل القاعة ، فيبادر هؤلاء بالبيع والشراء كلما دعت الحاجة بناءً على المعلومات التي تصدر اليهم مباشرةً ، ويمكن أن يتلقوا هذه الأوامر إلكترونياً^(٤) .

(١) مدحت حسن نصر حسن أبو الذهب ، دور صناع السوق في الحد من تقلبات أسواق الأوراق المالية في مصر ، رسالة ماجستير في الإقتصاد، كلية التجارة جامعة الزقازيق ، مصر ، 2009 ، ص ١١٤ .

(٢) مدحت حسن نصر حسن أبو الذهب ، المصدر السابق ، ص ١١٥

(٣) د. أحمد مداني، نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية ، بحث منشور في المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والأنسانية ، تصدر عن جامعة حسيبة بن بو علي الشلف العدد ١٥ الجزائر ، 2016 ، ص ٧ ، تم نشره على موقع المجلة ، تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/١١/١٥

www.asip.cerist.dz

(٤) د نعم حسين نعمة ، مصدر سابق ، ص ٣٦ .

إتبع سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) هذا النوع من أنواع صناع السوق فيُعد هذا السوق أنموذجاً لنظام صانع السوق المتخصص، والذي يتعاضد فيه دور الصانع المتخصص نظراً للكفاءة العالية التي يتمتعون بها في صناعة السوق داخل سوق الأوراق المالية⁽¹⁾، والذين يُحققون هامش من الربح والتمثل بالفارق بين سعري الشراء والبيع عندما يمارس عمله كتاجر، في حين أنه يتلقى العمولة أثناء قيامه بعمليات الشراء والبيع عندما يعمل كوسيط مع الجمهور أو مع عملائه، وغالباً ما يقتصر دور المتخصص على عدد قليل من الأوراق المالية⁽²⁾. إن هامش الربح الذي يحققه صانع السوق المتخصص هو صافي أو ناتج العمليات مخصوم منها تكلفة المعاملات التي يتكبدها، بالإضافة للنسبة المحددة قانوناً التي يدفعها للسوق.

ونرى أن تكلفة المعاملات التي يتحملها صانع السوق المتخصص تعد خير مؤشر لما تتمتع به تلك الورقة من سيولة داخل السوق، وبما إن الجانب الأكبر من هامش الربح يذهب إلى تكلفة العمليات التي يُجريها فإن ذلك يُعد مؤشر دقيق لمعرفة مدى ملائمة الصانع في هذا النوع من صناع السوق. إن سوق نيويورك (NYSE) والذي يعد واحد من أبرز أسواق الأوراق المالية في العالم، لا يزال يعتمد نظام صانع السوق المتخصص بصورته التقليدية، الذي يعني المتعامل الذي يبيع ويشترى الأوراق المالية لصالح محفظته الخاصة بشكل دائم ومستمر⁽³⁾.

لقد أكد قانون تداول الأوراق والأسواق المالية (SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934) على مبدأ غاية بالأهمية وهو (مقدرة صانع السوق) (Market Makers ability)⁽⁴⁾ فيما يتعلق بصانع السوق المتخصص، والذي أوجب على الأسواق أن تحدد هذه المقدرة ومن ضمنها الحد الأدنى من الأموال النقدية التي يجب أن يتمتع بها صانع السوق، فقد تبيّن إن هناك علاقة بين انخفاض مخزون صانع السوق النقدي وبين ارتفاع الأسعار وتقلباته في أيام التداول اللاحقة، مما يؤدي لأختلال التوازن في سوق نيويورك للأوراق المالية⁽⁵⁾، وهذا الأمر دفع هيئة الأوراق والأسواق المالية في (SEC) للتأكيد على توفير المتطلبات التي تضمن حسن تنفيذ صانع السوق لإلتزامه المتمثل بالمحافظة على أسعار الأوراق المالية لأطول فترة خلال الأيام

(1) د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية، الطبعة الأولى، المعهد العالي للفكر الإسلامي، مصر، 1996، ص ١٢٨.

(2) د. رمضان الشراح، مصدر سابق، ص ٤.

(3) سليم جابو، مصدر سابق، ص ٤١.

(4) - Section (5) ، the USA Securities Exchange Act of 1934 .

(5) Carole Comerton-Forde, Terrence Hendershott , Charles M. Jones, Pamela Moulton, Mark S. Seaholes. Dealings and Responsibilities of DMMs ,NYSE Rule, p. 30.

اللاحقة ، بالإضافة إلى المحافظة على سيولة الورقة المالية بصورة دائمة^(١) ، ويكون تنفيذ الطلبات في سوق نيويورك (NYSE) على كل ورقة بعملية حرة عن طريق المضاربة في سعر كل ورقة من خلال صالة التنفيذ في السوق ، أما دور المتخصص هنا فيمكن في المحافظة على سوق عادل ومنظم لكل ورقة يتخصص بصناعة سوقها ، حيث يعرض كل متخصص تسعيرة الشراء والبيع طوال وقت التداول ، أما مُنفذ العمليات فهو يحاول مجاراة طلبات العملاء وأرسالها إلى التنفيذ من خلال صالة التنفيذ ، وفي حال كانت الطلبات كبيرة قد يتفاوض الوسطاء في السوق وجهاً لوجه نيابة عن عملائهم^(٢) .

كما إن صناع السوق يحرصون على توفير السيولة الدائمة طيلة فترة التداول ، ويحدد صانع السوق وفق هذا النوع من أنظمة صناع السوق سعر الأفتتاح للورقة والذي ليس بالضرورة أن يكون سعر أقبال اليوم السابق نفسه ، وهنا يتم إعفاء صانع السوق من بعض الرسوم المقررة عندما يتعامل لصالح محفظته^(٣) ، إن صانع السوق يتعامل بورقة مالية معينة أو أكثر وبسبب هذا التخصص فإنه يصبح ملماً بكل ما يتعلق بهذه الورقة وما يتعلق بالشركة المصدرة لها من حيث مركزها المالي ومستوى نشاطها وكفاءة إدارتها وربحيتها ، بالإضافة إلى رسمه للتصورات المستقبلية لأدائها والسعر العادل لأوراقها ، لذلك فهو يتدخل عندما يجد عروض بيع لأوراق هذه الشركة بشكل مبالغ فيه دون مبررات منطقية ، فيبادر إلى شراء كميات من هذه الأوراق حتى لا ينخفض سعرها ، وبالعكس عندما تكون هناك عروض شراء كبيرة مع قلة المعروض يُشرع لضخ الكمية المناسبة من هذه الأوراق للمحافظة على سيولتها داخل السوق^(٤) .

ويُعلن صانع السوق يومياً عن أسعار البيع والشراء للورقة المالية المتخصصة بها ، وفي بعض الأسواق يتحدد صانع السوق بالكميات المسموح له بيعها أو شرائها وبالأسعار المعلنة من قبله^(٥) .

وبتصورنا إن نظام صانع السوق المتخصص يصعب تطبيقه في الاسواق الناشئة ، لان تخصص الصانع بسهم معين يتطلب منه ان يكون على درجة عالية من الملاءة المالية والكفاءة التي تمكنه من إحلال التوازن بين العرض والطلب خصوصاً إذا طرحت بكميات كبيرة ، الى جانب ان نظام صانع السوق المتخصص يقوم على مبدأ احتكار التسعير وصناعة السوق مما يؤدي الى إنعدام المنافسة داخل السوق بين المتعاملين ، لان المتخصص وحده سوف يتحكم

(١) د. همام القوسي ، تأثير إلتزامات صانع السوق ، مصدر سابق ، ص ٤٧٦ .

(٢) مدحت حسن نصر حسن أبو الذهب ، مصدر سابق ، ص ١١٣ .

(٣) د. أحمد مداني ، مصدر سابق ، ص ٧ .

(٤) د. رمضان الشراح ، مصدر سابق ، ص ٤ .

(٥) د. نغم حسين نعمة ، مصدر سابق ، ص ٢٦ .

بسعر هذا السهم الذي يصنع سوقه الأمر الذي قد يؤدي الى صعوبة حركة تداول هذه الاوراق خصوصاً إذا ما حاول الصانع إعطاء إحياءات غير صحيحة حول هذه الأسهم ،لان هذا النظام يجيز للصانع العمل لصالح محفظته الخاصة وهو أمر خطير خصوصاً في الأسواق الناشئة التي لاتمتلك الخبرات والكفاءة الإدارية التي تمكنها من السيطرة على هذه الانشطة .

الفرع الثاني

صانع السوق المتنافس

صانع السوق المتنافس (The Rival- Market Maker – RMM)، هو من أنظمة صناع السوق والذي يسمح من خلاله تسجيل أكثر من صانع سوق واحد على ورقة مالية واحدة ، ويكون لكل منهم الحق في إصدار هوامش أسعار لتلك الورقة ، أي أنه يقوم على فكرة تختلف عن فكرة صانع السوق المتخصص والذي يقوم على مبدأ احتكار تسعير الورقة المالية التي يصنع سوقها كما أسلفنا ، حيث إن صناع السوق وفقاً لهذا النوع يتنافسون فيما بينهم في صناعة سوق ورقة مالية معينة وتحديد سعرها .

ففي القانون الكويتي يُسمح بتسجيل أكثر من صانع سوق على ورقة مالية واحدة ، فقد أشارت الفقرة (4) من المادة (49) الفصل الرابع المتعلق بالأشخاص المسجلين في بورصة الكويت للأوراق المالية على (يجوز للبورصة أن توافق على تسجيل أكثر من صانع سوق لمزاولة نشاطه على ورقة مالية واحدة)^(١) ، وكذلك جاء التأكيد على المضمون نفسه في الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية (يجوز للهيئة أن توافق على تسجيل أكثر من صانع سوق لمزاولة نشاطه على ورقة مالية واحدة)^(٢) ، ومن خلال النصين أعلاه نلاحظ أن القانون الكويتي أخضع أمكانية التنافس بين صناع السوق لقاعدة الجواز وليس الوجوب ، فقد ترك الخيار في ذلك إلى الجهات المختصة في السوق لتقدير أمكانية السماح من عدمه بحسب حاجة السوق لذلك من خلال بداية النص بكلمة يجوز .

مما تقدم يمكن لنا القول بأن الأصل في القانون الكويتي هو التخصص والاستثناء هو اعتماد صانع السوق المتنافس .

(١) (ف/٤ - م/٤١) من الفصل الأول من كتاب قواعد بورصة الكويت للأوراق المالية الأصدار الثاني لعام 2019 .

(٢) (ف/٤ - م/٤٩) الفصل الرابع من اللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 الملحقه بالقانون رقم (22) لسنة 2015 المتعلق بتعديل بعض أحكام القانون رقم (7) لسنة 2010 الخاص بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية الكويتي .

أما عن موقف القانون المصري فإنه لا يختلف كثيراً عن موقف القانون الكويتي فمن خلال القوانين والتعليمات المتعلقة بصناعة سوق الأوراق المالية نلاحظ أنها اعتمدت نظام صانع السوق المتنافس فقد أجاز القانون لهيأة السوق الموافقة على الترخيص لأكثر من صانع سوق واحد على الورقة نفسها ، فقد نصت المادة الرابعة من القرار المرقم (3) لسنة 2019 بشأن قواعد عمل صانع السوق على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية (... يجوز السماح للعضو مزاوله نشاطه على أكثر من ورقة ، كما يجوز للبورصة السماح لأكثر من عضو مزاوله النشاط على ورقة مالية واحدة وفقاً لدراسة اللجنة للطلبات المقدمة)⁽¹⁾ ، وبهذا فإن على لجنة تلقي الطلبات دراسة ما يُقدم إليها من طلبات للتخخيص بمزاولة نشاط صانع السوق ومن بعدها تقرر ما إذا كان السوق يستوجب ذلك من عدمه في ضوء المصلحة التي يرمي إليها السوق ، والحقيقة إن الحاجة مرهونة بمدى فاعلية الصانع المتخصص نفسه ، فإذا فشل في تحقيق الغاية المرجوة من وجوده والمتمثل بإحلال التوازن للسوق والمحافظة على سعر متوازن فإن هذه اللجنة سوف تبادر بالسماح بوجود أكثر من صانع سوق واحد على الورقة نفسها ، وهو ما معمول به في سوق مصر للأوراق المالية .

بينما نلاحظ القانون الأمريكي ، والذي أعتمد النوعين معاً : صانع السوق المتخصص ، و صانع السوق المتنافس ، إذ يُعد السوقان الرئيسان في الولايات المتحدة الأمريكية هما سوقا ناسداك (National Association of Securities Dealers Automated -NASDAQ) والتي تعني الجمعية الوطنية لتجار الأوراق المالية المسعرة آلياً، وهي تعتمد صانع السوق المتنافس ، وسوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) الذي يعتمد صانع السوق المتخصص ، وهذان السوقان يتفاعلان مع بعضهما البعض في حالة كان هناك أسهم شركة واحدة مدرجة في كليهما .

وفي سوق ناسداك (NASDAQ) والتي تُعد النموذج الرائد في صناعة السوق ذات صانع السوق المتنافس تتم التداولات في هذا السوق إلكترونياً ، حيث يوجد لكل شركة مدرجة أسهمها مجموعة من صناع السوق يتنافسون فيما بينهم مما يكون له الأثر الإيجابي في زيادة سيولة هذه الأوراق ودعم كفاءة السوق ، وفي هذا السوق فإن على صانع السوق عرض كل من سعري الشراء والبيع بالوقت نفسه لذلك يُطلق على هذا السوق (Quote - Driven- Market)⁽²⁾ أي

⁽¹⁾ قرار رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية بالرقم (3) لسنة 2019 والصادر بتاريخ 2019/4/2 والمنشور على الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية ، تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/٩/٥ . www.egx.com.eg
⁽²⁾ هناك أسواق يتحدد فيها السعر من خلال صانع السوق حصراً يطلق عليها الأسواق التي تحركها الأسعار ، كما هو الحال في سوق ناسداك . بالمقابل هناك أسواق يطلق عليها الأسواق التي تحركها الأوامر يطلق عليها (Orders - Driven- Market) يُرسل خلالها جمهور المتداولين أوامرهم بسعر محدد ، ومن ثم المساهمة =

السوق الذي تُحركه الأسعار، وخلال هذا النظام لا يرى الشخص المستثمر العادي أمره بالبيع أو الشراء ، لذا يُعتبر هذا أحد أبرز الانتقادات الموجهة لهذا النوع من أنظمة صناع السوق بسبب ما أُعتبر نقصاً في الشفافية التي يقوم عليها سوق الأوراق المالية ، على الرغم من أن النظام يسمح أحياناً لصناع السوق عرض الأسعار على المستثمرين^(١) .

إن أتباع أسواق الأوراق المالية أحد هذه الأنواع لا يعني اعتمادها كلياً عليه خصوصاً في أثناء الأزمات المالية الكبيرة التي تشهدها تلك الأسواق ، والتي قد تُظهر عدم مقدرة صانع السوق لوحده على إعادة التوازن بين العرض والطلب ، فمن الممكن إدخال بعض الأنظمة الإضافية التي تساعد في رقد السوق بالسيولة اللازمة للأوراق المالية ، ونتيجة لنقص السيولة فقد أدخلت بعض الأسواق أنظمة جديدة تُعرف ب(مزود السيولة)، تعمل إلى جانب صناع السوق التقليديين^(٢) . إذ يقوم (مزود السيولة) ، بضخ السيولة الإضافية في حال كان هناك نقص دون أن يكون له الحق في إصدار تسعير خاص ، والذي هو من اختصاص صانع السوق^(٣) ، كما بينا سابقاً .

وبتصورنا أن الأسواق الناشئة في صناعة السوق كالأسواق العربية عليها إتباع صانع السوق المتنافس ، ذلك لضعف الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية من حيث رؤوس الأموال وكذلك الخبرات الإدارية والبشرية والفنية .

المبحث الثاني

متطلبات الترخيص لممارسة نشاط صناعة سوق الأوراق المالية

حتى يُرخص لصانع السوق بمزاولة نشاط صناعة السوق، يجب أن تتوافر فيه جملة من الشروط أوجبها القوانين المُنظمة لهذا النشاط ، على إن توافر هذه الشروط وحدها لا يكفي لمزاولة نشاط صناعة السوق ، إذ يتوجب على صانع السوق القيام بالأجراءات التي تضعها

=في تحديد السعر . يُنظر : همام القوصي ، النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الأوراق المالية ، مصدر سابق ، ص ١١٨ .

(١) د. رمضان الشراح ، مصدر سابق ، ص ٥ .

(٢) مدحت حسن نصر حسن أبو الذهب ، مصدر سابق ، ص ١١٣ .

(٣) - Rule 107B., Supplemental Liquidity Providers, NYSE Rules, adopted: October 29, 2008 (NYSE-2008-108), the last amendment: October 16, 2017 (NYSE-2017-51).

الجهات المختصة في السوق للسماح للجهات الراغبة بالعمل في سوق الأوراق المالية تتمثل هذه الإجراءات بضرورة الحصول على ترخيص مزاوله النشاط .

ولما تقدم سنقسم هذا المبحث على مطلبين ، سنتناول في المطلب الأول : الشروط الواجب توفرها في صانع السوق ، أما المطلب الثاني فسنستعرض فيه لبيان إجراءات الترخيص بمزاوله نشاط صناعة السوق وكالاتي :-

المطلب الأول

شروط الترخيص لممارسة نشاط صناعة السوق

هناك ثمة شروط يجب أن تتوفر في الأشخاص الراغبين بالعمل في مجالات الأوراق المالية ومنها نشاط صانع السوق ، أشارت اليها القوانين المنظمة لنشاط صانع سوق الأوراق المالية، منها ما يتعلق بشكل هذا الشخص ، ومنها ما يتعلق برأس المال المطلوب ، وعليه سنتناول هذه الشروط في فرعين وكالاتي :

الفرع الأول

أن يكون صانع السوق شخصاً معنوياً

إشترطت القوانين المنظمة لنشاط صانع السوق أن يكون شخصاً معنوياً ، وأن يتخذ شكل الشركة لأمكانية مزاوله نشاط صناعة السوق داخل سوق الأوراق المالية .
فبالنسبة للمشرع العراقي وإن لم يُنظم نشاط صانع السوق كما أسلفنا، إلا إنه ومن خلال تنظيمه لبعض الأنشطة داخل سوق الأوراق المالية فقد أشار إلى هذا الشرط ، ففي معرض تنظيمه لنشاط الوسيط المالي وكذلك الحافظ الأمين نلاحظ تأكيده على ذلك .
فكما ذكرنا في موضع سابق عند تعريف الوسيط بأنه يجب أن يكون شخصاً معنوياً ، وكذلك فيما يتعلق بالحافظ الأمين الذي عُرف بأنه (الشخص المعنوي المرخص له من قبل الهيئة لمزاوله نشاط الحفظ الأمين والقيام بأعمال حفظ وتحويل الأوراق المالية من حساب المستثمر لديه إلى حساب المستثمر لدى الوسيط وبالعكس ودفع الإلتزامات المترتبة على تداولها نيابة

عن مستثمريها^(١) ، ولقد أشرت المادة (الثانية) من التعليمات المنظمة لنشاط الحافظ الأمين في سوق العراق للأوراق المالية أن يكون الحافظ الأمين شخصاً معنوياً وأن يتخذ أحد الأشكال الآتية:-

(أ- مصرف عراقي مجاز ويُشترط حصول موافقة البنك المركزي العراقي لممارسة هذا النشاط.
ب- شركة عراقية مساهمة متخصصة بتقديم الخدمات المالية .

ج- فرع لمصرف أجنبي شرط أن يكون مرخصاً من المصرف الأم لمزاولة هذا النشاط ويُشترط حصول موافقة البنك المركزي العراقي)، وعليه يمكن أن يكون الشخص المعنوي بحسب القانون العراق أما شركة مساهمة أنشأت بموجب قانون الشركات أو مصرف مجاز من قبل البنك المركزي العراقي سواء أكان هذا المصرف عراقي أو فرع لمصرف أجنبي .

وبدورنا نقترح على المشرع العراقي في حال نظم نشاط صانع السوق أن يشترط إتخاذ صانع السوق شكل شركة مساهمة لما تمتاز به هذه النوعية من الشركات بالتنظيم الإداري العالي والملاءة المالية .

ومن الجدير بالذكر أن التشريعات التي نظمت نشاط صانع السوق والتي هي محل المقارنة في بحثنا هذا لم تتطرق لجنسية صانع السوق وهل من الممكن أن يكون صانع السوق شخصاً أجنبياً؟ وفيما يتعلق بهذا الشرط فيبدو إنه شرط غاية بالأهمية فقد أكدت عليه القوانين المقارنة لإمكانية مزاولة الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية ، ومنها نشاط صانع السوق .

أما في القانون الكويتي فعلى الرغم من أن تعريف صانع السوق الوارد ذكره في قانون هيئة أسواق المال وكذلك اللائحة التنفيذية جاء خالياً من بيان شكل صانع السوق إلا إن اللائحة التنفيذية أشارت على أن صانع السوق يجب أن يتخذ شكل الشركة المساهمة ، ففي الملحق رقم (1) من الكتاب الخامس والمتعلق بمتطلبات رأس المال والشكل القانوني للأشخاص ، المرخص لهم بمزاولة الأنشطة داخل بورصة الأوراق المالية الكويتي^(٢) .

في حين إن القانون المصري ، ومن خلال قرار وزير الإستثمار المصري رقم (293) لسنة 2007 المتعلق بإضافة نشاط صانع السوق لأنشطة الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية المنصوص عليها في المادة (27) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل ، نلاحظ إن المادة (29) من القانون سوق رأس المال المصري قد أشرت أن تتخذ

(١) التعليمات رقم (17) لسنة 2012 المتعلقة بنشاط الحافظ الأمين في سوق العراق للأوراق المالية والمنشور على الموقع الإلكتروني لمركز الإيداع العراقي، تم زيارة موقع مركز الإيداع في ٢٠/٩/٢٠٢٠ .
www.idc-stocks.com

(٢) تمت الإشارة إليه في موضع سابق تحت عنوان الملحق رقم (١) في نهاية الرسالة .

الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل الشركة المساهمة أو شركة توصية بالأسهم لإمكانية الحصول على الترخيص الذي يُمكنها من مزاوله النشاط داخل سوق الأوراق المالية . ما يُفهم بأن صانع السوق يجب أن يكون شخصاً معنوياً .

بينما أشار قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية على أن يكون الترخيص للشركات المنصوص عليها بالبند (ب) من المادة (27) من قانون رأس المال بمزاولة نشاط صانع السوق وفقاً للضوابط الآتية :- (... ٢- أن يكون أكثر من 50 % من مساهمات الشركة في شركات مرخص لها من الهيئة بالعمل في أنشطة متصلة بمجال الأوراق المالية ...)^(١).

إما القانون الأمريكي ، وفي سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) فإنه إشتراط أن يكون صانع السوق شخصاً معنوياً ويتضح ذلك من تعريفه صانع السوق بأنه (عضو مؤسستاتي يخضع لمتطلبات معينة ...).

وعليه فإن حصر نشاط صانع السوق بالشخص المعنوي دون الطبيعي له العديد من المزايا ، ذلك إن الشخص المعنوي سواء أكان شركة مختصة بصناعة السوق أم مصرفاً مختصاً ، يسمح عادةً بتكوين رؤوس الأموال الكبيرة التي تساعد في نجاح مهمة صانع السوق والتي قد يعجز الشخص الطبيعي عن تكوينها بمفرده^(٢) ، كذلك عملية صناعة السوق غالباً ما تكون محفوفة بالمخاطر وعليه فإن رأس المال هو خير ضمانة للمتعاملين والسوق مع هذه الشركات، إضافة لذلك فإن الأشخاص المعنوية كالشركات تمتاز بالتنظيم الإداري والفني العالي الذي يمكنها من أنجاز أعمالها بأفضل صورة .

الفرع الثاني

توفير الحد الأدنى من رأس المال

يترتب على ممارسة أي نشاط من الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية جملة من الإلتزامات وهذه الإلتزامات تتطلب ضمانات للإيفاء بها^(٣) ، ومن بين هذه الأنشطة نشاط صانع سوق

^(١) نصت (ف/٢ – م/١) قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية المصري رقم (1200) لسنة 2018 المتعلق بتعديل قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (265) لسنة 2014 بشأن شروط وإجراءات الترخيص بممارسة نشاط صانع السوق ، المنشور على موقع الهيئة العامة للرقابة المالية الإلكتروني تاريخ الزيارة في ٢٠/١١/٢٠٢٠

^(٢) د. عبد الباسط كريم مولود ، تداول الأوراق المالية ، دراسة مقارنة ، طبعة أولى ، منشورات الحلبي الحقوقية بيروت - لبنان ، 2009 ، ص ١٧٤ .

^(٣) د. عبد الباسط كريم مولود ، مصدر سابق ، ص ١٨٣ .

الأوراق المالية ، لذلك نلاحظ أن التشريعات تتطلب توافر حد معين من رأس المال لدى الشركات العاملة في مجال صناعة السوق قبل الترخيص لها بمزاولة هذا النشاط أو حتى الأنشطة الأخرى.

ففي التشريع العراقي نستخلص أهمية شرط توافر الحد الأدنى من رأس المال من خلال نشاط الوسيط وكذلك الحافظ الأمين في سوق الأوراق المالية ، فقد أشرط توفير مبلغ معين كحد أدنى لرأس مال الشركة الراغبة بمزاولة هذين النشاطين. فالوسيط المالي يجب أن لا يقل رأس مال الشركة طالبة الترخيص عن مبلغ معين ، وهذا المبلغ حددته إدارة سوق العراق للأوراق المالية في معرض أجازتها لخمس شركات وساطة بموجب كتابها المرقم ٤/١٧١٦ في ٢٠٠٩/١٢/١٧ بمبلغ لا يقل عن (١٠٠) مليون دينار عراقي^(١) ، وبتصورنا إن مبلغ (١٠٠) مليون مبلغ قليل بالنسبة لأعمال شركات الوساطة المالية ، ونقتراح أن يتم تعديل هذا المبلغ وجعله (مليار دينار) عراقي أو أكثر من ذلك .

بينما نصت الفقرة (٢) من المادة الثانية من تعليمات الحافظ الأمين على إنه (يشترط لترخيص نشاط الحفظ الأمين للأوراق المالية ما يأتي ... ٢- أن لا يقل رأس المال المدفوع لمزاولة هذا النشاط عن (٥٠) مليار دينار...)^(٢) . وهذا المبلغ الكبير يدل على حجم الإلتزامات الملقاة على ممارسة هذا النشاط .

وعليه نقتراح على المشرع العراقي تحديد حد أدنى لا يقل عن خمسة مليار دينار عراقي للشركات الراغبة بمزاولة نشاط صانع السوق في حال رغب المشرع العراقي تنظيم هذا النشاط مستقبلاً.

أما في التشريعات المقارنة التي نظمت نشاط صانع السوق فقد إستلزمت توافر الحد الأدنى من رأس المال كأحد شروط الترخيص .

ففي القانون الكويتي يتطلب الترخيص لمزاولة نشاط صانع السوق أن يكون الحد الأدنى من رأس مال الشركة لا يقل عن (١٠) مليون ديناركويتي ، فقد نصت المادة الأولى من الكتاب الخامس المتعلق بمتطلبات رأس المال والشكل القانوني للأشخاص المرخص لهم على (يكون

(١) حددت آلية تنفيذ التعليمات المتعلقة بإجازة خمس شركات وساطة جديدة لسنة 2009 الحد الأدنى لرأس مال الشركة الراغبة بمزاولة أعمال الوساطة بمبلغ (١٠٠) مليون دينار عراقي .

(٢) التعليمات رقم (17) لسنة 2012 المتعلقة بنشاط الحافظ الأمين في سوق العراق للأوراق المالية والمنشور على الموقع الإلكتروني لمركز الإيداع العراقي، تاريخ الزيارة ٢٠٢١/١/١٥ . www.idc.stocks.com

الحد الأدنى لرأس المال المدفوع ... ٩ - صانع السوق عشرة مليون دينار (١٠) مليون دينار كويتي^(١) .

وما يجدر ذكره إن هيئة السوق أكدت على مبدأ غاية بالأهمية وهو ما يعرف (محفظه صانع السوق)^(٢) ، وهي البوتقة الضامنة لوجود خزين كافي من الأموال النقدية في محفظه صانع السوق ، فقد أكدت الهيئة أنه (يجوز للبورصة أن تضع الحد الأدنى لقيمة المبالغ النقدية في محفظه صانع السوق اللازمة للترخيص بممارسة نشاط صانع السوق)^(٣) .

ومن الجدير بالذكر أن القانون الكويتي لا يُجيز استخدام محفظه صانع السوق في الأنشطة الأخرى التي يمكن أن تزاولها الشركة صانعة السوق ، بعبارة أخرى أن الأموال الموجودة في المحفظه هي أموال مخصصة لصناعة السوق لا غير ، ومن خلال النصين، علينا التمييز بين رأس مال الشركة كأحد شروط تأسيس الشركة والترخيص ، وبين المحفظه التي يجب أن تُخصص لصناعة السوق ، وبهذا فإن المشرع الكويتي أجاز لهيئة السوق تحديد الحد الأدنى من الأموال النقدية في محفظه صانع السوق ، أي أنه جعلها مسألة تقديرية لهيئة من خلال أبتدائه بكلمة يجوز .

أما القانون المصري فقد نظم نشاط صانع السوق بموجب قرار وزير الإستثمار المصري بالرقم (293) لسنة 2007 ، وقد بيّن القرار الحد الأدنى لرأس مال الشركة الراغبة بمزاولة نشاط صانع السوق بمبلغ عشرة مليون جنيه مصري و أشتراط القانون أن يكون مدفوعاً بالكامل، في حين أشتراط القرار رقم (14) لسنة 2007 الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية^(٤)، بأن يكون الحد الأدنى لرأس مال الشركة العاملة في صناعة السوق مبلغ لا يقل عن عشرة مليون جنيه سواء كان مُصدراً أم مدفوعاً ، إن القانون المصري إشتراط على الشركات صانعة السوق (تخصيص مبلغ نقدي لا يقل عن عشرة ملايين جنيه مصري لكل ورقة مالية تقوم بصناعة

(١) الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية الكويتية رقم (72) لسنة 2015 للمزيد ينظر : الملحق رقم (1) في نهاية الرسالة .

(٢) أشار الكتاب الأول من اللائحة التنفيذية المرقمة (72) لسنة 2015 والخاص بالتعريفات على إن المقصود بمحفظه صانع السوق هي (حساب يتضمن نقداً أو أوراق مالية بنسب تحددها البورصة وتخصص لمزاولة نشاط صانع السوق) .

(٣) (ف/١١ - م /٤) الفصل الأول من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية الكويتية الملحقه بقانون هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية رقم (22) لسنة 2015 .

(٤) قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية والمتعلق بمعايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المعدل بقرار الهيئة المرقم (77) لسنة 2017 المنشور على موقع الهيئة الإلكتروني . تاريخ الزيارة ٢٠٢١/١/١٧ .

سوقها^(١) . وعليه فإن هذا المبلغ يتصاعد كلما كانت الشركة تعمل على صناعة سوق أكثر من ورقة.

وفي الوقت الذي أجاز القانون للشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية بممارسة أكثر من نشاط إلا إنه إشتراط على الشركات صناعة السوق فصل نشاط صانع السوق عن الأنشطة الأخرى التي تزاولها و إمساك حسابات وسجلات منفصلة لهذا النشاط^(٢) . ويجب علينا إن نُفرق بين الشركات المسجلة في سجل الشركات ، والعاملة في سوق الأوراق المالية قبل نفاذ قرار وزير الإستثمار المرقم (293) لسنة 2007 المتعلق بإضافة نشاط صانع السوق لإنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية التي يشترط لتسجيلها توفر الحد الأدنى من رأس المال وهو عشرة ملايين جنيهه ، وهذه الشركات عليها تخصيص مبلغ نقدي لا يقل عن عشرة ملايين جنيهه لكل ورقة مالية تصنع سوقها ، وبين الشركات الراغبة في صناعة السوق بعد نفاذ هذا القرار والتي أستوجب القانون توافر الحد الأدنى لرأس المال المطلوب كشرط للتأسيس ، وبين المبلغ المخصص للترخيص لها بصناعة السوق . على كل حال يجب أن لا يفهم بأن على الشركات صناعة السوق أن تستخدم مبلغ العشرة مليون بأجمعه في صنع سوق الورقة المالية خلال جلسات التداول اليومية ، ذلك إن القانون وضع نسب محددة يمكن من خلالها أن يتحرك صانع السوق لتنفيذ إلتزاماته في صناعة السوق في موقف يقترب من موقف القانون الكويتي وإن إختلفت هذه النسب وطريقة تنفيذها .

أما موقف القانون الأمريكي فإنه يُلزم صُناع السوق المالية أن تحدد تفاصيل المقدرة المالية ومن ضمنها توفير الحد الأدنى من الأموال النقدية التي يستخدمها صانع السوق في صناعة سوق الأوراق المالية ، فنجد في كتاب صناعة السوق الذي أصدره سوق نيويورك (NASY) في مارس سنة 2020 ، قد فرضت قاعدة أطلق عليها مطلب المديونية الأجمالي والتي تلزم صناع السوق (الحفاظ على الحد الأدنى من صافي رأس المال ، الذي هو أكبر من 100,000 دولار ، أو 2,500 لكل ورقة مالية مسجل عليها كصانع سوق ، مالم يكن الأمر يجعل من السوق غير متوازن بحيث يجعل القيمة السوقية للورقة 5 دولار وفي هذه الحالة يكون صافي المبلغ لا يقل عن 1000 دولار لكل ورقة مالية)^(٣) .

^(١) (ف/٢- م/١) من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية المرقم (265) والصادر في 2014/3/27 بشأن شروط وإجراءات الترخيص بممارسة نشاط صانع السوق للشركات المنصوص عليها .

^(٢) (ف/٤ - م/١) من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (1200) لسنة 2018 بشأن تعديل قرار رئيس الهيئة المرقم (265) لسنة 2014 منشور على موقع الهيئة العامة للرقابة المالية المصري ، تاريخ الزيارة ١٨ /

www.fra.gov.eg

٢٠٢١ /١

^(٣) ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :-

Market Maker NYSE March 2020 part (1) (a) (Market Maker subject to the Aggregate Indebtedness Requirement must maintain minimum net capital that is the greater of :\$ 1000,000 or \$2,500 for each security that it is registered as a Market Maker , unless a security in which it makes a market has a market value of \$5 or less , in which event the amount of net capital shall be not less than \$1000 for each security) . www.nyse.com

وهذا ما ينسجم والمتطلبات المنصوص عليها في المادة (Sec 15/C/3-1) من قانون هيئة الأوراق المالية والأسواق الأمريكية (SEC) ، وبهذا نلاحظ أن سوق نيويورك قد حدد المبلغ الأدنى لرأس المال المطلوب بشكل عام ، كما حدد النسب المخصصة لكل ورقة مالية يصنع سوقها .

المطلب الثاني

أجراءات ترخيص صناعة سوق الأوراق المالية

لمزاولة إي نشاط داخل سوق الأوراق المالية ، ومنها نشاط صانع السوق يستلزم القيام بإجراءات معينة ، تفرضها القوانين واللوائح المنظمة لعمل السوق الهدف منها ضبط أنشطة الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية ، ويأتي في مقدمة هذه الإجراءات ضرورة تقديم طلب الحصول على الترخيص من الجهات المعنية لمزاولة ذلك النشاط ، كذلك على الجهات المعنية إصدار قرارها بالطلب وأمكانية الطعن فيه وهو ما سنبيّنه في فرعين وكالاتي :-

الفرع الأول

تقديم طلب للحصول على الترخيص من الجهة المختصة

لا خلاف في إن على الشركات الراغبة بمزاولة أي نشاط داخل سوق الأوراق المالية ، أن تقدم طلب للحصول على الترخيص من الجهات المعنية في السوق لأمكانية مزاولة هذا النشاط .
ففي القانون العراقي ، نلاحظ إن المشرع العراقي وفي معرض تنظيمه لنشاط الوسيط المالي وكذلك الحافظ الأمين إشتراط الحصول على رخصة السوق ، فضلاً عن أنه في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية قد عرف الوسيط بأنه (**الشخص المخول من قبل مجلس المحافظين ...**)^(١) ، أي إنه إشتراط الحصول على الترخيص من قبل مجلس المحافظين، كذلك التعليمات المحدثة أشارت على أن الترخيص يصدر للوسيط المالي من قبل الهيئة والمجلس ، ونستخلص ذلك من خلال تعريفها للوسيط المالي على إنه (**الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس لممارسة أعمال الوساطة المالية في الأوراق المالية ...**)^(٢) . إلا إنه لم يُبين الآلية التي يمكن من خلالها الحصول على رخصة الوسيط المالي ، إلا أنه وفي معرض الترخيص لخمس

(١) القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 العراقي .

(٢) (ف/٢٢) من التعريفات الواردة في التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية في العراق تحديثات 2015

شركات وساطة في سوق العراق للأوراق المالية^(١)، فقد أصدرت هيئة الأوراق المالية تعليمات بيّنت الألية التي يتم من خلالها تقديم طلب الترخيص للعمل في الوساطة المالية ، وبموجب التعليمات الصادرة عن الهيئة بهذا الشأن فقد نصت على إنه (تُقدم طلبات الحصول على إجازة شركات الوساطة المالية إلى سوق العراق للأوراق المالية)^(٢) ، وذلك وفقاً لنموذج مُعد سلفاً من إدارة سوق العراق للأوراق المالية بهذا الخصوص ، يتضمن الطلب معلومات متعلقة بالشخص طالب الترخيص تتمثل (إسم الشركة ، مركزها الرئيسي ، عنوانها ، مكان فروعها إن وجدت ، إسم مديرها المفوض)، بعد تقديم الطلب مرفقاً معه كافة البيانات والمستندات المطلوبة إلى مجلس المحافظين في السوق ، يقوم المجلس بدراسة الطلب للتأكد من توافر جميع الشروط المطلوبة ، بعدها يُصدر قراره بالمصادقة أو الرفض . وما يؤخذ على هذه التعليمات إنها الأخرى لم تنطبق للمدة التي يبقى فيها الطلب أمام المجلس للبت فيه على الرغم من أهمية تحديدها ، كذلك لم تشترط أن يكون قرار الرفض مسبباً ، ولم تحدد الجهة التي يمكن اللجوء إليها للطعن بقرار المجلس شأنها شأن القانون المؤقت وكذلك التعليمات المحدثة .

تجدر الإشارة الى إن مشروع قانون الأوراق المالية لسنة 2008 قد نظم ألية تقديم الطلب بشيء من التفصيل^(٣).

(١) تعليمات إجازة خمس شركات وساطة جديدة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2009 ، والتي أقرتها هيئة الأوراق المالية بموجب قرارها المرقم ٤/١٧١٦ في ٢٠٠٩/١٢/١٧ .

(٢) (١/م) من التعليمات المتعلقة بإجازة خمس شركات وساطة جديدة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2009.

(٣) تضمن مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة 2008 الألية التي من خلالها يتم تقديم طلب الحصول على الرخصة لمزاولة أنشطة الأوراق المالية ، فقد نُظمت هذه الألية في القسم الثاني من هذا القانون فقد نصت الفقرة (أ) من المادة (47) على (يجب أن يُقدم للهيئة طلب الحصول على رخصة وسيط أو مضارب أو متعهد تغطية أو متعهد تغطية بأفضل الجهود ...) ، كما تضمنت الفقرة (ب) من المادة نفسها على ماذا يشتمل الطلب :-

- ١- أسم طالب الرخصة وإسمه التجاري ٢- نوع الشركة
- ٣- مكان العمل الرئيسي لطالب الرخصة ومكتبه الرئيسي وفروعه ، إن وجدت .
- ٤- عنوان السكن وعنوان العمل لكافة الأشخاص الحاليين أو المتوقعين المنتسبين لطالب الرخصة وللمالكين ملكية نفعية لما نسبته 10% أو أكثر من طالب الرخصة .
- ٥- طبيعة عمل طالب الرخصة والمدة الزمنية التي قام خلالها بهذا العمل .
- ٦- الإفصاح عن أي جريمة أو جنحة أدين بها طالب الرخصة أو أي من الأشخاص الحاليين أو المتوقعين المنتسبين لطالب الرخصة وللمالكين ملكية نفعية لما نسبته 10% أو أكثر من طالب الرخصة .
- ٧- أي معلومات إضافية تراها الهيئة ضرورية لإثبات إستيفاء طالب الرخصة للمتطلبات المالية والتشغيلية للتريخيص) . في حين ألزمت الفقرة (د) منها على الهيئة البت بقرار قبول أو رفض الطلب خلال 45 يوماً من تاريخ إستلام الطلب ، لكنها لم تشترط أن يكون قرار الرفض مسبباً وإن أجازت لصاحب الشأن طلب جلسة إستماع لأقواله وفق أحكام المادة (72) من مشروع القانون هذا المنشور على موقع هيئة السوق تاريخ الزيارة ٢٠٢٠/١٢/١٠

<http://www.isx-iq.net>

وبدورنا نقترح على المشرع العراقي إذا ما نظم نشاط صانع السوق ، أن تكون آلية تقديم الطلب الى هيئة السوق وفقاً لنموذج تضعه الهيئة مسبقاً ، وأن تكون مدة دراسة الطلب هي (٣٠) يوماً من تاريخ تقديمه مستوفياً كافة البيانات المطلوبة ، وعلى الهيئة البت بالطلب خلال هذه المدة وإن يكون قرارها في حالة الرفض مسبباً ، وتحديد الجهة المختصة بنظر التظلمات والطعون في قرارات الهيئة بهذا الصدد .

وفي التشريعات المقارنة التي نظمت نشاط صانع السوق فإنها أكدت على ضرورة الحصول على الرخصة اللازمة لمزاولة نشاط صناعة السوق من الجهات المختصة .

ففي القانون الكويتي يُقدم طلب الترخيص لمزاولة أي نشاط من أنشطة الأوراق المالية ، ومنها نشاط صانع السوق ، عن طريق الشخص نفسه أو من يمثله قانوناً أو من قبل المؤسسين بالنسبة للشركة تحت التأسيس وفقاً للنموذج المعد لذلك^(١)، ويجب أن يتضمن طلب الترخيص المعلومات والمستندات التي أشارت إليها المادة (١-5) الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية^(٢) وهي :-

١- أسم مقدم طلب الترخيص ، وعنوانه ، ورقم الهوية إذا كان شخصاً طبيعياً أو رقم السجل التجاري إذا كان شخصاً اعتبارياً .

٢- خطة عمل تحتوي على جميع التفاصيل المبينة بالملحق رقم (5)^(٣)، (نموذج طلب الترخيص) من هذا الكتاب .

٣- تحديد أنشطة الأوراق المالية التي يرغب مقدم الطلب بمزاومتها .

٤- بيان رأس المال المصدر والمدفوع للشركة التي ستقوم بمزاولة النشاط محل الطلب .

٥- بيان عن المساهمين الذين تصل ملكيتهم إلى نسبة 5% أو أكثر في رأس مال الشركة التي ستقوم بمزاولة النشاط (...)

ومن خلال النص أعلاه فإن القانون الكويتي لم يُحدد الجهة المختصة بإستلام الطلبات ، إلا

إنه يمكن لنا القول بأن هيئة السوق هي المعنية بذلك بدلالة المادة (1-7) من الكتاب الخامس من

اللائحة التنفيذية التي نصت على (تدرس الهيئة طلب الترخيص ، ولها أن تُخطر طالب

الترخيص بضرورة تقديم أي معلومات أو مستندات إضافية...)^(٤) . علماً أن مدة الترخيص هي

ثلاث سنوات ، فقد نصت المادة (12) من الفصل الأول الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية على

(١) نموذج طلب تسجيل نشاط صانع سوق في سوق الكويت ، تحت عنوان الملحق رقم (٢) في نهاية الرسالة .

(٢) اللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 الملحقة بقانون هيئة أسواق المال المرقم (7) لسنة 2010 المعدل .

(٣) نموذج رقم (٥) المتعلقة بطلب ترخيص مزاولة أنشطة أوراق مالية والمشار إليها في قسم الملاحق تحت عنوان ملحق رقم (٣) في نهاية هذه الرسالة .

(٤) (٧/ف-١/م) الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية الكويتية رقم (72) لسنة 2015 بإمكان الهيئة طلب تقديم أي معلومات أو مستندات للتأكد من توافر بعض الأمور الضرورية لمزاولة النشاط (أ- القدرة والكفاءة المطلوبة لمزاولة النشاط محل طلب الترخيص . ب- الموارد الكافية لمزاولة النشاط محل طلب الترخيص ...) .

يظل ترخيص مزاولة نشاط الأوراق المالية سارياً لمدة ثلاث سنوات من تاريخ منحه ، ويجوز تجديد الترخيص لمدة أو مدد مماثلة بناءً على طلب ...).

وتجدر الإشارة الى إن الترخيص بمزاولة أنشطة الأوراق المالية تختلف عن التسجيل لصناعة سوق ورقة مالية، ذلك إن التسجيل يبقى ساري المفعول لمدة سنة واحدة يمكن تجديدها لمدة مماثلة^(١) ، وعلى الهيئة وخلال ثلاثة أشهر من تاريخ إستلام الطلب مستوفياً البيانات والمستندات المطلوبة كافة أن تَبُت فيه أما بالقبول أو الرفض^(٢) .

أما في القانون المصري :- فإن الجهة المختصة بإصدار التراخيص هي الهيئة العامة للرقابة المالية ، ونستخلص ذلك من خلال نص المادة الأولى من القرار المرقم (487) لسنة 2019 فقد نصت على أن (تتقدم الشركة المرخص لها من الهيئة العامة للرقابة المالية بمزاولة نشاط صانع السوق للبورصة للقيّد بسجل العضوية...^(٣)، وقد بينت المادة الثانية من القرار المرقم (265) لسنة 2014 ، المستندات المطلوبة بما يلي:-

(١- هيكّل مساهمات الشركة ونسخة حديثة من السجل التجاري لكل شركة من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية التي تساهم فيها .

٢- الوحدة الإدارية المختصة بممارسة نشاط صانع السوق بالهيكل التنظيمي للشركة .

٣- مايفيد توافر شروط الخبرة والكفاءة في القائمين على إدارة النشاط ...

٤- أدلة العمل لنشاط صانع السوق موضحاً بها الدورة المستندية والحسابات والسجلات الخاصة بالنشاط .

٥- إجراءات الرقابة الداخلية التي تحول دون تسريب المعلومات التي تتصل بعلم الشركة بمناسبة ممارسة نشاط صانع السوق ...^(٤) .

^(١) نصت (ف/١- م/٤١) من الفصل الأول من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية على (يُسجل صانع السوق لمزاولة نشاطه على ورقة مالية مُعينة لمدة سنة قابلة للتجديد ، ولا يحق له طلب إعفائه من مزاولة نشاطه على هذه الورقة خلال الثلاثة أشهر الأولى من بعد مزاولته لنشاطه عليها ...) .

^(٢) (ف/٩- م/١) من الفصل الأول من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية (تَبُت الهيئة في طلب الحصول على الترخيص خلال ثلاثة شهور من تاريخ إستلام الطلب مستوفياً جميع المعلومات والمستندات المبينة في المادة (5-1) ...) ، تم الإشارة إلى هذه المستندات في الملحق رقم (٥) والمشار إليها تحت عنوان رقم (٤) في قسم الملاحق في نهاية الرسالة .

^(٣) القرار المتعلق بتعديل المادة (3) والمادة رقم (6) من القرار رقم (3) لسنة 2019 بشأن قواعد عمل صانع السوق على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية المنشور على موقع الألكتروني للبورصة المصرية وفق نموذج قيد الأعضاء المشار إليه في قسم الملحق بالرقم (٥) في نهاية الرسالة www.egx.com.e

^(٤) عدلت المادة الأولى فقط من هذا القرار بموجب القرار المرقم (1200) لسنة 2018 بشأن شروط وإجراءات الترخيص بممارسة نشاط صانع السوق منشور على الموقع الألكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية ، تاريخ الزيارة ٢٠٢١/١/٢٠ .

بعدها تقوم الهيئة بدراسة الطلب وتُصدر قرارها خلال مدة محددة ، وقد حُددت هذه المدة من خلال نص المادة الثالثة من القرار أعلاه (تُصدر الهيئة قرارها بالبت في طلب الترخيص خلال 60 يوماً على الأكثر من تاريخ تقديم الأوراق مستوفاة إليها ، وفي حال رفض الطلب يجب أن يكون القرار مسبباً ...) .

وتجدر الإشارة أن القانون المصري لم يحدد مدة الترخيص مما يفهم بأنها تظل سارية المفعول طالما كان الشخص المرخص محتفظ بشروط الترخيص ، بخلاف القانون الكويتي كما رأينا ، علماً إن آلية مزاوله نشاط صانع السوق تستوجب الحصول على عضوية السوق، فقد أشارت المادة الأولى من القرار المرقم (487) لسنة 2019 بإن (تتقدم الشركة المرخص لها من الهيئة العامة للرقابة المالية بمزاولة نشاط صانع السوق للبورصة بطلب للقيّد بسجل العضوية وفقاً لقواعد العضوية والعقود المبرمة بينها وبين البورصة على أن ترفق بطلبها المستندات المبينة بالملحق رقم (3) من ملاحق قواعد العضوية ...)⁽¹⁾ ، وهذه المستندات تضمنها الملحق الخاص والمُعد مسبقاً من قبل هيئة السوق⁽²⁾ .

أما في القانون العراقي فإن مجرد الحصول على ترخيص هيئة السوق يكتسب المرخص له العضوية أما القانون الكويتي فإنه لم يتطرق لضرورة الحصول على عضوية السوق ، ويبدو من ذلك إن مجرد الحصول على ترخيص الهيئة لمزاولة نشاطه في مجال الأوراق المالية فإنه يصبح عضواً في السوق ، كما هو الحال في القانون العراقي .

وفيما يتعلق بالقانون الأمريكي فإنه لم يُجز لأي شخص سواء كان طبيعياً أم معنوياً مزاوله العمل كوسيط أو تاجر في السوق ، إلا إذا كان مرخصاً ، كوسيط أو تاجر ، وقد جاء التأكيد على ذلك في قانون تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكي لسنة ١٩٣٤ (SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934). وذلك بموجب أحكام الفصل الخامس عشر (Sec:15/a/1) فقد نص على (لا يجوز قانوناً للشخص سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً ، أن يزاول الأعمال كوسيط أو تاجر مالم يكن مستثنى متى كان عضواً في هيئة صناعة الأوراق الوطنية للاستفادة منها أو أي وسيلة أو أداة من النظام المشترك بين الولايات مالم يتم تسجيل هذا الوسيط أو

(1) القرار المتعلق بتعديل المادة (3) والمادة رقم (6) من القرار رقم (3) لسنة 2019 بشأن قواعد عمل صانع السوق على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية .

(2) نصت المادة (19) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل على (تمسك كل بورصة سجلاً تقيد به الشركات المرخص لها بالعمل في مجال الأوراق المالية التي تباشر نشاطها بها ، ويتم القيد مقابل رسم مقداره عشرة آلاف جنيه و إشتراك سنوي مقداره ١% من رأس مال الشركة بحد أقصى خمسة آلاف جنيه) .

التاجر وفقاً للفقرة (b) من هذا القسم^(١) . تتم إجراءات الترخيص بحسب القانون الأمريكي من خلال تقديم طلب إلى هيئة الأوراق والأسواق الأمريكية (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION – SEC) ، كما أشارت قواعد صانع سوق نيويورك للأوراق المالية على أن يرفق مع الطلب جميع الوثائق والمستندات المتعلقة بالشخص الراغب بالعمل كوسيط أو تاجر والأشخاص المرتبطين به ، إنسجاماً على ما نصت عليه الفقرة (Sec:15/2/1/b) ، حيث جاء فيها (يجوز الترخيص كوسيط أو تاجر عن طريق تقديم طلب الترخيص وفق الشكل المطلوب ، وإن يكون مرفقاً بالمعلومات والوثائق المتعلقة بالوسيط أو التاجر أو بالأشخاص المرتبطين معهم)^(٢) ، فيقوم الشخص الراغب بالتسجيل (الترخيص) بملء النموذج المعد لهذا الغرض من قبل هيئة السوق ، والذي يتضمن البيانات الخاصة بالشخص طالب الترخيص ، والمستندات التي يستلزمها الترخيص^(٣) ، بعدها تقوم الهيئة بدراسة الطلب للتأكد من مدى جدارة وإمكانيات مُقدم الطلب لمزاولة النشاط محل طلب الترخيص ، على أن تقوم الهيئة بإصدار قرارها خلال مدة معينة قانوناً وهي مدة (٤٥) يوماً من تاريخ تقديم الطلب وللهيئة الحق في تمديد هذه المدة إذا رأت هناك أسباب تستوجب التمديد شرط موافقة مقدم الطلب على التمديد وفي حال عدم موافقته يعد الطلب لاغياً كأن لم يكن وهو ما نصت عليه المادة نفسها (...يجوز للهيئة أن تحدد حسب الضرورة أو المصلحة العامة أو لحماية المستثمرين في غضون

^(١) ورد النص باللغة الإنكليزية على النحو الآتي :

Sec 15 /a/1 (It shall be unlawful for any broker or dealer which is either a person other than a natural person or a natural person not associated with a broker or dealer which is a person other than a natural person (other than such a broker or dealer whose business is exclusively intrastate and who does not make use of any facility of a national securities exchange) to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to effect any transactions in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security (other than an exempted security or commercial paper, bankers' acceptances, or commercial bills) unless such broker or dealer is registered in accordance with subsection (b) of this section) .

^(٢) ورد النص باللغة الإنكليزية على النحو الآتي :

Sec/ 15 . (b)(1) A (broker or dealer may be registered by filing with the Commission an application for registration in such form and containing such information and documents concerning such broker or dealer and any persons associated with such broker or dealer as the Commission).

^(٣) ينظر الملحق رقم (٦) في نهاية الرسالة .

خمسة وأربعون يوماً من تاريخ تقديم الطلب أو ضمن مدة أطول من ذلك إذا وافق عليها مقدم الطلب...^(١).

الفرع الثاني

أصدار نتيجة طلب الترخيص وأمكانية الطعن فيه

بعد أن تتقدم الشركة بطلب للحصول على الترخيص الذي يمكنها من مزاولة نشاطها في الأوراق المالية ، تقوم الجهة المختصة بإستلام الطلبات بدراستها ومن ثم إصدار قرارها ، أن القانون ألزم هذه الجهات بأن يكون قرارها مسبباً في حالة الرفض وهو أمر غاية بالأهمية للوقوف على أسباب الرفض ومن ثم إمكانية معالجتها .

ففي التشريع العراقي لم يتضمن القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 كذلك التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية لسنة 2015 ، الألية التي يصدر من خلالها الطلب ولا حتى كيفية الطعن بنتيجة الطلب إذا ما تم رفضه، إلا إنها نُظمت في مشروع قانون الأوراق المالية.

أما في التشريعات المقارنة ، فانها نظمت الية البت بالطلب والجهة المختصة فيه بشكل أفضل وأوسع مما هي عليه بالقانون العراقي .

وفي القانون الكويتي يُفترض بهيأة السوق إن تُصدر قرارها المتعلق بالطلب خلال مدة ثلاث أشهر وفي حالة رفض الطلب يجب أن يكون الرفض مسبباً ، (تبت الهيئة في طلب الترخيص خلال ثلاثة شهور من تاريخ إستلام الطلب مستوفياً...)^(٢) .

إن القانون الكويتي وإن لم يُصرح بإمكانية التظلم أو الطعن بالقرار، وهو ما يُعد نقصاً تشريعياً كان المفروض على المشرع الكويتي تلافيه خصوصاً وإنه نظم نشاط صانع السوق بشيء من التفصيل ، ولكن بالرجوع الى اعمال ومهام مجلس التاديب المنصوص عليه في الفصل السادس من الكتاب الثاني من اللائحة التنفيذية فقد نصت المادة الأولى (يُنشا مجلس تاديب او اكثر في الهيئة، يتشكل من ثلاثة اعضاء برئاسة قاضٍ يندبه مجلس القضاء الاعلى وعضوين من ذوي الخبرة في الشؤون المالية والاقتصادية والقانونية ، وتكون مدة العضوية

^(١) ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي:-

Sec/ 15 . (b)(1) A (by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. Within forty-five days of the date of the filing of such application (or within such longer period as to which the applicant consents...).

^(٢) (ف ١ - م/٩) الفصل الأول من الكتاب الخامس لللائحة التنفيذية الكويتية .

في مجلس التأديب ثلاث سنوات قابلة للتجديد ويتولى مجلس التأديب النظر في الأمور الآتية...
٢- للفصل في التظلمات المرفوعة من قرارات البورصة ولجنة النظر في المخالفات فيها
ويعتبر مجلس التأديب في الهيئة عند نظر التظلمات في قرارات اللجنة بمثابة هيئة إستئنافية
ويكون فصله فيها نهائياً ... (١) ، وبحسب النص ممكن لمجلس التأديب نظر التظلمات المقدمة
من قبل أصحاب العلاقة مباشرةً على القرارات الصادرة من البورصة ، كذلك من الممكن نظر
التظلمات الصادرة من اللجنة المشكلة داخل مجلس التأديب وفي هذه الحالة تكون قرارات مجلس
التأديب بمثابة قرارات الهيئة الاستئنافية فيكون الفصل فيها نهائياً . وعلى ذلك فقد نصت المادة
الثانية من الفصل التاسع من الكتاب الثالث في اللائحة على أنه (يشكل بقرار من المجلس لجنة
لتلقي الشكاوى والتظلمات تتكون من ثلاث أعضاء على الأقل من ذوي الخبرة المالية
والإقتصادية والقانونية يكون من بينهم رئيساً ونائباً لرئيس اللجنة وذلك لمدة سنتين ..كما
تتلقى التظلمات بشأن القرارات التي تصدرها الهيئة... (٢) ، ويُفهم من ذلك إن بالإمكان التظلم
أولاً أمام اللجنة ثم التظلم من قرارات اللجنة أمام مجلس التأديب ثانياً ، وعلى أصحاب العلاقة
تقديم التظلم إلى اللجنة المختصة بإستلام الشكاوى والتظلمات خلال ١٥ يوماً من تاريخ إخطار
ذوي الشأن بالقرار أو نشره في الجريدة الرسمية أو الموقع الإلكتروني للهيئة (٣) ، على أن تبت
الجنة بالتظلم بقبوله أو رفضه خلال ستين يوماً من تاريخ تقديمه وهو ما أشارت إليه المادة
الرابعة من الفصل التاسع من الكتاب الثالث لللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 والتي نصت
على (تبت لجنة الشكاوى والتظلمات في التظلم بقبوله أو رفضه خلال ستين يوماً من تاريخ
تقديمه ، ويعتبر عدم الرد على التظلم خلال ستين يوماً بمثابة رفض له ...) .

أما القانون المصري فأنه الآخر إشتراط أن يكون قرار رفض طلب الترخيص مسبباً ،
وأجاز لذوي الشأن التظلم على هذه القرارات ، حُصصَ الباب الخامس من قانون سوق رأس
المال المصري لتسوية المنازعات التي قد تقع في سوق الأوراق المالية ، وتكفلت المادة (50)
من هذا القانون ببيان كيفية التظلم والجهة المختصة بنظر التظلمات فقد نصت (تُشكل بقرار من
الوزير لجنة التظلمات برئاسة أحد نواب رئيس مجلس الدولة وعضوية إثنين من مستشاري
مجلس الدولة يختارهم المجلس وأحد شاغلي وظائف مستوى الإدارة العليا بالهيئة يختاره
رئيساً وأحد ذوي الخبرة يختاره الوزير) (٤) ، كذلك أشارت المادة (137) من اللائحة التنفيذية

(١) المادة الأولى من الكتاب الثالث لللائحة التنفيذية الكويتية رقم (72) لسنة 2015 .

(٢) المادة الثانية من الكتاب الثالث لللائحة التنفيذية الكويتية رقم (72) لسنة 2015 .

(٣) (م/١-٩) الفصل التاسع من الكتاب الثالث من اللائحة التنفيذية الكويتية رقم (72) لسنة 2015 .

(٤) قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل .

على (يجوز التظلم من قراري رفض التأسيس ، أو طلب الترخيص إلى لجنة التظلمات المنصوص عليها في الباب الخامس من القانون خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إخطار أو علم صاحب الشأن ... وعلى اللجنة البت بالتظلم خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تقديمه أو من تاريخ تقديم الإيضاحات ، ويكون قرار اللجنة بالبت في التظلم نهائياً وناقذاً ولا تقبل الدعوى بطلب الغاء قرار طلب التأسيس أو طلب الترخيص قبل التظلم منه⁽¹⁾) ، وعليه قد تم تنظيم آلية تشكيل لجنة التظلمات في الباب السادس من اللائحة التنفيذية. لذلك على أصحاب الشأن التقدم بالطعن على قرار الهيئة المتعلق بالترخيص خلال 15 يوم من تاريخ صدور القرار أو العلم به وبتصورنا هي مدة معقولة ومناسبة للقيام بإجراءات التظلم ، وخيراً فعل المشرع المصري عندما ألزم اللجنة بمدة خمسة عشر يوماً للبت بالتظلم حتى لا تبقى المنازعات لفترة طويلة تستنفذ الوقت والمال .

وفي القانون الأمريكي فعلى الهيئة المختصة بإستلام الطلبات البت في نتيجة الطلب خلال 45 يوماً. إن القانون الأمريكي أجاز لمقدم الطلب في حال تم رفض طلبه من قبل الهيئة الوقوف على أسباب الرفض وله في سبيل ذلك طلب عقد جلسة لسماع أقواله وردّه على أسباب الرفض. فقد نصت المادة (Sec /15-B) (أو يكون قرار الهيئة رفض طلب الترخيص وبيان أسباب الرفض ويجب إخطار طالب الترخيص بأسباب الرفض وعقد جلسة لسماع أقواله ، على أن تختتم الجلسة خلال 120 يوماً من تاريخ إيداع طلب الترخيص ويمكن لها تمديد هذه المدة 90 يوماً إذا وجدت سبباً وجيهاً وفي هذه الحالة يجب أن يوافق مقدم الطلب على التمديد)⁽²⁾ .

هذا ومن الجدير بالذكر إن منح الترخيص لا يكفي لممارسة الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية، إلا إذا أصبح الوسيط أو التاجر عضواً في جمعية أوراق مالية أو عضواً في جمعية تداول الأوراق المالية الوطنية (National securities exchange) ، وهو ما نصت عليه (Sec 15-B) والتي جاء فيها (... ولا يكون أمر منح التسجيل نافذاً إلا إذا أصبح الوسيط أو

(1) اللائحة التنفيذية المصرية رقم (135) لسنة 1993 .

(2) ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي:

Sec 15 (B) (institute proceedings to determine whether registration should be denied. Such proceedings shall include notice of the grounds for denial under consideration and opportunity for hearing and shall be concluded within one hundred twenty days of the date of the filing of the application for registration. At the conclusion of such proceedings, the Commission, by order, shall grant or deny such registration. The Commission may extend the time for conclusion of such proceedings for up to ninety days if it finds good cause for such extension and publishes its reasons for so finding or for such longer period as to which the applicant consents...).

التاجر عضواً في جمعية مسجلة للأوراق المالية أو أصبح الوسيط أو التاجر عضواً في جمعية الأوراق المالية الوطنية...⁽¹⁾ .

وبعد أن إستعرضنا موقف القوانين المقارنة والإشارة إلى أبرز نقاط الإختلاف فيما بينها ، كألية تقديم الطلب ، والمدة التي يبقى الطلب فيها لدى الهيئة لدراسته ، فقد وجدناها في القانون الكويتي ثلاثة أشهر ، وفي القانون المصري 60 يوماً ، وفي القانون الأمريكي 45 يوماً من الممكن أن تمدد بحسب قرار الهيئة المختصة . كما لاحظنا إن الجهة المختصة بإصدار الرخصة بحسب القانون الكويتي هي هيئة السوق ، وفي القانون المصري الهيئة العامة للرقابة المالية ، أما القانون الأمريكي فإن الجهة المختصة بمنح التسجيل (الرخصة) هي هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية (SEC) ، على إن جميع القوانين أجمعت على أن قرارها المتضمن رفض الطلب يجب إن يكون مسبباً .

وعلاوة على ما سبق نقترح على المشرع العراقي في حال أراد تنظيم نشاط صانع السوق أن يجعل من فترة دراسة الطلب 30 يوماً، ويجعل من هيئة السوق الجهة صاحبة الحق في إصدار التراخيص ، وأن يكون الترخيص سارياً طالما كان المرخص له محتفظاً بشروط الترخيص ، وتنظيم إلية تقديم طلب الترخيص وإن يكون قرار الرفض مسبباً ، وبيان كيفية الطعن بالقرار والجهة المختصة بنظر الطعون المتعلقة برفض طلب الترخيص .

⁽¹⁾ ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

Sec 15 (B) (...The order granting registration shall not be effective until such broker or dealer has become a member of a registered securities association, or until such broker or dealer has become a member of a national securities exchange...)

الفصل الثاني التزامات وحقوق صانع سوق الأوراق المالية

يترتب على الترخيص لشركة صانع السوق بممارسة نشاط صناعة السوق، تحملها جملة من الالتزامات ، منها مايتعلق بإحترام القوانين والانظمة والتعليمات التي تحكم السوق شأنها في ذلك شأن جميع الشركات العاملة في سوق الاوراق المالية ، وهناك التزامات تتعلق بنشاط صانع السوق بصفة خاصة ، تتمثل بالتزامها بإضافة السيولة المطلوبة داخل السوق في سبيل احلال التوازن بين قوى العرض والطلب ذلك الإلتزام الذي يُعد الهدف الاساسي من وجود نشاط صانع السوق ، والغاية المرجوة من تفعيل هذا النشاط ، كذلك يقع على عاتقه التزام بالاعلان المستمر عن اسعار الاوراق المالية التي يصنع سوقها وتنفيذ أوامر البيع والشراء بالأسعار المعلنة من قبله ومقابل هذه الالتزامات يتمتع صانع السوق ببعض الحقوق التي تمكنه من القيام بمهامه تتمثل بحقة في الحصول على العمولة والتي تمثل هامش الربح الذي يحققه من خلال الفارق سعري بين سعري الشراء والبيع ، كذلك حقه في إحتكار صناعة السوق والشراء بالهامش .

ولما تقدم سنقسم هذا الفصل على مبحثين ، سنتناول في المبحث الاول التزامات صانع السوق ، في حين سنعقد المبحث الثاني لحقوق صانع السوق وكالاتي :-

المبحث الأول

إلتزامات صانع سوق الأوراق المالية

أرتبط مفهوم صناعة السوق (Market Making) ، بعدم قدرة السوق على الإستمرار بالتداول بمفرده دون مؤازرة مالية من جهة قادرة على رفده بالسيولة اللازمة ، ذلك لأن سوق الأوراق المالية يمتاز بالحركة المستمرة في التداول ، إذ تبايع وتُشتري فيها الأوراق المالية بطريقة دورية مُنظمة ، ومستمرة بما يضمن سرعة تداول الأوراق المالية^(١) .

ألا إن هذه الإستمرارية تتطلب وجود سيولة مستمرة للأوراق المالية حتى تتم عمليات التداول ، ذلك إن تلك العمليات ماهي إلا شراء وبيع للأوراق المالية بسعر محدد ، وتسليم

(١) عباس محمد موسى الموسوي ، مصدر سابق ، ص ١١ .

للأوراق المالية ، الأمر الذي يستوجب وجود سيولة دائمة داخل السوق ، وهذه مهمة صانع السوق ، والتي يهدف من خلالها ضمان إستمرارية عمل سوق الأوراق المالية^(١) .
وعليه يلتزم صانع السوق بتوفير السيولة اللازمة للورقة المالية التي يصنع سوقها داخل سوق الأوراق المالية ، كذلك يقع على عاتقه إلتزام آخر يتمثل بالتزامه بإعلان التسعير الخاص بالورقة المالية وتنفيذ أوامر البيع والشراء بموجب الأسعار التي أعلن عنها ، ولما تقدم سنقسم هذا المبحث على مطلبين: المطلب الأول سنتناول فيه إلتزامات صانع السوق بتوفير السيولة المطلوبة ، أما المطلب الثاني فنستعرض فيه إلتزام صانع السوق بتسعير الأوراق المالية التي يصنع سوقها وكالاتي:-

المطلب الأول

إلتزام صانع السوق بتوفير السيولة

لا يستطيع سوق الأوراق المالية كجهة إدارية تحريك العرض والطلب بصورة صحيحة مهما ملك من الصلاحيات ، سواء ما يتعلق منها بتحديد أوقات التداول ، أم التسعير للأوراق المتداولة فيه ، وكذلك صلاحيته في إدراج الأوراق المالية الجديدة للشركات المدرجة وإمكانية وقف أو إلغاء هذه الأوراق خصوصاً عندما تكون سيولتها ضعيفة ، ألا أنه سيقف عاجزاً في النهاية عن إيجاد السيولة الكافية لإستمرار التداول^(٢) .

ومن هنا جاءت فكرة نشاط صناع السوق الذين يمدون السوق بالسيولة اللازمة ، والعمل على إحلال التوازن داخل سوق الأوراق المالية .

والسؤال الذي يُطرح بهذا الصدد هو كيفية قياس مدى إيفاء صانع السوق بالتزامه بتوفير السيولة ؟ الحقيقة أن الجواب على هذا السؤال كان محل نقاش وأختلاف بين الأسواق تبعاً لخصوصية كل سوق ومدى نشاط وحركة الأوراق المتداولة فيه ، فهناك بعض الأسواق ألزمت

(١) عبد الرحمن بن عزوز ، دور الوساطة في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، فرع أدرارة مالية ، قسم علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري قسنطينة ، الجزائر ، 2012 ، ص ١٠٠ . منشورة على موقع الجامعة الألكتروني . تاريخ الزيارة ٢٠/١/٢٠٢١ ، [https:// bu.umc.edu.dz](https://bu.umc.edu.dz)

(٢) د. همام القوسي ، منهج نشاط صانع السوق بإضافة هامش السيولة ، نموذج بورصة الكويت ، والبورصة المصرية ، وبورصة نيويورك ، بحث منشور في المجلة المصرية للدراسات القانونية ، تصدر عن دار المنظومة العربية ، العدد الحادي عشر ، 2018 ، ص ٣١٢ . تاريخ الزيارة لموقع المجلة ١٢/١١/٢٠٢٠ .

صناع السوق بطرح أوراق مالية وفق نسب معينة من الأموال النقدية لكي يُعد الصانع قد أوفى بالتزامه ، وهو ما يُعرف (بالمعيار النقدي أو القيمي) ، وهناك بعض الأسواق ألزمت صناع السوق بطرح كميات محسوبة بنسب معينة من الأوراق المالية حتى يوفي الصانع بالتزامه وهو ما يُعرف (بالمعيار الكمي) ، ومن خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على هذين المعيارين ومعرفة المعيار الذي أتبعه كل سوق من الأسواق محل بحثنا وكالاتي :-

الفرع الأول

إلتزام صانع السوق بتوفير السيولة على وفق (المعيار النقدي)

قد يطرأ على الذهن إن إلتزام صانع السوق بإضافة الأموال النقدية عند الحديث عن إضافة السيولة ، لذلك إطلق على هذا المعيار منهج القيمة النقدية تشبيه لمصطلح القيمة السوقية (Market- Value-Valeur) ، والتي تُشير إلى سعر التداول الذي يُمكن شراء أو بيع الأوراق المالية على أساسه⁽¹⁾ .

إن معيار القيمة النقدية يقوم على قاعدة أساسية تتمثل بإضافة مبالغ نقدية لتقييم نشاط صانع السوق ومدى تنفيذه لإلتزامه ، وعلى ذلك فإن قيام صانع السوق بضخ مبلغ معين من النقود يكون قد أوفى بالتزاماته تجاه السوق حتى وإن لم يتحقق التوازن في داخله .

ففي سوق الكويت للأوراق المالية كأحد الأسواق موضوع بحثنا ، يتم الإعتماد على معيار القيمة النقدية من خلال فرض أنصبة وحدود لهاמש السيولة المضافة أولاً ، وفرض مبالغ نقدية كحد أدنى وفقاً لما يُعرف بشرائح السيولة للأوراق المالية ثانياً⁽²⁾ .

فقد إتبع سوق الكويت للأوراق المالية معيار القيمة النقدية في تحديد أنصبة السيولة المضافة وترك تحديد تفاصيل هذه الأنصبة لللائحة التنفيذية، إذ أشارت الفقرة (23) من المادة (41) من اللائحة التنفيذية (يلتزم صانع السوق بتنفيذ أوامر البيع والشراء بقيمة تداول لا يقل مجموعها الشهري عن نسبة معينة تحددها البورصة من إجمالي قيمة تداولات الورقة المالية لذات الشهر)⁽³⁾ ، وقد بيّنت الإتفاقية النموذجية الوارد ذكرها في قواعد صانع السوق الأنصبة

(1) د . ميشيل إبراهيم ، فادي فرحات ، معجم المال والأعمال (عربي – إنكليزي) دار الكتب العلمية ، لبنان بيروت ، 2007، ص ٤٠٠ .

(2) تُقسم الأوراق المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية إلى شرائح بحسب سيولة كل ورقة مالية ، وقد بيّنت الإتفاقية النموذجية لسنة 2016 هذه الشرائح بالملحق رقم (1) ، والمشار إليها بالملحق رقم (٧) قسم الملاحق في نهاية الرسالة .

(3) الفصل الأول من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 .

المفروضة على صناع السوق ، والتي من خلالها يتم حساب مقدار السيولة النقدية التي يلتزم صانع السوق بإضافتها وهي : نصاب عام يُفرض على صانع السوق ، وهو مبلغ نقدي عام يجب على صانع السوق توفيره في كل يوم من أيام التداول على الورقة المالية التي يصنع سوقها وهو عشرة آلاف دينار كويتي، فضلاً عن نصاب خاص أشارت إليه اللائحة التنفيذية يتم حسابه من خلال فئة كل ورقة مالية يتم التعامل عليها فقد فرضت على صانع السوق (... بتوفير أوامر البيع والشراء بحسب الشرائح التي تحددها البورصة ووفقاً للاتفاق المبرم بين صانع السوق والبورصة...) (1) ، وبحسب الإتفاقية النموذجية الخاصة بقواعد التداول في سوق الكويت فإن الأنصبة الخاصة المفروضة على صانع السوق تختلف باختلاف فئة السيولة لكل ورقة مالية مسجل عليها، فقد قُسمت هذه الأوراق إلى أربعة شرائح هي :-

الشريحة الأولى / وهي الشريحة التي تتجاوز قيمة تداولها اليومية 250,000 دينار كويتي وهنا يقع إلزام صانع السوق بتقديم مبلغ لا يقل عن 5,000 دينار كويتي خلال الأوامر اليومية عليها .

الشريحة الثانية / هذه الشريحة هي التي تتجاوز قيمة تداولها اليومي 100,000 دينار كويتي وتقل عن 250,000 ووفق هذه الشريحة فإن صانع السوق ملزم بطرح مبلغ 2,500 دينار كويتي خلال كل يوم من أيام التداول على هذه الورقة .

الشريحة الثالثة / وهي الشريحة التي تزيد على 50,000 دينار وتقل عن 100,000 وفي هذه الشريحة يلتزم صانع السوق بمبلغ مشابه للشريحة الثانية أي 2,500 دينار كويتي .

الشريحة الرابعة / هي التي لا تزيد سيولتها على 50,000 دينار كويتي وهنا يكون إلزام صانع السوق بضح مبلغ 1000 دينار كويتي في كل يوم تداول .

أن القانون الكويتي وإن اعتمد المعيار النقدي (القيمي) كما بينا ، إلا إنه وفي حالات فرعية أتبع المعيار الكمي، ويمكن أن نلاحظ ذلك من خلال اللائحة التنفيذية ، وكذلك قواعد التداول لسوق الكويت فقد أشارت الفقرة (2) من المادة (51) من هذه القواعد على (يلتزم صانع السوق بتنفيذ أوامر البيع والشراء على الورقة المالية المسجل عليها بما لا يقل عن نسبة معينة من إجمالي قيمة التداولات الشهرية على تلك الورقة ، وذلك وفق ما تنص عليه إتفاقية صانع السوق) (2) ، وبناءً على ذلك فقد فرض سوق الكويت للأوراق المالية إلزاماً فرعياً على صانع السوق بقيمة 10% كحد أدنى من كميات التداول الشهرية للورقة المالية التي يصنع سوقها، كذلك يمكن أن نلمس المعيار الكمي من خلال الحد الأدنى لنسبة الساعات التي على الصانع أن يتواجد

(1) (ف/٢٣- ٤١/م) الفصل الأول من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 .

(2) كتاب قواعد التداول في سوق الكويت للأوراق المالية الأصدار الثاني لعام 2019 .

فيها في سوق الأوراق المالية ، فقد فرض على الصانع ألتزام بالتواجد بما لا يقل عن 80% من ساعات التداول الشهري⁽¹⁾ ، وكمثال على ذلك فإذا كانت ساعات التداول 100 ساعة فعلى الصانع التواجد ما لا يقل عن 80 ساعة . على أن تواجد صانع السوق لهذه النسبة من الساعات لا يعني إلتزامه بتنفيذ عمليات التداول طيلة هذه الفترة ، فقد يكون متواجد لإصدار أو تعديل أوامر التداول دون تنفيذها⁽²⁾.

وبتصورنا لا فائدة من إلتزامه بالتواجد طالما كان غير ملزم بالتداول طيلة هذه الساعات وقد فرض عليه إلتزام بطرح مبلغ مالي معين ، وعلى هذا فإن الأساس في سوق الأوراق المالية الكويتي هو توفير السيولة النقدية بحيث تكون هي المعيار لقياس مدى تنفيذ صانع السوق لإلتزاماته ، أما المعيار الكمي فيأتي كإلتزام فرعي بالإضافة إن القواعد الوارد ذكرها ممكن أن تضمن توفير قيمة محسوبة تساوي مبلغ نقدي محدد وفقاً لمعيار نقدي (قيمي) ، أي إن السيولة ألتى تسعى بورصة الكويت لتحقيقها من خلال صانع السوق مقاسة نقدياً وعلى ذلك فإنها تتناسب في جميع الحالات مع سعر الورقة المالية وبذلك يضمن السوق تحقيق نسب سيولة مرتفعة . وعلى ذلك فإن الورقة المالية التي يكون سعرها مرتفع والذي قد لا يمثل القيمة الحقيقية لقيمتها في السوق ولا تنسجم وحقيقة المركز المالي للشركة المُصدرة لها ، من الممكن أن لا يستطيع صانع السوق الإيفاء بإلتزامه وإن ضخ الكمية أو المبلغ النقدي المطلوب منه⁽³⁾ ، وبتصورنا فإن إعتقاد بورصة الكويت للأوراق المالية على معيار القيمة النقدية لإضافة السيولة لم يكن موفقاً ، لإن هذا المعيار وإن كان يضمن توفير مبلغ نقدي ولكنه لا يضمن توفير السيولة المطلوبة من الصانع عندما تكون كميات التداول المطلوبة كبيرة ، ويزداد الأمر تعقيداً في ظل الإلتجاه العالمي للإعتماد على التداول عالي التردد(HFT)⁽⁴⁾.

فضلاً على أن السوق لا يستطيع التدخل بصورة كبيرة لوقف التسعير أو تحريكه في ظل الدور المنوط لصانع السوق القائم على معيار السيولة النقدية ، ذلك لإن صلاحيات ضبط التسعير

(1) الملحق رقم (1) للإتفاقية النموذجية لصانع السوق الوارد ذكرها في قواعد التداول سوق الكويت للأوراق المالية لعام 2016، والمشار إليها بالملحق رقم (٧) في قسم الملاحق في نهاية الرسالة .

(2) د . همام القوسي ، نشاط صانع السوق ، المصدر السابق ، ص ٣١٩ .

(3) د.وليد عبد مولاة ، البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية سلسلة جسر التنمية ، تصدر عن المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، العدد (91) مارس 2010 ، ص٦ منشور على موقع المعهد العربي www.arab.api.org

(4) مختصر يرمز إلى (High-Frequency-Trading) وهو نوع من أنواع التداول الحسابي في الأسواق المالية يمتاز بسرعات عالية ومعدلات دوران سريعة . يُنظر : منى حسن أبو المعاطي ، دراسة تحليلية لأثر إستخدام التداول عالي التردد على كفاءة أسواق الأوراق المالية،الناشر جامعة عين شمس كلية التجارة ، مصر ، 2014 ، ص١٢٩ .

الأستثنائي للسوق جاء لوقف التحركات غير الطبيعية في السوق ، وليس لتحريك العرض والطلب في الظروف الطبيعية .

الفرع الثاني

إلتزام صانع السوق بتوفير السيولة على وفق (المعيار الكمي)

يهدف سوق الأوراق المالية من خلال فرضه لأليات معينة لتنفيذ نشاط صانع السوق إلى ضمان الحصول على الفاعلية المرجوة من وجود صناع السوق ، والسماح له بالتدخل عند التلاقي الطبيعي للعرض والطلب ، وهذه الفاعلية مرتبطة بتنفيذ صانع السوق لكميات معقولة من عمليات التداول بحيث يضمن ضخ السيولة الكافية لتنشيط حركة الورقة المالية ، لذلك ظهر المعيار الأكثر واقعية في تطبيق معايير السوق وهو معيار السيولة الكمي ، أي النسبة اليومية التي يلتزم صانع السوق بضخها في السوق^(١).

ومن خلال هذا المعيار يُفرض على صانع السوق ضخ كمية من الأوراق المالية أثناء عمليات التداول بعيداً عن قيمة الأوراق المالية المُلزم بإضافتها ، حيث يتم وضع الأنصبة على قدر السيولة المقدمة من الصانع والتي تحقق سيولة الورقة المالية التي يصنع سوقها ، وكمثال على ذلك لو إن صانع السوق مُلزم بضخ أوراق مالية بقيمة 100,000 دينار بحسب المعيار النقدي للإيفاء بإلتزامه ، فبحسب المعيار الكمي سوف يكون مُلزم بإضافة سيولة كمية مقدارها 10,000 ورقة ، على فرض إن سعر الورقة 10 دينار . لذلك هناك من يرى بأن المعيار الكمي للتداول هو المقياس الحقيقي لقياس السيولة التي يلتزم صانع السوق بإضافتها^(٢).

وبتصورنا فإن السوق يضمن تطبيق هذا المعيار من خلال طرح السيولة المطلوبة لتنشيط حركة التداول ، بما يكفل سد النقص الحاصل لديه من سيولة هذه الأوراق لا أكثر ولا أقل ، أن هذا المعيار مُطبق في كل من بورصة مصر للأوراق المالية ، وكذلك في سوق نيويورك وهما محل بحثنا هذا ، عليه سنحاول الوقوف على تطبيق هذا المعيار في السوقين .

ففي القانون المصري ، عانت سوق الأوراق المالية في مصر شأنها في ذلك شأن باقي الأسواق المالية في البلدان العربية من غياب الشركات صانعة السوق، إذ أن نشاط صانع السوق

(١) د. همام القوسي ، منهج نشاط صانع السوق بإضافة السيولة ، مصدر سابق ، ص ٣٢٧ .

(٢) سيد طه بديوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية ، إطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق ، جامعة القاهرة ، 2000 ، ص ٢٢٩ .

لم يدخل في السوق المصرية إلا في عام 2007، وذلك من خلال قرار وزير الإستثمار المصري رقم (293) والصادر في 2007/10/30 على وثائق صناديق المؤشرات فقط .

لقد أكد القرار المذكور والمتضمن إضافة نشاط صانع السوق إلى أنشطة الأوراق المالية العاملة في السوق ، على ضرورة ألتزام صانع السوق بالأسعار والكميات المحددة من قبل هيئة السوق تبعاً لنوع الورقة ومستوى نشاطها ،فقد نصت الفقرة (3) من معايير مزاولة نشاط صانع السوق على صناديق المؤشرات⁽¹⁾ ، على إنه (يجب أن لا تتجاوز ... كميات العروض والطلبات النسبة والكميات التي تحددها البورصة حسب نوع الورقة المالية ومعدلات نشاطها)⁽²⁾ ، ما يعني إن السوق المصرية إعتمدت المعيار الكمي لقياس مدى تنفيذ صانع السوق لإلتزاماته المتضمن توفير السيولة ، بالمقابل منح هيئة السوق صلاحية فرض الأنصبة العليا للسيولة المضافة من قبل الصانع وعدم الإكتفاء بالحدود الدنيا المفروضة عليه ، والهدف منها عدم المبالغة في طرح السيولة ، وهو موقف تنظيمي مستحسن .

إن السوق المصرية وإن أقرت نشاط صانع السوق إلا إنها كانت حذرة في تطبيقه فلم تسمح بمزاولة هذا النشاط إلا على وثائق صناديق المؤشرات في بداية الأمر من خلال قرار وزير الإستثمار، ولكن تم تنظيم هذا النشاط على الأوراق المالية من خلال القرار المرقم (265) لسنة 2014 وبصورة مفصلة ، وقد نلاحظ إتباع القانون المصري للمعيار الكمي سواء في نشاط صانع السوق على صناديق المؤشرات ، كذلك نشاطه على الأوراق المالية ، فقد نصت قواعد مزاولة نشاط صانع السوق على صناديق المؤشرات على (يلتزم صانع السوق... 3 - ألا يقل إجمالي كميات عروض البيع وطلبات الشراء خلال جلسة التداول عن 5% من متوسط عدد وثائق الصندوق خلال الأسبوع السابق وبحد أدنى ما يعادل قيمته مليون ونصف المليون جنيه مصري...⁽³⁾) ، وهذا النص يؤكد أعتقاد السوق المصرية على المعيار الكمي بشكل أساسي في حساب إلتزام صانع السوق ، ولكن مع إضافة إلتزام ثانوي يتمثل بوجود ضمانات نقدية لإلتزام صانع السوق بمبلغ مليون ونصف جنيه مصري ، وهذه الإضافة قد تُفسد عمل سوق الأوراق المالية المصري ، لأن حاجة السوق الفعلية للسيولة قد تقل بكثير عن المبلغ المطلوب ، ورغم

(1) صناديق المؤشرات (Exchange Traded Funds - ETF) عُرفت بأنها (صناديق أستثمارية مفتوحة تتبع حركة مؤشر معين ولكن يتم قيد وتداول الوثائق المكونة لهذه الصناديق في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات) . متاح على الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية <http://www.egx.com.eg>
(2) الفقرة الثالثة من معايير مزاولة نشاط صانع السوق على صناديق المؤشرات الملحقه بالقرار رقم (293) لسنة 2007 .

(3) (ف/3-م/1) من القرار التنفيذي المرقم 106 لسنة 2020 المتضمن تعديل المادة الثالثة من قواعد مزاولة نشاط وتعامل صانع السوق على وثائق صناديق المؤشرات المتداولة بالقانون المرقم 133 لسنة 2014 تم نشر هذا القرار على موقع البورصة المصرية تاريخ الزيارة 2021/1/22 www.egx.com.eg

ذلك سوف يضطر صانع السوق لطرح هذا المبلغ في عمليات لا جدوى فيها أو عمليات وهمية بهدف تنفيذ التزامه فقط ، والذي من الممكن أن يخل بتوازن وكفاءة السوق .

أما بخصوص نشاط صانع السوق على الأوراق المالية المدرجة في السوق فهي الأخرى أكدت على إتباع هذا المعيار، فمن خلال القرار التنفيذي الصادر عن سوق الأوراق المالية المصرية جاء النص على التزام صانع السوق (... 4- أدراج العروض والطلبات بكميات متقاربة على كل ورقة مالية يصنع سوقها فيما لا يقل عن 40% من الوقت المخصص لجلسة التداول وحتى تكون الكميات متقاربة يجب أن لا يتجاوز الفرق بين الكميات المدرجة بجانب العرض والطلب 50%...) (1) ، إن القانون المصري وضع قيود صارمة تتعلق بنشاط صانع السوق سواء ما يتعلق منها بنشاطه على صناديق المؤشرات أو تلك التي تتعلق بنشاط صانع السوق على الأوراق المالية الأخرى ، فمن حيث الكميات الواجب إتباعها عند التداول أو من حيث كمية ساعات التواجد التي يلتزم صانع السوق التواجد بها في السوق ، على أن هناك من يرى بأن هذه القيود هي قيود صماء لا فائدة منها فلا توجد علاقة لها بالظروف المحيطة بعمليات التداول أو المفاجآت التي قد تظهر نتيجة بعض العوامل المرافقة للعرض والطلب ، لذلك فإن هذه القيود تُشكل عقبات توضع أمام صانع السوق عليه تجاوزها للوفاء بالتزاماته (2) .

وفي تقرير للبنك المركزي المصري أكد على تراجع قيمة الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية خلال السنة المالية 2016-2017 بمقدار تقريبي 20.3 مليار جنيه مصري بمعدل يقارب 31% عن السنة المالية السابقة 2015-2016 تُقدر بحوالي 44 مليار جنيه مصري تقريباً ، وكان هذا التراجع مرافقاً مع تراجع عدد عمليات التداول 25,000 عملية لتصل إلى حوالي 1,1 مليون عملية تقريباً (3) . ونرى بأن ضعف تأثير صانع السوق على تنشيط حركة التداول رغم إتباعها المعيار الكمي راجع للقيود الثانوية المفروضة عليه من قبل السوق والمتمثلة بالتزامه بتعديل الأوامر كل ثلاث دقائق وبقيمة دنيا تبلغ مليون ونصف المليون جنيه مصري (4) ، الأمر الذي أضر بواقعية وفاعلية صناع السوق في السوق المصرية .

(1) (ف/٤- ٦/م) من القرار المرقم (487) لسنة 2019 المتعلق بتعديل المادة 3 من القرار رقم (3) لسنة 2019 بشأن قواعد عمل صانع السوق على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية .

(2) د. همام القوسي ، منهج نشاط صانع السوق بإضافة السيولة ، مصدر سابق ، ص ٣٢٩ .

(3) قطاع البحوث الاقتصادية في البنك المركزي المصري ، المجلة الاقتصادية ، المجلد 57 ، العدد 1 ، 2016-2017 ، ص ٤٠ . منشور على موقع البنك المركزي ، تم الزيارة ٢٠/١٢/٢٠٢٠ www.cbe.org.eg .

(4) المادة السادسة من القرار المرقم (487) لسنة ٢٠١٩ بشأن قواعد عمل صانع السوق على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية

أما في القانون الأمريكي ففي سوق نيويورك (NYSE) التي تُعد السوق الأم بالنسبة للأسواق العالمية والتي عرفت بصرامة قواعدها⁽¹⁾ ، فإنها إعتمدت صانع السوق المتخصص (Designated Market Maker – DMM) ، فقد فرضت هذه السوق إلتزامات قوية على صناع السوق ، حيث قاست هامش السيولة التي يلتزم صانع السوق بإضافته وفق معيار الكميات المعقولة فيما يتعلق بالحدود الدنيا للسيولة الواجب طرحها في السوق ، فعلى صانع السوق ضمان العروض والطلبات التي تحقق الكميات المعقولة ، فيجب أن لا تقل عن :

1- 15% من كميات التداول اليومية للأوراق المالية التي تقل كميات التداول عليها عن مليون ورقة في كل يوم تداول .

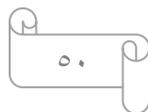
2- 10% من كميات التداول اليومية للأوراق المالية التي تزيد كميات التداول عليها عن مليون ورقة في كل يوم تداول⁽²⁾ .

وعلى ذلك فقد ضمن سوق نيويورك للأوراق المالية الحصول على كميات من السيولة للورقة المالية بحسب النسب أعلاه من الحجم الكلي للتداول اليومي ، الأمر الذي يضمن تحقيق السيولة المعقولة بعيداً عن أي ارتفاع قد يحصل على الورقة المالية ، وهذا الشيء يجعل كلفة صناعة السوق تزيد على صانع السوق ، بسبب إرتفاع سعر الأوراق المالية التي يصنع سوقها ذلك لأن سوق نيويورك أشترط عليه توفير نسب معينة من كمية التداول وليس مبلغ نقدي محدد من قيم التداول كما هو الحال في سوق الكويت للأوراق المالية .

بالإضافة إلى إن سوق نيويورك قد فرض إلتزام على صانع السوق يتمثل بضخ نسبة 15% من كميات التداول اليومية للورقة المالية التي تقل كمية تداولها اليومي عن مليون ورقة في كل يوم تداول ، وكمثال على ذلك ، فلو كانت قيمة التداول اليومية لورقة مالية معينة 1,000,000 دولار أمريكي ومتجاوزاً مليون ورقة يومية بمبلغ (1 دولار للسهم) ، فهنا على الصانع توفير 150,000 سهم وهو ما يمثل نسبة 15% مفاًس بالحجم الكمي للتداول وهو ما يقدر بمبلغ 150 ألف دولار أمريكي ، وعلى ذلك لو إن سوق نيويورك قد فرضت مبلغ مالي فإنه لن يكون دقيقاً في تحديد نسبة السيولة الناقصة . إن مثل هذه القواعد التنظيمية السليمة أدت إلى تحقيق سوق نيويورك لنسبة 99% من كفاءة تسوية عمليات التداول في السنوات من 2010 لغاية

(1) نصر علي أحمد طاحون ، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر ، دراسة تأصيلية لبورصات المال وشركات الإدارة في مصر مقارنة بالدول الغربية ، دار النهضة العربية ، 2003 ، ص 83 .

(2) - Rule 104 (a-1 – A). Dealings and Responsibilities of DMMs ,NYSE Rule , October 2017 www.nyse.com .



2015 بحسب تقرير هيئة الأوراق المالية والأسواق (SEC)⁽¹⁾ ، على الرغم من ذلك كان هناك بعض التعافي في سوق نيويورك بعد الأزمة المالية العالمية عام 2019 وهو ما أشار إلى عدم وجود نقص بالسيولة عند التسوية النهائية بفضل تمكين صانع السوق من تغطية النقص بالسيولة خلال أيام التداول في تلك السنة⁽²⁾ .

إن المعيار الكمي في القانون الأمريكي يقوم على فكرة بسيطة ، مفادها إن أي سيولة تدخل على العرض والطلب يجب إن تكون بمقدار ذلك النقص الحاصل داخل السوق، فيتم تقدير الضرورة بمقدار الحاجة.

المطلب الثاني

إلتزام صانع السوق بتسعير الأوراق المالية التي يصنع سوقها

إن ألتزامات صانع سوق الأوراق المالية لا تتوقف عند توفير السيولة وخلق حالة التوازن داخل السوق ، بل إنه يلتزم بتسعير الورقة المالية التي يصنع سوقها في كل يوم من أيام التداول الأمر الذي يُتيح للوسطاء (السماسرة) الأطلاع على هذه الأسعار عبر شاشات خاصة للتداول⁽³⁾ على ذلك فإن صناع السوق يحددون الأسعار التي يقبلون الشراء والبيع بموجبها ، غير إن الأسعار التي يتم التنفيذ بموجبها في سوق الأوراق المالية يتم تحديدها من قبل الجهات المختصة داخل السوق وبناءً على العرض والطلب عليها ، وتكون على أنواع عدة بحسب الأوامر التي تصدر من المستثمر الى الوسيط الذي يقوم بتنفيذ الصفقات . ولما تقدم سنقسم هذا المطلب على فرعين : سنتناول في الفرع الأول آلية تنفيذ الأوامر المتعلقة بالسعر، وفي الفرع الثاني سنستعرض الية تسعير صانع السوق للورقة المالية التي يلتزم بصنع سوقها بحسب القوانين المقارنة وكالاتي :-

(1)-The US Securities & Exchange Commission (SEC), 2015 Annual Performance Report , April 2015 , page 26 .

(2) مشار إليه عند : حسين الأسرج ، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الإدخار في مصر ، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق – فرع بنها ، 2002 ، ص ٩٧ .

(3) د . سليم جابو ، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية ، مصدر سابق ، ص ٣٩ .

الفرع الأول

ألية تنفيذ الأوامر المتعلقة بالأسعار

تتحدد أسعار الأوراق المالية في السوق تبعاً للعرض والطلب ، إذ يزداد جانب الطلب على جانب العرض على أوراق الشركات ذات المركز المالي القوي والتي تحقق معدلات عالية من الربح ، فيزداد الطلب على أسهمها فترتفع أسعار أسهمها ، أما الشركات التي تتكبد خسائر فيخفض الطلب على أسهمها مع زيادة المعروض نتيجة لكثرة المستثمرين الراغبين بالبيع ما يؤدي لإنخفاض سعر تلك الأسهم^(١) .

قد يُحدد المستثمر للوسيط السعر الذي يجب أن تُنفذ به الصفقة ، وقد يترك ذلك دون تحديد ، فيكون السعر عندئذ هو السعر السائد في السوق وقت التنفيذ ، فإذا حدد المستثمر سعراً معيناً فإنه يرد بصورتين ، فهو إما أن يكون سعراً تحكيمياً يرجع تحديده إلى إرادة المستثمر بشكل مطلق ، وقد يُترك تحديد السعر إلى ما هو سائد في السوق وقت إفتتاح السوق أو وقت الإغلاق^(٢) . ولبيان الصورتين سنتناولهما في فقرتين :

أولاً / سعر السوق (Market order)

ويطلق عليه أيضاً أمر السوق أو الطلب العادي أو السعر الأحسن ، وهذه الصورة هي الأكثر شيوعاً وإستخداماً ، ومفاد هذه الصورة هو شراء أو بيع ورقة معينة بأفضل سعر ممكن ، وأفضل سعر ممكن هو البيع بالسعر الأعلى الذي يمكن أن تصل اليه الورقة وفي حالة الشراء بأقل سعر ممكن وهو عندما ينخفض فيه سعر الورقة^(٣) ، وفي الأمر بسعر السوق يحدد المستثمر رغبته بالبيع أو الشراء حسب أسعار العرض والطلب السائدة في السوق وفقاً لما يُعرف بمبدأ الحماية السعرية التي يُقررها السوق صعوداً أو هبوطاً من أسعار التنفيذ السائدة في السوق خلال فترات التداول المستمر . أما في فترة قبل الإفتتاح فلا تنطبق فيها الحماية السعرية لأمر السوق ولكن يمكن إضافة شروط لمثل هذا الأمر ، حيث يمكن خلال الفترة الأولى إختيار شرط التنفيذ عند الإفتتاح فقط^(٤) . في هذا النوع من الأوامر غالباً ما يكون المستثمر متأكداً من تنفيذ هذه الصفقة طالما كان هناك مرونة في التنفيذ وبحسب إعلانات السوق المستثمرة ، إن مثل هذه الأوامر قد تُنفذ بسرعة إلا إن نتائجها قد لا تكون متناسبة مع رغبات المستثمر ، وينخفض مثل

(١) د . طارق عبد العظيم أحمد ، بورصة الأوراق المالية في مصر ، بلا مكان وسنة طبع ، ص ٣٥ .

(٢) د . فاروق إبراهيم جاسم ، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ، 2016 ، ص ٢٠٤ .

(٣) د . نصر علي أحمد طاحون ، مصدر سابق ، ص ١٠٨ .

(٤) د . أحمد الأزهرى الطيب الفكي ، أسواق المال ، دار الجنان للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2017 ، ص ١٥٧ .

هذا الإحتمال في ظل الكفاءة العالية للسوق وتوافر المعلومات التي تقلل من إمكانية أنحراف التنفيذ الصحيح للأوامر والذي قد يتسبب بخسائر للمستثمر .

وفي هذا النوع من الأوامر ليست هناك أي إشارة الى السعر سواء تعلق بالبيع أو الشراء ، إذ يجب تنفيذ الصفقة أياً كان السعر الذي وصلت له الورقة المالية^(١) .

وقد عرّفت قواعد التداول الألكتروني الصادرة عن هيئة الأوراق المالية أمر السوق بإنه (هو أمر غير مسعر لتداول ورقة مالية على الفور بأفضل سعر جار متوفر في السوق ، ويصبح أمر السوق أمراً محدد حالما يتم احتساب السعر)^(٢) .

إن هذا النوع من الأوامر يلقي التزاماً على الوسيط ببذل العناية المطلوبة لتنفيذ العملية وهذه العناية تتحدد وفقاً للقواعد العامة بعناية الرجل المعتاد^(٣) ، إلا إن معيار الرجل المعتاد ليس معياراً مطلقاً يُطبق على جميع الإلتزامات ، إذا من الممكن زيادة مقدار العناية المطلوبة على الوسيط عن عناية الرجل المعتاد وذلك بموجب إتفاق أو نص .

إن إلتزام الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ومنها نشاط صانع السوق ، يمكن أن تكون إلتزام ببذل عناية يُترك تحديد مقدارها إلى أحكام قوانين والتعليمات المُنظمة لأسواق الأوراق المالية .

عموماً يتمتع هذا النوع من الأوامر ببعض المميزات منها ، سرعة وضمان تنفيذ العملية ، على إن ظروف السوق هي التي تؤثر على سعر الورقة المالية ، أما عيوبه فهي إحتمال تعرض المستثمر للخسارة إذا ما تغيرت الأسعار بصورة مفاجئة^(٤) .

ثانياً / الأمر بسعر محدد (Limit order) .

وهو ذلك الأمر الذي يُحدد فيه المستثمر السعر الذي تنفذ به العملية ، دون أن يترك للوسيط في السوق أدنى قدر من الحرية في تنفيذها ، إذ يحدد المستثمر السعر الأقصى الذي يكون مستعداً لدفعه ، كذلك يُحدد المستثمر إذا كان بائعاً الحد الأدنى الذي يمكن أن يبيع به^(٥) .

وعرّفت التعليمات المُحدثة والصادرة عن هيئة الأوراق المالية في العراق الأمر بسعر محدد (هو أمر لشراء أو بيع عدد من الأسهم ، بسعر محدد ، أو بسعر أفضل ، يجب أن يتم تسعير

(١) د ياسين محمد يوسف ، البورصة ، الطبعة الأولى ، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004، ص ١٠٢

(٢) المادة 12 من التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات 2015 .

(٣) نصت المادة (251) من القانون المدني العراقي (في الإلتزام بعمل إذا كان المطلوب من المدين هو إن يحافظ على الشيء أو يقوم بإدارته أو كان مطلوباً منه أن يتوخى الحيلة في تنفيذ إلتزامه فإن المدين يكون قد أوفى بإلتزامه إذا بذل في تنفيذه من العناية ما يبذله الشخص المعتاد ولو لم يتحقق الغرض المقصود) .

(٤) د . نصر علي أحمد طاحون ، مصدر سابق ، ص ١٠٨ .

(٥) د . ياسين محمد يوسف ، مصدر سابق ، ص ١٠٣ .

الأمر المحدد بناء على وحدة تغير السعر المنصوص عليها في المادة (3) من هذه القواعد⁽¹⁾ إن مفاد هذا الأمر هو الإذن للوسيط من قبل المستثمر بالتعامل بالبيع والشراء للورقة المالية محددة عند وصول السعر لحد معين ، وبمفهوم المخالفة إنه في حالة تجاوز هذا السعر فإن الأمر لا يُعد ساري المفعول ، إلا إذا كان التنفيذ بسعر أفضل من السعر المحدد (أعلى في حالة البيع و أقل في حالة الشراء) ، إذ يُعد الأمر سارياً من باب أولى ، ومن ثم على شركات الوساطة المالية أغتنام الفرصة عند الوصول للسعر المحدد⁽²⁾ ، إلا إن ذلك لا ينسجم مع موقف المشرع المصري الذي يلزم شركات الوساطة بتنفيذ الأوامر كما هي فلا يجوز لها تنفيذ الصفقات وإن كانت بسعر أفضل ، إذ أشارت المادة (266) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل على (تلتزم الشركة بتنفيذ أوامر عملائها في الحدود الصادرة بها ، ولا يجوز لها أن تتجاوز هذه الحدود عند بيع أو شراء الأوراق المالية ، ويحظر عليها تنفيذ العمليات بأسعار أو كميات تتجاوز أوامر العملاء بالزيادة وبالنقص) .

في حين نلاحظ أن التشريع العراقي أجاز تنفيذ الصفقة بالسعر الأفضل حتى وإن كان ذلك دون إذن المستثمر ونستخلص ذلك من خلال تعريف (الأمر بسعر محدد) الوارد في التعليمات المحدثة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لسنة 2015 .

ومن مساوئ هذا النوع من الأوامر إنه قد لا تتاح الفرصة لتنفيذ الصفقة على الرغم من الفوارق السعرية ما بين السعر المحدد من قبل المستثمر والسعر الذي قد تصل له الورقة في السوق ، ويمكن أن يكون الأمر يومياً أي يكون فعال خلال يوم واحد أو لعدة أيام ، ويبطل هذا الأمر إذا لم يتم تنفيذ الصفقة بالوقت المحدد⁽³⁾ .

وتجدر الإشارة بأن سعر الورقة المالية يتحدد وفق ضوابط وتعليمات تصدر عن الجهات المختصة في السوق ، فقد بينت التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية لسنة 2015 الألية التي يتم من خلالها احتساب السعر ، ففيما يتعلق بإحتساب سعر الإفتتاح (يكون لسهم كل شركة سعر إفتتاح واحد فقط ، ويتم صف الأوامر التي تتداول عند الإفتتاح في السوق ، وتداولها بهذا السعر ويكون إحتساب سعر الإفتتاح بناء على الأوامر المتوفرة في سجل الشروط العادية...)⁽⁴⁾ ، أما ما يتعلق بسعر الإغلاق فإنه يُحدد قبل (15) دقيقة من نهاية الجلسة والتي تغلق عند الساعة 12 ظهراً .

(1) المادة (11) من التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات 2015 .

(2) د . نصر علي أحمد طاحون ، مصدر سابق ، ص ١٠٩ .

(3) د . نوري موسى الشقيري ، الأسواق المالية وآليات التداول ، الطبعة الأولى ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2019 ، ص ٩٤ .

(4) المادة (5) من التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية في أسواق العراق للأوراق المالية لسنة 2015 .

و على كل حال وبقدر تعلق الأمر بموضوعنا والمتمثل بالالتزام صانع سوق الأوراق المالية بتسعير الأوراق المالية التي يصنع سوقها يمكن أن يتبادر السؤال الآتي : هل أسعار صانع السوق تُعد من طبيعة الأسعار المحددة التي لا يقبل التنفيذ بخلافها أم أنها أسعار تخضع لعوامل وظروف السوق ؟ للإجابة على هذا السؤال سنستعرض مواقف التشريعات المتعلقة بألية تسعير صانع السوق للورقة المالية التي يلتزم بصنع سوقها وبيان طبيعة أوامر صانع السوق المتعلقة بالسعر من خلال الفرع الثاني .

الفرع الثاني

ألية تسعير صانع السوق للورقة المالية التي يلتزم بصنع سوقها

تتحد أسعار الأوراق المالية التي يتم صناعة سوقها بواسطة صانع السوق ، ذلك إن الصانع يبدي إستعداده الدائم لبيع الأوراق التي يرغب المستثمرون شرائها ، كما ويبدي إستعداده لشراء الأوراق المالية في حال رغبت المستثمرون بيعها ، ونظراً لأن الراغبين بالبيع أو الشراء قد يتخذون قراراتهم في أوقات مُختلفة ، عليه لا بد من إن يكون لدى الصانع خزين كافي يمكنه من تلبية هذه الطلبات⁽¹⁾ .

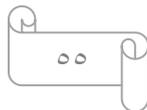
وهناك من يعد صانع السوق هو المحرك الحقيقي لسوق الأوراق المالية التي تعتمد البيئة التداولية القائمة على الأسعار⁽²⁾ ، مع منح أوامر المستثمرين دوراً تكميلياً في تحديد الأسعار ، ذلك لأن الصانع هو المخول قانوناً بتحديد الأسعار الأولية للأوراق التي يصنع سوقها فيشتري وبييع بفارق هامش ربح بين سعر الشراء والبيع⁽³⁾ .

وعلى ذلك فإن على صانع السوق إن يضع سعريين لكل ورقة مالية يختص بصناعة سوقها ، فيشتري وبييع بموجب هذين السعريين ، وهو ما يعرف بالتسعير بالنسبة لصانع السوق ، وهو يختلف عن التسعير بالنسبة للسوق ، ذلك إن تسعير السوق يعني السعر المتكون نتيجة تنفيذ صفقات التداول ، أما تسعير الصانع فإنه سعر أولي من قبل الصانع سابق لتنفيذ الصفقات .

(1) د. منير إبراهيم هندي ، مصدر سابق ، ص ١٦٦ .

(2) مصطلح يطلق على السوق التي تحركها الأسعار ، والتي يقوم فيها صانع السوق المتنافسون بالدور الرئيسي للتداول . يُنظر: همام القوسي ، النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الأوراق المالية ، مصدر سابق ص ٢٠٥ .

(3) عبير بوضيف ، سوق الأوراق المالية في الجزائر ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة منتوري قسنطينة ، 2007 ، ص ١١١ .



وقد أشارت القوانين إلى أهمية قيام صانع السوق بالأعلان عن الأسعار بالنسبة للأوراق التي يصنع سوقها .

ففي القانون الكويتي أشارت اللائحة التنفيذية لقانون إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم الأوراق المالية على ألتزام صانع السوق بأدخال أوامر تتضمن أسعار مقترنة فقد أكدت على (يلتزم صانع السوق – بشكل مستمر – بإدخال أوامر بيع وشراء على الورقة المالية المسجل عليها وفقاً للإتفاق المبرم بين صانع السوق والبورصة ، وذلك بأسعار مقترنة ببعضها...)^(١) ، وهو ما أكدته قواعد صانع السوق في سوق الكويت للأوراق المالية^(٢) ، ومن خلال النص السابق نستخلص فكرة مفادها إن اللائحة التنفيذية نظرت إلى إلتزام الصانع بالتسعير و ألتزامه بتقديم الأوامر بنظرة واحدة ، بالإضافة لذلك فإنها إلتزمت صانع السوق بتحديد أسعار الأوراق المالية المرخص له صناعة سوقها ، ولم تقف عند هذا الحد بل إنها فصلت هذا الألتزام من خلال القواعد الآتية :-

القاعدة الأولى / تحديد أسعار مقترنة مع بعضها تتضمن فارق بسيط يحدده السوق، وعلى ذلك يجب أن يكون سعر الشراء قريب من سعر البيع ، والهدف من ذلك هو توفير السيولة اللازمة دون وجود فارق كبير بين السعرين^(٣) .

القاعدة الثانية / تعديل أوامر البيع والشراء حسب حركة أسعار الأوراق المالية ، وعلى ذلك فإن على صانع السوق أن يكون مرناً خلال تسعير الورقة المالية ، فيجب أن تكون هذه الأسعار المقترنة تنسجم مع حركة سعر السوق من حيث الأرتفاع والإنخفاض ، فلا يُعد الصانع موفياً بإلتزامه وإن حدد الأسعار مقترنة بهامش معين من السوق ، طالما قام بتثبيت الأسعار وفقاً لمصلحته الشخصية^(٤) .

القاعدة الثالثة / إلتزام صانع السوق للوقت المحدد من قبل هيئة السوق لصناعة سوق الورقة المالية ، بالإضافة للقيود التي وضعتها هيئة السوق فيما يتعلق بضرورة الإعلان عن أسعار مقترنه ، وأن تتضمن هذه الأسعار هامش ربح محدد من قبل السوق ، فهناك قيد آخر يجب على

(١) (ف/١٩- م/٤١) الفصل الأول من اللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 .

(٢) (ف/٣- م/٥١) الفصل الرابع من قواعد بورصة الكويت ، الإصدار الثاني لعام 2019 التي نصت على (يلتزم صانع السوق بإدخال أوامر البيع والشراء على الورقة المالية المسجل عليها وفق الضوابط التالية : ...٢- أن تكون أوامر البيع والشراء مقترنة ببعضها مع فارق سعري محدد وفق ما تنص عليه إتفاقية صانع السوق ...)

(٣) د . رمضان الشراح ، مصدر سابق ، ص ٣ .

(٤) د.سليم جابو ، صناع السوق ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، ص٤٦٩ بحث منشور على موقع جامعة ورقلة ورقلة قاصدي مرباح الإلكتروني : تاريخ الزيارة ٢٠٢١/١/٢٠

صانع السوق الإلتزام به وهو أن يحترم الوقت المحدد من قبل السوق للقيام بعمله في صناعة السوق ، فقد أشارت الفقرة (1) من المادة الخامسة من الفصل الرابع في كتاب قواعد التداول لسوق الكويت على إلتزام صانع السوق (أن يستمر إدخال أوامر البيع والشراء خلال الفترة الزمنية الموضحة باتفاقية صانع السوق)⁽¹⁾ .

وبتصورنا إن القانون الكويتي كان موفقاً في وضع الضوابط المتعلقة بإعلان صانع السوق للأسعار المتعلقة بالأوراق المالية ، التي يصنع سوقها ، من خلال القيود المرافقة لهذا الإعلان .
أما القانون المصري فهو الآخر ألزم صانع السوق بالإعلان عن أسعار البيع والشراء التي يقبل التعامل بموجبها ، وأن تكون هذه الأسعار متقاربة ، ففي معرض بيان تنظيم نشاط صانع السوق على وثائق صناديق المؤشرات أكد على هذا الإلتزام ، فقد أشارت الفقرة (1) من المادة الأولى على (قيام صانع السوق بإدراج عروض بيع وطلبات شراء بأوامر مزدوجة على الوثائق وتعديلها أو تحديثها كل ثلاث دقائق على الأكثر وذلك فيما لا يقل عن 75% من الوقت المخصص لجلسة التداول)⁽²⁾ ، نستخلص من النص أعلاه بأن القانون المصري إشتراط على الصانع إدخال أوامر مزدوجة بالبيع والشراء ، على أن يقوم بتعديل هذه الأوامر كل ثلاث دقائق تبعاً لحركة أسعار هذه الأوراق داخل السوق ، كذلك عليه تحديث الأوامر إذا كانت الأسعار متقاربة مع أسعاره المعلنة ، على أن لا يتجاوز المدى السعري (الفارق بين السعرين) بين عروض البيع وطلبات الشراء ما نسبته 3% ، على أن تقوم هيئة السوق بمراجعة هذه النسبة كل ثلاثة أشهر ، وإخطار هيئة السوق في حال وجود ما يستوجب تعديلها⁽³⁾ ، وهذا ما يتعلق بنشاط صانع السوق على وثائق صناديق المؤشرات ، أما بخصوص نشاط صانع السوق على الأوراق المالية المدرجة في السوق ، فهي الأخرى تناولت إلتزام صانع السوق بالإعلان عن أسعار البيع والشراء للأوراق المالية المختصة بصناعة سوقها، فقد أشارت الفقرة(1) من المادة السادسة من القرار المرقم (487) لسنة 2019 على إلتزام الصانع (إدراج العروض والطلبات على كل ورقة مالية يصنع سوقها بأسعار قابلة للتنفيذ في ضوء أسعار التنفيذ السائدة على أن تكون

(1) (ف/3- م/51) الفصل الرابع من قواعد التداول في سوق الكويت للأوراق المالية الأصدار الثاني لعام 2019
(2) المادة الأولى من القرار المرقم (106) لسنة 2020 المتضمن تعديل المادة (3) من القرار رقم (133) لسنة 2014 بشأن قواعد مزاوله نشاط صانع السوق على وثائق صناديق المؤشرات المتداولة .
(3) (ف/2- م/1) من القرار المرقم (106) لسنة 2020 المتضمن تعديل المادة (3) من القرار رقم (133) لسنة 2014 بشأن قواعد مزاوله نشاط صانع السوق على وثائق صناديق المؤشرات المتداولة .

أوامر مزدوجة ويتم تعديلها أو تحديثها كل ثلاث دقائق على الأكثر ، وذلك فيما لا يقل عن 75% من الوقت المخصص لجلسة التداول^(١) .

إن القانون المصري وإن أُلزم صانع السوق بتسعير الأوراق المالية ، ولكنه قيد الصانع بقيود منها أن تتضمن هذه الأسعار فارق بسيط بين السعرين ، كذلك جعل للسوق صلاحية الاعتراض على هذه الأسعار ومن ثم ممكن إيقاف نشاط صانع السوق إذا ما حاول تسخير هذا الألتزام لمصلحته ، فقد نصت الفقرة (4) من معايير مزاولة نشاط صانع السوق على (في حالة أعتراض البورصة على أسعار العروض والطلبات المُقدمة من صانع السوق ، عليه الإلتزام بالأسعار الواقعية وفي حالة عدم قيامه بذلك كان لرئيس البورصة وقف العروض والطلبات محل الاعتراض وإبلاغ الهيئة بذلك)^(٢) .

كان لهذه الضوابط الأثر في كبح جماح وسيطرة المضاربين على عمليات التداول داخل الأسواق المالية ، من خلال تنفيذ الطلبات من قبل الصانع على وفق الأسعار المعلنة بعيداً عن الغبن والتلاعب من خلال وضع بعض الهيئات الرقابية على عملهم^(٣) ، والملاحظ أن القانون المصري حدد نسبة الفارق سعري ب 3% وهي نسبة موحدة على جميع الشركات العاملة في صناعة سوق الأوراق المالية ، على العكس من القانون الكويتي الذي ترك تحديدها لهيئة السوق وفق الإتفاقيات المُبرمة مع صناع السوق ومن ثم من الممكن أن تختلف من شركة لإخرى .

وفي القانون الأمريكي تُعد مسألة التسعير من قبل صانع السوق في الأسواق الأوراق المالية الأمريكية منطق حتمي ، فعلى الرغم من الإختلاف الكبير بين سوقي ناسداك (NASDAQ) التي تعتمد صانع السوق المتنافس وسوق نيويورك (NYSE) ذات صانع السوق المتخصص ، إلا إنهما متشابهان فيما يتعلق بإلتزام صانع السوق بالتسعير^(٤) . فقد أكدت قواعد سوق نيويورك وبكل وضوح على إلتزام صانع السوق بصيانة السعر الثنائي الإتجاه ، المستمر والمقترن ، وجاء التأكيد ذاته في كتاب صانع السوق الصادر عن سوق (NYSE) .

فقد أشارت القواعد الواردة في هذا الكتاب على مبدأ الكمية المعقولة (Reasonable Size)

(١) القرار رقم (487) لسنة 2019 المتعلق بتعديل المادة (6،3) من القرار رقم (3) لسنة 2019 بخصوص قواعد عمل صانع السوق على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية .

(٢) معايير مزاولة نشاط صانع السوق الملحقة بقرار وزير الإستثمار المصري رقم (293) لسنة 2007 المتعلق بإضافة نشاط صانع السوق إلى أنشطة الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية .

(٣) د. نغم حسين نعمة ، مصدر سابق ، ص ٣٦ .

(4) Rule 104 (a-1-A) .Dealings and Responsibilities of DMMs ,NYSE Rule , February 2018 .

فيما يتعلق بألية التعامل مع الورقة المحتر تسعيرها من قبل صانع السوق المتخصص⁽¹⁾، ومعنى ذلك إن الكمية التي يمكن للصانع السيطرة على تسعيرها يجب أن تكون متوازنة مع الغاية الأساسية من وجوده في تحقيق التوازن بين العرض والطلب لا غير، أن هذا المبدأ مُرتبط مع كمية الأوراق المالية المتداولة من قبل الصانع ، وهذه الكمية مرتبطة بنسبة السيولة التي يلتزم صانع السوق بطرحها بموجب اتفاقية صناعة السوق المُبرمة مع سوق الأوراق المالية⁽²⁾ .

وهناك من يرى إن إلتزام الصانع بتسعير الأوراق المالية وإلتزامه بتوفير أوامر التداول من عرض وطلب ، هو إلتزام واحد ، ذلك إن كلتا العمليتين تصبان في تنفيذ سياسة تداولية متكاملة دون إمكانية فصلهما عن بعض⁽³⁾ ، ونحن نذهب مع هذا الرأي ذلك لأنه لا فائدة تُرجى من إعلان صانع السوق عن الأسعار إلا إذا رافقها قيامه بعمليات التداول وتنفيذ أوامر البيع والشراء بحسب الأسعار التي أعلن عنها من خلال توفير أوامر العرض والطلب .

ولما تقدم يمكننا القول إن أوامر صانع السوق وإن كانت محددة من قبله إلا إنها لا تعد أوامر نهائية حيث إنها قابلة للتعديل تبعاً للأسعار السائدة في السوق كما لاحظنا من خلال إلتزامه بتعديل هذه الأوامر في أوقات محددة من قبل الجهات المختصة في السوق ، إن إلتزامات صانع السوق تتمثل بالدرجة الأولى بتوفير السيولة للورقة المالية التي يصنع سوقها الأمر الذي يؤدي الى إحلال التوازن ما بين الطلب والعرض للأوراق المالية التي يصنع سوقها ومن ثم إستقرار عمليات التداول داخل سوق الأوراق المالية ويحد من عمليات المضاربة والتلاعب بالأسعار .

المبحث الثاني

حقوق صانع سوق الأوراق المالية

هناك بعض الحقوق التي يتمتع بها صانع السوق تُقابل الإلتزامات المفروضة عليه ولعل من أبرز هذه الحقوق هو حقه في الحصول على العمولة التي تقررها القوانين المُنظمة لهذا النشاط ، إذ إن حق صانع السوق بالعمولة والتي تتمثل بهامش الربح يعد أحد أهم حقوقه لقاء الخدمات التي يُقدمها للشركة التي يصنع سوق أوراقها المالية ، هذا من جهة ومن جهة أخرى يتمتع صانع السوق بحق التخصص بصناعة سوق الورقة المالية وفي الشراء بالهامش لتمكينه من مزاوله

(1)New York Stock Exchange , Market Making p.12 , www.nyse.com

(2) د . همام القوسي ، تأثير إلتزامات صانع السوق ، مصدر سابق ، ص ٤٨٨ .

(3) د. سليم جابو ، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية ، مصدر سابق ، ص ١٢٢ .

نشاطه ولتسليط الضوء على ذلك بشيء من التفصيل سنقسم هذا المبحث على مطلبين ، سنستعرض في المطلب الأول لحق صانع السوق بالعمولة ، بينما سنعقد المطلب الثاني منه لحق صانع السوق بالتخصص بصناعة السوق وحقه بالشراء بالهامش وكالاتي :

المطلب الأول

حق صانع السوق بالعمولة

لما كان نشاط صانع السوق من قبيل الأعمال التجارية التي يُفترض فيها قصد تحقيق الربح⁽¹⁾ ، وإذا كان عقد صناعة السوق يرتب على عاتق صانع السوق إلزام ببذل الجهود من أجل تحقيق الأهداف التي وجد من إجها ، لذا كان من الطبيعي أن يتقاضى الصانع عمولةً عن الجهود التي يقوم بها في سوق الأوراق المالية ، ولكن قبل الشروع في بيان العمولة التي يتلقاها صانع السوق بحسب القوانين المقارنة ، يتوجب علينا بيان المقصود بالعمولة ، وبناءً على ذلك سنبحث في هذا المطلب حق صانع السوق بالعمولة من خلال تقسيمه على فرعين : سنتناول في الفرع الأول تعريف العمولة وأسس تحديدها ، وفي الفرع الثاني موقف القوانين من حق صانع السوق بالعمولة وكما يأتي :

الفرع الأول

التعريف بالعمولة وأسس تحديدها

تُعد العمولة والتي يتم الاتفاق عليها ما بين سوق الأوراق المالية وصانع السوق التي تمثل هامش الربح المقرر له قانوناً من خلال فروق الأسعار ، المقابل النقدي الذي يستحقه صانع السوق عن الخدمات التي يُقدمها للشركات التي ترغب في صناعة سوق لأوراقها المالية ، ويتم تحديد العمولة بشكل عام أما بموجب نص يتضمنه القانون أو يترك تحديدها للإتفاق المُبرم ما بين صانع السوق والمستثمر على وفق أسس تحددها التشريعات .

(1) يُنظر: المادة (5) من قانون التجارة العراقي رقم 30 لسنة 1984 المعدل والتي أفترضت قصد تحقيق الربح في الأعمال التجارية التي نصت عليها ، ومن بينها الفقرة الخامسة عشر المتعلقة بالتعامل في أسهم الشركات وسنداتها وهو ما يقوم به صانع السوق .

وتُعرف العمولة بأنها (الأجر الذي يستحقه الوسيط جراء قيامه بعمله الموكل به)^(١) ، إن الوسيط هنا ليس المقصود به الوسيط في سوق الأوراق المالية ، وإنما ينطبق على كل من يتوسط بين شخصين ومن ثم يمكن أن ينسحب إلى صانع السوق كونه يتوسط ما بين الشركة التي يصنع سوق لأوراقها المالية وما بين المستثمرين الراغبين بالبيع أو الشراء ، إذ إن التعريف لم يُحدد نوع الوساطة هنا ، وبذلك فإنه أشار إلى عمولة الوسيط بصورة عامة ، وهذا ما يفهم من عبارة قيامه بعمله الموكل به .

وهناك من يُعرف العمولة بأنها (المبلغ المُتفق عليه في عقد الوساطة الذي يلتزم بدفعه العميل لصالح شركة الوساطة مقابل قيامها بتنفيذ الأمر الصادر اليها في شأن صفقة معينة)^(٢)، ويُلاحظ على التعريف إنه أشار إلى المقابل المادي فيما يتعلق بعقد الوساطة المالية داخل سوق الأوراق المالية على إعتبار إن أحد أبرز خصائص عقد الوساطة هو المُعاوضة وهو الإلتزام بتنفيذ أوامر المستثمرين بالإضافة لتعليمات السوق .

وعرفها أخرجاً بأنها (ما يُدفع للوسيط وغالباً ما يجري ذلك بالتفاوض)^(٣) ، وما يلاحظ على هذا التعريف إنه أشار إلى كيفية تحديد العمولة وذلك من خلال التفاوض وإن كان هذا التفاوض ضمن نطاق محدد فيما يتعلق بالأنشطة التي تجري داخل أسواق الأوراق المالية ، حيث غالباً ما تضع هيئة السوق الحد الأعلى لهذا المقابل أو العمولات التي تتقاضاها الشركات التي تتوسط للقيام بأعمال داخل السوق ومنها أعمال صناعة السوق ، كذلك لم يبين التعريف المقابل هل هو مبلغ من النقود أو أشياء أخرى ذات طابع مالي .

وبصرف النظر عن الشخص الذي يؤدي الخدمة يستحق صانع السوق العمولة مقابل الخدمة التي قام بها بتكليف من الشركة التي ترغب بصناعة سوق لأوراقها المالية ، ويكون إستحقاق العمولة أو الأجرة إستناداً للمبدأ الذي يوجب أجراً عن الأعمال التي يؤديها شخص لمصلحة شخص أخرج به إليه^(٤) . وبما إن صانع السوق يهدف إلى تحقيق الربح من عمله ، لذلك فإنه لا يُقدم خدماته على سبيل التبرع ، وهذه العمولة يحددها الإتفاق المبرم بين الطرفين

(١) سمير نصار، العقود التجارية ، موسوعة القانون التجاري ، الكتاب الثالث ، الطبعة الأولى ، دمشق ، المكتبة القانونية ، 2006 ، ص ٣٧٦ .

(٢) د . عمر ناطق يحيى الحمداني ، الألية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة ، دراسة مقارنة ، دار النهضة العربية ، مصر – القاهرة ، 2011 ، ص ٢١٤ .

(٣) د . محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية (مؤسسات ، أوراق ، بورصات) ، دار الشروق للنشر والتوزيع الأردن – عمان ، 2007 ، ص ٢٥٦ .

(٤) د . محمد حسن عبد المجيد الحداد ، مصدر سابق ، ص ٢١١ .

بنسبة مؤية من قيمة العقد ، كما يجوز تحديدها بمبلغ ثابت^(١) ، ويمكن أن يكون تحديدها من قبل الجهة المختصة داخل السوق وبنسب معينة ، وإن وقت دفع العمولة هو الوقت الذي يتفق عليه الطرفان^(٢) .

على العموم فإن الأصل في تحديد العمولة وفقاً للقواعد العامة أن يتم بالإتفاق ، وتخضع لتقدير القاضي في حال لم يتفق عليها المتعاقدان وحصل نزاع بينهما عليها^(٣) ، غير إن المشرع تدخل في تحديد العمولة في أسواق الأوراق المالية وحددها بنسب معينة^(٤) ، رغبة منه في عدم فسح المجال لظاهرة المنافسة بين الشركات العاملة في نفس المجال داخل سوق الأوراق المالية ، والتي من الممكن أن تنعكس سلباً على عمليات التداول عندما تفرض عمولة مفرطة على العمليات ذات المبالغ الصغيرة^(٥) .

على ذلك فإن هناك اتجاهان متبعان في بيان الأسس التي يتم من خلالها تحديد العمولة .
الاتجاه الأول / يعتمد في تحديد نسبة العمولة على نصوص القانون ، ويُعد هذا الاتجاه هو الاتجاه القديم المُتبع في سوق الأوراق المالية ، إذ يتم من خلال تقدير العمولة بنسبة مؤية من قيمة الصفقات المنفذة ، أو أن يكون مبلغاً محدداً ابتداءً في ضوء أجر المثل^(٦) ، ويتم هذا التحديد للعمولة بنصوص تصدرها أسواق الأوراق المالية من خلال التعليمات واللوائح ، وعدم فسح المجال للشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية الإتفاق عليها من خلال التفاوض مع المستثمرين^(٧) .

إن مبررات المؤيدين لهذا الإتجاه تكمن في الخشية من أن تبالغ الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية في فرض عمولات مبالغ بها على العمليات ذات المبالغ الصغيرة مما قد يؤثر سلباً على صغار المستثمرين ، وهناك من يرى إن ميزة تبني هذا الإتجاه يجعل المستثمر على

(١) د . عبد القادر العطير ، الوسيط في شرح القانون التجاري ، مكتبة الثقافة للنشر والتوزيع ، الأردن - عمان 1999 ، ص٤٦٣ . وأيضاً د .علي فوزي إبراهيم الموسوي ، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، مصر- القاهرة ، 2008 ، ص٢٨٣ .

(٢) د . صفوت بهنساوي ، الأوراق التجارية وعمليات البنوك وفقاً لأحكام قانون التجارة المصري الجديد ، دار النهضة العربية ، مصر - القاهرة ، 2008 ، ص٣٩٢ .

(٣) د . عبد الباسط كريم مولود ، مصدر سابق ، ص ٢٢٣ .

(٤) أشارت المادة (16) من تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية إلى إن نسبة العمولة التي يتقاضاها الوسيط تحدد ب 1% من قيمة الصفقة ، ويكون حداها الأدنى هو ألف دينار .

(٥) د . علي جمال الدين عوض ، العقود التجارية ، دار النهضة العربية ، مصر - القاهرة ، 1982 ، ص١١٨-١٢٤ .

(٦) عباس مرزوك فليح العبيدي ، التصرف بالأسهم والحصص بيعاً أو هبة - دراسة قانونية وفقاً لأحكام التشريع التشريعي العراقي ، إطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية القانون ، جامعة بغداد ، 1997 ، ص١٢٣ .

(٧) عباس محمد موسى ، مصدر سابق ، ص١١٧ .

بينه من أمره قبل تنفيذ الصفقات داخل السوق^(١). ونحن بدورنا نرى إن هذه المبررات منطقية وحقيقية فضلاً عن إن المنافسة بين الشركات صانعة السوق في تحديد نسبة العمولة قد تؤدي إلى عدم استقرار عمليات التداول وكذلك إمكانية حصول المنافسة غير المشروعة في السوق **الإتجاه الثاني** / يمثل الإتفاق ما بين المتعاقدين على تحديد العمولة الإتجاه الحديث والذي أخذت به قوانين أسواق الأوراق المالية ، إذ يترك الأمر في تحديد نسبة العمولة للمنافسة بين الشركات التي تمارس النشاط نفسه ، وأن مقدار العمولة يتحدد بالإتفاق بين الشركة والمستثمر وحسب ظروف العرض والطلب داخل السوق ، والمنافسة بين الشركات لجذب المستثمرين^(٢) . وهذا التحول في تحديد العمولة هو الإتجاه السائد في الأسواق العالمية حالياً وأن كان ضمن حدود معينة .

ومبررات المؤيدين لهذا الإتجاه في تحديد العمولة تتمثل في إطلاق حرية المنافسة بين الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية في جذب المستثمرين ، الأمر الذي قد يؤدي لتقليل العمولة ما يساعد المستثمرين الصغار من الدخول في هذه الأنشطة ، وإعطاء الحرية للأطراف المتعاقدة في التفاوض وحسب ظروف العرض والطلب داخل السوق . بالإضافة لهذين الإتجاهين في تحديد العمولة وللتقليل من مساوئهما إتخذ المشرع المصري موقفاً وسطاً ، إذ لم يترك الأمر كليةً للمنافسة بين الشركات ولم يجعلها خاضعة لنسبة ثابتة قانوناً حيث وضع حداً أعلى وحداً أدنى لذلك^(٣) .

ومما يجدر ذكره إن هذين الإتجاهان وإن طرحا بصدد عمولة الوسيط المالي إلا إنهما يمكن أن ينصرفا إلى أي نشاط مرخص داخل سوق الأوراق المالية ومنها نشاط صانع السوق ، ذلك إن العمولة تستحق عند القيام بأي نشاط داخل السوق .

وفيما يتعلق بتحديد عمولة صانع السوق فإنها تخضع لمعايير خاصة نُظمت من خلال اللوائح والتعليمات الصادرة عن الجهات المختصة في سوق الأوراق المالية كما سنلاحظ .

(١) د . عمر ناطق يحيى الحمداني ، مصدر سابق ، ص ٢١٥ .

(٢) د . عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، النظام القانوني لرهن الأوراق المالية – دراسة مقارنة ، دار النهضة العربية ، مصر – القاهرة ، 2008 ، ص ٦٤ .

(٣) د . طاهر شوقي مؤمن ، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة ، دار النهضة العربية ، مصر – القاهرة ، 2007 ، ص ٢١٧ .

الفرع الثاني

الحق في العمولة في القوانين المقارنة

تباينت القوانين محل المقارنة في موقفها من الحق بالعمولة بالنسبة للشركات العاملة في الأنشطة المختلفة من أنشطة الأوراق المالية .

ففي القانون العراقي ، ومن خلال تنظيمه لبعض الأنشطة في سوق الأوراق المالية ، فإنه حدد العمولة بنسب معينة ، ففيما يتعلق بنشاط شركات الوساطة المالية فقد وردت الإشارة الى نسبة هذه العمولة في المادة (16) من القسم (5) من قانون أسواق الأوراق المالية المؤقت رقم (74) لسنة 2004 ، إذ قررت (على الوسيط إن يكشف عن الأجور، العمولات والإسعار المطلوبة من زبائنه ، وقد تفرض السوق قواعد تعود إلى العمولة العليا ، السعر ومعدل الأجور بالإضافة إلى الكشف عن المتطلبات كما أقرتها الهيئة) ، ومن خلال هذا النص نلاحظ أن المشرع العراقي لم يعطي حق الإختيار (الإتفاق) على العمولة ، بل إنه تدخل في تحديدها ، وبالفعل ورد في التعليمات الخاصة بالتداول لسنة 2004 الإشارة إلى النسبة التي يتقاضاها الوسيط كعمولة عن العمليات التي يقوم بها لصالح عملائه ، إذ نصت المادة (16) من هذه التعليمات على (نسبة عمولة الوسيط 1% من قيمة الصفقة ومبلغ الحد الأدنى لها هو (1000) دينار ويستوفي السوق خمس عمولة الوسيط) ، أما في الحالات التي يُستثنى فيها الوسيط من حق الإحتكار ، فإن كامل نسبة العمولة 1% تذهب لمصلحة السوق⁽¹⁾ .

أما بالنسبة لنشاط الحافظ الأمين ومن خلال التعليمات الخاصة بهذا النشاط بالرقم (17) لسنة 2012 فإنها لم تُشر إلى نسبة عمولة الحافظ الأمين عن الخدمات التي يُقدمها للمستثمرين على الرغم من إنها أشارت إلى إن عمل الحافظ الأمين يكون مقابل عمولة ، إذ نصت الفقرة (2) من المادة (3) على (نموذج إتفاقية تقديم نشاط الحفظ الأمين للأوراق المالية والتي يجب أن تتضمن المعلومات والبيانات الآتية : ... هـ تحديد قيمة العمولات التي يتحملها المستثمر مقابل حصوله على هذه الخدمة ...) ، وما يلاحظ على النص إعلاه إن المشرع العراقي لم يتدخل في تحديد نسبة عمولة الحافظ الأمين بخلاف موقفه فيما يتعلق بنشاط شركات الوساطة المالية التي أخضع العمولة فيها لنسب محددة بنص قانوني ، وبالتالي يمكن لنا القول أن تحديد نسبة العمولة بالنسبة لنشاط الحافظ الأمين تخضع لإرادة المتعاقدين ، ومن وجهة نظرنا كان الأفضل لو قام المشرع العراقي بتحديد نسبة عمولة الحافظ الأمين أسوةً كما فعل مع في تحديد نسبة عمولة

(1) المادة (17) من تعليمات هيئة أسواق الأوراق المالية لسنة 2004 .

الوكلاء العادين والوسطاء والدالين في العديد من القوانين ، وذلك خشية من المبالغة في تقديرها من قبل هؤلاء⁽¹⁾ .

ونقترح أن تُحدد عمولة صانع السوق بنسبة معينة كأن تكون 1% من قيمة الورقة المالية التي يقوم بصناعة سوقها كحد أعلى ، فيما إذا قام المشرع العراقي بتنظيم نشاط صانع السوق كأحد الأنشطة المرخص بها داخل سوق الأوراق المالية .

أما بالنسبة للقوانين المقارنة محل بحثنا هذا والتي نظمت نشاط صانع سوق الأوراق المالية ، فإنها لم تتضمن نصوص صريحة تحدد من خلالها عمولة صانع سوق الأوراق المالية ، إلا إنه يمكن إستجلاء موقفها المتعلق بنسبة العمولة من خلال النصوص التي أوردتها بهذا الصدد .

ففي القانون الكويتي ، يلتزم الأشخاص المرخص لهم بالعمل في إدارة أنشطة الأوراق المالية بالضوابط التي تحددها هيئة سوق رأس المال الكويتي ، فقد أشارت المادة (66) من القانون رقم (7) لسنة 2010 المعدل على (يجب على الشخص المرخص له للعمل في أنشطة الأوراق المالية الإلتزام بالضوابط التي تحددها اللائحة وعلى الأخص ما يأتي : ... 8 - عدم القيام بتحصيل عمولات مرتفعة أو يُقدم خصومات مُرتفعة في التعاملات ...) ، وما يُفهم من هذا النص إن مسألة تحديد العمولة متروكة لإتفاق المتعاقدان بالسوق شرط أن لا تكون هناك مبالغة في تحديد نسبة العمولة ، فلا يجوز أن تكون مرتفعة أو منخفضة إلى نسب يكون تقديرها لظروف التداول داخل السوق و تقدير الهيئة .

أما بالنسبة لنشاط صانع السوق ومن خلال إلتزامه بإدخال أوامر متقابلة الأسعار فإن الفارق سعري ما بين سعر الشراء وسعر البيع يمثل نسبة العمولة التي يتقاضاها صانع السوق لقاء الخدمات التي يُقدمها للشركة التي يصنع سوق لأوراقها المالية ، إذ نصت الفقرة (19) من المادة (41) من اللائحة على (يلتزم صانع السوق - بشكل مستمر - بإدخال أوامر بيع وشراء على الورقة المالية المُسجل عليها وفقاً للإتفاق المُبرم بين صانع السوق والبورصة ، وذلك بأسعار مُقترنة ببعضها مع فارق سعري تحدده البورصة ...)⁽²⁾ ، إن الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع يُطلق عليه بالهامش أو المدى (Spread) ، والذي يتحدد على أساسه سعر الورقة المالية وعلى ذلك ليس لصانع السوق حرية كاملة في تقدير هذا الهامش إذ تراقب إدارة السوق تصرفات صانع السوق في شأن تحديد الهامش ، وحتى في ظل غياب هذه الرقابة ، لا يستطيع

(1) مشار اليه عند : بشار محي هاشم ، المركز القانوني للحافظ الأمين في سوق الأوراق المالية رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون ، جامعة بابل ، 2016، ص ٨٩ .

(2) الفصل الأول من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 الملحقه بقانون سوق رأس المال.

صانع السوق المُبالغة فيها في ظل المنافسة الشديدة بين صناع السوق^(١) . وعليه يمكن لصانع السوق إن يُقلل هامش الربح ومن ثم يحصل على قدر كبير من الصفقات غير إن ذلك من الممكن أن يُعرضه للخسائر ، أما إذا عمد على توسيع الهامش فإنه سيحصل على قدر صغير من الصفقات ، إلا إنه يقلل من إحتمال تعرضه للخسائر^(٢) .

إن القانون الكويتي تدخل في تحديد نسبة العمولة التي يتقاضاها صانع السوق من خلال الإتفاقية التي تُبرم بينهما . ولحماية صانع السوق من الخسائر نتيجة التقلبات بالأسعار ، تبادر هيئة السوق أحياناً إلى إعفاءه من إلتزاماته بتنفيذ الأوامر خصوصاً عندما تُقرر الهيئة تغيير الفارق سعري بين العرض والطلب في حالات التقلب الشديدة في الأسعار خلال التداولات اليومية للسوق^(٣) ، ومن خلال ما تقدم يمكن لنا القول إن القانون الكويتي وإن لم ينص صراحة على نسبة عمولة صانع السوق ، إلا إننا يمكن أن نستدل على هذه النسبة من خلال النص السابق، وهو الفارق ما بين سعر الشراء وسعر البيع بالنسبة للأوراق المالية التي يختص صانع سوق الأوراق المالية بصناعة سوق لها .

أما بالنسبة للقانون المصري ، فإن قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المُعدل ، خول وزير الإقتصاد والتجارة بإصدار القرار المتعلق بتحديد نسبة العمولات التي تتلقاها الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية لقاء الخدمات التي تقدمها للمستثمرين ، إذ ورد في المادة (24) من القانون أعلاه ما يأتي (يصدر الوزير بناء على إقتراح مجلس إدارة الهيئة قرار بنظام عمولات السمسرة ، والحدود القصوى لمقابل الخدمات عن العمليات التي تتم في البورصة ...) ، وبناء على هذا التحويل فقد أصدر وزير الإقتصاد والتجارة المصري القرار المرقم (478) في سنة 1994 ، ولكن ما يلحظ على هذا القرار إنه تناول عمولات شركات الوساطة المالية فقط .

إن صانع السوق ملتزم بإدخال أوامر مزدوجة عند تعامله على صناديق المؤشرات المتداولة في سوق الأوراق المالية تتضمن أسعار مقترنة يفصل بينها فارق سعري محدد ، ويجب إن يكون هذا الفارق محدد بنسبة معينة من قبل السوق ، فقد نصت الفقرة (2) من المادة الثالثة من القرار رقم (106) لسنة 2020 على (ألا يتجاوز المدى سعري بين عروض البيع وطلبات الشراء

(١) مدحت حسن نصر حسن أبو الذهب ، مصدر سابق ، ص ١١٦ .

(٢) منير إبراهيم هندي ، مصدر سابق ، ص ١١٧ .

(٣) (ف/٤ - م /٥٢) الفصل الرابع من كتاب قواعد التداول في سوق رأس المال الكويتي لسنة 2019 والتي نصت على (يُعفى صانع السوق من إلتزاماته بمزاولة نشاطه على ورقة مالية معينة في الأحوال غير الاعتيادية الآتية ، ١- إذا ققرت الهيئة تغيير الفارق سعري بين العرض والطلب في حالات التقلب الشديد لتداولات السوق ...) .

(bid/ask spread) بالأمر المزدوج عن نسبة 3% على أن تقوم البورصة بمراجعة هذه النسبة بشكل ربع سنوي (...)^(١) .

أما بالنسبة لعمولة صانع السوق عندما يتعامل على الأوراق المالية المدرجة في السوق ، فالأمر لا يختلف كثيراً ، إذ يلتزم صانع السوق بإدخال أوامر بيع وشراء مزدوجة للأوراق المالية التي يصنع سوقها بفارق سعري تحددته هيئة السوق ، فقد جاء في الفقرة (2) من المادة السادسة من القرار المرقم (487) لسنة 2019 على (الإلتزام بالحد الأقصى للفرق بين سعري العرض والطلب ، وذلك وفقاً لما تحدده البورصة بالملحق رقم 2)^(٢) .

ومن خلال النصوص أعلاه نلاحظ إن القانون المصري أشار إلى النسبة التي تفصل ما بين سعري الشراء والبيع والتي تمثل العمولة التي يتقاضاها صانع السوق لقاء خدماته ، لذلك هناك من يرى بأنه لا يُسمح لصانع السوق أن يتقاضى عمولات عن عمليات البيع والشراء وإنما يحقق أرباحه من خلال الفرق بين السعر الذي يشتري به الورقة المالية ، والسعر الذي يبيع به . وهو ما يعرف بالفارق السعري^(٣) .

أما القانون الأمريكي ، فهو الآخر أوجب على صانع السوق إدخال أوامر أسعار ثنائية الإتجاه كما يطلق عليها أي أسعار متقابلة تتضمن سعر الشراء وسعر البيع مع فارق بسيط بين السعريين ، يمثل الربح الذي يحققه الصانع من جراء قيامه بأعماله في صناعة السوق . جاء في قواعد سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) لسنة 2018 على إن (يقوم صانع السوق بنشر أسعار ثنائية الإتجاه متقابلة طوال يوم التداول وفي كل جلسة بما لا يقل عن ٩٠% من الوقت الذي تكون فيه السوق مفتوحة ...)^(٤) ، كما أشارت الإتفاقية النموذجية لصانع سوق نيويورك إلى المبدأ نفسه .

أما سوق ناسداك للأوراق المالية (NASDAQ) ، فقد أشارت قواعد التداول في هذه السوق لسنة 2017 إلى إن على صانع السوق (نشر أسعار ثابتة ثنائية الإتجاه ذات نسب مماثلة وأسعار تنافسية بنسبة لا تقل عن ٥٠% من أوقات التداول اليومية ...)^(٥) .

^(١) تم تعديل المادة الثالثة من القرار رقم (133) لسنة 2014 بموجب القرار المرقم (106) لسنة 2020 بشأن قواعد مزاولة نشاط صانع السوق على وثائق صناديق المؤشرات المتداولة بالبورصة المصرية .

^(٢) الملحق رقم (2) من القرار رقم (487) والمشار إليه بالملحق رقم (٨) في نهاية الرسالة .

^(٣) د . أحمد مداني ، مصدر سابق ، ص ٢ .

^(٤) ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

Rule 104 a – 1 (A) - (generate and automatically update two-sided market quotations throughout the trading day in each of their appointed series for 90% of the time the Exchange is open for trading in each series...)

^(٥) ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

Section 2..the NASDAQ Market Maker Agreement 2017.

2-1 (shall post firm simultaneous two way quotes of comparable sizes and competitive prices in the Instruments for at least fifty percent (50%) to day...).

www.nasdaq.com

متاح على الموقع الإلكتروني لسوق NASDAQ تاريخ الزيارة ٢٠٢١/٢/٢٣

وبعد أن إستعرضنا موقف القوانين المقارنة فيما يتعلق بالعمولة التي يمكن أن يتقاضاها صانع السوق عندما يمارس عمله في صناعة السوق ، يمكن لنا القول إن صانع السوق لا يتقاضى عمولة من الشركة التي يصنع سوق لأوراقها المالية وإنما يتحصل على العمولة التي تمثل هامش الربح من خلال فروق الأسعار وهذه الفروق محددة قانوناً بحسب الإتفاقية التي تبرم بين صانع السوق وهيأة سوق الأوراق المالية وهي ما تمثل عمولة صانع السوق ، وقد إلزم القانون صانع السوق بتعديل الأسعار كلما تغيرت الأسعار السائدة في السوق على إن النسبة تبقى ثابتة وعلى ذلك فإن الفارق سعري يبقى محدداً بالنسبة ذاتها .

مثلاً يُعلن صانع السوق في نشرة أسعاره لورقة مُعينة على إن سعر الشراء هو 1000 دينار عراقي وسعر البيع هو 1010 دينار عراقي يعني إن السوق حدد نسبة ربح صانع السوق (العمولة) مبلغ 10 دينار عراقي وهي تعادل ما نسبته 1% من سعر الورقة الذي تم الشراء به ، إما إذا نُبَّت صانع السوق أسعاره ثم إرتفعت الأسعار داخل السوق فعليه تعديل الأسعار كما بينا خلال الفترات التي يحددها السوق، فلو باع صانع السوق الورقة بمبلغ 1,010 دينار عراقي ثم إرتفع سعرها إلى 1,500 دينار عراقي فهنا عليه تغيير الأسعار فيكون سعر الشراء 1,500 أما سعر البيع الذي يرغب الصانع البيع به فيكون 1,515 وهو ما يعادل نسبة 1% ايضاً .

إن صانع السوق عندما يقوم بتسعير الأوراق المالية المتخصص بصناعة سوقها يجب أن يكون ملماً بكل ما يتعلق بهذه الورقة مما يضيف على عمله شيء من التخصص فيما يتعلق بتحديد أسعار هذه الأوراق كذلك أجازت له التشريعات مزاوله حق الشراء بالهامش لتمكينه من إنجاز أعماله على أكمل وجه .

المطلب الثاني

الحق في التخصص بصناعة السوق وفي الشراء بالهامش

المبدأ العام في أسواق الأوراق المالية في القوانين المقارنة هو إن صناعة السوق تقتصر على الشركات المتخصصة بصناعة سوق ورقة مالية ، فلا تستطيع الشركة المُصدرة للأوراق المالية القيام بعملية البيع المباشر للمستثمرين إلا من خلال صانع السوق الذي بدوره يعمل على تنفيذ عمليات البيع والشراء عن طريق الوسطاء العاملين في السوق ، كذلك سمحت بعض القوانين لصانع السوق بممارسة عمليات الشراء بالهامش معتبرة ذلك أحد حقوقه لتمكينه من الإيفاء بالتزاماته داخل سوق الأوراق المالية .

ولما تقدم سنقسم هذا المطلب على فرعين ، يكون الفرع الأول لتخصص صانع السوق بصناعة سوق الورقة المالية ، بينما سنعقد الفرع الثاني لحقه في ممارسة عمليات الشراء بالهامش وكالاتي :

الفرع الأول

تخصص صانع السوق بصناعة سوق الورقة المالية

إن تدخل صناع السوق في عمليات صناعة السوق هو أمر حتمي لا بد منه في القوانين المقارنة فهو الذي يطلع على دفتر الأوامر الخاصة بتلك الأوراق فهو المطلع على كل ما يتعلق بالورقة المالية التي يتخصص بصناعة سوقها ، وبهذا فإن صناعة السوق تعد من الحقوق التي تتمتع بها الشركات صانعة السوق دون غيرها من الشركات التي تمارس نشاطاً آخر في سوق الأوراق المالية . أن علاقة صانع السوق علاقة عكسية مع اتجاه السوق ، إذ إن عمله هو خلق إستقرار واضح داخل سوق الأوراق المالية ، فإذا كانت هناك طلبات كبيرة يعمد هو للبيع ، وفي حال كان هناك عمليات بيع كبيرة يقوم بالشراء^(١) .

كما إن تخصص صانع السوق بصناعة سوق ورقة مالية معينة يضع على عاتقه مسؤولية ضمان إستمرار التداول داخل سوق الأوراق المالية ، إذ عليه طرح السيولة اللازمة وإمتصاص الفائض من تلك الورقة بغرض تحقيق إنتظام الأسعار وأحلال التوازن^(٢) ، ومقابل ذلك يستأثر صانع السوق بصلاحيية تحديد أسعار البيع والشراء والتي يكون مستعداً للتداول بناءً عليها .

إن نطاق حق التخصص بالنسبة لصانع سوق الأوراق المالية يتحدد موضوعياً في الأوراق المالية المدرجة في السوق والتي يصنع سوقها ، ومن ثم تخرج الأوراق المالية غير المدرجة من نطاق حق التخصص ، أما بالنسبة لتحديد حق التخصص مكانياً فيتمثل بوجود أن يكون التداول داخل سوق الأوراق المالية المدرجة فيها الورقة المالية المراد صناعة سوقها ، فهناك بعض الشركات تسمح بتداول أوراقها داخل وخارج السوق ، كما وإن بعض الأسواق تسمح بإن يتم التداول على الأوراق المدرجة فيها حتى وإن كان التداول خارج السوق كما هو الحال في بورصة ناسداك ، فبحسب هذه السوق من الممكن أن تتم عمليات البيع والشراء للورقة المالية من قبل البائع والمشتري مباشرةً بالنسبة للأوراق التي تكون مدرجة في السوق^(٣) .

(١) د . رمضان الشراح ، مصدر سابق ، ص ٣ .

(٢) د . سيد طه بدوي محمد ، مصدر سابق ، ص ٢٢٩ .

(٣) مدحت حسن نصر حسن أبو الذهب ، مصدر سابق ، ص ١١٧ .

وبغض النظر عن موقف التشريعات من أنتهاج أحد أنواع صناع السوق ، التي تم الإشارة إليها في موضع سابق ، فإن صفة التخصص هي الصفة الغالبة على أنشطة صناعة السوق ، ويمكن أن نستخلص ذلك من خلال النصوص القانونية التي نظمت هذا النشاط .

ففي القانون الكويتي ، نلاحظ إن اللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 أجازت تسجيل صانع السوق على ورقة مالية معينة ، إذ أشارت الفقرة (1) من المادة (41) وفي الفصل الأول من الكتاب الخامس من اللائحة على (يُسجل صانع السوق لمزاولة نشاطه على ورقة مالية معينة لمدة سنة قابلة للتجديد ، ولا يحق له طلب إعفائه من مزاولة نشاطه على هذه الورقة خلال الثلاثة أشهر الأولى من بدء مزاولته لنشاطه عليها ...) ، كما إن القانون الكويتي أجاز للشركات صانعة السوق تسجيل نشاط صانع السوق على أكثر من ورقة واحدة⁽¹⁾ ، إن حق صانع السوق في صناعة السوق وبحسب المشرع الكويتي منوط بقرار هيئة البورصة والتي حولها القانون صلاحية السماح لأكثر من شركة لمزاولة أعمال صناعة السوق على الورقة المالية نفسها فقد نصت الفقرة (4) من المادة (49) من قواعد التداول في سوق رأس المال الكويتي على (يجوز للبورصة أن توافق على تسجيل أكثر من صانع سوق لمزاولة نشاطه على ورقة مالية واحدة)⁽²⁾ ، وكما نلاحظ إن الأصل في القانون الكويتي هو تخصص صانع سوق واحد لصناعة سوق الورقة المالية ، ونستدل ذلك من خلال ابتداء النص بكلمة يجوز ، على إن هذا الجواز مقيد بفيدين ، القيد الأول هو حاجة السوق الفعلية لصانع سوق ثاني للورقة نفسها وهذا متوقف على مدى إستطاعة صانع السوق الأول من الإيفاء بالتزاماته بتوفير السيولة المطلوبة ، أما القيد الثاني فهو قيد على الشركة التي ترغب بصناعة سوق لأوراقها المالية ، إذ ألزمها القانون بتحديد عدد صانع السوق بخمسة للورقة المالية الواحدة ، في حال رغبت بأكثر من ذلك يجب عليها أخذ رأي الهيئة (إلا يتجاوز عدد صانع السوق للورقة المالية الواحدة عن خمسة ، مالم توافق الهيئة على زيادة هذا العدد)⁽³⁾ ، وبصرف النظر عن العدد الذي يمكن أن تسمح به هيئة السوق، يمكن لنا القول إن صناعة السوق تقتصر على الشركات صانعة السوق ومن ثم لا يمكن مزاولة هذا النشاط إلا من خلال صانع السوق المرخصين بمزاولة هذا النشاط⁽⁴⁾.

أما في القانون المصري، إن المشرع المصري أجاز هو الآخر وجود أكثر من صانع سوق واحد للورقة المالية الواحد ، في موقف يكاد يكون قريب بعض الشيء من موقف المشرع الكويتي حيث أجاز القانون للهيئة العامة للرقابة المالية تسجيل أكثر من صانع سوق واحد ، إذ

(1) (ف/٢-م/٤١) الفصل الأول من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 .

(2) قواعد التداول في سوق رأس المال الكويتي الإصدار الثاني لسنة 2019 .

(3) (ف/ ١٨ - م /٤١) الفصل الأول من الكتاب الخامس لللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 .

(4) د . سليم جابو ، صناع السوق ببورصة الأوراق المالية ، مصدر سابق ، ص ٤٧٠ .

أشار القرار رقم (3) لسنة 2019 على (... يجوز للبورصة السماح لأكثر من عضو مزاوله النشاط على ورقة مالية واحدة وفقاً لدراسة اللجنة للطلبات المقدمة)⁽¹⁾ ، وعليه فإن أمر السماح بتواجد أكثر من صانع سوق واحد منوط بموافقة اللجنة الخاصة بتلقي طلبات التسجيل لمزاولة نشاط صناعة سوق الأوراق المالية ، وبذلك فإن الأصل بحسب القانون المصري هو حصر نشاط صانع السوق بشركة واحدة والإستثناء هو وجود أكثر من شركة متخصصة بصناعة سوق ورقة مالية واحدة .

أما بالنسبة للقانون الأمريكي ، نلاحظ إن سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) تعتمد نظام صانع السوق المتخصص (DMM)، والتي يتخصص صانع سوق واحد لا أكثر في صناعة سوق الورقة المالية ، وهنا تظهر صفة التخصص بصورة أكثر وضوح ودقة عما غيرها من الأسواق محل المقارنة ، حيث يعمل صانع السوق على تحديد أسعار الأوراق المالية التي يتخصصون بصناعة سوقها .

الفرع الثاني

حق صانع السوق بممارسة عملية الشراء بالهامش

لقاء الإلتزامات العديدة الملقاة على عاتق صانع السوق فقد أجازت بعض التشريعات قيامه بمزاولة بعض العمليات داخل سوق الأوراق المالية والتي يكون الهدف منها تمكينه من الإيفاء بالإلتزاماته كمزاولة عملية الشراء بالهامش والتي يمكن النظر إليها على إنها حق يتمتع به صانع السوق شأنه في ذلك شأن بعض الأنشطة المعمول بها في أسواق الأوراق المالية كشركات الوساطة وغيرها ، وقبل الخوض في حق صانع السوق بمزاولة عمليات الشراء بالهامش ، يتوجب علينا معرفة المقصود بهذه العملية .

عُرف الشراء بالهامش (Margin Trading) بأنه (تسديد العميل جزءاً من الثمن ، ثم إقتراض الباقي من سمساره بفائدة محددة على أن ترهن الأوراق المشتراة عند السمسار كضمان للقرض)⁽²⁾ ، ما يلاحظ على التعريف إنه ينصرف بالدرجة الأساس إلى قيام الوسيط بعملية شراء الأوراق المالية بالهامش أكثر من بيان إمكانية قيام المستثمرين لمزاولة عملية الشراء .

(1) قرار رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية بشأن تنظيم نشاط صانع السوق على الأوراق المالية المقيدة في البورصة .

(2) د . عطية السيد فياض ، سوق الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار النشر للجامعات ، مصر – القاهرة ، 2017 ، ص ٢١٢ .

كما عُرف على إنه (قيام المستثمر بدفع جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراءها من أمواله الخاصة نقداً ، ودفع الجزء الباقي من أموال مقترضة بضمان الأوراق محل الصفقة)^(١) . بينما هذا التعريف يمكن أن ينصرف إلى صناع السوق وغيرهم من المتعاملين في سوق الأوراق المالية .

في حين عرفت اللائحة التنفيذية المصرية عملية الشراء بالهامش على إنها (الإتفاق بين الشركة وأحد عملائها على أن تتولى الشركة توفير التمويل اللازم لسداد جزء من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحساب العميل ...)^(٢) .

ولما تقدم يمكن لنا القول إن أساس عملية الشراء بالهامش وكما هو واضح من التعريفات هو قيام صانع السوق بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية للورقة التي يرغب في شرائها ، أما باقي الثمن فيعتبر قرصاً يُقدمه صانع السوق والذي يقوم بعملية الشراء من المساهم (البائع) على أن يتقاضى هذا الأخير فائدة شهرية محددة وبهذا يكون صانع السوق بمثابة المشتري والمستثمر في مقام البائع ، حيث إن صانع السوق قد يحتاج إلى كميات كبيرة في أوقات يكون فيها الطلب كبير على هذه الورقة ، لذلك أجاز له القانون القيام بهذه الممارسة للإيفاء بالتزاماته .

في القانون الكويتي وبما يتعلق بالأساس القانوني لحق صانع السوق في الشراء بالهامش فقد تم إيقاف عمليات البيع والشراء بالهامش بموجب قرار مجلس مفوضي بورصة الكويت الصادر في 2016 . على إن هناك محاولات جديدة لإعادة العمل بهذه العملية مستقبلاً ، على أن يتم رفع قيمة الصفقة إلى 50% كجزء أول بعدما كانت قبل إيقافها تبلغ 40% وهي نسبة تتماشى مع ما هو مطبق في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي^(٣) .

أما في القانون المصري ، نُظمت عملية الشراء بالهامش بموجب أحكام الباب التاسع من اللائحة التنفيذية رقم (135) لسنة 1993 المعدلة ، حيث تناولت هذه الممارسة بشيء من التفصيل وتضمنت العديد من الشروط والإجراءات الواجب إتباعها من قبل الشركات العاملة في السوق .

تجدر الإشارة إلى إن المشرع المصري أجاز لصانع السوق ممارسة عملية الشراء بالهامش بموجب القرار المرقم (293) لسنة 2007 ، إذ أشارت الفقرة (5) من أحكام التداول الملحقة بهذا القرار على (يجوز لصانع السوق ممارسة نشاطي الشراء بالهامش وإقتراض الأوراق المالية

(١) د. منير إبراهيم هندي ، المصدر السابق ، ص ١٣٥ .

(٢) المادة (289) الباب التاسع من اللائحة التنفيذية المصرية رقم (135) لسنة 1993 المعدلة .

(٣) شريف حمدي ، مقال منشور في جريدة الأنباء الكويتية بتاريخ ٢٠٢١/٢/١٥ تاريخ الزيارة ٢٠٢١/٢/٢٠ موقع الجريدة الإلكتروني .
<https://www.alanba.com.kw>

بغرض البيع على الأوراق التي يقوم بصناعة سوقها ، وذلك متى كانت هذه الأوراق مسموحاً بالتعامل عليها وفقاً لهذين النشاطين^(١) .

أن اللائحة التنفيذية ألزمت هيئة سوق رأس المال بإصدار القواعد المنظمة لعمليات الشراء بالهامش ، على أن تتضمن هذه القواعد الحد الأقصى للعمليات التي يمكن تنفيذها بالنسبة لكل ورقة مالية ولكل شركة تباشر عمليات الشراء بالهامش ، وبالفعل صدر قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن تنظيم هذه العملية من خلال القرار المرقم (67) لسنة 2014 إلا إن هذا القرار لم يتطرق لحق صانع السوق بممارسة عمليات الشراء بالهامش مُقتصرًا هذا الحق على شركات الوساطة المالية وأمناء الحفظ .

كذلك أشارت المادة (3) من القرار المرقم (487) لسنة 2019 إلى حق صانع السوق في ممارسة عملية الشراء بالهامش ، إذ نصت على (يُسمح لصانع السوق بالتعامل على الأوراق المالية التي يلتزم بصناعة سوقها بالتداول في ذات الجلسة ، وبالشراء بالهامش ، وبيع الأوراق المالية المُقترضة للوفاء بالتزاماته المنصوص عليها بقرار وزير الإستثمار رقم 293 لسنة 2007...)^(٢) ، ومن خلال هذا النص نستخلص إن مزاولة هذا الحق بالنسبة لصانع السوق هو لتمكينهم من تأدية إلتزاماتهم على أكمل وجه .

إن القانون المصري ألزم صانع السوق بدفع مبلغ نقدي للمساهم الراغب بالبيع لا يقل عن 50% من ثمن الورقة السائد في السوق وفق أحد الضمانات الآتية :

(١- خطابات ضمان مصرفية غير مشروطة صادرة لصالح الشركة من أحد البنوك أو فروع البنوك الأجنبية الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري .

٢- ودائع لدى أحد البنوك أو فروع البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري ، بشرط أن يتم تجميدها لدى البنك لصالح الشركة وأن يجوز تسيلها عند طلب الشركة دون اشتراط موافقة العميل ، على أن يتم تقييمها بنسبة 90% من أصل مبلغ الوديعة .

٣- سندات حكومية مصرية بشرط رهنها لصالح الشركة ، على أن يتم تقييمها بنسبة 90% من قيمتها السوقية .

٤- الأوراق المالية التي تتوافر بها الشروط المشار إليها بالمادة السابقة والتي تقبلها الشركة كضمان على أن يتم تقييمها بنسبة 80% من قيمتها السوقية وفقاً للضوابط الصادرة من مجلس

(١) قرار وزير الإستثمار المصري المتعلق بإضافة نشاط صانع السوق إلى أنشطة الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية .

(٢) قرار مجلس إدارة البورصة المصرية بشأن تعديل المادة (3,6) من القرار رقم (3) لسنة 2019 بشأن قواعد عمل صانع السوق على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية .

أدارة الهيئة.....^(١) ، وعلى ذلك فإن صانع السوق وفقاً للقانون المصري أن يقدم خطابات ضمان للمساهم الذي قام ببيع أسهمه في الشركة تودع في مصرف مصري أو أجنبي شرط أن يكون تحت إشراف ورقابة البنك المركزي المصري ، وعلى أي حال كان المشرع المصري موفق في تفصيل عمليات الشراء بالهامش وإن كان بعيداً عن التطرق لحق صانع السوق في ممارسة هذه العملية على الرغم من إن القرارات المنظمة لنشاط صانع سوق الأوراق المالية قد أشارت لهذا الحق .

أما بالنسبة للقانون الأمريكي ، نظم قانون تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكية لسنة 1934 المعدل أحكام عمليات الشراء بالهامش ، كما وحدد الجهات التي يجوز لها التعامل على شراء الأوراق المالية بالهامش ، وقد خصص القسم السابع لها (Sec: 7) تحت عنوان متطلبات الشراء بالهامش (Margin Purchase) ، حيث أشارت الفقرة الفرعية (A) من القسم السابع على (لغرض منع الإستخدام المفرط للشراء أو حيازة الأوراق المالية قرر مجلس المحافظين ووفقاً للقواعد واللوائح أن يكون مبلغ الورقة المشتراة بالهامش وفقاً للنسب الآتية :

1- 55% من سعر الورقة المالية السائد في السوق حالياً أو .

2- 100% من أدنى سعر سوقي للورقة المالية خلال الست وثلاثين شهراً السابقة على أن لا تزيد على 75% من سعرها الحالي^(٢) ، وعلى ذلك فإن القانون الأمريكي قد حدد نسبة قريبة من النسبة التي حددها القانون المصري وكذلك ما يرغب المشرع الكويتي السير عليه ، إن مثل هذه النسبة تعتبر جيدة لكل من المساهم البائع وكذلك للطرف المشتري صانع السوق .

^(١) المادة (294) من اللائحة التنفيذية رقم (135) لسنة 1993 المعدلة والملحقة بقانون سوق رأس المال المصري .

^(٢) ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

SEC. 7. (a) (For the purpose of preventing the excessive use of credit for the purchase or carrying of securities, the Board of Governors of the Federal Reserve System shall, prior to the effective date of this section and from time to time thereafter, prescribe rules and regulations with respect to the amount of credit that may be initially extended and subsequently maintained on any security (other than an exempted security or a security futures product). For the initial extension of credit, such rules and regulations shall be based upon the following standard: An amount not greater than whichever is the higher of—

(1) 55 per centum of the current market price of the security, or

(2) 100 per centum of the lowest market price of the security during the preceding thirty-six calendar months, but not more than 75 per centum of the current market price).

إن قانون الأوراق المالية والأسواق الأمريكي (SEC) وبموجب القسم (7 : Sec) سمح لكل من الوسطاء والتجار ممارسة حق الشراء بالهامش وفق معيار محدد هو الإمتثال لقواعد هذا الهامش واللوائح المتعلقة به فقد جاء في الفقرة الفرعية (2-A) (الأمثال لقواعد الشراء بالهامش المطلوبة ، ويعتبر قيام الوسيط أو التاجر أو أي عضو بالسوق بتوسيع هذه النسب عملاً غير قانوني سواء تم العمل بها بصورة مباشرة أو غير مباشرة ، أو الإحتفاظ بالأوراق التي قام بشرائها لصالحه أو الشراء بالهامش من أي عميل على أي أوراق مالية مستقبلية مالم يكن ذلك النشاط يتوافق مع اللوائح...)⁽¹⁾ .

ولما تقدم يمكننا القول إن قيام صانع السوق بعمليات الشراء بالهامش من ضمن الحقوق التي أقرتها القوانين المقارنة والتي تساعد صانع السوق للقيام بأعماله داخل سوق الأوراق المالية والتي تجعل منه قادراً على تحقيق الأهداف المرجوة من وجوده داخل السوق وإحلال التوازن بين العروض والطلبات على الأوراق المالية التي يتخصص بصناعة سوق لها . على أن هذه العملية يقوم بها صانع السوق لمصلحته خصوصا عندما تنفذ الأوراق التي قام بشرائها مع بقاء أستمارة الطلب عليها ما يضطر لممارسة هذا الحق من أجل تحقيق التوازن في السوق بالنسبة للورقة التي يصنع سوقها .

⁽¹⁾ ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

(Sec 7) - (2) MARGIN REGULATIONS.—

(A) COMPLIANCE WITH MARGIN RULES REQUIRED.—(It shall be unlawful for any broker, dealer, or member of a national securities exchange to, directly or indirectly, extend or maintain credit to or for, or collect margin from any customer on, any security futures product unless such activities comply with the regulations—)

الفصل الثالث

مسؤولية صانع سوق الأوراق المالية

سبق القول أن القوانين والتعليمات المنظمة لأنشطة الأوراق المالية في السوق قد وضعت بعض الألتزامات على الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية ، ومن بين هذه النشاطات ، نشاط صانع السوق ، إذ يتوجب عليها القيام بهذه الإلتزامات ، وبخلافه تنهض مسؤوليتها حال الإخلال بها . فالأصل إن صانع السوق حراً في تصرفاته لا يُقيدُهُ في هذه الحرية سوى القوانين والتعليمات التي تُنظم عمله ، بالإضافة إلا إن هذه الحرية تنقيد بعدم الإضرار بالآخرين والتي تُعد قيوداً عليه ، وتتجاوز هذه القيود تنهض مسؤولية صانع سوق الأوراق المالية .

والمسؤولية بمفهومها العام هي المؤاخذة ، والتي تختلف باختلاف أسبابها ونتائجها والآثار المترتب عليها .

إن صانع السوق مُكلف بالعمل لصالح المُستثمر (الشركة) بأمانة وإخلاص ساعياً لتحقيق مصالحها ، حيث يعمل على صناعة سوق لأوراقها المالية ، لذا فإنه يُسأل عن كافة الأضرار التي قد تطال هذه الشركة نتيجة الإخلال بإلتزاماته ، وهذه هي المسؤولية المدنية . ومن جهة أخرى فإن صانع السوق مُلتزم بإحترام القوانين واللوائح والتعليمات المعمول بها داخل سوق الأوراق المالية ، وعليه يُسأل أمام إدارة السوق عن كل مُخالفة تصدر منه ، وجزءاً قيام هذه المسؤولية هو خضوعه لنظام التأديب وهذه هي المسؤولية التأديبية ، وقد ترتقي بعض الأفعال التي يرتكبها صانع السوق الى مستوى الجرائم التي يُعاقب عليها وهذه المسؤولية الجزائية .

ومن أجل تسليط الضوء على مسؤولية صانع السوق وبشيء من التفصيل سنتناول هذا الفصل على مبحثين ، سنستعرض في المبحث الأول مسؤولية صانع السوق المدنية ، فيما سنُعد المبحث الثاني للمسؤولية غير المدنية لصانع السوق وكالاتي .

المبحث الأول

المسؤولية المدنية لصانع سوق الأوراق المالية

تقوم المسؤولية المدنية لصانع سوق الأوراق المالية بمناسبة عدم تنفيذ إلتزاماته تجاه الشركة التي يعمل على صناعة سوق لأوراقها المالية والمنظمة بموجب العقد المبرم بينهما أو لمخالفته القوانين المنظمة لعمليات التداول في سوق الأوراق المالية . إن تحديد المسؤولية المدنية

لصانع السوق تجاه الشركة تنشأ نتيجة إخلاله بالإلتزامات التي تفرضها القوانين عليه في سوق الأوراق المالية والتي تعد من وسائل الحماية القانونية التي تحظى بها الشركة التي يعمل صانع السوق لمصلحتها . عُرِفَت المسؤولية المدنية بأنها (إلتزام شخص بتعويض الضرر الذي سببه لشخص آخر نتيجة إخلاله بإلتزام يقع عليه)^(١) .

أو هي (الإلتزام بتعويض الضرر الناشئ من إخلال الشخص بإلتزامه ، سواء أكان مصدر هذا الإلتزام القانون أم العقد)^(٢) .

وتنقسم المسؤولية المدنية إلى : مسؤولية عقدية أو تعاقدية ناشئة عن الإخلال بإلتزام عقدي ومسؤولية تقصيرية ناشئة عن الإخلال بإلتزام يفرضه القانون ، ولكي تقوم المسؤولية المدنية بنوعها يجب توافر أركانها الثلاثة (الخطأ – الضرر – العلاقة السببية بين الخطأ والضرر) ، ويترتب على توافر هذه الأركان الثلاثة إلزام المُخطيء بالتعويض لجبر الضرر الناشئ عن خطئه .

ولما تقدم سنقسم هذا المبحث إلى مطلبين ، سيكون المطلب الأول مُخصص لمبحث أركان المسؤولية المدنية لصانع السوق ، بينما سيعقد المطلب الثاني لمبحث حكم قيام المسؤولية المدنية .

المطلب الأول

أركان مسؤولية صانع السوق المدنية

لكي تقوم المسؤولية المدنية بصورة عامة لابد من توافر أركانها الثلاثة (الخطأ – الضرر – العلاقة السببية) ، أما فيما يتعلق بمسؤولية صانع السوق في سوق الأوراق المالية فهي لا تختلف عن المسؤولية بمفهومها العام ، إذ يتطلب قيامها أن يُنسب لصانع السوق خطأ معين وإن يترتب على خطئه هذا ضرر يلحق بالشركة التي يعمل لمصلحتها فتتحقق بهذه الصورة العلاقة السببية بين الخطأ والضرر .

وللإحاطة بهذه المسؤولية سنقسم هذا المطلب على ثلاثة فروع ، إذ سنُخصص لكل ركن من أركان المسؤولية المدنية فرعاً مستقلاً وكالاتي :

(١) د. رمضان أبو السعود ، مصادر الإلتزام ، دار الجامعة ، مصر- الإسكندرية ، 2007 ، ص ٣١١ .
(٢) د. فتحي عبد الرحيم ، دراسات في المسؤولية التقصيرية ، منشأة المعارف ، مصر – الإسكندرية ، 2005 ، ص ١٠ .

الفرع الأول

الخطأ

إن المسؤولية المدنية سواء كانت (عقدية أم تقصيرية) ، تقوم على أساس الخطأ، ويتمثل هذا الخطأ بعدم قيام صانع السوق بتنفيذ إلتزاماته سواء ماتعلق منها بالإلتزاماته بموجب العقد المبرم بينه وبين الشركة التي يصنع سوق لأوراقها المالية أو الإخلال بالإلتزامات تجاه السوق والمفروضة عليه بموجب القوانين المنظمة لعمل أسواق الأوراق المالية ، كما أن تحديد معنى الخطأ يُشكل البداية في قيام مسؤولية صانع السوق ، فهو ركن مهم من أركان المسؤولية المدنية . أغفلت معظم التشريعات تعريف الخطأ ، وحسناً فعلت نظراً لكثرة الحالات التي تُثار فيها فكرة الخطأ ، فالأمر يتطلب مرونة في تعريفه وحرية في تحديده مفهومه وذلك إعمالاً للسياسة التشريعية التي تقضي بأن ينأى المشرع بنفسه عن تعريف المصطلحات ، تاركاً للشراح أمر الخوض فيها ، لذا فهناك من عرف الخطأ بأنه (تقصير في مسلك الإنسان لا يقع من شخص يقظ وجد في الظروف الخارجية نفسها التي أحاطت بالمسؤول)^(١) ، وعرفه آخر بأنه (إخلال الشخص بالإلتزام عقدي أو قانوني مع إدراكه لهذا الإخلال)^(٢) ، وهذا يعني إن على الشخص أن يتوخى اليقظة في سلوكه حتى لا يضر الغير ، فإذا انحرف بسلوكه وكان قادر على التمييز كان هذا الانحراف خطأً يستوجب قيام المسؤولية ، إن التعريف بهذا المعنى لا ينسجم مع موقف المشرع العراقي في المادة (191) من القانون المدني رقم (40) لسنة 1951 المعدل الذي لم يشترط الإدراك والتمييز لتحقيق المسؤولية .

وعليه فإن الخطأ وفقاً للقواعد العامة أما أن يكون خطأً عقدياً أو خطأً تقصيرياً ، ولم تتضمن التشريعات تعريفاً للخطأ العقدي ، إلا إنه يمكن أن يُعد المدين مُخطئاً إذا لم يقم بتنفيذ إلتزاماته العقدية ، والتي يترتب عليها قيام المسؤولية الموجبة لتعويض الدائن عما أصابه من ضرر ، ويستوي في ذلك أن يكون عدم تنفيذ الإلتزام ناشئاً عن عمد أو عن تقصير وإهمال^(٣) .

وبحسب القواعد العامة في القانون المدني العراقي، فإن الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية غير ملزمة بالتعويض عن الأضرار التي تحصل نتيجة القوة القاهرة ، إذ نصت المادة (211) من هذا القانون على (إذا أثبت الشخص إن الضرر قد نشأ عن سبب أجنبي لا يد له فيه كآفة سماوية أو حادث فجائي أو قوة قاهرة أو فعل الغير أو خطأ المتضرر كان غير ملزم

(١) د. مصطفى مرعي ، المسؤولية المدنية في القانون المدني المصري ، الطبعة الثانية ، مطبعة الإعتدال ، مصر ، القاهرة ، 1944 ، ص ٣٠ .

(٢) د. رمضان أبو السعود ، مصدر سابق ، ص ٣٣١ .

(٣) د. عبد المجيد الحكيم ، الأستاذ عبد الباقي البكري ، الأستاذ محمد طه البشير ، الوجيز في نظرية الإلتزام في القانون المدني – مصادر الإلتزام ، الجزء الأول ، بغداد ، 1980 ، ص ١٦٥ .

بالضمان مالم يوجد نص أو إتفاق على غير ذلك) ، إذ إن هذه الأسباب تقطع علاقة السببية، ولكن قد يُثار سؤال متى يُعد صانع السوق قد أخل بالتزامه وتحققت مسؤوليته العقدية؟ والجواب على هذا السؤال هو إن علاقة صانع السوق سواء أكانت مع الشركة المُصدرة للورقة المالية التي يصنع سوقها ، أو مع الوسطاء الذين يتعامل معهم في سوق الأوراق المالية هي علاقة عقدية ، ومن ثم فإن هذه العلاقة العقدية ترتب حقوق وإلتزامات متقابلة فإذا ما أخل صانع السوق بهذه الإلتزامات تحققت مسؤوليته العقدية ، ومن ثم فإن أساس مسؤولية صانع السوق هو الخطأ المُفترض من جانبه والذي يمكن أثبات العكس من قبل صانع السوق كأن يُثبت إن الخطأ ناتج عن سبب أجنبي ، ذلك لأنه ملزم بموجب الإتفاقية المبرمة بينه وبين من يتعامل معه بتنفيذ إلتزاماته ومن ثم تسببه بخسائر لتلك الجهات ، لا تقتصر المسؤولية العقدية لصانع السوق على الخطأ في تنفيذ إلتزامه العقدي الصادر منه شخصياً ، بل ويشمل الخطأ الصادر من التابعين له ، وعليه يمكن أن تُعرف الخطأ العقدي لصانع السوق هو (إخلال صانع السوق أو من يستخدمهم في تنفيذ إلتزاماته والتي يكون مصدرها العقد المبرم بينه وبين الشركة المُصدرة للورقة المالية أو تجاه السوق أو شركة الوساطة التي يتعامل معها لتنفيذ إلتزاماته) .

أما الخطأ التقصيري فقد سبقت له تعريفات عدة ، ومنها إنه (إخلال بالتزام قانوني سابق يصدر عن إدراك وتمييز ، وإن هذا الإلتزام القانوني السابق هو إلتزام باحترام حقوق الكافة وعدم الإضرار بهم ، وهو إلتزام ببذل عناية ، والعناية المطلوبة هي إتخاذ الحيطة والتحلي باليقظة والتبصر في السلوك لتحاشي الأضرار)^(١) ، وإشتقاقاً على ذلك فإننا نرى بان خطأ صانع السوق التقصيري هو (إخلال صانع السوق بالإلتزامات التي تفرضها القوانين واللوائح التنظيمية والتعليمات الصادرة عن سوق الأوراق المالية ، والتي يكون مصدرها القانون) .

ومما تجدر الإشارة إليه إن الخطأ التقصيري يبدو بصورتين ، إحدهما إيجابية وأخرى سلبية ، فإما الإيجابية فتتمثل بقيام صانع السوق بعمل لا تجيزه تعليمات هيئة السوق كإستخدامه لمحفظة صانع السوق في إنشطة أوراق مالية أخرى أو مزاولته لنشاط صناعة السوق على أوراق لم يسجل عليها كما أكدت على هذا المنع اللائحة التنفيذية الملحقة بقانون رأس المال الكويتية رقم (7) لسنة 2010 المعدل (لا يجوز لصانع السوق مزاوله نشاط صناعة السوق في غير الأوراق المرخص له العمل عليها كصانع سوق ، كما لا يجوز له إستخدام محفظة صانع السوق في الأنشطة الأخرى التي يزاولها)^(٢) .

(١) د. عبد المجيد الحكيم ، الأستاذ عبد الباقي البكري ، الأستاذ محمد طه البشير ، مصدر سابق ، ص ٢١٥ .
(٢) (ف/١٢ - م/٤١) الفصل الأول من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية الكويتية رقم (72) لسنة 2015 .

وما تجدر الإشارة إليه هو إن التشريع المصري وكذلك الأمريكي خالٍ من نص مشابه للنص أعلاه ، سوى إشارة المشرع المصري إلى إلتزام صانع السوق بفصل نشاط صناعة السوق عن الأنشطة الأخرى التي من الممكن أن تمارسها الشركات صانعة السوق وأمسك حسابات وسجلات منفصلة بهذا النشاط ، كذلك لا يجوز لصانع السوق إدخال أوامر بيع أو شراء واحدة قد ينتج عنها تنفيذ صفقة أو أكثر بعدة أسعار وتكون هذه الأسعار مُختلفة للأسهم التي يصنع سوقها ، أو إدخاله أوامر أكثر من النسب المُحددة ، بينما يبدو الخطأ بصورته السلبية هو الأمتناع عن القيام بالمهام الموكلة اليه داخل سوق الأوراق المالية والتي تُعد إبراز إلتزاماته تجاه السوق كإمتناعه عن تنفيذ أوامر العرض والطلب أو عدم إدخال الأوامر بالنسب المحددة قانوناً ، كذلك إخلاله بإلتزامه بإحلال التوازن داخل السوق بالنسبة للأوراق المالية التي يصنع سوقها .

ومما يجدر ذكره أن صانع السوق ممكن أن يُعفى من بعض إلتزاماته ، ومن ثم لا يُعد مُخلأً بما إلتزم به تجاه المستثمرين . إذ إن القانون أجاز لهيأة السوق إعفاء صانع السوق من بعض إلتزاماته المنصوص عليها قانوناً إذا كان لا يستطيع تنفيذها لأسباب خارجة عن إرادته ، أو بسبب خطأ الغير كما أجاز القانون لهيأة السوق إعفاء صانع السوق من إلتزاماته إذا كان هذا الإعفاء يصب في المصلحة العامة للسوق ، أشارت قواعد التداول في سوق الكويت للأوراق المالية لبعض هذه الإعفاءات والتي جاءت على سبيل المثال لا الحصر فقد نصت على (يُعفى صانع السوق من إلتزاماته بمزاولة نشاطه على ورقة مالية مُعينة في الأحوال العادية الآتية:

- 1- خلال فترات مزادات الإفتتاح والإغلاق لجلسة التداول في البورصة
- 2 – خلال المزادات على ورقة مالية مُعينة أثناء فترة التداول نتيجة الحدود السعرية .
- 3 – إذا وجدت أوامر لشراء الورقة المالية بالحد السعري الأعلى دون وجود أوامر بيع عليها، أو وجدت أوامر لبيع الورقة المالية بالحد السعري الأدنى دون وجود أوامر شراء عليها .
- 4 – أي حالات إخرى تقرها البورصة ...⁽¹⁾ .

كما تطرق القانون المصري إلى بعض الحالات التي يمكن لهيأة السوق أن تعفي صانع السوق من بعض إلتزاماته وبصورة مؤقتة ، وهذه الحالات هي حالات إستثنائية جاءت هي الأخرى على سبيل المثال لا الحصر ، فقد تضمن القرار المرقم (487) لسنة 2019 الإشارة إلى تلك الحالات وهي (1- إيقاف التعامل على ورقة مالية أو أكثر من المسموح له التعامل عليها .

2 – عدم توافر عروض أو طلبات على الورقة المالية على الرغم من وفاء صانع السوق بإلتزاماته .

⁽¹⁾ المادة (52) الفصل الرابع من كتاب قواعد التداول في سوق الكويت للأوراق المالية ، الإصدار الثاني لعام 2019 .

3- ظروف السوق الإستثنائية في حالات التقلب الشديدة غير المعتادة في الأسعار...^(١) .
وعلى ذلك من الممكن إن يتلقى صانع السوق بعض الإعفاءات من إلتزاماته ومن ثم عدم قيامه بهذه الإلتزامات لا يُشكل خطأ يمكن أن يترتب عليه ضرر للمتعاملين معه.

الفرع الثاني

الضرر

المسؤولية المدنية ، عقدية كانت أم تقصيرية تدور مع الضرر وجوداً وهدماً شدةً وضعفاً ، فلا مسؤولية حيث لا ضرر ، وعبء إثبات الضرر يقع على عاتق الدائن (المضرور) لأنه من يدعيه^(٢) ، وذلك وفقاً لما تقضي به القاعدة العامة (البينة على من ادعى واليمين على من أنكر)^(٣) ، ذلك لان المضرور هو من يدعي الضرر ، ولا يُفترض وجود الضرر لمجرد عدم قيام المدين بتنفيذ إلتزاماته العقدية ، أو حتى لمجرد إخلاله بإلتزام يفرضه القانون عليه ولكن يجب إن يترتب ضرر على ذلك الخطأ في إطار المسؤولية المدنية العقدية أو التقصيرية^(٤) .

يُعرف الضرر بأنه (أذى يُصيب الشخص في حق من حقوقه أو في مصلحة مشروعة له سواء كان ذلك الحق أو تلك المصلحة متعلقاً بسلامة جسمه أو عاطفته أو بماله أو حرته أو شرفه وإعتباره وغير ذلك ...)^(٥) ، إذن الضرر هو ركن جوهري من أركان المسؤولية المدنية بنوعيتها العقدية أو التقصيرية لإمكانية المطالبة بالتعويض وهذا ما تُقره قاعدة (لا دعوى بغير مصلحة) ، ومن هنا التفرقة ما بين المسؤولية المدنية والمسؤولية الجزائية التي تقوم حتى بغير حدوث ضرر^(٦) ، ويُشترط وفقاً للقواعد العامة أن يكون الضرر الذي يستوجب التعويض عنه

(١) المادة (8) من القرار المرقم (487) لسنة 2019 بشأن تعديل المادة (3,6) من القرار المرقم (3) لسنة 2019 بشأن قواعد عمل صانع السوق على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية .

(٢) د . عبد المجيد الحكيم ، الموجز في شرح القانون المدني ، مصادر الإلتزام ، الجزء الأول ، الطبعة الثانية ، شركة الطبع والنشر الأهلية ، بغداد ، 1963 ، ص ٣٥٤ .

(٣) المادة (7) من قانون الأثبات العراقي رقم (107) لسنة 1979 المعدل .

(٤) أكرم محمد حسين التميمي ، التنظيم القانوني للمهني ، دراسة مقارنة في نطاق الأعمال التجارية ، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية الحقوق جامعة النهدين ، 2008 ، ص ١٦١ .

(٥) د. سليمان مرقص ، الفعل الضار ، الطبعة الثانية ، دار النشر للجامعات المصرية ، مصر - القاهرة ، 1956 ، ص ٣٤

(٦) المستشار حسين عامر ، عبد الرحيم عامر ، المسؤولية المدنية التقصيرية والعقدية ، الطبعة الثانية ، دار المعارف ، مصر - القاهرة ، 1979 ، ص ٣٣٢ .

مباشراً ، ويكون الضرر مباشراً عندما يكون نتيجة طبيعية للخطأ ، ويُعد الضرر نتيجة طبيعية للخطأ إذا لم يكن بالإمكان تجنبه حتى ببذل جهداً معقولاً^(١) .

وكما أسلفنا فإن عبء الإثبات يقع على عاتق الدائن ويكون الإثبات بكافة الطرق المقررة قانوناً بما فيها البيئة الكتابية وشهادة الشهود والقرائن المتوفرة ، فقد نصت الفقرة الأولى من المادة (207) من القانون المدني العراقي رقم (40) لسنة 1951 المعدل على (تُقَدَّر المحكمة التعويض في جميع الأحوال بقدر ما لحق المتضرر من ضرر وما فاتته من كسب بشرط أن يكون هذا نتيجة طبيعية للعمل غير المشروع) .

إما الضرر غير المباشر فلا تعويض عليه لإنقطاع العلاقة السببية بين ركني الخطأ والضرر، كذلك وحسب القواعد العامة يجب إن يكون الضرر متوقعاً ، إما الضرر غير المتوقع فلا يُسأل المدين عنه إلا إذا ارتكب غشاً أو خطأً جسيماً^(٢) .

إن تحقق الضرر يؤدي لقيام المسؤولية والتي تعني إلزام المدين بالتعويض ، والتعويض يُحدد بقدر الضرر وبإنتقائه تنتفي المسؤولية ولا يبقى ما يُوجب التعويض ولا يكون لمدعي المسؤولية مصلحة من إقامة الدعوى^(٣) ، ولا تختلف مسؤولية صانع السوق تجاه المستثمرين معاً باعتبارها مسؤولية مدنية ، حيث لا يكفي لقيامها صدور خطأ من صانع السوق ، بل لابد من إصابة المستثمر بضرر مُعين ، وهذا الضرر لا يختلف من حيث المفهوم عن مفهوم الضرر بشكل عام فهو لا يخرج عن كونه أذى يُصيب حقاً للمستثمر أو مصلحة مشروعاً له .

وينقسم الضرر من حيث طبيعته إلى نوعين : أولهما مادي ويعني (الضرر الذي يُصيب الإنسان في ماله أو جسمه أو في عنصر من عناصر ذمته المالية)^(٤) ، وثانيهما الضرر المعنوي (هو الضرر الذي يُصيب الإنسان في إحساسه أو كرامته أو شعوره)^(٥) .

أن الضرر المادي يعني خسارة مالية تلحق بالمستثمر نتيجة خطأ صانع السوق ، وهنا يستطيع المستثمر أن يطالب بالتعويض عن الضرر المادي وفقاً للقانون المدني العراقي رقم (40) لسنة 1951 المعدل دون الضرر المعنوي والأدبي ، في حين له الحق بالمطالبة بالتعويض المادي والمعنوي في نطاق المسؤولية التقصيرية ، بينما نجد إن القانون المدني المصري يأخذ

(١) د. فاروق إبراهيم جاسم ، مصدر سابق ، ص ١٧٣ .

(٢) (ف/٣- م/١٦٩) من القانون المدني العراقي (فإذا كان المدين لم يرتكب غشاً أو خطأً جسيماً فلا يُجاوز في التعويض ما يكون متوقعاً وقت التعاقد من خسارة تحل أو كسب يفوت)

(٣) د. حسين عامر ، المسؤولية المدنية التقصيرية والعقدية ، الطبعة الأولى ، مطبعة مصر ، القاهرة ، 1956 ص ٣٠٤ .

(٤) د. عبد المجيد الحكيم ، مصدر سابق ، ص ١٦٧ .

(٥) د. حسين عامر ، مصدر سابق ، ص ٣٠٦ .

بالضرر المعنوي والمادي في المسؤولية التقصيرية والعقدية على الحد سواء^(١)، فقد أشارت المادة (222) من القانون المدني المصري المعدل على (١ - يشمل التعويض الضرر الأدبي أيضاً ...) ، وتوضح صورة الخطأ المادي الصادر من صانع السوق والتي قد تصيب المستثمر بضرر كقيامه بإفشاء أسرار الشركة التي يعمل على صناعة سوقها كذلك إعطاء إحياءات خادعة عن مركز الشركة المالي للمستثمرين العاملين معه أو استخدام المعلومات التي يمتلكها عن الشركة وتوظيفها لمصلحته الشخصية خصوصاً إن صانع السوق يجيز له القانون العمل لصالح محفظته .

ويستطيع القاضي بما يملكه من سلطة تقديرية منحها إياه القانون ، تقدير التعويض عن الضرر الحاصل عن المسؤولية العقدية بالرجوع إلى الأحكام العامة في القانون المدني العراقي وبالتحديد نص المادة (169) والتي جاء فيها (١ - إذا لم يكن التعويض مقدراً في العقد أو بنص في القانون فالمحكمة هي التي تُقدره . ٢ - ويكون التعويض عن كل التزام ينشأ عن العقد سواء كان التزاماً بنقل الملكية أو منفعة أو أي حق عيني آخر أو التزاماً بعمل أو بإمتناع عن عمل ويشمل ما لحق الدائن من خسارة و ما فاته من كسب ...) .

وكذلك سلطة القاضي فيما يتعلق بالتعويض في نطاق المسؤولية التقصيرية ، فقد أكدت المادة (207) من القانون المدني العراقي المعدل على (١ - تُقدر المحكمة التعويض في جميع الأحوال بقدر ما لحق المتضرر من ضرر وما فاته من كسب بشرط أن يكون هذا نتيجة طبيعية للعمل غير المشروع . ٢ - ويدخل في تقدير التعويض الحرمان من منافع الإعيان ويجوز أن يشتمل الضمان على الأجر) .

أما بالنسبة للضرر المعنوي فهو المس بالحقوق غير المالية للمتضرر والتي لا تُعد من عناصر الذمة المالية^(٢) ، نصت الفقرة (1) من المادة (205) من القانون المدني العراقي المعدل على إنه (... كل تعد على الغير في حريته أو في عرضه أو شرفه أو سمعته أو في مركزه الإجتماعي أو في إعتباره المالي تجعل المُتعدّي مسؤولاً عن التعويض) ، فإن التعويض عن الضرر المعنوي يكون في المسؤولية التقصيرية دون العقدية بحسب القانون المدني العراقي .

وعليه يمكن تصور الضرر المعنوي في نطاق العمل في سوق الأوراق المالية ، قيام صانع السوق بالإضرار بسمعة المستثمر ، كإفشاء أسرارهِ المتعلقة مثلاً ببيع المستثمر معظم إوراقهِ المالية نتيجة خسائره ما قد يسبب ذلك مس كرامته ومركزه الإجتماعي أو إعتباره المالي ، فيشيع بين الناس إفلاسه ، وكما هو معلوم فإن السمعة والإعتبار التجاري يحظيان بأهمية كبيرة في

(١) د . عبد المجيد الحكيم ، مصدر سابق ، ص ١٦٧-١٦٨ .

(٢) د . حسين عامر ، مصدر سابق ، ص ٣١٧ وما بعدها .

نطاق الأعمال التجارية ، ذلك أن التجارة تقوم على الثقة والإلتزام اللذان تعززهما السمعة التجارية^(١) ، إن صانع السوق قد يصدر عنه بعض الأعمال التي قد تُشكل خطأً يوجب الضرر شأنه في ذلك شأن جميع العاملين في سوق الأوراق المالية لذا فهو يكون مسؤولاً عن أعماله وأعمال تابعيه ولعدم تنظيم كيفية قيام مسؤولية صانع السوق وكيفية محاسبته بصورة مستقلة فإن ما يسري على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية يسري على صانع السوق .

الفرع الثالث

العلاقة السببية بين الخطأ والضرر

لا يكفي لقيام المسؤولية المدنية لصانع السوق صدور خطأ منه بحق المستثمر أو أصابة الأخير بضرر بل لا بد من وجود علاقة ما بين خطأ صانع السوق والضرر الذي أصاب المستثمر، أي توافر العلاقة السببية^(٢) . فإذا أنتفت هذه العلاقة فلا تتحقق مسؤولية صانع السوق إذا لم يكن الخطأ الصادر منه هو السبب في وقوع الضرر وذلك بأن يُثبت أن الضرر قد وقع لسبب أجنبي^(٣) ، إذن يجب أن يكون خطأ صانع السوق هو السبب المباشر الذي أحدث الضرر للمستثمر بشكل منتج وفعال حتى تنهض مسؤوليته .

على ذلك فإن علاقة السببية ركن مستقل عن ركني الخطأ والضرر إذ قد يقع ركن الضرر وتنهض علاقة السببية ومع ذلك قد تنتفي صفة الخطأ عن الفعل الضار، وربما قد يتوافر كل من ركني الخطأ والضرر ولا تتحقق العلاقة السببية^(٤) ، فالرابطة السببية هي (تلك الصلة التي تربط الخطأ بالضرر فتجعل الضرر نتيجة الخطأ ، فإذا ما إنعدمت هذه الرابطة أنتفت المسؤولية لإنعدام ركن من أركانها)^(٥) .

(١) د . ألاء يعقوب يوسف ، مسؤولية الوسيط في سوق الأوراق المالية ، بحث منشور في مجلة الحقوق ، جامعة النهرين ، المجلد الثامن ، العدد 13 ، 2005 ، ص ١٨٧ . منشور على موقع المجلة الإلكتروني تم زيارة الموقع في ٢٠٢٠/٢/١٣ .
<http://law.nahrainuniv.edu.iq>

(٢) د . عبد القادر العراوي ، مصادر الإلتزامات ، الكتاب الثاني ، الطبعة الثانية ، المسؤولية المدنية ، دار الأمان ، الرباط ، المغرب ، 2005 ، ص ١١١ .

(٣) المادة (168) من القانون المدني العراقي (إذا أستحال على الملتزم بالعقد أن يُنفذ الإلتزام عيناً حُكم عليه بالتعويض لعدم الوفاء بإلتزامه ما لم يُثبت إن إستحالة التنفيذ قد نشأت عن سبب أجنبي لا يد له فيه ...)

(٤) د . عبد المجيد الحكيم ، الأستاذ عبد الباقي البكري ، الأستاذ محمد طه البشير ، مصدر سابق ، ص ٢٣٩ .

(٥) د . حسن علي الذنون ، المبسوط في المسؤولية المدنية ، الجزء الأول (الضرر) ، شركة التايمس للطبع والنشر ، العراق - بغداد ، 1991 ، ص ٢١١ .

وما يجدر ذكره إن العلاقة السببية تنتفي في حالات ثلاث أولهما الضرر الحاصل نتيجة خطأ الدائن نفسه ، ويُشترط في هذا الخطأ أن يصدر من المضرور نفسه أو أحد تابعيه وأن يكون هذا الخطأ هو السبب المباشر في وقوع الضرر بمعنى قيام الدليل على وجود العلاقة السببية بين خطأ المضرور والضرر الذي وقع عليه ومعيار إثبات هذه العلاقة هو معيار موضوعي ، أي يُنظر إليه قياساً على تصرف الرجل العادي الحريص المُتَّقِظ وخطأ المضرور لا يُفترض وإنما على صانع السوق إثباته بكافة وسائل الإثبات^(١).

أما الحالة الثانية فهي حالة وجود القوة القاهرة^(٢) ، التي تنفي العلاقة السببية بين الخطأ والضرر أو الحادث الفجائي وهو (كل أمر لا يُمكن إرجاعه إلى المدين أي لا يد له فيه كالحرب وما يترتب عليها من ترحيل السكان أمام غزو العدو والزلازل والغرق والعواصف والإضراب والمرض وفعل الحاكم...)^(٣) ، على إن القوة القاهرة التي تنفي العلاقة السببية يجب أن تكون مما لا يمكن توقعها ، لأنه إذا أمكن توقعها ففي هذه الحالة يعد الشخص مُقصرًا ذلك لأنه لم يتخذ الإحتياطات اللازمة والضرورية لتلافي الضرر ، إذ لا بد أن تكون الواقعة مستحيلة التوقع ، على إن الإستحالة هنا إستحالة مطلقة وليست نسبية سواء أكانت مادية أم معنوية ، فإذا كانت نسبية تتعلق بشخص صانع السوق نفسه فلا تُعد من القوة القاهرة التي تقطع العلاقة السببية وتعفي صانع السوق من المسؤولية .

أما الحالة الثالثة فهي عندما يكون الغير هو السبب في وقوع الضرر على المستثمر ، فيُعد فعل الغير سبباً أجنبياً إذا أثبت صانع السوق أن الضرر وقع نتيجة خطأ شخص أجنبي عنه يقطع العلاقة السببية وينفي مسؤوليته . ويتحدد مفهوم الغير بهذا الصدد بمن كان أجنبياً عن صانع السوق ، وعلى ذلك فلا يُعد أجنبياً من كان صانع السوق يستخدمه في تنفيذ إلتزاماته ، كالوكيل الذي يستخدمه داخل السوق أو الموظفين العاملين لمصلحة صانع السوق ذلك إن جميع هؤلاء يتصرفون أو يمارسون أعمالهم تحت مظلة صانع السوق ، ومن ثم فإن الأعمال التي تصدر عنهم تُعد صادرة من الشركة صانعة السوق وبذلك لا تنقطع العلاقة السببية في هذه الحالة .

(١) المستشار عبد الفتاح سليمان ، المسؤولية المدنية والجنائية في العمل المصرفي ، الطبعة الأولى ، بلا مكان وسنة طبع ، 1986 ، ص ١٤٠ .

(٢) ذكر المشرع العراقي الأفة السماوية أو الحادث الفجائي أو القوة القاهرة علماً إنها جميعاً تفيد معنى واحد هو القوة القاهرة ، للمزيد يُنظر: الدكتور عبد المجيد الحكيم ، مصدر سابق ص ٢٤١ .

(٣) د . أنور أبو السعود ، الموجز في النظرية العامة للإلتزام (مصادر الإلتزام) ، دار الجامعة الجديدة للنشر مصر - الأسكندرية ، 2005 ، ص ٣٥٦ .

المطلب الثاني

الأثر المترتب على تحقق مسؤولية صانع سوق الأوراق المالية

بتوافر الأركان الثلاثة في المسؤولية المدنية إنفة الذكر (الخطأ - الضرر - العلاقة السببية) ، تنهض مسؤولية المدين والأثر المترتب عليها هو التعويض ، إن الغرض من فرض التعويض هو بمثابة جزاء لإزالة الضرر ، ففي القانون المدني العراقي رقم (40) لسنة 1951 المعدل نصت المادة (209) منه على (1- تعين المحكمة طريقاً للتعويض تبعاً للظروف ويصح أن يكون التعويض أقساطاً أو إيراداً مرتباً ويجوز في هذه الحالة إلزام المدين بأن يُقدم تأميناً) إن الأصل في التعويض يكون نقداً ، غير إن القانون أعطى للقاضي سلطة تقديرية تبعاً للظروف المحيطة بالحادثة وكذلك بناء على طلب الدائن (المضرور) أن يأمر بإعادة الحال أو القيام بأي عمل آخر يقوم مقام التعويض عن الضرر.

بينما أشارت المادة (245) من القانون المدني الكويتي رقم (67) لسنة 1980 إلى (إذا لم يتفق على تحديد التعويض عن الضرر الناجم عن العمل غير المشروع تولى القاضي تحديده...) ، وعلى ذلك ففي حالة لم يتفق الطرفان على مقدار التعويض عن الضرر الواقع ، أجاز القانون لقاضي الموضوع تحديد مقدار التعويض على أن يكون التعويض وفقاً لنص المادة (246) من القانون المدني الكويتي (1- يُقدر القاضي التعويض بالنقد . 2- ويجوز للقاضي تبعاً للظروف ، وبناءً على طلب المضرور أن يحكم بإعادة الحال الى ما كانت عليه أو بأي أداء آخر على سبيل التعويض) ، أما القانون المدني المصري⁽¹⁾ ، فإن موقفه مشابه لموقف المشرع العراقي والكويتي . وعلى ذلك فإن التعويض وفقاً لما تقدم ، وإستناداً للقواعد العامة ، يكون على نوعين أما بشكل إعادة الحال إلى ما كان عليه قبل حدوث الضرر وهو ما يسمى بالتعويض العيني أو قد يكون على شكل التعويض بمقابل سواء كان المقابل نقداً أم غير النقد .

عموماً التعويض وسيلة لجبر الضرر الذي أصاب المضرور ، وهو بذلك يختلف عن العقوبة لأن الأخيرة يقصد بها مجازاة الجاني على فعله وردع الآخرين⁽²⁾ .

وقبل البحث في طرق التعويض يتوجب علينا بيان المقصود بالتعويض بإعتباره من أهم الضمانات التي يتمتع بها الدائن (المستثمر) تجاه المدين (صانع السوق) ، عند عدم تنفيذ الأخير لإلتزاماته أو تأخره في تنفيذها .

(1) نصت المادة (171) من القانون المدني المصري رقم (131) لسنة 1948 المعدل ، على (يُعين القاضي طريقة التعويض تبعاً للظروف ويصح أن يكون التعويض مقسطاً كما يصح أن يكون إيراداً دورياً ...) .

(2) ناصر متعب بنيه ، الإلتفاق على الإعفاء من التعويض في القانون المدني الكويتي ، دراسة مقارنة مع القانون المدني الأردني ، رسالة ماجستير في القانون الخاص ، كلية الحقوق - جامعة الشرق الأوسط ، 2010 ، ص ١٠ .

إن القوانين محل بحثنا هذا لم تضع تعريفاً محدداً للتعويض ، وهو ما يتلائم مع المنهج التشريعي الذي غالباً ما يتجنب وضع تعريفات للمصطلحات القانونية ، فاسحاً المجال للفقه للخوض فيها .

فهناك من عرّف التعويض بأنه (مبلغ من النقود يساوي المنفعة التي كان يحصل عليها الدائن لو نفذ المدين إلتزامه على النحو الذي يقضي به مبدأ حسن النية والثقة المتبادلة بين الناس)^(١) ، والملاحظ على التعريف إنه قَصُر التعويض في النقود فقط ، وهو خلاف موقف التشريع العراقي والكويتي والمصري ، وهناك من عرفه بأنه (حق للدائن المضرور ، يترتب في ذمة مُحدث الضرر ، والذي يكون أما على شكل نقد ، أو أي ترضية أخرى سواء كان الإلتزام تقصيراً أم عقدياً)^(٢) .

على أي حال فإن التعويض يظهر بصورتين : تعويض عيني وتعويض بمقابل ، والتي سنبينها في فرعين وكالاتي :

الفرع الأول

التعويض العيني

التعويض العيني يُقصد به الوفاء بالتعويض عينياً^(٣) ، وهذا النوع من التعويض وإن كان كثير الوقوع في مجال المسؤولية العقدية ، إلا أنه ممكن الحصول في مجال المسؤولية التقصيرية إذ يُجبر المدين عليه ذلك لأنه أخل بإلتزامه القانوني الذي يفرض عليه عدم الإضرار بالغير^(٤) . ويكون التعويض العيني متى ما أمكن إعادة الحال الى ما كان عليه قبل وقوع الضرر ، ويتمثل في إزالة الضرر الذي وقع على المضرور وإعادته الى الحالة نفسها التي كان عليها وكان الضرر لم يحصل من قبل ، ولا شك إن التعويض العيني هو خير وسيلة لجبر الضرر^(٥) .

(١) د. حسن علي دنون ، النظرية العامة للإلتزام ، أحكام الإلتزام ، مطبعة الجامعة المستنصرية ، بغداد- العراق 1976 ، ص ٣٤٨ .

(٢) حسن حنتوش رشيد الحساوي ، الضرر المتغير وتعويضه في المسؤولية التقصيرية ، دراسة مقارنة ، أطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية القانون ، جامعة بغداد ، 2004 ، ص ٦٨ .

(٣) التنفيذ العيني يقصد به قيام المدين بتنفيذ عين ما ألتزم به إن كان ممكناً وذلك قبل وقوع الإخلال بالإلتزام ، أما التعويض العيني فيقع بعد الإخلال بالإلتزام ويكون وسيلة لجبر الضرر .

(٤) ناصر متعب بنيه ، مصدر سابق ، ص ١٣ .

(٥) د. غني حسون طه ، الوجيز في النظرية العامة للإلتزام ، مصادر الإلتزام ، مطبعة المعارف ، العراق- بغداد 1971 ، ص ٤٩ .

ومن خلال إستقراء النصوص القانونية يمكن لنا القول إن التعويض العيني هو الأصل في حال قيام المسؤولية العقدية ، إذ يجب على المدين إن يؤدي عين ما ألتزم به طالما كان ذلك ممكناً وذلك وفقاً لصراحة نص الفقرة (1) من المادة (246) من القانون المدني العراقي المُعدل (يُجبر المدين على تنفيذ إلتزامه تنفيذاً عينياً متى كان ذلك ممكناً ...) ، وعلى المبدأ نفسه نص القانون المدني الكويتي⁽¹⁾ ، كما أيدت محكمة النقض المصرية المعنى المُتقدم ، ونلمس ذلك في العديد من قراراتها والتي جاء فيها (الأصل تنفيذ الإلتزام عينياً ولا يصار الى عوضه أو التنفيذ بطريق التعويض إلا إذا إستحال التنفيذ العيني)⁽²⁾ .

ومن خلال النص القانوني الذي يلزم المدين بالتنفيذ العيني الوارد ذكره في المادة (246) مدني عراقي ، وقرارات محكمة النقض المصرية ، هناك من يرى⁽³⁾ ، إن التنفيذ العيني والتعويض العيني مرادفان لمعنى واحد ، ويجب إطلاق تعبير التنفيذ العيني على التعويض العيني من غير تفرقة بين التعبيرين ، غير إن هناك من يميز بينهما ، فيرى بأن التنفيذ العيني يكون قبل وقوع الإخلال في الإلتزام من جانب المدين ، فهنا يصار إلى التنفيذ العيني للإلتزام عن طريق عدم الإخلال به ، إما التعويض العيني فإنه يكون بعد وقوع الإخلال بالإلتزام ويكون إصلاح الضرر عن طريق إزالة المخالفة بالتعويض العيني⁽⁴⁾ ، ونرى بأن إلتزام المدين بالتنفيذ العيني هو الأفضل متى كان ممكناً .

كما إن التنفيذ العيني يصلح في الإلتزامات العقدية ، أما التعويض العيني فهو بمثابة جزاء لتحقق المسؤولية وطريق إستثنائي من طرق التعويض يصار الحكم به في نطاق المسؤولية التقصيرية ، وإن التنفيذ العيني في الإلتزامات القانونية يكون بمجرد عدم الإضرار بالغير⁽⁵⁾ .
ولكن السؤال الذي يمكن أن يثار هو هل يمكن أن يكون التعويض العيني وسيلة لإزالة الضرر في مجالات أنشطة الأوراق المالية ؟ أي هل يمكن إلتزام صانع السوق بتنفيذ إلتزامه عينياً في حال أخل بالإلتزاماته وتسبب بالضرر للمستثمر ؟ .

(1) (ف/ ١- م / ٢٨٤) من القانون المدني الكويتي رقم (67) لسنة 1980 نصت (يُجبر المدين بعد إعداره على تنفيذ إلتزامه تنفيذاً عينياً متى كان ذلك ممكناً) .

(2) إنظر، الطعن (رقم ٦٠١٨ في ٢٠١٨/٣/١١) ، و الطعن (رقم ١٩٠٢ في ٨مايو لسنة ٢٠١٠) ، والطعن (رقم ٣٦٤ في ٢٠ يونيو ١٩٧٩) ، تم نشر هذه القرارات على الموقع الرسمي لمحكمة النقض المصرية ، تم زيارة الموقع في ٢٠٢١/١/٨ .

(3) حسن حنتوش ، مصدر سابق ، ص ٨٠ .
(4) د. عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني ، الجزء الثاني ، بلا مكان طبع ، 1956 ، ص ٧٩٨ .

(5) د. سعدون العامري ، تعويض الضرر في المسؤولية التقصيرية ، منشورات مركز البحوث القانونية ، العراق- بغداد ، 1981 ، ص ٥٦ .

يرى البعض أن التعويض العيني أسلوباً ناجحاً في جبر الضرر ، في المجالات جميعها ، ألا في حالات مُعينة تتعلق بالإضرار التي تقع على السمعة والكرامة ذلك لأن مثل هذه الأضرار يصعب فيها اللجوء للتعويض العيني ، ونرى إمكانية اللجوء للتعويض العيني في مجالات الأوراق المالية ومنها نشاط صانع السوق ، أما إذا كان الضرر مالياً فبالإمكان إزالة الضرر لأن هذا النوع من الضرر لا يتعارض مع فكرة التعويض عينياً ، ومن ثم إمكانية إلزام صانع السوق بالتعويض العيني، حيث من السهولة إعادة الحال إلى ما كان عليه^(١).

والسؤال الآخر الذي قد يُثار هل إن التعويض العيني يشمل المسؤولية المدنية عقدية كانت أم تقصيرية ؟ . للإجابة على هذا السؤال نلاحظ ذهب جانب من الفقه إلى القول بأن التعويض في نطاق المسؤولية المدنية بنوعها لا يكون إلا بمبلغ نقدي ، أما صورة التعويض بإعادة الحال إلى ما كان عليه قبل الإخلال بالالتزام ، فإنها ليست تعويضاً بالمعنى القانوني الصحيح ، طالما لا يوجد ما يمنع القاضي من اللجوء إلى وسيلة أخرى غير الحكم بمبلغ من النقود تعويضاً لمن وقع الضرر عليه ، وهنا لا فرق فيما إذا كانت المسؤولية عقدية أم تقصيرية^(٢) . في حين يرى آخر إنه إذا كان التعويض العيني أفضل طريقة للتعويض عن الضرر إلا أنه قد يتعذر اللجوء إليه في حالات إستثنائية خاصةً عندما تكون شخصية المدين محل إعتبار وإمتنع عن التنفيذ فلا يمكن إجباره طالما كان هذا الإلزام يمس حرمة وكرامته^(٣).

وبالعودة إلى موقف القوانين المدنية أنفة الذكر، نلاحظ أنها إعتمدت التعويض النقدي كأصل والإستثناء التعويض العيني في مجال المسؤولية التقصيرية ، ففي القانون المدني العراقي ومن خلال نص المادة (209) منه جاء التأكيد على ذلك (٢- يُقدر التعويض بالنقد على إنه يجوز للمحكمة تبعاً للظروف وبناء على طلب المتضرر أن تأمر بإعادة الحالة إلى ما كانت عليه أو أن تحكم بإجراء أمر مُعين أو برد المثل في المثليات وذلك على سبيل التعويض) ، وبالمضمون نفسه أخذ القانون المدني الكويتي^(٤) ، أما القانون المصري فقد نصت المادة (171) من القانون المدني المصري رقم (131) لسنة 1948 المُعدل (١- يعين القاضي طريقة التعويض تبعاً للظروف ويصح أن يكون التعويض مقسطاً كما يصح أن يكون إيراداً دورياً ، ويجوز في هاتين

(١) حسن حنتوش ، مصدر سابق ، ص ٨١ . د. سعدون العامري ، مصدر سابق ، ص ١٥٢ .

(٢) د. حسون غني طه ، مصدر سابق ، ص ٥٠ . و د. سليمان مرقس ، مصدر سابق ، ص ١٠٧ . و د. عبد الله مبروك النجار ، مصادر الإلتزام الإرادية وغير الإرادية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2003 ، ص ٢٧٧ .

(٣) د. حسن على ذنون ، المبسوط في المسؤولية المدنية ، مصدر سابق ، ص ٢٨١ .

(٤) نصت المادة (246) من القانون المدني الكويتي (1- يُقدر القاضي التعويض بالنقد . 2- ويجوز للقاضي تبعاً للظروف ، وبناءً على طلب المضرور أن يحكم بإعادة الحال إلى ما كانت عليه أو بأي أداء آخر على سبيل التعويض).

الحالتين إلزام المدين بأن يقدم تأميناً . ٢- ويقدر التعويض بالنقد على إنه يجوز للقاضي ،
وتبعاً للظروف وبناء على طلب المضرور أن يأمر بإعادة الحالة إلى ما كانت عليه ...) .

الفرع الثاني

التعويض بمقابل

قد لا يكون التعويض العيني ممكناً ، أو إنه يكون غير ملائم لجبر الضرر خصوصاً إذا ما
كان ضرراً معنوياً واقعاً على السمعة أو كرامة الشخص ، حيث لا يمكن إعادة الحال إلى ما كان
علية قبل إنتهاك الخصوصية الشخصية ، لذا يعد التعويض بمقابل الوسيلة أو الصورة الثانية
للتعويض في حال تعذر التعويض العيني لأي سبب من الأسباب ، والتعويض بمقابل ، قد يكون
بمقابل نقدي وقد يكون بمقابل غير نقدي ، فما هو التعويض النقدي؟ وماهو التعويض غير
النقدي؟ وأي من هذين النوعين يمكن إتخاذة كوسيلة لجبر الضرر الواقع على المستثمر في مجال
الأوراق المالية من جراء الخطأ الحاصل من قبل صناع السوق ؟

التعويض النقدي ، نوع من أنواع التعويض بمقابل ، وهو من أكثر طرق التعويض شيوعاً
لإصلاح الضرر المترتب عن العمل الغير مشروع ، ذلك لأن النقود بالإضافة لكونها وسيلة
للتبادل ، تعد بالوقت نفسه وسيلة لتقويم جميع الأضرار بما فيها الضرر المعنوي^(١) ، إن
التعويض النقدي ، هو الذي يغلب الحكم به في دعاوى المسؤولية التقصيرية ، ففي جميع الأحوال
التي يتعذر فيها التنفيذ العيني ، ولا يرى القاضي سبيلاً إلى التعويض غير النقدي ، فإنه سوف
يحكم بالتعويض النقدي ، كذلك فإن التعويض النقدي وإن لم يكن هو الطريق الأكثر ملائمة
لإعادة المضرور إلى الحالة التي كان عليها قبل الضرر ، حيث لا يتحقق معه الجبر الكامل
للضرر الذي وقع عليه إلا إنه الأكثر شيوعاً ، بسبب صعوبة اللجوء للتنفيذ العيني في الكثير من
الحالات ، بإعتبار النقود تحل محل كل شيء^(٢) . والتعويض النقدي يكون بإدخال قيمة مالية في
ذمة المضرور تعادل بمقدارها ما فقده بسبب الفعل الضار^(٣) ، والقاعدة العامة في التعويض
النقدي أن يكون مبلغاً محدداً يُعطى دفعة واحدة للمضرور ، إلا إنه ليس هناك ما يمنع من أن

(١) د . عبد الله مبروك النجار ، التعسف في أستعمال حق النشر ، دراسة فقهية مقارنة ، دار النهضة العربية ،
القاهرة - مصر ، 1995 ، ص ٣١٦ .

(٢) د . إبراهيم الدسوقي أبو الليل ، تعويض الضرر في المسؤولية المدنية ، مطبعة جامعة الكويت ، الكويت ،
1995 ، ص ١٤ .

(٣) د . عبد الحي حجازي ، النظرية العامة للإلتزام ، الجزء الثالث ، أحكام الإلتزام ، مطبعة النهضة ، مصر ،
1954 ، ص ٦٧ .

يكون التعويض النقدي مبلغاً مقسماً أو إيراداً مُرتباً لمدى الحياة^(١) ، والمسألة في ذلك ترجع الى تقدير قاضي الموضوع لتعين شكل التعويض النقدي تبعاً للظروف ، وقد أيدت محكمة التمييز الكويتية المعنى المتقدم في بعض قراراتها والتي جاء فيها (يجوز للقاضي الحكم بأداء التعويض على أقساط أو في صورة أيراد مرتب لمدة معلومة أو لمدى الحياة...)^(٢) .

إن أغلب التشريعات أخذت بالتعويض النقدي كأصل في جبر الضرر ، وهو ما نصت عليه المادة (209) من القانون المدني العراقي ، وكذلك القانون الكويتي فقد نصت المادة (246) من القانون المدني الكويتي (1- يُقدر القاضي التعويض بالنقد . 2- ويجوز للقاضي تبعاً للظروف ، وبناءً على طلب المضرور أن يحكم بإعادة الحال الى ما كانت عليه أو بأي أداء آخر على سبيل التعويض).

أما التعويض غير النقدي، فهو أن يأمر القضاء بإداء أمر معين على سبيل التعويض يكون ترضية للمضرور لمجرد إحساسه بأنه قد أنصف^(٣) . فهذا النوع من التعويض لا هو بالتعويض العيني ولا هو بالتعويض النقدي ، إلا إنه قد يكون أكثر ملائمة لما تقتضيه الظروف ويُعد هذا النوع من التعويض نوعاً خاصاً يتم اللجوء إليه بحسب نوع الضرر المُحدث^(٤) .

وقد أجاز المشرع العراقي الأخذ بهذا النوع من التعويض بقوله : (يجوز للمحكمة تبعاً للظروف وبناءً على طلب المتضرر... أن تحكم بأداء أمر معين أو برد المثل في المثليات وذلك على سبيل التعويض)^(٥) ، وعلى ذلك فلو كان الضرر مالياً وإنصبَّ على أشياء مثليةً فإن تعويض المتضرر يكون بأشياء مثلية من النوع والمقدار نفسه وهنا نكون أمام تعويض عيني ، أما إذا كان الضرر واقع على أشياء قيمةً فإن تعويض المتضرر بأشياء قيمةً أخرى من النوع نفسه يُعد تعويضاً بمقابل غير نقدي^(٦) ، أما بخصوص الضرر المعنوي (الأدبي) ، يكون التعويض غير النقدي في هذه الحالة هو الأكثر فائدة للمضرور من أي تعويض آخر كما في

(١) الفرق بين التعويض المقسط والإيراد المرتب مدى الحياة ، إن التعويض المقسط يُدفع على شكل أقساط تحدد مدته معينة ويُعين عددها ، ويتم إستيفاء التعويض بدفع آخر قسط منها . أما الإيراد المرتب مدى الحياة فيُدفع هو الآخر على أقساط ولكنه يستمر مدى حياة المضرور ويكون آخر قسط فيها بوفاته ، أنظر : د. عبد الله مبروك النجار ، مصدر سابق ، ص ٣١٧ .

(٢) إنظر الطعان رقم (572) والرقم (99) تجاري جلسة 2000/6/11 مجموعة القرارات التمييزية التي أقرتها محكمة التمييز الكويتية ، القسم الرابع ، الجزء الثالث ، ص ٣٧٧. مشار إليه عند ناصر متعب بنيه ، مصدر سابق ص ١٨ .

(٣) د. سعاد الشراوي ، المسؤولية الإدارية عن الضرر ، الطبعة الثانية ، مطبعة دار المعارف ، مصر - القاهرة 1972 ، ص ٢٦٢ .

(٤) حسن حنتوش رشيد ، مصدر سابق ، ص ٨٥ .

(٥) (ف/٢ - م/٢٠٩) من القانون المدني العراقي رقم 40 لسنة 1951 المعدل ، تقابلها في القانون المدني المصري (ف/٢ - م/١٧١) والمادة (ف/٢ - م/٢٤٦) من القانون المدني الكويتي .

(٦) بشار محي هاشم ، مصدر سابق ، ص ١١٦ .

دعاوى القذف والسب وحوادث التشهير إذ تأمر المحكمة بنشر الحكم القضائي بإدانة المسؤول عن الضرر في إحدى الصحف أو المجلات أو إذاعته عن طريق وسائل الإعلام الأخرى كالمذياع والتلفاز وغير ذلك على نفقة الأخير^(١) ، على أنه لا يوجد نص صريح في القانون المدني العراقي المعدل يجيز للقاضي الأمر بنشر الحكم في الصحف و المجلات ، ولكن يمكن للقاضي الركون إلى النص إعلاه والمتمثل بصلاحيه المحكمة الحكم بأداء أمر معين فيأمر بنشر قرار الحكم في هذه الوسائل ، إن مجرد صدور الحكم لصالح المضرور والإكتفاء بتحميل المسؤول عن الضرر المصروفات يمكن أن يكون تعويضاً كافياً عن الضرر المعنوي الذي أصاب المضرور^(٢) . وهو أمر لا يمكن تطبيقه في مجالات الأوراق المالية خصوصاً فيما يتعلق بالأضرار التي تقع نتيجة خطأ صانع السوق .

ولما تقدم نتصور بأن التعويض النقدي هو الأكثر ملائمة من غيره في جبر الضرر الذي يصيب المستثمر نتيجة خطأ صانع السوق أو غيره من العاملين في مجالات الأوراق المالية ذلك بسهولة تطبيقه ودفعه للمستثمر دفعةً واحدةً نتيجة للتقلبات الإقتصادية التي قد تحصل في سوق الأوراق المالية ، إن ما تم بيانه يُمثل ما تحكم به القواعد العامة في القانون المدني .

أما القوانين واللوائح المنظمة للأنشطة في سوق الأوراق المالية فإنها جاءت خالية من الإشارة الى الجزاءات المدنية ، إذ تركت تنظيم ذلك إلى القواعد العامة في القانون المدني ، مكتفية بالإشارة إلى الجزاءات الإدارية والإنضباطية التي تفرض على المخالفين للمنظمة والتعليمات التي تحكم عمل السوق .

فعلى الرغم من إصدار بعض التعليمات المنظمة لبعض الأنشطة إلا إنها جاءت خالية من الإشارة للمسؤولية المدنية ، مثلاً أصدرت هيئة الأوراق المالية التعليمات الخاصة بعمل الحافظ الأمين بالرقم (17) لسنة 2012 ، إلا إنها لم تُشر الى الجزاءات المدنية التي تفرض عليه في حال إخلاله بالتزاماته . فقد إكتفت في المادة (7) بالإشارة إلى العقوبات التأديبية والجزائية فقط .

أما ما يتعلق بالقوانين واللوائح التي نظمت نشاط صانع السوق فهي الأخرى جاءت خالية من أي نص يتعلق بالجزاء المترتبة على إخلال صانع السوق بالتزاماته فيما يتعلق بالمسؤولية

(١) المُستشار حسين عامر ، مصدر سابق ، ص ٥٣٤ .

(٢) عبد المعين لطفي جمعة ، موسوعة القضاء في المسؤولية المدنية التقصيرية والعقدية ، الكتاب الأول ، الجزء الثاني ، عالم الكتب ، مصر - القاهرة ، بلا سنة نشر ، ص ٢٢٣ .

المدنية ، ما يعني إنها تركت تنظيم ذلك للقواعد العامة في المسؤولية المدنية ، مكتفية هي الأخرى بالجزاءات التأديبية التي تقع على الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية^(١) .

المبحث الثاني

المسؤولية غير المدنية المترتبة على إخلال صانع السوق بالتزاماته

يختلف مصدر المسؤولية العقدية عن مصدر المسؤولية التقصيرية ، ويترتب على هذا الاختلاف بالمسؤوليتين إختلاف الأساس القانوني للمسؤولية ، والأثر المترتب عليها ، ففي الوقت الذي يترتب على المسؤولية العقدية ، قيام المسؤولية المدنية فقط ، فإن أثر المسؤولية التقصيرية يؤدي إلى قيام المسؤولية المدنية والتأديبية والجزائية جميعها أو بعض منها^(٢) .

تسعى الدول دائماً الى جذب الإستثمارات الوطنية والأجنبية ، من أجل زيادة مشروعاتها والإرتقاء بالمستوى الإقتصادي للفرد والدولة ، وتوفير فرص العمل داخل سوق الأوراق المالية كونه أحد المصادر التي تُعنى بجذب الإستثمارات ، وحتى تُشجع الأفراد لإستثمار أموالهم في هذا السوق ، يُفترض إعطائهم التطمينات والضمانات التي تجعلهم يتأكدون إن أموالهم في أمان ، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وسائل مختلفة أهمها فرض عقوبات تأديبية وجزائية على المخالفين لقوانين وأنظمة سوق الأوراق المالية ، ومن بين العقوبات الجزائية عقوبة الحبس التي تطال الأشخاص ممثلي الشخص المعنوي ، ومنها الشركات العاملة (كصانع سوق) .

وعليه فقد وضعت القوانين محل بحثنا هذا العديد من العقوبات التأديبية على المخالفات التي يرتكبها صانع سوق الأوراق المالية في أثناء عمله في السوق ، كما قامت بتجريم بعض هذه الأفعال ووضع لها عقوبات محددة .

وللإحاطة بهذا الموضوع بشيء من الدقة سنقسم هذا المبحث على مطلبين ، سيكون المطلب الأول للمسؤولية التأديبية ، بينما سنعدد المطلب الثاني للمسؤولية الجزائية .

(١) نظم المشرع الأردني في المادة (111) من القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 إمكانية تعويض المضرور والتي نصت على (يحق لأي مستثمر تعرض لأضرار مالية نتيجة بيع أوراق مالية مطالبة البائع أو المُصدر حسب مقتضى الحال بالتعويض عن الأضرار التي لحقتة شريطة إن يثبت ما يلي ...) .

(٢) ماهر مصطفى محمود إمام ، النظام القانوني الخاص لشركات السمسرة في الأوراق المالية ، إطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق ، جامعة حلوان ، مصر ، 2008 ، ص ٢٧٥ .

المطلب الأول

المسؤولية التأديبية لإخلال صانع السوق بالتزاماته

يتعرض صانع سوق الأوراق المالية لجزاءات تأديبية إذا ما أخل بالتزاماته ، ولكن وقبل البحث في هذه المخالفات والجزاءات المترتبة عليها يتوجب علينا في البداية التعرض لمفهوم المخالفة التأديبية .

لم يتطرق التشريع العراقي لمفهوم المخالفة التأديبية لا في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 ، ولا في التعليمات المُحدثة لقواعد التداول في سوق الأوراق المالية لسنة 2015 ، وكذلك التعليمات الخاصة بعمل الحافظ الأمين رقم (17) لسنة 2012 ، في حين نلاحظ القانون الكويتي قد عرف المخالفة التأديبية بأنها (كل فعل يخالف أحكام هذا القانون أو أي نظام أو لائحة أو قرار أو تعليمات صادرة عن الهيئة في إطار هذا القانون)^(١) ، أما القانون المصري فإنه جاء خالياً من تعريف المخالفة التأديبية .

بينما عرفها أحد الفقهاء بأنها (كل الأفعال ذات الطابع الإيجابي وذات الطابع السلبي ، والتي يتم إتيانها على نحو مخالف للقانون واللوائح والنظم والقواعد والتعليمات بما يستوجب معها توقيع الجزاء الإداري)^(٢) .

أما المسؤولية التأديبية فقد عرّفها المحكمة الإدارية المصرية من خلال قرارها الصادر في 1972/6/2 بقولها (إن مناط المسؤولية التأديبية هو إخلال الموظف بواجبات وظيفته إيجاباً أو سلباً أو إتيانه عملاً من الأعمال المحظورة عليه)^(٣) .

وقد يُثار السؤال عن سبب خضوع صانع السوق لنظام التأديب في قوانين أسواق الأوراق المالية مع وجود الحماية المدنية والجزائية؟ تتمثل الإجابة عن هذا السؤال في الأهمية الخاصة لأسواق الأوراق المالية في النشاط الإقتصادي^(٤) ، كذلك أهمية الدور الذي يقوم به صانع السوق فيما يتعلق بإعادة التوازن في العرض والطلب والتي ينفرد صانع السوق بتحقيقها .

(١) المادة (139) من القانون رقم (72) لسنة 2015 الخاص بتعديل القانون رقم (7) لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية .

(٢) د . بدر حامد يوسف الملا ، النظام القانوني لأسواق المال ، الطبعة الثانية ، بدون أسم ومكان طبع ، 2012 ص ١٠٢ .

(٣) ينظر الطعن التمييزي رقم 2265 في 1972/6/2 المنشور على موقع المحكمة الإدارية العليا المصرية على الموقع . تاريخ الزيارة ٢٠٢١/٣/١١ .

(٤) سيف إبراهيم محمد المصاروه ، الحماية الجزائية لتداول الأوراق المالية ، دراسة مقارنة ، إطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق ، جامعة عين شمس ، 2008 ، ص ٦٣ .

ومن أجل بيان أثر تحقق مسؤولية صانع السوق والجزاءات التأديبية التي تترتب على قيام هذه المسؤولية ، علينا أولاً بيان الجهة المختصة في فرض هذه الجزاءات ، ومن ثم الوقوف على الجزاءات التي يمكن أن تفرض على صانع السوق ، وهو ما سنستعرضه في الفرعين الآتيين :

الفرع الأول

الجهة المختصة بفرض الجزاءات التأديبية على صانع السوق

إن التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية نصت على تحديد الجهة الإدارية المختصة بالإشراف على الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية وعمليات التداول داخل السوق^(١) . هذا وقد تباينت التشريعات محل المقارنة بشأن تحديد الجهة المختصة في إيقاع العقوبات التأديبية^(٢)، على الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية .

لذلك يتوجب على صانع السوق إحترام القوانين واللوائح وأنظمة سوق الأوراق المالية ، وفي حال مخالفتها قد يترتب عليه عقوبات تأديبية تُفرض من قبل الجهات المختصة في السوق ، وذلك للمحافظة على النظام داخل سوق الأوراق المالية وتوفير الأمان للمستثمرين فيه ، كما تختلف الجهات التي تملك حق توقيع الجزاءات التأديبية على الشركات العاملة في أنشطة الأوراق المالية .

بالنسبة للقانون العراقي ، ومن خلال تنظيم نشاط الوسيط المالي نلاحظ إن الجهة المختصة بفرض الجزاءات التأديبية ، هي (لجنة إدارة الأعمال) ، ففيما يتعلق بشركات الوساطة المالية ، فقد أشارت الفقرة (١) من القسم (١١) والمتعلقة بالأمر الإنضباطية في السوق على (يكون لسوق الأوراق المالية لجنة إدارة الأعمال وبموجب القوانين الداخلية للسوق تقييم علاقات مع وسطاء الشركات والذين يحملون سندات مُصرح بها للتعامل التجاري في السوق

(١) ماهر محمود مصطفى إمام ، مصدر سابق ، ص ٢٩٥ .

(٢) د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية ، دراسة مقارنة ، دار النهضة العربية ، مصر - القاهرة ، 1995 ، ١١٦ .

وفيما يتعلق بالإخلال بهذا القانون...^(١) ، ويتم تعيين هذه اللجنة من قبل مجلس المحافظين^(٢) ، بينما تكفلت الفقرة (٥) من القسم أعلاه إلى أهم العقوبات التي يمكن أن تفرضها تلك اللجنة^(٣) .
ومما يجدر ذكره إن مشروع قانون الأوراق المالية لسنة 2008 قد أنط مهممة فرض
الجزاءات التأديبية لهيأة السوق ، وخصص لها الفصل التاسع تحت عنوان التحقيقات وإجراءات
الهيئة ، العقوبات والتدابير التصحيحية .

وبتصورنا كان من المستحسن تعيين جهة واحدة تتولى إيقاع العقوبة في حالة المخالفة
والأفضل هي هيئة الأوراق المالية باعتبارها الجهة الرقابية الأعلى في السوق .

أما القانون الكويتي فإن الجهة المختصة بنظام التأديب فيما يتعلق بالمخالفات الصادرة من
الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية ومنها صانع السوق فهي (لجنة النظر في
المخالفات) ، إذ نصت الفقرة (1) من المادة (6) من اللائحة التنفيذية الكتاب الرابع على (تُشكل
في البورصة لجنة من ثلاثة أعضاء على الأقل من ذوي الخبرة في الشؤون المالية
والاقتصادية والقانونية أو غيرها من التخصصات ذات العلاقة بعمل البورصة ، ويكون للجنة
أمين سر من موظفي البورصة أو غيرهم ، ويختارهم جميعاً مجلس إدارة البورصة بعد موافقة
الهيئة ، وتكون مدة العضوية في اللجنة سنتين قابلة للتجديد) . تختص هذه اللجنة بالنظر في
المخالفات التي تحصل في السوق ، وللجنة الحق في إصدار بعض العقوبات التأديبية^(٤) .

كما إن هناك مجلس يُعرف بمجلس التأديب، يعد الجهة الإدارية العليا في السوق للنظر في
المخالفات التي تقع أثناء ممارسة الأعمال المتعلقة بالأوراق المالية ، يمتلك هذا المجلس
صلاحيات أوسع من صلاحيات لجنة النظر في المخالفات من حيث العقوبات التي يمكن أن
يُصدرها ، يتولى هذا المجلس النظر في العديد من القضايا منها الفصل في المسائل التأديبية
المحالة إليه من هيئة السوق والمتعلقة بمخالفة أحكام هذا القانون أو اللائحة ، كذلك الفصل في
التظلمات المرفوعة عن قرارات بورصة الأوراق المالية ولجنة النظر في المخالفات المُشكلة في

(١) الفقرة (1) من القسم (11) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 .
(٢) نصت الفقرة (2) من القسم (11) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 (يتم
تعيين لجنة إدارة الأعمال من قبل مجلس المفوضين وتكون قراراتها متمشية مع قواعد السوق ...)
(٣) العقوبات التي يمكن أن تفرضها لجنة إدارة الأعمال هي (أ- الأذكار . ب- كتاب قبول مع تعهد بالتطبيق
ج- غرامة مالية ، إعادة أو التخلي عن الأرباح . د- إيقاف الوسيط ، مندوب الوسيط أو الشخص المشترك عن
العمل لفترة من الزمن . هـ - تعليق أو توقيف التعامل بالسندات لفترة من الزمن ... الخ) .
(٤) (ف/١٠ - م/٦) من الفصل الأول الكتاب الرابع من اللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 نصت (تختص
هذه اللجنة بالنظر في المخالفات التي يرتكبها أحد أعضاء البورصة) .

السوق^(١) . أن القانون الكويتي أخضع جميع المخالفات التأديبية التي تقع في سوق الأوراق المالية إلى لجنة النظر في المخالفات وكذلك مجلس التأديب والذي تُعد قراراته نهائية باتة، مُعتبراً إياه بمثابة جهة إستئنافية عندما ينظر التظلمات المرفوعة على قرارات لجنة النظر في المخالفات وهذا المجلس ينظر جميع المخالفات بغض النظر عن نوع النشاط الذي تمارسه الشركة^(٢) .

بينما في القانون المصري ، نلاحظ إن رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية هو الذي يختص بإيقاع العقوبات التأديبية في المخالفات التي تقع في سوق الأوراق المالية ، وفقاً لما أشارت إليه المادة (30) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل والتي جاء فيها (يجوز وقف نشاط الشركة إذا خالفت أحكام هذا القانون أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادر تنفيذاً له أو إذا فقدت شرط من شروط الترخيص ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة ...) ، وهذا المجلس يتكون من رئيس للهيئة ونائب للرئيس يتم تعيينهم وتحديد المعاملة المالية لهما قرار من رئيس الجمهورية ولمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدد أخرى ، كذلك نائب محافظ البنك المركزي و أربعة أعضاء من ذوي الخبرة يصدر بتعيينهم وتحديد مكافأتهم قرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على إقتراح وزير الإقتصاد والتجارة تكون مدة عضويتهم سنتين قابلة للتجديد بناءً على طلب الوزير^(٣) .

إن القانون المصري جعل من الهيئة العامة للرقابة المالية هي الجهة المعنية بمنح الترخيص لمزاولة الأعمال التجارية المنصوص عليها في البند (ب) من المادة (27) من قانون سوق رأس المال المصري ، ومنحها سلطة النظر في المخالفات التي تقع داخل سوق الأوراق المالية وفرض الجزاءات التأديبية على تلك المخالفات ، علماً إن نشاط صانع السوق إضيف لهذه الأنشطة بموجب قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية المرقم (265) لسنة 2014 والمتعلق بشروط وإجراءات الترخيص بممارسة نشاط صانع السوق .

أما في القانون الأمريكي ، فقد أنشأ قانون تداول الأوراق المالية الأمريكي لسنة ١٩٣٤ (Securities Exchange Act of 1934) المعدل ، هيئة مستقلة أطلق عليها هيئة الأوراق

(١) أشارت المادة (140) من القانون رقم (7) لسنة 2010 المعدل بالقانون رقم (22) لسنة 2015 على (يُنشأ مجلس تأديب أو أكثر في الهيئة يُشكل من ثلاثة أعضاء برئاسة قاض يندب مجلس القضاء الأعلى وعضوين من ذوي الخبرة بالشؤون المالية والاقتصادية والقانونية ...) .

(٢) نصت المادة (140) من القانون الكويتي أعلاه على بعض مهام مجلس التأديب ومنها (... ٢ - الفصل في التظلمات المرفوعة عن قرارات البورصة ولجنة النظر في المخالفات فيها . ويعتبر مجلس التأديب في الهيئة عند نظر التظلمات في قرارات تلك اللجنة بمثابة هيئة إستئنافية ويكون فصله فيها نهائياً) .

(٣) نصت المادة (45) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل على (يُشكل مجلس إدارة الهيئة من رئيس ونائب رئيس الهيئة ونائب محافظ البنك المركزي وأربعة أعضاء من ذوي الخبرة يصدر بتعيينهم وتحديد مكافأتهم لمدة سنتين قابلة للتجديد قرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على إقتراح الوزير) .

والأسواق المالية الأمريكية (SEC - Securities and Exchange Commission)، وقد منحها القانون سلطات واسعة النطاق حيث جعلها المسؤولة عن منح التراخيص للعاملين في السوق وتنظيم جميع العمليات التي تقع في الأسواق الأمريكية، وتنظيم عمل الوسطاء والمتعاملين في السوق ومنهم صناع السوق، ذلك من أجل تحقيق غرضها الأساسي والمتمثل بحماية أسواق المال الأمريكية والمستثمرين من جميع الأنشطة الغير مرغوبة فيها. تم الإشارة الى كيفية تشكيل هذه الهيئة في القسم الرابع (4 : Sec) من القانون أعلاه، أذ نصت على (تُنشأ بموجب هذا القانون هيئة للأوراق المالية يُشار إليها لاحقاً بـ (هيئة التداول) تتكون من خمس مفوضين يتم تعيينهم من قبل الرئيس الأمريكي وبموافقة مجلس الشيوخ) (1)، على ذلك فإن الهيئة تتألف من خمسة أعضاء يقوم رئيس الولايات المتحدة الأمريكية بتعيينهم، بناء على مشورة وموافقة مجلس الشيوخ الأمريكي، كما يختار الرئيس الأمريكي أحدهم ليتولى رئاسة الهيئة ويكون المسؤول التنفيذي الأعلى فيها، وقد جرى على أن يكون معظم هؤلاء المفوضون من المحامين وأحياناً من الإقتصاديين أو من رجال الأعمال، أشارت الفقرة الفرعية الثانية من القسم الرابع (Sec:4-A) من القانون أعلاه على (تكون مدة عضوية المفوضين خمس سنوات، على أن تنتهي عضوية واحد منهم كل سنة ليحل محله مفوض آخر وهكذا حتى يتم إستبدالهم بالكامل) (2). كما منع القانون من تولى ثلاثة أو أكثر من المفوضين المنتمين لحزب سياسي واحد حيث نص على ذلك القسم الرابع من قانون الأوراق المالية والأسواق الأمريكي (... ولا يجوز إن يكون أكثر من ثلاثة مفوضين في الحزب السياسي نفسه) (3).

(1) ورد النص باللغة الإنكليزية كالآتي:

Sec. 4. (a) (There is hereby established a Securities and Exchange Commission (hereinafter referred to as the “Commission”) to be composed of five commissioners to be appointed by the President by and with the advice and consent of the Senate...).

(2) ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

Sec .4. (A)(2) (the terms of office of the commissioners first taking office after the enactment of this title shall expire as designated by the President at the time of nomination, one at the end of one year, one at the end of two years, one at the end of three years, one at the end of four years, and one at the end of five years, after the date of the enactment of this title) .

(3) ورد النص باللغة الأنكليزية كالآتي :

Sec 4 (a) (... Not more than three of such commissioners shall be members of the same political party ...).

الفرع الثاني

الجزاء التأديبية التي تُفرض على صانع السوق

إن القوانين واللوائح والتعليمات المنظمة لعمل أسواق الأوراق المالية قد تفرض جزاءات تأديبية أو إنضباطية ، الغاية منها ضبط سير الأنشطة في السوق ، وتعد هذه الجزاءات وسيلة ردع لصانع السوق ولغيره من الأنشطة المعمول بها في سوق الأوراق المالية ، في حال قيامها بأي مخالفة للقوانين المنظمة للسوق، التي من شأنها الإضرار بمصلحة المستثمرين أو السوق ، كون العمل في هذه الأسواق قائم على الثقة المتبادلة بين المتعاملين .

ففي القانون العراقي ، نجد هيئة أسواق الأوراق المالية في العراق قد فرضت مجموعة من العقوبات التأديبية على العاملين في سوق الأوراق المالية المخالفين لقوانينها وذلك في القسم (11) من القانون المؤقت رقم 74 لسنة 2004⁽¹⁾ .

ونتمنى من المشرع العراقي في حال نظم نشاط صانع السوق أن يوضح بنصوص صريحة العقوبات التأديبية التي تقع على صانع السوق في حال مخالفته للقوانين والتعليمات التي تنظم عمل السوق أو في حال إخلاله بالتزاماته ، وإن تكون هذه العقوبات متناسبة مع حجم المخالفة والضرر الذي أحدثه صانع السوق تبدأ هذه العقوبات من التنبيه أو الإنذار بضرورة رفع المخالفة تتصاعد هذه العقوبات في حال تكرارها لتصل لفرض غرامة مالية أو إيقاف النشاط لفترة كأن تكون شهراً أو شهرين بعدها ممكن سحب الترخيص من صانع السوق في حال تكرار المخالفة أو إحالته للمحكمة المختصة إذا ما عُدت مخالفته من قبيل الجرائم المعاقب عليها بموجب قانون العقوبات أو القوانين ذات العلاقة بأنشطة الأوراق المالية .

أما في القانون الكويتي ، فإن لجنة النظر في المخالفات ومجلس التأديب هما المعنيان بإيقاع العقوبة على الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية ومنها صانع السوق في حال ثبتت مخالفتها للأنظمة المعمول بها في السوق. نصت المادة (143) من قانون هيئة أسواق المال على (إذا ما أظهرت التحقيقات وجود أدلة على إتيان المخالفة ، جاز للهيئة إحالة المخالف إلى مجلس التأديب وفق القواعد والإجراءات التي تحددها اللائحة . ويجوز للهيئة التنبيه على

⁽¹⁾ أشارت الفقرة (1) من القسم (11) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة 2004 . الى ابرز الجزاءات التأديبية :
(... أ- الإنذار.

ب- كتاب قبول مع تعهد بالتطبيق .

ج- غرامة مالية ، إعادة أو تخلي عن الأرباح .

د- إيقاف الوسيط ، مندوب الوسيط أو الشخص المشترك عن العمل لفترة من الزمن (...).

المُخالِف بالتوقف عن ارتكاب المُخالِفة مع التعهد بعدم تكرارها مستقبلاً ، ولها إخضاعه لمزيد من الرقابة^(١) ، نلاحظ من النص أعلاه إن هيئة السوق هي من تقوم بالتحقيق في المخالفات ، لكنها لا تملك سلطة إيقاع العقوبة على المُخالِف بل تنحصر سلطتها في التنبيه وفرض إجراءات رقابية مُشددة ، وبعدها تقوم الهيئة بإحالة المُخالِف إلى مجلس التأديب الذي منحه القانون فرض العقوبات التأديبية بحق المخالفين والتي أشارت عليها اللائحة التنفيذية (لمجلس التأديب – بعد التحقق من المُخالِفة – أن يوقع أي من الجزاءات التالية : ١- التنبيه على المخالف بالتوقف عن ارتكاب المخالفة . ٢- الإنذار ٣- ألزام المُخالِف بإعادة اجتياز الإختبارات التأهيلية . ٤- الوقف عن العمل أو مزاولة المهنة لمدة لا تتجاوز سنة . ٥- الوقف عن مزاولة العمل أو المهنة بشكل نهائي . ٦- وقف الترخيص لمدة لا تتجاوز ستة أشهر . ٧- إلغاء الترخيص ... ١٥- فرض جزاءات مالية تتدرج تبعاً لمدى جسامة المُخالِفة وبحد أقصى مقداره خمسون ألف دينار كويتي . وفي جميع الأحوال ، يجوز لمجلس التأديب أن يأمر بإلغاء المعاملات ذات العلاقة بالمخالِفة وما يترتب عليها من آثار...^(٢)) ، يلاحظ على العقوبات التأديبية التي نص عليها القانون وكذلك اللائحة هي الأخرى تتدرج من العقوبة الأخف إلى العقوبة الأشد ، بالإضافة الى تحديد مدد الوقف عن مزاولة النشاط وهو أمر مُستحسن ، وتوجد لجنة تعمل داخل السوق وتختص كذلك بنظر المخالفات التي قد تقع من أحد أعضاء السوق ، أجاز القانون لهذه اللجنة فرض الجزاءات التالية : (١- التنبيه بالتوقف عن ارتكاب المُخالِفة . ٢- الإنذار . ٣- إخضاع المُخالِف لمزيد من الرقابة . ٤- الوقف عن العمل أو مزاولة المهنة لمدة لا تتجاوز السنة الواحدة . ٥- فرض قيود على نشاط أو أنشطة المُخالِف...^(٣)) ، وعلى ذلك فإن هناك جهتان يمكن لهما فرض الجزاءات التأديبية على الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية وأن كانت لجنة النظر في المُخالِفات صلاحياتها أقل من مجلس التأديب كذلك فإن قرارات لجنة النظر في المخالفات يمكن التظلم منها كتابة أمام مجلس التأديب بناءً على طلب المُخالِف أو بقرار من الهيئة نفسها وخلال خمسة عشر يوماً من تاريخ صدور القرار ، وعلى مجلس التأديب البت في التظلم خلال مدة شهر من تاريخ تقديمه ويُعتبر مجلس التأديب عند نظره التظلمات على قرارات لجنة النظر في المخالفات بمثابة هيئة إستئنافية ويكون قراره نهائياً^(٤) ، أما بالنسبة لقرارات

(١) القانون رقم (7) لسنة 2010 المعدل بشأن إنشاء هيئة الأوراق المالية وتنظيم نشاط الأوراق المالية .

(٢) المادة (10) من الفصل الخامس من الكتاب الثالث والمتعلق بالمسائل التأديبية في اللائحة التنفيذية الكويتية بالرقم (72) لسنة 2015 .

(٣) (ف/٦-م/١٠) الفصل الأول من الكتاب الرابع من اللائحة التنفيذية الكويتية بالرقم (72) لسنة 2015 .

(٤) المادة (140) من قانون سوق رأس المال الكويتي رقم (7) لسنة 2010 المعدل .

مجلس التأديب فيمكن التظلم فيها أمام هيئة السوق^(١) . وقد بينت اللائحة التنفيذية كيفية تقديم طلب التظلم من قرارات البورصة ومجلس التأديب من خلال نموذج معد لهذا الغرض^(٢) .

أما القانون المصري ، فتتولى الهيئة العامة لسوق المال^(٣) ، عملية التنظيم والرقابة على الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية ، وتوفير الحماية للمستثمرين عن طريق الرقابة والإشراف على الشركات المرخص لها في مجالات الأوراق المالية^(٤) . يختص رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للسوق بفرض الجزاءات التأديبية ، وهو ما أشار اليه قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 المعدل ، ففي حال خالفت شركة صانع السوق أحكام قانون سوق رأس المال أو اللائحة التنفيذية أو القرارات الصادرة لتنظيم العمل في السوق ، يتوجب إنذارها لإزالة المخالفة خلال المدة التي يحددها الإنذار ، وفي حال عدم إستجابتها للإنذار جاز وقف نشاطها بقرار مسبب من رئيس الهيئة العامة لمدة ثلاثين يوماً ، على أن يتضمن القرار ماهية الإجراءات التي تتخذ خلال مدة الوقف ، ويسلم القرار للشركة ، ويجب أن يُعلن عن القرار بجريدتين صباحيتين واسعتي الإنتشار وعلى نفقة الشركة ، وفي حال إنتهت المدة دون قيام الشركة بإزالة أسباب التوقف يتعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص^(٥) .

وقد بيّنت المادة (31) من قانون سوق رأس المال الجزاءات التأديبية بحق الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ومنها شركة صانع السوق ، في حال قيام خطر يُهدد استقرار أو مصالح السوق أو مصالح المستثمرين فيه أو المساهمون بالشركة أو المتعاملين معها ، وهذه الجزاءات تتخذ من قبل مجلس إدارة هيئة السوق وهي :

(أ- توجيه تنبيه إلى الشركة . ب - منع الشركة من مزاولة كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاومتها . ج - مطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس للإنعقاد للنظر في أمر المخالفة المنسوبة للشركة ... و - إلزام الشركة بالمخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها) .

هذا وقد أجاز القانون للشركات التي تتعرض لعقوبات تأديبية التظلم على القرارات الإدارية التي تصدر من الهيئة أمام لجنة التظلمات المنصوص عليها في المادة (50) والتي تم الإشارة إليها سابقاً ، ويكون التظلم أمام اللجنة خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إبلاغ صاحب الشأن أو علمه

(١) المادة (147) من قانون سوق رأس المال الكويتي رقم (7) لسنة 2010 المعدل .

(٢) النموذج رقم (4) من الملاحق المشار إليها في الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية ، والمشار إليه بالملحق رقم (٩) في نهاية الرسالة .

(٣) أين ما ورد مصطلح رئيس الهيئة العامة للسوق فإننا نعني رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية .

(٤) د. هشام زوين ، الموسوعة العلمية في تأسيس الشركات التجارية والمدنية ، مركز محمود للإصدارات القانونية ، مصر- القاهرة ، الطبعة الثانية ، 2008 ، ص ٥٣ .

(٥) المادة (30) من قانون سوق رأس المال المصري المعدل رقم (95) لسنة 1992 .

به^(١) . ويكون التظلم وفقاً للمادة (206) من اللائحة التنفيذية رقم (135) لسنة 1993 المعدلة التي نصت على (يُقدم التظلم من أصل وست صور ويجب إن يشتمل على البيانات الآتية : ١- إسم المُتظلم ولقبه ومهنته وعنوانه . ٢- تاريخ صدور القرار المُتظلم منه وتاريخ إخطاره أو العلم به. ٣- موضوع التظلم والأسباب التي بني عليها ويرفق بالتظلم المستندات المؤيدة له.

٤- الإيصال الدال على سداد المبلغ المحدد للتظلم) ، على أن تبت اللجنة في التظلم خلال مدة ستين يوماً من تاريخ عرضه عليها أو من تاريخ إستيفاء الإيضاحات التي طلبتها اللجنة بحسب الأحوال التي تراها ، وتكون قرارات اللجنة في التظلم نهائية وناذة^(٢) .

أما بخصوص القانون الأمريكي ، فإن هيئة التداول أو هيئة المفوضين هي الجهة المعنية بمراقبة العمل في سوق الأوراق المالية ، ومن ثم فهي المخولة بإيقاع الجزاءات على المخالفين لأحكام هذا القانون والقواعد واللوائح المنظمة لعمليات التداول داخل السوق . خصص قانون تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكي (ACT) لسنة 1934 القسم (21/b) للإجراءات الإدارية التي تقوم بها هيئة المفوضين بحق المخالفين لأحكام هذا القانون ، كما حدد القسم (21/b/a) ، (سلطات هيئة المفوضين في تقدير الغرامات بحق المُخالفين)^(٣) ، بَيّن قانون تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكي 1934 (ACT) الغرامات المفروضة على العاملين في السوق تبعاً لنوع المخالفة وشكل القائم بها ، وهو ما جاء ذكره في القسم الفرعي (21-A) من القانون أعلاه والذي أكدت على الغرامات تبعاً لنوع المُخالفة المُرتكبة داخل السوق وبالتحديد المخالفات المشار إليها في القسم (15/ Sec) من قانون هيئة تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكية 1934 (SEC) ، والمتعلقة (بإنتهاك قانون الأوراق المالية لسنة 1933، وقانون مستشاري الإستثمار لسنة 1940، وقانون شركة الإستثمار لسنة 1940، أو اللوائح والقواعد الصادرة بموجبها ...)^(٤) .

فُسمت الغرامات إلى مستويات تختلف باختلاف شخصية مرتكب المُخالفة وكذلك تبعاً لنوع المُخالفة نفسها وهي :- (١- يكون الحد الأقصى للغرامة المُشار إليها في القسم الفرعي

(١) المادة (205) من اللائحة التنفيذية رقم (135) لسنة 1993 الملحقة بقانون رأس المال المصري .

(٢) المادة (208) من اللائحة التنفيذية رقم (135) لسنة 1993 الملحقة بقانون رأس المال المصري .

(٣) - جاء العنوان باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

Sec. 21B. (a) COMMISSION AUTHORITY TO ASSESS MONEY PENALTIES.

(٤) ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

Sec/21 (A) (has willfully violated any provision of the Securities Act of 1933 the Investment Company Act of 1940, the Investment Advisers Act of 1940, or this title, or the rules or regulations thereunder ...) .

(21/b/a) هو 5,000 دولار بالنسبة للشخص الطبيعي ، ومبلغ 50,000 بالنسبة للشخص الغير طبيعي .

٢- بغض النظر عن الفقرة (1) يكون الحد الأقصى للغرامة عن كل فعل أو إمتناع عن فعل هو 50,000 دولار للشخص الطبيعي ، ومبلغ 250,000 دولار لغير الشخص الطبيعي إذا رافق المخالفة إحتيال أو غش أو تلاعب متعمد.

٣- بغض النظر عن الفقرة (1,2) يكون مبلغ الغرامة هو 100,000 دولار إذا صدرت المخالفة من شخص طبيعي ، ومبلغ 500,000 إذا صدرت من شخص آخر^(١) . ومن ثم فإن هذه العقوبات تتدرج من الأدنى إلى الأعلى من حيث مبلغ الغرامة المفروضة كذلك تختلف بين ما إذا كان الشخص المخالف شخصاً طبيعياً أو شخصاً معنوياً ، كما يلاحظ إن مبلغ الغرامة يكون أعلى في حال مخالفة الشخص المعنوي .

كذلك نصت الفقرة الفرعية (B) من القسم (Sec:21) من القانون نفسه على (في حال نتج عن هذا الفعل أو الإمتناع عن الفعل بصورة مباشرة أو غير مباشرة خسائر كبيرة للسوق أو المتعاملين في السوق فعلى الهيئة رفع توصية للسوق لإقامة دعوى على المخالف)^(٢) . كذلك أجاز القانون لهيئة المفوضين في (حال وجد إن هذه المخالفات تؤدي إلى أضرار كبيرة في السوق فلها أن تأمر المخالف بالإمتناع عن الإنتهاك أو التوقف المؤقت عن إدخال الأوامر لنظام التداول)^(٣) ، وهذه الإجراءات تطال جميع الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية بما فيها الشركات صانعة السوق .

(١) - ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

Sec 21/b - (1) (... FIRST TIER.—The maximum amount of penalty for each act or omission described in subsection (a) shall be \$5,000 for a natural person or \$50,000 for any other person. (2) SECOND TIER.—Notwithstanding paragraph (1), the maximum amount of penalty for each such act or omission shall be \$50,000 for a natural person or \$250,000 for any other person if the act or omission described in subsection (a) involved fraud, deceit, manipulation, or deliberate or reckless disregard of a regulatory requirement. (3) THIRD TIER.—Notwithstanding paragraphs (1) and (2), the maximum amount of penalty for each such act or omission shall be \$100,000 for a natural person or \$500,000 for any other person if).

(٢) ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

Sec/21 - (B) (such act or omission directly or indirectly resulted in substantial losses or created a significant risk of substantial losses to other persons or resulted in substantial pecuniary gain to the person who committed the act or omission).

(٣) ورد النص باللغة الإنكليزية على النحو الآتي

Sec /21- c (2) APPLICABILITY.—Paragraph (1) (shall apply only to a respondent that acts, or, at the time of the alleged misconduct acted, as a broker, dealer, investment adviser, investment company, municipal securities dealer, government securities broker, government securities dealer, registered public accounting firm).

فضلاً عن تباين الحلول التي تعمل بها القوانين محل المقارنة بصدد نظام التأديب ، فالقانون الكويتي يأخذ بنظام مجلس التأديب في حين نلاحظ إن القانون العراقي والمصري يأخذ بنظام اللجنة الخاصة بالتأديب ، أما القانون الأمريكي فإنه يأخذ بنظام الهيئة أو كما يُطلق عليه مجلس المفوضين . ولكن على الرغم من هذا التباين في تحديد الجهة الرقابية على الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية، إلا أننا لاحظنا أن الجزاءات التأديبية في جميع القوانين المقارنة تتمثل بالإنذار وفرض غرامات مالية أو وقف مؤقت أو إلغاء الترخيص . على إن هناك بعض الإختلاف فيما يتعلق بمدد الوقف أو المدد المحددة للتظلم .

ومن الجدير بالذكر إن بعض التشريعات نظمت آلية تحديد المخالفات والغرامات المفروضة على كل مخالفة بشيء من التفصيل^(١) ، الأمر الذي يجعل الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية على علم بعقوبة كل مخالفة والغرامة المقررة لها ومن ثم إمكانية الحد من وقوع تلك المخالفات أو التقليل منها .

لما تقدم ندعو المشرع العراقي إلى تنظيم أنشطة الأوراق المالية بشيء من الوضوح من حيث تحديد الجهة المعنية بالتحقيق بالمخالفات وكذلك فرض الجزاءات تبعاً لنوع كل مخالفة تقع في السوق ، وتحديد آلية التظلم من قرارات السوق التأديبية ، كذلك تحديد مدد التظلم والطعن بتلك القرارات ومدد الوقف عن مزاولة العمل إذا كان قرار الهيئة يتضمن وقف المخالف عن العمل . ذلك إن العمل في سوق الأوراق يتطلب شيء من الشفافية والثقة بين المتعاملين سواء كان فيما بينهم أو ما بينهم وما بين السوق نفسه .

(١) لائحة المخالفات والجزاءات الخاصة بتطبيق أنظمة ولوائح سوق دبي المالي لسنة 2017 ، منشور على موقع سوق دبي المالي ، تاريخ الزيارة ٢٠٢١/١/١١ www.dfm.ae ينظر الملحق رقم (١٠) في نهاية الرسالة ، وندعو المشرع العراقي لتبني مثل هكذا تعليمات في حال نظم نشاط صانع السوق .

المطلب الثاني

المسؤولية الجزائية لصانع سوق الأوراق المالية

خلافاً لمسؤولية صانع السوق المدنية والتي لا تُوجب عليه سوى الإلتزام بتعويض الضرر الذي أصاب المضرور نتيجة مخالفته للعقد المُبرم بينهما ، وهذا التعويض هو إلتزام مالي ممكن أن تتحملة الشركة صانعة السوق والثابت لها الشخصية المعنوية ، كذلك الجزاءات التأديبية التي تتخذها الجهات المختصة في السوق والتي تطال المخالفين ، إلا إن الأمر مُختلف فيما يتعلق بالمسؤولية الجزائية ، ذلك إن هذه المسؤولية يجب أن تكون شخصية والعقوبات الناتجة عنها يجب أن تقع على عاتق المُخالف عندما تكون مقيدة للحرية ولا تتجاوزهُ فتطال الشخص المعنوي الذي يُمثله إلا إذا كانت العقوبة مالية^(١) .

وللوقوف على مسؤولية صانع السوق الجزائية في سوق الأوراق المالية سنقسم هذا المطلب على فرعين ، سنعقد الفرع الأول لمفهوم المسؤولية الجزائية لصانع السوق، في حين سيكون الفرع الثاني مُخصص لحالات قيام المسؤولية الجزائية لصانع السوق .

الفرع الأول

مفهوم المسؤولية الجزائية لصانع السوق

تختلف المسؤوليتان الجزائية والمدنية من حيث الأساس الذي تقومان عليه ، فالمسؤولية الجزائية تقوم على أساس الضرر الذي يطال المجتمع ، في حين أساس قيام المسؤولية المدنية هو الضرر الذي يُصيب الفرد^(٢) ، كذلك يختلفان من حيث الأساس الذي يقوم عليه الخطأ ، إذ يمكن أن يكون الخطأ مُفترض في المسؤولية العقدية التي هي أحد أنواع المسؤولية المدنية ، في حين لا بد لقيام المسؤولية الجزائية من حصول سببها ، والذي يكون على درجتين وهما : الخطأ العمدي والذي يتحقق عندما يُريد الإنسان الفعل والنتيجة التي تتكون منها الجريمة ، والخطأ غير العمدي والذي يحصل عندما يُريد الإنسان الفعل فقط غير قاصد للنتائج التي قد تحصل من جراء فعله^(٣) .

(١) د . أشرف الضبيح ، مصدر سابق ، ص ٤٢١ .

(٢) د . عبد المجيد الحكيم ، مصدر سابق ، ص ٢٠١ .

(٣) د . علي حسين خلف ، الأستاذ سلطان عبد القادر الشاوي ، المبادئ العامة في قانون العقوبات ، المكتبة القانونية ، بلا سنة طبع . العراق - بغداد ، ص ٢٧٦ .

تعد المسؤولية الجزائية من القواعد المهمة والأساسية في قانون العقوبات وبالرغم من هذه الأهمية إلا أننا نرى إغفال القوانين رسم معالمها مكتفية بالإشارة في نصوص متفرقة إلى البعض من أحكامها ، وأغلب هذه النصوص تتعلق بموانع المسؤولية^(١) .

لا شك إن صانع السوق يُسأل جزائياً متى ما شكل سلوكه جريمة جنائية طبقاً للنصوص الواردة في قانون العقوبات أو القوانين المنظمة لأسواق الأوراق المالية ، وبما إن أغلب العاملين في أنشطة الأوراق المالية من الأشخاص المعنوية ، فإن الدعوى الجزائية تُرفع على الأشخاص الطبيعية الممثلين لهذا الشخص ، فيُحكم عليهم بالعقوبات البدنية السالبة للحرية أما الغرامات فغالباً ما تتحملها الشركات العاملة في أسواق الأوراق المالية^(٢) ، ومنها الشركات صانعة السوق، فضلاً عن وجود إتجاه يُعارض تدخل القانون الجنائي في سوق الأوراق المالية ، إذ إن هناك إتجاهات تشريعية و آراء فقهية حديثة تنادي بإستبعاد العقوبات الجزائية عن بعض السلوكيات التي قد تقع في السوق ونزع الصفة العقابية عن بعض الجزاءات ، إلا إن المسؤولية الجزائية للشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية أمر مستقر العمل به في أغلب القوانين المنظمة لأنشطة الأوراق المالية^(٣) ، ومنها نشاط صانع السوق كأحد هذه الأنشطة .

بالنسبة للمشرع العراقي فإنه لم يضع شأنه في ذلك شأن التشريعات محل المقارنة تعريفاً محدداً للمسؤولية الجزائية فاسحاً المجال للفقهاء للخوض فيها ، والذي أورد بعض التعريفات لهذه المسؤولية ، إذ عُرفت بأنها (الإلتزام بتحمل النتائج القانونية المترتبة على توافر أركان الجريمة وموضوع هذا الإلتزام هو العقوبة أو التدبير الإحترازي الذي يفرضه القانون على المسؤول عن الجريمة)^(٤) . وعرفها آخر بأنها (إهلية الإنسان العاقل الواعي لأن يتحمل الجزاء العقابي نتيجة إقترافه جريمة مما ينص عليها قانون العقوبات)^(٥) . وعُرفت بأنها (تحقق أهلية الشخص التي تجعله يتحمل العقوبة المقررة نتيجة ارتكابه فعلاً نهى القانون عن ارتكابه

(١) عادل يوسف عبد النبي ، المسؤولية الجنائية الناشئة عن الإهمال - دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة - رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون جامعة بابل ، 2005 ، ص ٢٣٥ .

(٢) د . عاشور عبد الجواد ، مصدر سابق ، ص ١٢٥ .

(٣) د . محمد فاروق عبد الرسول ، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية - دراسة مقارنة - دار الجامعة الجديدة للنشر ، مصر - الإسكندرية ، 2007 ، ص ٦٧ .

(٤) د . محمود نجيب حسني ، شرح قانون العقوبات اللبناني ، القسم العام ، الطبعة السادسة ، دار النهضة العربية مصر - القاهرة ، 1998 ، ص ٥١٤ .

(٥) د . سمير عالية ، شرح قانون العقوبات ، القسم العام ، مؤسسة المجد الجامعية ، لبنان - بيروت ، 2002 ، ص ٢٩١ .

أو ترك فعلاً أمر القانون بإتيانه ، والأهلية هذه تتمثل بمجموعة العوامل النفسية اللازم توافرها في الشخص لكي يمكن نسبة الواقعة اليه بوصفه فاعلاً عن أدراك وإرادة^(١) .

ومن خلال التدقيق في تعريفات المسؤولية الجزائية أعلاه ، نلاحظ إن الإختلاف بينها لا يعدو أن يكون إختلافاً شكلياً لا جوهرياً ، إذ إن كافة التعريفات تدور حول إلزام الشخص بتحمل تبعه عدم الإلتزام بما أوجبه القانون عليه والتي تتلخص بفكرة العقوبة . وبناءً على ذلك فإن المسؤولية الجزائية لا تترتب بمجرد وقوع الفعل المكون للجريمة ونسبتها للفاعل ، بل يجب توافر شرطين مهمين هما الإدراك والإرادة وإذا إنتفى أحدهما إنتفت المسؤولية عن مرتكب الفعل.

والسؤال الذي يمكن أن يُطرح هل إن المسؤولية بهذا المعنى يمكن سحبها الى الأشخاص المعنوية ومنها الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ؟ والجواب على ذلك نعم ممكن مساءلة الأشخاص المعنوية طالما كان الفعل الذي ترتبهُ يُشكل جريمة بحسب القوانين المنظمة لعملها ، أما ما يتعلق بالإدراك والإرادة فإنها متوافرة طالما قبلت هذه الشركات بالقوانين والأنظمة المعمول بها داخل السوق .

ولما تقدم يمكن لنا تعريف المسؤولية الجزائية لصانع السوق بإنها (إتيان صانع السوق أو أحد ممثليه أفعالاً مجرمة قانوناً وصادرة عن إرادة لإحداث الضرر بالسوق أو بالمستثمرين العاملين في سوق الأوراق المالية) . والأثر المترتب على قيامها هو فرض العقوبات الجزائية المنصوص عليها قانوناً على صانع السوق أو من يمثله قانوناً .

كما إن قيام المسؤولية الجزائية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية لا تنحصر قواعدها في قانون العقوبات بوصفه القانون العام الذي يُحدد الأفعال الجرمية والعقوبات التي تترتب عليها بل هناك نصوص في القوانين واللوائح والأنظمة التي تتعلق بأسواق المال نصت على بعض الأفعال التي تُعد من قبيل الأفعال غير المشروعة التي يترتب عليها عقوبة للمُخالف .

ففي القانون العراقي وفيما يتعلق بالأنشطة التي تمارس في سوق العراق للأوراق المالية فقد خصص القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 القسمين رقم (15 ، 12) لهذه الجزاءات فقد أشارت الفقرة (ب) من المادة (15) على (فرض غرامة على الشخص المخالف تدفع الى خزينة الحكومة العراقية بمبلغ 50 مليون دينار عن أي إخلال يشمل الإحتيال ، الغش ، أو عدم الإهتمام المقصود لأي من المتطلبات المنصوص عليها قانوناً...)^(٢) . كما تضمن القسم (15) من القانون أعلاه الإشارة الى إمكانية فرض عقوبة السجن والتي نصت على

(١) د . أحمد سلطان عثمان ، المسؤولية الجنائية للأطفال المنحرفين – دراسة مقارنة – دار النهضة العربية . مصر – القاهرة ، 2003 ، ص ١٢٩ .

(٢) القسم (12) من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 .

(فرض غرامات مالية وعقوبات قد تتضمن السجن كما محدد قانوناً عند الإدانة من قبل محكمة ذات سلطة قضائية مختصة على الأشخاص الذين يتعمدون الإخلال بشروط هذا القانون أو الأوامر القانونية الصادرة عن الهيئة ...) .

أما التشريع الكويتي نلاحظ إن القانون رقم (7) لسنة 2010 المعدل ، قد خصص الفصل الحادي عشر للعقوبات والجزاءات التأديبية على الشركات التي تخالف أحكام القانون عند ممارستها لأنشطتها في سوق الأوراق المالية ، وقد أفرد للعقوبات الجزائية المواد (117 - 137) ، وما يلاحظ على هذه الجزاءات إنها تنوعت ما بين خفيفة كالغرامة وشديدة تصل للحبس بالنسبة لممثل الشخص المعنوي .

وبخصوص القانون المصري فقد وردت العقوبات الجزائية للشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية في قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل ولائحته التنفيذية وخصص الباب السادس من القانون لتلك العقوبات في المواد من (63 - 69) وتراوحت هذه العقوبات بين الغرامة والحبس كما هو الحال في القانون الكويتي .

أما القانون الأمريكي ، فإن قانون تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكي لسنة 1934 خصص القسم (21 Sec) لإجراء التحقيقات في المخالفات التي تقع في السوق وبيّن إمكانية فرض الغرامات على المخالفين لإحكام هذا القانون ، وفي حال رأت الهيئة إن المخالفة المرتكبة تُشكل جريمة أجاز القانون للهيئة رفع دعوى الى المحكمة المُختصة مكانياً للنظر فيها .

بينما تكفل القسم (32 Sec) الموضوع تحت عنوان العقوبات (Plaintes) من قانون تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكي لسنة 1934 ببيان العقوبات التي يمكن أن تترتب في حال تبيّن إن المُخالفة تُشكل جريمة بنظر المحكمة ، وقد تباينت هذه العقوبات ما بين الغرامة والحبس وبهذا نلاحظ إن جميع القوانين المُقارنة تنتهج المسلك نفسه في إيقاع العقوبات وهي أما الغرامة المالية والتي تختلف باختلاف طبيعة الجريمة المرتكبة أو الحبس وهي الأخرى تختلف باختلاف الجريمة على أن لا تزيد على خمس سنوات في جميع القوانين .

الفرع الثاني

حالات قيام المسؤولية الجزائية لصانع السوق

على الرغم من إن بعض الممارسات غير المشروعة التي قد تحصل في سوق الأوراق المالية قد تبدوا وللوهلة الأولى إلا إنها من قبيل المخالفات التي تؤدي لقيام المسؤولية المدنية أكثر

من كونها ذات طبيعة جنائية تؤدي لقيام المسؤولية الجزائية^(١) ، كأخلال بالالتزام بالإفصاح وإفشاء أسرار المستثمرين ، إلا إن هناك بعض الحالات نصت عليها القوانين المقارنة المتعلقة بأسواق الأوراق المالية يترتب عليها قيام المسؤولية الجزائية للشركات العاملة في سوق الأوراق المالية ومنها الأنشطة المتعلقة بصناعة سوق الأوراق المالية .

إن صانع السوق يُسأل جزائياً في حال قيامه بعمل يُعد من قبيل الأعمال المُجرمة وفقاً لنصوص القوانين واللوائح المنظمة لعمل اسواق الأوراق المالية ولعل من إبرز هذه الجرائم :
أولاً / جريمة مزاولة نشاط صناعة السوق دون الحصول على الترخيص، إذ نصت جميع القوانين المقارنة على ضرورة الحصول على رخصة السوق لمزاولة أي نشاط يتعلق بالأوراق المالية ، بإعتبار الترخيص أحد أهم الإجراءات الواجب القيام بها قبل مزاولة النشاط .
إن الحكمة التشريعية من النص على ضرورة الحصول على ترخيص السوق هو حماية المستثمرين والمتعاملين في داخل السوق فضلاً عن أهمية ذلك في ضبط الأنشطة المعمول بها في سوق الأوراق المالية ، لذا نلاحظ إن القوانين ذات العلاقة وضعت نصوصاً تُجرم وتُعاقب على مزاولة النشاط دون الحصول على الترخيص ، إلا إن هذه القوانين تباينت من ناحية الوضوح في وضع هذه النصوص .

ففي القانون الكويتي ، نجد هناك نصاً صريحاً بتجريم مزاولة النشاط بدون ترخيص من خلال فرض عقوبة الغرامة على المُخالفين لهذا الشرط ، ففي الباب الثاني المُخصص للجرائم والعقوبات في القانون رقم (7) لسنة 2010 المعدل نصت المادة (126) على (يُعاقب بغرامة لا تقل عن خمسة آلاف دينار ولا تتجاوز خمسين ألف دينار كل من : ١- زاول نشاطاً أو مهنة معينة دون الحصول على التراخيص من الهيئة وفقاً لأحكام هذا القانون ... كما يجوز أيضاً الحكم بحرمانه لفترة مؤقتة من مزاولة أي نشاط قام بمزاولته دون ترخيص أو حرمانه من الدخول في أي معاملة أو صفقة يتطلب القانون تسجيلها)^(٢) ، نلاحظ من خلال النص إن العقوبة تتراوح ما بين الغرامة أو الحرمان من مزاولة هذا النشاط بصورة مؤقتة ، دون بيان مدة هذا الوقف .

أما القانون المصري ، فإنه الأخر أشار بصورة واضحة وصريحة على تجريم هذه الممارسة غير المشروعة وحدد عقوبتها وذلك في المادة (63) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل بنصها على (مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد ،

(١) د . محمد فاروق عبد الرسول ، مصدر سابق ، ص٧٧ .
(٢) القانون رقم (7) لسنة 2010 المعدل بالقانون رقم (22) لسنة 2015 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية .

منصوص عليها في أي قانون آخر يُعاقب بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات ، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على عشرين مليون جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين : ١- كل من باشر نشاطاً من الأنشطة الخاضعة لأحكام هذا القانون دون أن يكون مرخصاً له في ذلك...^(١) ، نلاحظ إن القانون المصري قد تشدد في عقوبة المخالفين لشرط الحصول على الترخيص قبل مزاولة النشاط ونستخلص ذلك من مقدار الغرامة المفروضة كذلك عقوبة الحبس التي تطال المخالفين لشرط الترخيص والتي يمكن أن تصل لغاية خمس سنوات ، إن العقوبات المُقيدة للحرية تطال ممثل الشخص المعنوي الذي ارتكب الجريمة .

أما بالنسبة للقانون الأمريكي ، فنلاحظ عدم الإشارة لمثل هذه الممارسات غير المشروعة بصورة مباشرة وأكتفت بالنص على العقوبات التي تطال المخالفين لأحكام هذا القانون بموجب القسم (Sec / 32) من قانون تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكية لسنة 1934 والذي جاء تحت عنوان الجزاءات ، فقد أشارت الفقرة الفرعية (Sec /32-a) ألى (أي شخص ينتهك عمداً أي حكم من أحكام هذا القسم ، أو لانتحته أو أي قاعدة فيه تعتبر مخالفة غير قانونية ، كذلك مخالفة أحكام القسم 15/d من هذا القانون ، والخاص بطلبات التسجيل والعضوية في السوق يعاقب المخالف عند الإدانة بغرامة مالية لا تقل عن 5,000,000 دولار أمريكي...)^(٢) . أن هذا النص هو نصاً جامعاً ينظوي تحته جميع المخالفات والانتهاكات التي تحصل داخل سوق الأوراق المالية والمخالفة لقواعد هذا القانون والتعليمات الصادرة بموجبه .

ثانياً / المُضاربة غير المشروعة و التلاعب بأسعار الأوراق المالية ، تلعب المُضاربة المشروعة في سوق الأوراق المالية أهمية بالغة في تحقيق التوازن بالأسعار داخل السوق ، أذ تُعد من

^(١) تم تعديل هذه المادة بموجب أحكام المادة (63) من القانون رقم (17) لسنة 2018 المتعلق بتعديل قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 نُشر في الجريدة الرسمية بالعدد (10) بتاريخ 2018/3/14 تم زيارة موقع الهيئة العامة للرقابة المالية بتاريخ ٢٠٢١/٢/١٢ منشور على الموقع الهيئة www.far.gov.eg

^(٢) - جاء النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

Sec. 32. (a) (Any person who willfully violates any provision of this title (other than section 30A), or any rule or regulation thereunder the violation of which is made unlawful or the observance of which is required under the terms of this title, or any person who willfully and knowingly makes, or causes to be made, any statement in any application, report, or document required to be filed under this title or any rule or regulation thereunder or undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 15 of this title, or by any self-regulatory organization in connection with an application for membership or participation therein or to become associated with a member thereof, which statement was false or misleading with respect to any material fact, shall upon conviction be fined not more than \$5,000,000,...)

الوسائل الفعالة في توجيه المُستثمرين إلى مواطن الإستثمار الصحيحة ، وكذلك زيادة عدد المستثمرين داخل السوق، في حين تُعدّ المضاربة غير المشروعة وسيلة للتحكم في سعر الأوراق المالية بإتباع أساليب إحتيالية قد تؤدي إلى الإضرار بالمتعاملين في سوق الأوراق المالية⁽¹⁾ .

بالنسبة للقانون الكويتي ، فقد عدّ العمليات التي من شأنها التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق جريمة يعاقب عليها ، إذ يُحضر على المتعاملين في السوق القيام بعمليات زائفة من شأنها تضليل الجمهور بهدف حثهم لشراء الورقة المالية بأسعار ممكن أن تكون أعلى من سعرها الفعلي ، أشارت الفقرة الثانية من المادة (122) من القانون رقم (7) لسنة 2010 المعدل (يُعاقب بالحبس مدة لا تتجاوز خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن عشرة آلاف دينار ولا تتجاوز مائة ألف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من ١- تصرف تصرفاً ينطوي على خلق مظهر أو إحياء زائف أو مضلل بشأن التداول الفعلي لورقة مالية أو لسوق الأوراق المالية ... ٢- كل من أبرم صفقة أو أكثر على ورقة مالية من شأنها أ- رفع سعر تلك الورقة المالية لنفس المصدر بهدف حث الآخرين على شرائها . ب- تخفيض سعر تلك الورقة المالية لنفس المصدر بهدف حث الآخرين على بيعها ...)^(١) ، نلاحظ إن القانون الكويتي كان واضحاً بتجريم عمليات التلاعب بالأسعار لأن مثل هذه العمليات تتنافى مع المبادئ التي تقوم عليها أسواق الأوراق المالية ومنها الثقة بين المتعاملين وتوفير الضمانات القانونية لحمايتهم من المضاربين.

أما القانون المصري ، فنجد النص واضحاً بتجريم عمليات التلاعب بالأسعار في الفقرة (6) من المادة (63) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل إذ تقرر العقوبة بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه مصري ولا تزيد على عشرين مليون جنيه مصري ، أو بأحدى هاتين العقوبتين على كل شخص يعمل على (قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية داخل السوق أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق)^(٣) .

وفي القانون الأمريكي ، فقد تم تجريم عمليات التلاعب في أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق ، إذا خصص قانون تداول الأوراق المالية لسنة 1934 المعدل القسم (9 / Sec) للإشارة الى منع عمليات المضاربة والتلاعب في الأسعار ، والذي جاء تحت عنوان حظر

(١) د . جمال عبد العزيز العثمان ، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة ، دار النهضة العربية ، مصر - القاهرة ، 2010 ، ص ٣٨٥ .

(٢) قانون سوق الأوراق المالية رقم (7) لسنة 2010 المعدل بالقانون رقم (22) لسنة 2015 .

(٣) تم تعديل المادة (63) من قانون رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 بموجب القانون رقم (17) لسنة 2018 ، عدلت الغرامة بعدما كانت لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على مائة ألف جنيه ، أصبحت لا تزيد على عشرين مليون جنيه مصري .

التلاعب بالأسعار (PROHIBITION AGAINST MANIPULATION OF SECURITY PRICES)، إذ جاء في الفقرة (Sec/9-a) (يعتبر عملاً غير قانونياً قيام أي شخص بصورة مباشرة أو غير مباشرة سواء عن طريق استخدام الرسائل البريدية أو أي وسيلة أخرى التأثير على أسعار الورقة المالية من خلال خلق مظهر زائف أو مضلل...) ⁽¹⁾، وتم الإشارة من خلال هذا القسم إلى العديد من الحالات التي من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية في السوق، وفيما يتعلق بالعقوبات المفروضة على هذه الممارسات غير المشروعة فقد تم الإشارة إليها في القسم (Sec/32) (penalties) من القانون .

ثالثاً / جريمة إفشاء الأسرار ، إذ لا يجوز نشر البيانات أو المعلومات التي تتعلق بأسماء المتعاملين في سوق الأوراق المالية وحجم تعامل كل منهم أو الكشف عنها لغير السوق والجهات الرقابية المختصة والتي منحها القانون حق الإطلاع على تلك البيانات كلما دعت الضرورة لذلك ⁽²⁾.

ففي القانون الكويتي ، فهناك نصاً صريحاً بتجريم الأشخاص العاملين في السوق حال إفشائهم لأسرار تحصلوا عليها بحكم عملهم ، كما وتُشدّد العقوبة في حال تحصل على منفعة مقابل إفشائه لهذه الأسرار ، نصت المادة (119) من قانون سوق الأوراق المالية الكويتي رقم (7) لسنة 2010 المعدل على (يعاقب بالحبس مدة لا تتجاوز سنة وبغرامة لا تقل عن ثلاثة آلاف دينار ولا تتجاوز عشرة آلاف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من يخضع لأحكام هذا القانون وأفشى سراً إتصل بعلمه بحكم طبيعة عمله أو وظيفته أو منصبه...)، إن هذه العقوبات تطال جميع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بما فيها الشركات صانعة السوق وكذلك الأشخاص الطبيعية التي تتولى مناصب في هذه الشركات الذين يسخرون المعلومات السرية لمصالحهم الشخصية ويحققون أرباحاً غير المشروعة .

وبالنسبة للقانون المصري ، فالأمر ذاته نلاحظه في قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل ، إذ يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين ، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه مصري أو بمقدار ما حققه المخالف من ربح أو مقدار ما تجنّب من خسائر جراء إفشائه لأسرار تحصل عليها على أن لا تزيد هذه الغرامة عن عشرين مليون جنيه مصري ، وهو مبلغ

⁽¹⁾ ورد النص باللغة الإنكليزية كالآتي :

Sec. 9. (a) (It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange—)

⁽²⁾ د . خالد سعد زغلول حلمي ، التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة في القانون المصري والكويتي) بدون أسم ومكان الطبع ، 2010 ، ص ٢١٢.

كبير يدل على خطورة هذه الممارسات داخل السوق ، وهذه العقوبة تطال كل من أفشى سراً إتصل به أو إطلع عليه بحكم عمله ، أو حقق نفعاً له أو لزوجته أو أولاده⁽¹⁾ ، إن القانون المصري لم يقصر العقوبة على مجرد تحقيق المخالف لربح من جراء إفشاء السر الذي تحصل عليه بل إنه قرر العقوبة حتى في حال قيام الشخص المطلع بإفشاء الأسرار لتوقي الخسارة ، ذلك لأن العبرة من إيقاع العقوبة هي إفشاء السر وليس العلة من إفشاء الأسرار التي يتحصل عليها بحكم عمله وكل هذا للمحافظة على خصوصيات السوق والمتعاملين فيه . كذلك فإن العقوبة تطال المخالف حتى في حالة إستفادة الغير من هذه المعلومات وإن تكون زوجة المخالف أو أولاده .

أما القانون الأمريكي ، فهو الإخر عد إفشاء أسرار العملاء عملاً غير مشروعاً يوجب إنزال العقوبة بالمخالفين لهذه الممارسات وإن لم ينص صراحةً، ويُستدل على ذلك من خلال النصوص الواردة في القسم (Sec/ 32) من قانون تداول الأوراق المالية (ACT) لسنة 1934 .

وعلاوة على ما سبق نلاحظ إن موقف التشريع المصري والكويتي كان أكثر دقة وتفصيلاً من موقف القوانين المنظمة لأسواق الأوراق المالية في كل من العراق وامريكا ، والحقيقة موقف المشرع الكويتي كان أكثر وضوح حيث إنه حدد لكل جريمة العقوبة الخاصة بها والتي تتراوح ما بين الغرامة المالية والحبس ، بالإضافة إلى إشارة القانون الكويتي وكذلك المصري إن بيان هذه العقوبات لا يمنع من تطبيق العقوبات الأشد المنصوص عليها في القوانين الأخرى . على خلاف القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة 2004 والذي جعل الأفعال بمستوى واحد ومن ثم إيقاع العقوبة نفسها بغض النظر عن الجريمة المرتكبة وهو موقف بحسب تصورنا غير دقيق ، ولعل المشرعين لهذا القانون قد تأثرو بقانون تبادل الأوراق المالية والأسواق الأمريكية (ACT) لسنة 1934 ، فهو الأخر نظم العقوبات في قسم واحد هو (Sec/32) دون التفصيل في نوع الجرائم المرتكبة والعقوبات المناسبة لكل جريمة .

نقترح على المشرع العراقي إعادة النظر في صياغة القسم 15 والخاص بالعقوبات التي تفرض على العاملين في سوق العراق للأوراق المالية بحيث تكون كل عقوبة تتناسب مع حجم الضرر الذي تحدثه ، وإن لا يكتفي بالعقوبات التأديبية بل يجب إن تكون هناك عقوبات جزائية صارمة تعمل على ردع المخالفين للقواعد والتعليمات الحاكمة في سوق الأوراق المالية .

⁽¹⁾ المادة (64) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدلة بموجب القانون رقم (17) لسنة 2018 ، والتي نصت على (مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد منصوص عليها في أي قانون آخر ، يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيهه أو ما حقه المخالف من نفع ... ولا تزيد على (٢٠) مليون جنيهه ... أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من أفشى سراً أو أطلع عليه بحكم عمله ...)

الخاتمة

بعد الإنتهاء من بيان (المركز القانوني لصانع سوق الأوراق المالية – دراسة مقارنة) بإتباعنا أسلوب البحث المقارن بين كل من القانون (العراقي والكويتي والمصري والأمريكي) فقد توصلنا إلى نتائج متعددة ، نطرح على ضوءها بعض التوصيات على المشرع العراقي والغاية منها أن تكون دراستنا متكاملة إلى أفضل ما يمكن ، والتي يمكن أن نجملها من خلال الفقرتين الآتيتين :

أولاً / النتائج :

ينتهي البحث في المركز القانوني لصانع سوق الأوراق المالية إلى النتائج الآتية :-

- ١- نظراً لإهمية الدور الذي يقوم به سوق الأوراق المالية ولما يتضمنه تداول الأوراق المالية في هذا السوق من المصالح والحقوق ، فقد تدخل المشرع في الدول محل المقارنة لحماية هذا النشاط من خلال وضع القوانين الخاصة لتنظيم آليات التداول للأنشطة بصورة عامة ولنشاط صانع السوق بصورة خاصة .
- ٢- عرفنا صانع سوق الأوراق المالية بأنه (شركة مساهمة مُرخصة للعمل في سوق الأوراق المالية ، مختصة بصناعة سوق ورقة مالية معينة أو أكثر ، تعمل على توفير السيولة اللازمة لهذه الورقة وتحقيق التوازن ما بين العرض والطلب وتحديد السعر المناسب لها ، مقابل السماح لها بتحقيق هامش ربح يمثل الفارق بين سعري الشراء والبيع) .
- ٣- إن صانع سوق الأوراق المالية وفقاً للاتجاه السائد في قوانين أسواق الأوراق المالية هو شخص معنوي مرخص له بالعمل في أسواق المال لصناعة سوق ورقة مالية معينة أو أكثر .
- ٤- يتشابه كل من صانع السوق والوسيط ومزود السيولة في إنهم جميعاً يتخذوا شكل الشخص المعنوي ، وكذلك ينحصر عملهم في سوق الأوراق المالية ويستوجب الحصول على ترخيص لمزاولة نشاطهم .
- ٥- يختلف نشاط صانع السوق عن نشاط الوسيط ، في إن الأول يتخصص بأوراق مالية معينة أما الوسيط فإنه يتعامل في جميع الأوراق المالية المدرجة في السوق .
- ٦- إن الفرق بين عمل صانع السوق وعمل مزود السيولة ليس إختلاف شكلي أو إداري ، بقدر ما يعكس الإختلاف الفكري بين واجب صانع السوق الإلزامي بإعادة التوازن و إعلان التسعير وبين التزام مزود السيولة بإضافة السيولة بشكل فوري دون الإلتزام بالتسعير .

٧- لكي يكتسب صانع السوق وصفه كصانع سوق أوراق مالية يجب أن تتوافر فيه جملة من الشروط الخاصة التي أكدت عليها قوانين أسواق الأوراق المالية ويأتي في مقدمتها شرط الحصول على الترخيص (التسجيل)

٨- إلزام صانع السوق بإعادة التوازن يرافقه إلزامه بالإعلان عن تسعير الأوراق المالية التي يصنع سوقها بيعاً وشراءً ، لذا فإن إلزام الصانع بالتسعير دون تنفيذ صفقات التداول يعني أنه أخل بإلتزامه تجاه السوق وأن إستطاع تحقيق التوازن داخل السوق من خلال التسعير .

٩- مقابل الإلتزامات المفروضة على صانع السوق فإنه يتمتع ببعض الحقوق كحقه بالعمولة وكذلك حقه في التخصص بصناعة السوق للورقة المالية المرخص عليها كذلك حقه للقيام بعملية الشراء بالهامش .

١٠- يوجد إتجاه واحد لتحديد عمولة صانع سوق الأوراق المالية وذلك من خلال تحديد العمولة بنسبة معينة من خلال القوانين واللوائح المنظمة لعملهم في سوق الأوراق المالية والمتمثل بالفارق بين سعري الشراء والبيع أو ما يُعرف بهامش الربح .

١١- صانع سوق الأوراق المالية يتعرض لثلاثة أنواع من المسؤولية ، فإذا أخل بإلتزاماته العقدية تجاه المستثمر فإنه يُسأل أمام هذا الأخير عن تعويض الأضرار كافة التي تصيبه وتلك هي المسؤولية المدنية ، أما إذا شكل إخلاله خرقاً للقوانين واللوائح المنظمة لعمل السوق فهنا يُسأل أمام إدارة السوق وتلك هي المسؤولية التأديبية ، أما إذا شكل سلوكه جريمة جنائية طبقاً لقانون العقوبات فهنا تنهض المسؤولية الجزائية .

١٢- نظراً لإهمية الدور الخطير والهام لصانع السوق فقد وضعت النصوص الجزائية الخاصة في قوانين أسواق الأوراق المالية الممارسات غير المشروعة التي قد يقوم بها صانع السوق فضلاً عن النصوص المتعلقة بالجزاءات التأديبية التي تضعها إدارة سوق الأوراق المالية .

ثانياً / المقترحات :

علاوة على ما تم طرحه من نتائج توصلنا إليها فنرى بأن هناك جملة من التوصيات التي نود طرحها في حدود بحثنا ونتمنى على المشرع العراقي الأخذ بها بنظر الإعتبار إذا ما رغب تنظيم نشاط صانع السوق وهي كالآتي :

١- نقترح على المشرع العراقي إصدار قانون جديد خاص بسوق الأوراق المالية ، وذلك لما يشوب القانون المؤقت رقم 74 لسنة 2004 من الغموض والقصور في معظم نصوصه . كما نتمنى من المشرع العراقي تنظيم نشاط صانع السوق لما لهذا النشاط من أهمية في إحلال التوازن

بين العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة بالسوق والعمل على إستقرار أسعار الأوراق المالية والحد من تقلبات الأسعار .

٢- نقترح على المشرع العراقي عند تنظيمه نشاط صانع السوق أن يكون القائم بهذا النشاط شخصاً معنوياً وأن يتخذ شكل الشركة المساهمة لما يمتاز به هذا النوع من الشركات بالتنظيم الإداري والمالي العالي المستوى .

٣- وضع النصوص الصريحة والواضحة فيما يتعلق بإجراءات الترخيص لهذا النشاط والجهة المختصة بمنح الترخيص وتحديد المدة الزمنية التي تُلزم الهيئة بقبول طلب الترخيص أو رفضه على أن يكون قرار الرفض مسبباً ، كذلك بيان الجهة التي يتم التظلم فيها أو الطعن بقرار الرفض وأن تخضع هذه الإجراءات لمدة زمنية محددة كإن يكون التظلم خلال أسبوع والطعن خلال شهر من تاريخ علم صاحب الطلب برفض طلبه .

٤- نقترح على المشرع العراقي إتباع نظام صانع السوق المُتنافس ، ذلك النظام الذي يتلائم مع أسواق العراق الناشئة ، ولإتاحة الفرصة للشركات الصانعة للسوق التنافس وتقديم أفضل خدمة ممكنة سواء للشركات الراغبة بصناعة سوق لأوراقها المالية أم للمستثمرين في السوق .

٥- تحديد النسب اليومية أو الشهرية التي يلتزم صانع السوق بضخها في حال نقص السيولة أو إمتصاص الفائض منها بالنسبة للأوراق المالية المتخصصة بصناعة سوقها ، وسواء كانت هذه النسب تتعلق بكمية الأوراق التي يطرحها أم المبالغ المالية التي تعادل هذه الكميات .

٦- تحديد عمولة صانع السوق بنسب مئوية تُحتسب على وفق كمية الصفقات التي يبرمها داخل السوق ، والإشارة إلى هذه النسب بنصوص واضحة لا تقبل التأويل .

٧- نقترح على المشرع الإشارة بنصوص صريحة على الجزاءات المترتبة في حال إخلال صانع السوق بالتزاماته العقدية منها والتقصيرية ، والإشارة إلى إمكانية إلزام صانع السوق بدفع التعويض عن كل الأضرار التي تصيب المستثمر من جراء خطأ صانع السوق .

٨- نقترح على المشرع العراقي في حال نظم نشاط صانع السوق أن يضع نصوصاً خاصة تُجرم الأفعال غير المشروعة التي يمكن أن يقوم بها صانع السوق ، على أن تكون العقوبات محددة لكل فعل جرمي ، كما فعل المشرع الكويتي في القانون رقم (7) لسنة 2010 المعدل .

مصادر البحث

المصادر

أولاً- القرآن الكريم

ثانياً – الكتب القانونية

- ١- د . إبراهيم دسوقي أبو الليل ، تعويض الضرر في المسؤولية المدنية ، مطبعة جامعة الكويت ، الكويت ، ١٩٩٥ .
- ٢- د . أشرف الضبع ، تسوية عمليات البورصة ، دار النهضة العربية ، مصر ، بلا تاريخ طبع
- ٣- أحمد الأزهرى الطيب الفكي ، أسواق المال ، دار الجنان للنشر والتوزيع ، الأردن ، ٢٠١٧ .
- ٤- د . أحمد سلطان عثمان ، المسؤولية الجنائية للأطفال المنحرفين ، دراسة مقارنة دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٣ .
- ٥- د . أنور أبو السعود ، الموجز في النظرية العامة للإلتزام ، (مصادر الإلتزام) ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، مصر ، ٢٠٠٥ .
- ٦- د . بدر حامد يوسف الملا ، النظام القانوني لأسواق المال الطبعة الثانية ، بدون مكان طبع ، ٢٠١٢ .
- ٧- د . ثروت حبيب ، شرح القانون التجاري المصري ، الجلاء الجديد ، المنصورة – مصر ، ٢٠٠٠ .
- ٨- د . جمال عبد العزيز عثمان ، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المتداولة في البورصة ، دار النهضة العربية ، مصر ، ٢٠١٠ .
- ٩- د . حسن علي ذنون ، المبسوط في المسؤولية المدنية ، الجزء الأول (الضرر) ، شركة التايمس للنشر والطبع ، بغداد ، ١٩٩١ .
- ١٠- د . حسن علي ذنون ، النظرية العامة للإلتزام ، أحكام الإلتزام ، مطبعة الجامعة المستنصرية ، بغداد ، ١٩٧٦ .
- ١١- حسين عامر ، عبد الرحيم عامر المسؤولية المدنية (التقصيرية والعقدية) ، الطبعة الثانية ، دار المعارف ، القاهرة ، ١٩٧٩ .
- ١٢- د . حسين عامر ، المسؤولية المدنية التقصيرية والعقدية ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، ١٩٥٦ .

- ١٣- د . خالد سعد زغلول ، التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية ، دراسة مقارنة ، بين القانون المصري والكويتي ، ٢٠١٠ .
- ١٤- د . رمضان أبو السعود ، مصادر الإلتزام ، دار الجامعة الجديدة ، مصر ، ٢٠٠٧ .
- ١٥- د . سعاد الشرقاوي ، المسؤولية الإدارية عن الضرر ، الطبعة الثانية ، مطبعة دار المعارف ، مصر ، ١٩٧٢ .
- ١٦- د . سعدون العامري ، تعويض الضرر في المسؤولية التقصيرية ، منشورات مركز البحوث القانونية ، بغداد ، ١٩٨١ .
- ١٧- د . سليمان مرقص ، الفعل الضار ، الطبعة الثانية ، دار النشر للجامعات المصرية ، مصر ، ١٩٥٦ .
- ١٨- د . سمير عالية ، شرح قانون العقوبات ، القسم العام ، مؤسسة المجد الجامعية ، لبنان ، ٢٠٠٤ .
- ١٩- د . سمير عبد الحميد رضوان ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية ، المعهد العالي للفكر الإسلامي ، الطبعة الأولى ، القاهرة - مصر ١٩٩٦ .
- ٢٠- د . سمير نصار ، العقود التجارية ، موسوعة القانون التجاري ، الكتاب الثالث ، المكتبة القانونية ، الطبعة الأولى ، سوريا ، ٢٠٠٦ .
- ٢١- د . صفوت بهنساوي ، الأوراق التجارية وعمليات البنوك وفقاً لأحكام قانون التجارة المصري الجديد ، دار النهضة العربية ، مصر ، ٢٠٠٨ .
- ٢٢- د . طارق عبد العظيم أحمد ، بورصة الأوراق المالية في مصر ، بلا سنة أو مكان طبع .
- ٢٣- د . طاهر شوقي مؤمن ، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة ، دار النهضة العربية ، مصر ، ٢٠٠٧ .
- ٢٤- د . عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، النظام القانوني لرهن الأوراق المالية ، دراسة مقارنة ، دار النهضة العربية ، مصر ، ٢٠٠٨ .
- ٢٥- د . عاشور عبد الجواد عبد الحميد ، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية ، دراسة مقارنة ، دار النهضة العربية ، مصر ، ١٩٩٥ .
- ٢٦- د . عبد الباسط كريم مولود ، تداول الأوراق المالية ، دراسة مقارنة ، منشورات الحلبي الحقوقية ، الطبعة الأولى ، بيروت ، ٢٠٠٩ .
- ٢٧- د . عبد الله مبروك النجار ، مصادر الإلتزام الإرادية والغير إرادية ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠٣ .

- ٢٨- د . عبد الله مبروك النجار ، التعسف بإستعمال حق النشر ، دراسة فقهية مقارنة ، دار النهضة العربية ، مصر ، ١٩٩٥ .
- ٢٩- د . عبد الحي حجازي ، النظرية العامة للإلتزام ، الجزء الثالث ، أحكام الإلتزام ، مطبعة النهضة ، مصر ، ١٩٥٤ .
- ٣٠- د . عبد الرزاق السنهوري ، الوسيط في شرح القانون المدني ، الجزء الثاني ، بلا مكان طبع ، ١٩٥٦ .
- ٣١- د . عبد الفتاح سليمان ، المسؤولية المدنية والجنائية في العمل المصرفي ، الطبعة الأولى ، بلا مكان طبع ، ١٩٨٦ .
- ٣٢- د . عبد القادر العرعاوي ، مصادر الإلتزام ، الكتاب الثاني ، المسؤولية المدنية ، دار الأمان ، الطبعة الثانية ، الرباط ، ٢٠٠٥ .
- ٣٣- د . عبد القادر العطير ، الوسيط في شرح القانون التجاري ، مكتبة الثقافة للنشر والتوزيع ، الأردن ، ١٩٩٩ .
- ٣٤- د . عبد المجيد الحكيم ، الأستاذ عبد الباقي البكري ، الأستاذ محمد طه البشير ، الوجيز في نظرية الإلتزام في القانون المدني ، الجزء الأول ، بغداد ، ١٩٨٠ .
- ٣٥- د . عبد المجيد الحكيم ، الموجز في شرح القانون المدني ، مصادر الإلتزام ، الجزء الأول ، الطبعة الثانية ، شركة الطبع والنشر الأهلية ، بغداد ، ١٩٦٣ .
- ٣٦- د . عبد المعين لطفي جمعة ، موسوعة القضاء في المسؤولية المدنية التقصيرية والعقدية ، الكتاب الأول ، الجزء الثاني ، عالم الكتب ، مصر ، بلا سنة طبع .
- ٣٧- د . عصام أحمد البهيجي ، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية ، الطبعة الأولى ، دار الجامعة العربية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٩ .
- ٣٨- د . عطية السيد فياض ، سوق الأوراق المالية ، دار النشر للجامعات ، الطبعة الأولى ، مصر القاهرة ، ٢٠١٧ .
- ٣٩- د . علي جمال الدين عوض ، العقود التجارية ، دار النهضة العربية ، مصر ، ١٩٨٢ .
- ٤٠- د . علي حسين خلف ، المبادئ العامة في قانون العقوبات ، المكتبة القانونية ، بغداد ، بلا سنة طبع .
- ٤١- د . علي فوزي إبراهيم الموسوي ، النظام القانوني لإدارة محفظة الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، مصر ، ٢٠٠٨ .
- ٤٢- د . غني حسون طه ، الوجيز في النظرية العامة للإلتزام ، مصدر الإلتزام ، مطبعة المعارف ، بغداد ، ١٩٧١ .

- ٤٣- د . عمر ناطق يحيى الحمداني ، الألية القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة ، دراسة مقارنة ، دار النهضة العربية ، مصر ، ٢٠١١ .
- ٤٤- د . فاروق إبراهيم جاسم ، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية ، منشورات الحلبي الحقوقية ، الطبعة الأولى ، بيروت ، ٢٠١٦ .
- ٤٥- د . فتحي عبد الرحيم ، دراسات في المسؤولية التقصيرية ، منشأة المعارف ، مصر ، ٢٠٠٥ .
- ٤٦- د . قحطان الدوري ، الإحتكار في الإدارة المالية في الإسلام ، الجزء الأول ، المجمع الملكي للنشر والتوزيع ، الأردن - عمان ، ١٩٨٩ .
- ٤٧- د . مبارك بن سلمان آل فواز ، الأسواق المالية من منظور إسلامي ، مركز النشر العلمي ، الطبعة الأولى ، جامعة الملك عبد العزيز ، السعودية - جدة ، ٢٠١٠ .
- ٤٨- د . محمد حسن عبد المجيد الحداد ، السمسرة في سوق الأوراق المالية ، دار الكتب القانونية القاهرة ، ٢٠١٢ .
- ٤٩- د . محمد صالح جابر ، الإستثمار بالأسهم والسندات وتمليك الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الرشيد للنشر ، منشورات وزارة الثقافة والإعلام ، بغداد ، ١٩٨٢ .
- ٥٠- د . محمد فاروق عبد الرسول ، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية ، دراسة مقارنة ، دار الجامعة الجديدة ، مصر ، ٢٠٠٧ .
- ٥١- د . محمود محمد داغر الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات) ، دار الشروق للنشر والتوزيع ، الأردن ، ٢٠٠٧ .
- ٥٢- د . محمود نجيب حسني ، شرح قانون العقوبات اللبناني ، القسم العام ، الطبعة السادسة ، دار النهضة العربية ، ١٩٨٩ .
- ٥٣- د . مصطفى مرعي ، المسؤولية المدنية في القانون المصري ، الطبعة الثانية ، مطبعة الإعتماد ، مصر ، ١٩٤٤ .
- ٥٤- د . منى حسن أبو المعاطي ، دراسة تحليلية لأثر إستخدام التداول عالي التردد على كفاءة أسواق الأوراق المالية ، الناشر جامعة عين شمس ، مصر ، ٢٠١٤ .
- ٥٥- د . منير إبراهيم هندي ، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال ، الأوراق المالية وصناديق الإستثمار ، المكتب العربي الحديث ، ٢٠٠٣ .
- ٥٦- د . منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة دار المعارف ، الإسكندرية ، ١٩٩٣ .

- ٥٧- د . ميشيل إبراهيم ، معجم المال والأعمال (عربي – أنكليزي) ، دار الكتب العلمية ، لبنان . ٢٠٠٧ .
- ٥٨- د . نصر علي أحمد طاحون ، إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر ، دراسة تأصيلية لبورصات المال وشركات الإدارة في مصر مقارنة بالدول الغربية ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠٣ .
- ٥٩- د . نوري موسى الشقيري ، الأسواق المالية وأليات التداول ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الأردن ، ٢٠١٩ .
- ٦٠- د . هشام زوين ، الموسوعة العلمية في تأسيس الشركات التجارية والمدنية ، مركز محمود للإصدارات القانونية ، الطبعة الثانية ، مصر ، ٢٠٠٨ .
- ٦١- د . ياسين محمد يوسف ، البورصة منشورات الحلبي الحقوقية ، الطبعة الأولى ، بيروت ، ٢٠٠٤ .

ثالثاً - الرسائل والأطاريح الجامعية

- ١- أكرم محمد حسين التميمي ، التنظيم القانوني للمهني ، دراسة مقارنة في نطاق الأعمال التجارية ، رسالة ماجستير مقدمة لمجلس كلية الحقوق ، جامعة النهريين ، ٢٠٠٨ .
- ٢- بشار محي هاشم، المركز القانوني للحافظ الأمين في سوق الأوراق المالية ، دراسة مقارنة ، رسالة ماجستير مقدمة لمجلس كلية القانون ، جامعة بابل ، 2016.
- ٣- حسن حنتوش رشيد الحسناوي ، الضرر المتغير وتعويضه في المسؤولية التقصيرية ، دراسة مقارنة ، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية القانون ، جامعة بغداد ، ٢٠٠٤ .
- ٤- حسين الأسرج ، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الإدخار في مصر ، دراسة مقارنة ، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد ، كلية التجارة والإقتصاد ، جامعة الزقازيق ، ٢٠٠٢ .
- ٥- سليم جابو ، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الإقتصادية ، جامعة قاصدي مرباح ، الجزائر ، ٢٠١٢ . منشورة على الموقع الإلكتروني ، تاريخ الزيارة ٢٠٢١/٢/١١ <https://dspace.univ-ourgle.dz>
- ٦- سيد طه بديوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق ، جامعة القاهرة ، ٢٠٠٠ .
- ٧- سيف إبراهيم محمد المصاروة ، الحماية الجزائية لتداول الأوراق المالية ، دراسة مقارنة ، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية الحقوق ، جامعة عين شمس ، ٢٠٠٨ .

- ٨- عادل يوسف عبد النبي ، المسؤولية الجنائية الناشئة عن الإهمال ، دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة ، رسالة ماجستير ، مقدمة إلى مجلس كلية القانون ، ٢٠٠٥ .
- ٩- عباس محمد موسى الموسوي ، المركز القانوني للوسيط المالي في سوق الأوراق المالية ، دراسة مقارنة ، رسالة ماجستير في القانون ، كلية القانون ، جامعة كربلاء ، ٢٠١٢ .
- ١٠- عبد الرحمن بن عزوز ، دور الوساطة في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس ، رسالة ماجستير في علوم التسيير ، فرع الإدارة المالية ، كلية العلوم الإقتصادية جامعة منتوري ، الجزائر ، ٢٠١٢ ، منشورة على الموقع الإلكتروني . تاريخ الزيارة <https://bu.umc.edu.dz> ٢٠٢١/٢/١٠
- ١١- عبير بو ضياف ، سوق الأوراق المالية في الجزائر ، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية جامعة منتوري قسنطينية ، الجزائر ، ٢٠٠٧ ، منشورة على الموقع ، تاريخ الزيارة <https://dspace.univ-ourgle.dz> ٢٠٢١/٣/١٥
- ١٢- ماهر مصطفى محمود إمام ، النظام القانوني الخاص لشركات السمسرة في الأوراق المالية إطروحة دكتوراه مقدمة لمجلس كلية الحقوق ، جامعة حلوان ، ٢٠٠٨ .
- ١٣- محمد سلمان غريب ، الإحتكار والمنافسة الغير مشروعة ، رسالة ماجستير مقدمة إلى مجلس كلية القانون جامعة بغداد ، ٢٠١٠ .
- ١٤- مدحت حسن نصر حسن أبو الذهب ، دور صناع السوق في الحد من تقلبات أسواق الأوراق المالية في مصر ، رسالة ماجستير في الإقتصاد ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق ، ٢٠٠٩ .
- ١٥- مؤينة سلطان ، كفاءة الأسواق الناشئة ودورها في الإقتصاد الوطني ، إطروحة دكتوراه في الإقتصاد ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ، ٢٠١٥ . منشورة على الموقع الإلكتروني . تاريخ الزيارة <http://thesis.univ-biskra.dz> ٢٠٢١/٣/٢٠
- ١٦- ناصر متعب بنية ، الإتفاق على الإعفاء عن التعويض في القانون الكويتي ، دراسة مقارنة مع القانون المدني الأردني ، رسالة ماجستير في القانون الخاص ، كلية الحقوق ، جامعة الشرق الأوسط ، ٢٠١٠ .
- ١٧- همام القوصي ، النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الأوراق المالية ، إطروحة دكتوراه في الحقوق ، كلية الحقوق - جامعة حلب ، ٢٠١٧ .

رابعاً - البحوث والمقالات والمحاضرات

- ١- د . أحمد عقيل الخطيب ، دور صناع السوق ، الملتقى السنوي الخامس لجمعية الاقتصاد السعودية ، ٢٠١٦ .
www.sea.org.sa
- ٢- أ . أحمد فهيم ، دور مزود السيولة في الحركات المفاجئة في الأسواق ، مقال منشور على موقع الفوركس العربي الإلكتروني .
<https://forexaraby.com>
- ٣- د . أحمد مداني ، نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية ، الأكاديمية للدراسات العليا الاجتماعية والإنسانية ، العدد ١٥ ، الجزائر ، ٢٠١٦ .
<https://www.asjp.cerist.dz.com>
- ٤- د . أشرف عبد العال الطرابيشي ، المؤشرات الاقتصادية وثيقة الارتباط بالإستثمار ، الحالة المصرفية قبل وبعد ثورة يناير مصر ٢٠١١ ، إرشيف ميونخ للأوراق البحثية MPRT ، العدد ٤٤٣٥٨ ، لسنة ٢٠١٣ .
[http://mpr.a.up.uni.muenchen.de/44358/\(1-4-2018\)](http://mpr.a.up.uni.muenchen.de/44358/(1-4-2018))
- ٥- ألاء يعقوب يوسف ، مسؤولية الوسيط في سوق الأوراق المالية ، مجلة الحقوق جامعة النهريين ، المجلد الثامن ، العدد ١٣ ، ٢٠٠٥ .
<https://www.bibliotdroit.com>
- ٦- د . سليم جابو وعبد القادر بن عيسى صناع السوق ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات ، أرشيف كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة ورقلة الجزائر .
[https://manifest.univ-ouargla.dz.\(27-1-2018\)](https://manifest.univ-ouargla.dz.(27-1-2018))
- ٧- د . رمضان الشراح ، صناع السوق التجربة الكويتية ، ٢٠٠٦ ، محاضرة أقيمت على هامش اجتماع لإتحاد الشركات الأستثمارية ، متاحة على الموقع الإلكتروني الأتي :-
[www.unioninvrst.org/Reasearches/A1Market%20Makers2.doc\(13-1-2018\)](http://www.unioninvrst.org/Reasearches/A1Market%20Makers2.doc(13-1-2018))
- ٨- شريف حمدي ، مقال منشور في جريدة الأنباء الكويتية ، تم زيارة موقع الجريدة في ٢٠/٢٠/٢٠٢١
<https://www.alanba.com.kw>
- ٩- د علا عادل عبد العال دور الإستثمار الأجنبي في تنشيط البورصة المصرية ، بحث منشور على موقع مجلة مركز دراسات الوحدة العربية ، العدد ٦٣ ، ٢٠١٣ .
<https://caus.org.lb>
- ١٠- د . نغم حسين نعمة ، أليات ودور صناع السوق في سوق العراق للأوراق المالية ، نموذج مقترح ، مجلة الدراسات العليا والمحاسبات المالية ، المجلد ١٣ ، العدد ٤٥ ، لسنة ٢٠١٨ .
<https://doi.org.10.34093/jafs.v13i45.313>

١١- د . همام القوصي ، ضبط نشاط صناع السوق ومزود السيولة ، خلال التداول الخوارزمي عالي التردد ، مقارنة بورصات لندن – أوساكا مع بيئة البورصات العربية ، مجلة جيل الأبحاث القانونية المعمقة ، العدد ٣٩ ، لسنة ٢٠٢٠ .
www.jilrc.com

١٢- د . همام القوصي تأثير إلتزامات صناع السوق تجاه بورصة الكويت للأوراق المالية على إعادة التوازن بين العرض والطلب ، مقارنة مع بورصة ناسداك وبورصة نيويورك ، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية ، السنة السابعة ، العدد ٢ ، ٢٠١٩ .

<https://journal.kilaw.edu.kw>

١٣- د . همام القوصي ، نشاط صانع السوق بإضافة هامش السيولة ، نموذج بورصة الكويت وبورصة مصر وبورصة نيويورك ، المجلة المصرية للدراسات القانونية ، العدد ١١ ، سنة ٢٠١٨ .
www.jilrc.com

١٤- د . وليد عبد مولا ، البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية ، سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط الكويت ، العدد ٩١ . سنة ٢٠١٠ .
<https://arab-abi.org>

خامساً - القوانين والأنظمة

أ - القوانين والتعليمات العراقية

١- القانون المدني العراقي رقم (40) لسنة 1951 المعدل .

٢- قانون التجارة العراقي رقم (30) لسنة 1984 المعدل

٣- قانون الشركات العراقي رقم (21) لسنة 1997 المعدل .

٤- قانون أسواق الأوراق المالية المؤقت رقم (74) لسنة 2004 .

<http://www.isc.gov.iq>

٥- تعليمات تداول الأوراق المالية تحديثات 2015 .

<http://isc.gov.iq>

٦- تعليمات الحافظ الأمين رقم (17) لسنة 2012 .

<https://isc.gov.iq>

٧- تعليمات إجازة خمس شركات وساطة سنة 2009 .

<https://isc.gov.iq>

ب- القوانين واللوائح العربية

- ١- القانون المدني الكويتي رقم (67) لسنة 1980 المعدل .
- ٢- قانون رقم (7) لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال الكويتية وتنظيم الأوراق المالية المعدل .
- ٣- قانون رقم (22) لسنة 2015 الكويتي بشأن تعديل قانون هيئة أسواق المال وتنظيم الأوراق المالية .
- ٤- اللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 الملحقة بقانون أسواق المال الكويتي .
- ٥- قواعد تداول الأوراق المالية في بورصة الكويت لسنة 2019 .
- ٦- الإتفاقية النموذجية لصانع سوق الكويت لسنة 2016 .
- ٧- القانون المدني المصري رقم (131) لسنة 1948 المعدل .
- ٨- قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل .
- ٩- القانون رقم (17) لسنة 2018 الخاص بتعديل قانون سوق رأس المال المصري .
- ١٠- اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (135) لسنة 1993 المعدلة .
- ١١- قانون الايداع والقيود المركزي للأوراق المالية المصري رقم (93) لسنة 2000 المعدل .
- ١٢- قرار وزير الإستثمار المصري رقم (293) لسنة 2007 المتعلق بإضافة نشاط صانع السوق إلى أنشطة الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية .
- ١٣- قرار رئيس الهيئة العامة الرقابة المالية رقم (56) لسنة 2010 الخاص بقواعد الخبرة والكفاءة لممارسة نشاط شركاتصانع السوق .
- ١٤- قرار رئيس الهيئة العامة الرقابة المالية رقم (265) لسنة 2014 المعدل المتعلق بشروط وإجراءات الترخيص بممارسة نشاط صانع السوق .
- ١٥- قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية رقم (77) لسنة 2017 .
- ١٦- قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (1200) لسنة 2018 المتضمن تعديل القرار (265) لسنة 2014.
- ١٧- قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (3) لسنة 2019 المعدل الخاص بقواعد عمل صانع السوق.
- ١٨- قرار رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية (39) لسنة 2019 الخاص بتعديل المادة (39) والملحق رقم (3) من قواعد العضوية بالبورصة المصرية .

- ١٩- قرار رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية رقم (487) لسنة 2019 المتعلق بتعديل المادة(3-6) من القرار رقم (3) لسنة 2019 بشأن قواعد عمل صانع السوق .
- ٢٠- قرار رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية رقم (106) لسنة 2020 الخاص بقواعد مزاولة نشاط وتعامل صانع السوق على وثائق صناديق المؤشرات المتداولة .
- ٢١- قرار رئيس الهيئة العامة الرقابة المالية رقم (133) لسنة2020 .
- ٢٢- ضوابط صانع سوق أبو ظبي لسنة 2012 .
- ٢٣- ضوابط موفر سيولة سوق ابو ظبي لسنة 2016 .
- ٢٤- ضوابط صانع سوق دبي المالي لسنة 2018 .
- ٢٥- ضوابط موفر سيولة سوق دبي المالي لسنة 2018 .
- ٢٦- لائحة المخالفات والجزاءات الخاصة بصانع سوق دبي المالي لسنة 2017 .
- ٢٧- قرار رئيس مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (4) لسنة 2017 صانع السوق .
- ٢٨- قرار رئيس مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (3) لسنة 2012 موفر السيولة .
- ٢٩- المرسوم الملكي السعودي رقم ٢٨- المرسوم الملكي السعودي رقم (30) لسنة 1424.

ج القوانين الأجنبية

- ١- قانون تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكي .
- 1- Securities Exchange Act 1934
www.sec.gov/about/laws/sec34.pdf
- ٢- قانون تداول الأوراق المالية في سوق نيويورك .
- 2- The New York Stock Exchange (NYSE)
<https://www.nyse.com>
- ٣- قواعد صناعة سوق نيويورك للأوراق المالية .
- 3- New York Stock Exchange (Market Making)
www.nyse.com
- ٤- قانون تداول الأوراق المالية في سوق ناسداك .
- 4- NASDAQ Stock Exchange
<https://www.nasdaq.com>
- 5-Rule 104 (a- 1 – A).Dealings and Responsibilities of DMMs ,NYSE Rule , October , 2017
www.nyse.com
- 6- Rule 2. (j), «Member,» «Market Maker,» «Member Firm,» etc., NYSE Rules, August17,201,(NYSE-(41-2017).
- 7- Carole Comerton-Forde, Terrence Hendershott , Charles M. Jones, Pamela Moulton, Mark S. Seaholes.

- 8-Rule 107B., Supplemental Liquidity Providers, NYSE
Rules, adopted: October 29, 2008 (NYSE-2008-108), the last
amendment: October 16, 2017 (NYSE-2017-51
9 -Rule Market Maker NYSE March 2020 part (1)
10- The Rule NASDAQ Market Maker Agreement 2017 .

سادساً - المواقع الإلكترونية

- ١- قاعدة التشريعات العراقية .
<http://iraqld.hjc.iq>
- ٢- الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية .
<http://www.isx-iq.net>
- ٣- الموقع الرسمي لمركز الإيداع العراقي .
www.idc-stock.com
- ٤- قاعدة التشريعات دولة الكويت .
<https://e.gov.kw>
- ٥- الموقع الرسمي لهيئة أسواق المال الكويتية .
<http://www.kuwaitcma.org>
- ٦- قاعدة التشريعات المصرية .
<https://elpai.idsc.gov.eg>
- ٧- موقع هيئة سوق راس المال المصري .
<https://.www.egx.com.eg>
- ٨- الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية .
<http://www.fra.gov.eg>
- ٩- هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية (SEC) .
<http://www.sec.go>
- ١٠- موقع سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) .
<http://www.nyse.com>
- ١١- موقع سوق ناسداك للأوراق المالية (NASDAQ) .
<http://www.nasdaq.com>
- ١٢- الموقع الرسمي للرابطة الوطنية لتجارة الأوراق المالية الأمريكية .
<https://www.investopedia.com.terms>

الكويت اليوم ملحق العدد 1261 السنة الحادية والستون - المجلد 28 مسطور 1437 هـ - 2015/11/10م

كتاب أنشطة الأوراق المالية والأشخاص المسجلون

ملحق رقم (1) من المجلد

ملحق رقم (1)

ملحق رقم (1)
متطلبات رأس المال والشكل القانوني للأشخاص المرخص لهم

اب

الكويت اليوم ملحق العدد 1261 السنة الحادية والستون - الثلاثاء 28 محرم 1437 هـ - 2015/11/10م

كتاب أنشطة الأوراق المالية والأشخاص المسجلون

مادة أولى: يكون الحد الأدنى لرأس المال المدفوع والشكل القانوني للأشخاص الذين يرخص لهم بأحد الأنشطة في الجدول أدناه كما يلي وذلك حسب نوع النشاط:

م	نوع النشاط	الشكل القانوني	رأس المال (د.ك)
1	وسيط أوراق مالية مسجل في بورصة الأوراق المالية	شركة مساهمة	10,000,000
2	وسيط أوراق مالية غير مسجل في بورصة الأوراق المالية	شركة مساهمة	1,000,000
3	مستشار استثمار	شركة مساهمة أو شركة ذات مسؤولية محدودة	100,000
4	تقويم الأصول	شركة مساهمة أو شركة ذات مسؤولية محدودة	100,000
5	مدير محفظة استثمار	شركة مساهمة	10,000,000
6	مدير نظام استثمار جماعي	شركة مساهمة	15,000,000
7	أمين حفظ	شركة مساهمة	15,000,000
8	مراقب استثمار	شركة مساهمة	5,000,000
9	صانع السوق	شركة مساهمة	10,000,000
10	وكيل اكتتاب	شركة مساهمة	10,000,000

مادة ثانية: عند رغبة الشخص الذي يرخص له بمزاولة أكثر من نشاط من الأنشطة المذكورة في المادة الأولى من هذا الملحق، يجب على هذا الشخص أن يكون مستوفياً لرأس المال الأعلى قيمة لأي من تلك الأنشطة المراد مزاومتها، وذلك كحد أدنى.

ملحق رقم (٢)



بورصة الكويت
BOURSA KUWAIT

Market Maker Registration / Renewal in Bursa Kuwait

طلب تسجيل / تجديد تسجيل صانع سوق في بورصة
الكويت

Date		التاريخ
------	--	---------

Application Type		نوع الطلب للتسجيل	
<input type="radio"/> First Time	<input type="radio"/> Renewal	<input type="radio"/> تجديد	<input type="radio"/> أول مرة

Applicant Information		بيانات مقدم الطلب	
Applicant Name		اسم مقدم الطلب	
Legal Representative of Applicant		اسم الممثل القانوني لمقدم الطلب	
Security to be Registered		الورقة المالية المراد مزاولة النشاط عليها	
License No. Issued by Capital Markets Authority		رقم الترخيص الصادر من هيئة أسواق المال	
Trading number for Market Maker		رقم التداول الخاص بخدمة صانع السوق	
Contact Information		معلومات الاتصال	
Contact Person		مسؤول الاتصال	
Tel.		الهاتف	
Email		البريد الإلكتروني	
Address		العنوان	
Compliance		المطابقة والالتزام	
Compliance Officer		مسؤول المطابقة والالتزام	
Tel.		الهاتف	
Email		البريد الإلكتروني	



Declaration		إقرار وتعهد
يتعهد صانع السوق بالالتزام بقواعد وتعليمات وقرارات البورصة طوال فترة التسجيل وبأي تعديلات تطرأ عليها Market Maker pledges to abide by the rules, regulations, and bulletins of Bursa Kuwait during his registration period in addition to any changes that may occur.		
Name		اسم مقدم الطلب
Date		التاريخ
Legal Representatives Signature		توقيع الممثل القانوني
Company Seal		ختم الشركة

Bursa Kuwait Usage		لاستعمال بورصة الكويت
Brokerage Affairs Director Signature		توقيع مدير إدارة شؤون الوسطاء
Trading Operations Executive Director Signature		توقيع رئيس قطاع عمليات التداول
Bursa Kuwait Seal		ختم بورصة الكويت

Required Documents

- Copy of Company's Memorandum and Articles of Association and any amendments thereto
- Copy of Company's Commercial Registration and License
- Copy of Legal Representatives Authorized Signature
- Official Letter addressed to Bursa Kuwait for the Registration Request
- Copy of Capital Markets Authority License to practice market maker activity
- Bursa Kuwait Market Maker Agreement
- Copy of KCC agreement
- Copy of licensed Brokerage firm agreement

المستندات المطلوبة

- نسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي مع كل التعديلات
- نسخة من السجل التجاري والرخصة التجارية للشركة
- نسخة من اعتماد التوقيع للممثل القانوني للشركة
- كتاب موجه لبورصة الكويت لطلب التسجيل
- صورة من الترخيص الصادر من هيئة أسواق المال لممارسة نشاط صانع السوق
- اتفاقية بورصة الكويت لصانع السوق
- نسخة من الاتفاقية المبرمة مع الشركة الكويتية للمقاصة
- نسخة من الاتفاقية المبرمة مع شركة الوساطة المرخص لها

ملحق رقم (٣)

ملحق رقم (5)
نموذج طلب ترخيص أنشطة أوراق مالية

إجراءات الحصول على ترخيص

تعتمد الإجراءات الواجب اتباعها للحصول على ترخيص مُزاولة أنشطة الأوراق المالية على حالة الكيان الذي سيزاول الأنشطة محل الترخيص. يوضح الجدول أدناه الخطوات اللزوم اتباعها من مقدم طلب الترخيص بناء على حالته:

حالة الشركة التي ستزاول النشاط	الإجراءات
تحت التأسيس	<p>قبل التأسيس:</p> <ul style="list-style-type: none"> • تقديم طلب ترخيص أنشطة الأوراق المالية عن طريق تعبئة هذا النموذج للحصول على الموافقة المبدئية لتأسيس الشركة. • القيام بمباشرة إجراءات تأسيس الشركة التي ستزاول أنشطة الأوراق المالية محل الترخيص بعد الحصول على الموافقة المبدئية. <p>بعد التأسيس:</p> <ul style="list-style-type: none"> • القيام بالدعوة لعقد الجمعية العامة التأسيسية و القيام بعملية إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة بعد الحصول على الموافقات اللازمة من الهيئة للأشخاص الراغبين في الترشح لعضوية مجلس الإدارة. • القيام بإخطار الهيئة بأسماء الأعضاء المنتخبين في الجمعية العامة التأسيسية. • التقدم بكتاب لطلب الحصول على ترخيص أنشطة الأوراق المالية باسم الشركة الجديدة المؤسسة. • يتم إصدار الترخيص لمقدم الطلب و موافاته بالشروط اللزوم استكمالها بعد الترخيص لإصدار خطاب مزاولة النشاط لمقدم الطلب. • لا يتم مزاولة النشاط إلا بعد استكمال جميع المتطلبات المشترط استيفائها بعد الترخيص و اللازمة لإصدار خطاب مزاولة النشاط.

كتاب أنشطة الأوراق المالية والأشخاص المسجلون

<ul style="list-style-type: none"> • قائمة - عقد تأسيس و نظام اساسي لا يشمل الأنشطة محل الترخيص ضمن أغراض الشركة • تقديم طلب ترخيص أنشطة الأوراق المالية عن طريق تعبئة هذا النموذج للحصول على الموافقة المبدئية. • القيام بمباشرة اجراءات تعديل عقد التأسيس و النظام الأساسي بعد الحصول على الموافقة المبدئية. • يتم إصدار الترخيص لمقدم الطلب و موافاته بالشروط اللازم استكمالها بعد الترخيص (إن وجدت) لإصدار خطاب مزاولة النشاط لمقدم الطلب. • لا يتم مزاولة النشاط إلا بعد استكمال جميع المتطلبات المشترط استيفائها بعد الترخيص و اللازمة لإصدار خطاب مزاولة النشاط. 	<ul style="list-style-type: none"> • قائمة - عقد تأسيس و نظام اساسي لا يشمل الأنشطة محل الترخيص ضمن أغراض الشركة • تقديم طلب ترخيص أنشطة الأوراق المالية عن طريق تعبئة هذا النموذج للحصول على الترخيص. • يتم إصدار الترخيص لمقدم الطلب و موافاته بالشروط اللازم استكمالها بعد الترخيص (إن وجدت) لإصدار خطاب مزاولة النشاط لمقدم الطلب. • لا يتم مزاولة النشاط إلا بعد استكمال جميع المتطلبات المشترط استيفائها بعد الترخيص و اللازمة لإصدار خطاب مزاولة النشاط.
--	---

تعليمات

- يرجى تعبئة هذا النموذج كاملاً و التأكد من وجود جميع المرفقات المرتبطة بهذا النموذج طبقاً للمرحلة التي يمر بها مقدم الطلب عند تعبئة نموذج الطلب.
- يخضع مقدم الطلب لقانون هيئة أسواق المال و لائحته التنفيذية ابتداءً من تاريخ تقديم هذا الطلب.
- للهيئة أن تطلب أية معلومات أو مستندات إضافية أو أية إيضاحات من مقدم الطلب عند دراسة طلب الترخيص.
- تبت الهيئة في طلب الترخيص في غضون ثلاثة أشهر من استيفاء جميع المستندات و المعلومات المطلوبة.
- عدم تزويد الهيئة بالمستندات و المرفقات التي تدعم الطلب قد تؤخر من عملية صدور الترخيص و عليه فإن الهيئة غير مسؤولة عن أي تأخير أو ضرر يتعرض له مقدم الطلب نتيجة لذلك.
- يرجى تزويد الهيئة بالمستندات التي تدعم الطلب في حالة عدم انطباق أي متطلب في هذا النموذج أو المرفقات المطلوبة على مقدم طلب الترخيص.
- تعتبر خطة العمل جزء من هذا النموذج و على مقدم الطلب إرفاقها مع باقي المرفقات المطلوبة مع هذا النموذج. كما يجوز لمقدم الطلب الاستعانة بجهة خارجية لإعداد خطة العمل مع إلزام مقدم الطلب بكامل المسؤولية عن صحة ما جاء فيها.
- على مقدم الطلب إرسال طلب الترخيص أو أي استفسارات تخص تعبئة هذا النموذج أو ما يتعلق به إلى إدارة التراخيص و التسجيل في هيئة أسواق المال على هذا العنوان:

الكويت - شرق - برج الحمراء/ الدور 20 - هيئة أسواق المال
ص ب 3913 الصفاة 13040 الكويت lrd@oma.gov.kw

بيانات مقدم الطلب ووسيط الاتصال

مقدم الطلب
الاسم (فرد) / الاسم التجاري (شركة)
العنوان
الرقم المدني (فرد)/رقم السجل التجاري (شركة)
رقم الهاتف
رقم الهاتف (فرد) رقم الفاكس
البريد الإلكتروني
ضابط الاتصال
الاسم
بصفته:

مؤسس لشركة جديدة
 موظف لمقدم طلب الترخيص
 مستشار لمقدم طلب الترخيص
 أخرى
المسمى الوظيفي / الإدارة
اسم الشركة / التفاصيل
رقم الهاتف
رقم الهاتف (فرد) رقم الفاكس
البريد الإلكتروني

الأنشطة التي يرغب مقدم الطلب بمزاومتها

* يرجى اختيار الشكل القانوني المقترح لمزاولة أنشطة الأوراق المالية محل الترخيص من القائمة التالية:

الشكل القانوني للشركة التي ستزاوم الأنشطة محل الترخيص	
<input type="checkbox"/> شركة تحت التأسيس	<input type="checkbox"/> شركة قائمة تحتاج لتعديل أغراضها <input type="checkbox"/> شركة قائمة لا تحتاج لتعديل أغراضها
<input type="checkbox"/> شركة مساهمة	<input type="checkbox"/> إسلامي
<input type="checkbox"/> بنك تجاري	<input type="checkbox"/> تقليدي
<input type="checkbox"/> فرع لشركة أجنبية	
<input type="checkbox"/> شركة ذات مسؤولية محدودة	

كتاب أنشطة الأوراق المالية والأشخاص المسجلون

يرجى اختيار الأنشطة المراد ترخيصها من القائمة التالية:

<input type="checkbox"/>	مدير محفظة الاستثمار.
<input type="checkbox"/>	مدير نظام استثمار جماعي.
<input type="checkbox"/>	مستشار استثمار.
<input type="checkbox"/>	وكيل اكتتاب.
<input type="checkbox"/>	أمين حفظ.
<input type="checkbox"/>	وسيط أوراق مالية غير مسجل في بورصة الأوراق المالية.
<input type="checkbox"/>	مراقب استثمار.
<input type="checkbox"/>	تقويم الأصول.

بيانات المؤسسين ومركزهم المالي

يرجى تعبئة المتطلبات الخاصة بالمركز المالي بناءً على الشكل القانوني المقترح لمزاولة أنشطة الأوراق المالية:

شركة تحت التأسيس: تعبئة الجدول أدناه للمؤسسين المحتملين و التأكيد على تزويد الهيئة ببيانات مالية مدققة لكل من المؤسسين أدناه لآخر 3 سنوات:

الاسم	الجنسية	الملكية المقترحة	التأكيد على التزويد بالبيانات المالية للمؤسسين
			<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق
			<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق
			<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق

في حال ما إذا كان أحد المؤسسين شركة يرجى تزويد الهيئة بقائمة بالمساهمين الذين يمتلكون نسبة 5% أو أكثر في الشركة.

رأس المال المقترح	د.ك
-------------------	-----

ملحق رقم (٤)

الكويت اليوم ملحق العدد 1261 السنة الحادية والثلاثون - الثلاثاء 28 محرم 1437 هـ - 2015/11/10م

كتاب أنشطة الأوراق المالية والأشخاص المسجلون

المرفقات

يرجى التأكد من وجود المرفقات التالية طبقاً لحالة الكيان القانوني الذي سيزاول أنشطة الأوراق المالية محل الطلب:

شركة تحت التأسيس:

المرفقات المطلوبة لإصدار الموافقة المبدئية:

رقم	المرفق	التأكيد على وجود المرفق	السبب إذا كان لا ينطبق/ملاحظات
1	خطة العمل	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
2	قوائم مالية مدققة لآخر ثلاث سنوات مؤسسى الشركة التي ستزاول النشاط	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
3	موافقة بنك الكويت المركزي لممارسة نشاط أوراق مالية	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
4	صوره من وصل رسوم الترخيص	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
5	صور هويات المؤسسين (الأفراد) أو السجل التجاري (للشركات)	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
6	كتاب إقرار من المؤسسين أو مديري الشخص الاعتباري طبقاً للصيغة المعدة لذلك من قبل الهيئة	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
7	صورة من مشروع عقد الشركة	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	

على أن يتم تزويد الهيئة بهذه المستندات بعد الحصول على الموافقة المبدئية:

رقم	المستند
1	كتاب باسم الشركة الجديدة المؤسسة لطلب الترخيص مرفقاً به إقرار من ممثل الشركة القانوني (المخول بالتوقيع) طبقاً للصيغة المعدة لذلك من قبل الهيئة
2	صورة من عقد التأسيس و النظام الأساسي للشركة
3	جدول أعمال الجمعية العامة التأسيسية
4	قرار وزارة التجارة و الصناعة بالموافقة على تأسيس الشركة
5	محضر اجتماع الجمعية العامة التأسيسية
6	شهادة لمن يهمله الأمر من وزارة التجارة و الصناعة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة مقروناً بكتب نتائج ترشيح أعضاء مجلس الإدارة الصادر عن الهيئة
7	صورة من عقد تكليف مكتب تدقيق شرعي خارجي مسجل لدى الهيئة (للشركات المرخص لهم بالعمل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية)
8	صورة من عقد تكليف مراقب حسابات مسجل لدى الهيئة
9	صور هويات مدراء الشركة
10	قائمة بأسماء شاغلي الوظائف واجبة التسجيل مقروناً بكتب الموافقة على ترشيحهم من الهيئة (إن وجدت)
11	أي مستندات أخرى قد تطلبها الهيئة لاحقاً

يتبع المرفقات

شركة قائمة (تحتاج لتعديل عقد التأسيس و النظام الأساسي)

المرفقات المطلوبة لإصدار الموافقة المبدئية:

رقم	المرفق	التأكيد على وجود المرفق	السبب إذا كان لا ينطبق/ملاحظات
1	خطة العمل	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
2	قوائم مالية مدققة لأخر ثلاث سنوات	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
3	موافقة بنك الكويت المركزي لممارسة نشاط أوراق مالية	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
4	وصل رسوم الترخيص	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
5	صورة من السجل التجاري	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
6	كتاب إقرار مديري الشركة طبقاً للصيغة المعدة لذلك من قبل الهيئة	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
7	صوره من عقد التأسيس للشركة	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
8	صوره من النظام الأساسي للشركة	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	

على أن يتم تزويد الهيئة بهذه المستندات بعد الحصول على الموافقة المبدئية:

رقم	المرفق
1	التأشير في السجل التجاري بالتعديلات اللازمة لإصدار الترخيص
2	صورة من عقد تكليف مكتب تدقيق شرعي خارجي مسجل لدى الهيئة (للشركات المرخص لها بالعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية)
3	صورة من عقد تكليف مراقب حسابات مسجل لدى الهيئة
4	صور هويات مدراء الشركة
5	قائمة بأسماء شاغلي الوظائف واجبة التسجيل مقرونا بكتب الموافقة على ترشيحهم من الهيئة (إن وجدت)
6	أي مستندات أخرى قد تطلبها الهيئة لاحقاً

يتبع المرفقات

شركة قائمة (لا تحتاج لتعديل عقد التأسيس و النظام الأساسي)

المرفقات المطلوبة لإصدار الترخيص:

رقم	المرفق	التأكد على وجود المرفق	السبب إذا كان لا ينطبق/ملاحظات
1	خطة العمل	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
2	قوائم مالية مدققة لأخر ثلاث سنوات لمقدم الطلب	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
3	موافقة بنك الكويت المركزي لممارسة نشاط أوراق مالية	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
4	وصل رسوم الترخيص	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
5	صورة من السجل التجاري	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
6	كتاب إقرار مديري الشركة طبقاً للصيغة المعدة لذلك من قبل الهيئة	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
7	صوره من عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة وأي تعديلات تمت عليهما	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
8	صورة من عقد تكليف مكتب تدقيق شرعي خارجي مسجل لدى الهيئة (للشركات المرخص لها بالعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية)	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
9	صوره من عقد تكليف مراقب حسابات مسجل لدى الهيئة	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
10	صور هويات مدراء الشركة	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
11	قائمة بأسماء شاغلي الوظائف واجبة التسجيل مقرونا بكتب الموافقة على ترشيحهم من الهيئة (إن وجدت)	<input type="checkbox"/> نعم <input type="checkbox"/> لا ينطبق	
12	أي مستندات أخرى قد تطلبها الهيئة لاحقاً		

كتاب أنشطة الأوراق المالية والأشخاص المسجلون

- أقر باطلاعي على قانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010 و اللائحة التنفيذية وتعديلاتهما و ما أصدرته هيئة أسواق المال من أنظمة و قرارات و تعليمات و أية ضوابط خاصة بترخيص أنشطة الأوراق المالية بدولة الكويت و معرفتي بالعقوبات الناتجة عن الإخلال بأي من القوانين و اللوائح و الأنظمة و القرارات و التعليمات الصادرة عن هيئة أسواق المال.
- أقر بصحة ودقة و اكتمال المعلومات المذكورة في هذا النموذج و المرفقات المرتبطة به و صحة الحقائق المذكورة في خطة الأعمال المرفقة مع هذا النموذج. كما أقر بمعرفتي بقوانين و لوائح الهيئة و المتعلقة بالعقوبات الناجمة عن تقديم أي معلومات غير صحيحة أو مضللة في هذا النموذج أو المرفقات المرتبطة به.
- أتعهد بالالتزام بأحكام القانون رقم 7 لسنة 2010 و اللائحة التنفيذية وتعديلاتهما و ما تصدره هيئة أسواق المال من أنظمة و قرارات و تعليمات أو أية ضوابط خاصة بترخيص أنشطة الأوراق المالية بدولة الكويت.
- أتعهد بدفع رسوم ترخيص أنشطة الأوراق المالية أو أية رسوم أخرى تتعلق بعملية ترخيص أنشطة الأوراق المالية التي تحددها الهيئة ووفقا لما يصدر عنها في هذا الشأن.
- أتعهد بالالتزام بالنظم و السياسات و الإجراءات المدرجة ضمن خطة العمل التي تم تزويد الهيئة بها مع هذا النموذج.
- أتعهد بإخطار الهيئة عن أية تغييرات قد تطرأ على ما تم تزويد الهيئة به من معلومات و بيانات تتعلق بمنح ترخيص أنشطة أوراق مالية.
- أتعهد بتقديم أي بيانات أو مستندات تتعلق بمنح ترخيص أنشطة الأوراق المالية قد تطلبها الهيئة في المستقبل.

وهذا إقرار و تعهد مني بذلك،،،

مستخدم الطلب		
الإسم	الصفة	التوقيع
	<input type="checkbox"/> فرد مؤسس <input type="checkbox"/> شركة: الشخص المفوض بالتوقيع/ المنصب/	

التاريخ:

الملحق رقم (3)

اتفاقية صانع السوق

حررت هذه الاتفاقية بتاريخ / / بين كل من:

أولاً: شركة بورصة الكويت للأوراق المالية - ويمثلها في التوقيع على هذه الاتفاقية السيد / خالد عبدالرزاق الخالد بصفته الرئيس التنفيذي للشركة

(يشار إليها في هذه الاتفاقية بـ "البورصة")

ثانياً: شركة ويمثلها في التوقيع على هذه الاتفاقية
بصفته

(ويشار إليها في هذه الاتفاقية بـ "صانع السوق")

تمهيد

لما كان صانع السوق قد حصل على ترخيص رقم من هيئة أسواق المال بمزاولة نشاط صانع السوق، وتم تسجيله لمزاولة هذا النشاط على (اسم الورقة المالية)، وحيث يرضى الطرفان في إبرام اتفاق لتنظيم تفاصيل حقوق والتزامات صانع السوق وضوابط عمله، فقد اتفق الطرفان على الآتي:

1- حكم التمهيد:

يعتبر التمهيد السابق وفواعل البورصة واتفاقية المعاملات الالكترونية المرفقة بها جزء لا يتجزأ من هذه الاتفاقية ومكملاً لها

2- التعريفات:

تكون للمصطلحات التالية الدلالات المبينة قرين كل منها:

"الاتفاقية": وتعني اتفاقية صانع السوق وأية ملاحق أو تعديلات تطرأ عليها بما في ذلك محددات التزامات صانع السوق وجنول الرسوم وسجل الأوراق المالية لصانع السوق.

"التزامات صانع السوق": وتعني تفاصيل التزامات وحقوق صانع السوق وضوابط عمله وفقاً لهذه الاتفاقية والملاحق المرفقة بها، وكذلك وفق فواعل البورصة.

"الأوامر": وتعني التزام صانع السوق بوضع أوامر البيع والشراء على الأوراق المالية المسجل عليها لصانع السوق، وذلك وفق ما ورد في هذه الاتفاقية.

ملحق رقم (٥)

ملحق رقم (٣): مستندات طلب العضوية

يجب أن يكون طلب عضوية البورصة موقفاً عليه من الممثل القانوني للجهة طالبة العضوية، ومبصوماً ببصمة خاتمها، وأنها تحت مسؤولية الممثل القانوني للجهة طالبة العضوية، ومرفقاً به المستندات الآتية:

١. مستخرج رسمي حديث من السجل التجاري للجهة طالبة العضوية وفقاً لأخر تعديل به.
٢. نسخة من النظام الأساسي للجهة وتعديلاته.
٣. مستخرج من التراخيص والموافقات الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية للجهة طالبة العضوية بمزاولة أيّاً من الأنشطة المتعلقة بالتعامل في الأوراق المالية.
٤. بيان معتمد من الهيئة بجميع الجزاءات التي تكون قد وقعت على الجهة أو أحد العاملين بها سواء الحاليين أو السابقين بالإضافة إلى إستيفاء النموذج المعتمد من البورصة في هذا الشأن.
٥. بيان معتمد من شركة الإيداع والقيود المركزي يوضح موقف الجهة من حيث الوفاء بالتزاماتها في مواعيدها المحددة من الشركة، ومن لجنة إدارة صندوق ضمان التسويات متى تطلب الأمر ذلك.
٦. بيان معتمد من شركة الإيداع والقيود المركزي يفيد إشترك الجهة عضواً بالشركة وبصندوق ضمان التسويات متى تطلب الأمر ذلك.
٧. عنوان المقر الرئيسي لمزاولة نشاط الجهة، وعناوين الفروع داخل وخارج مصر وفقاً للنماذج المعتمدة من البورصة في هذا الشأن.
٨. هيكل المساهمين بالجهة وفقاً للنماذج المعتمدة من البورصة في هذا الشأن.
٩. بيان بأعضاء مجلس الإدارة وأسماء الممثلين القانونيين للجهة وعناوين إقامتهم وسيرتهم الذاتية وفقاً للنماذج المعتمدة من البورصة في هذا الشأن.
١٠. إذا كانت الجهة طالبة العضوية مملوكة أو مرتبطة في الملكية أو الإدارة مع شركات أو جهات أخرى أو تحت إشراف شركات أو جهات أخرى، فيجب تقديم بيان يوضح نسب الملكية والعلاقة متضمناً أسماء الأشخاص، والجهات ذات العلاقة موضحاً به العلاقة المالية والوظيفية بينهم وبين الجهة، بالإضافة إلى بيان بهيكل مساهمي الجهة أو الجهات المرتبطة، وبيان بأعضاء مجلس إدارتها وأسماء الممثلين القانونيين لها، وفقاً للنماذج المعتمدة من البورصة في هذا الشأن.
١١. بيان يوضح إستثمارات الجهة في الجهات الأخرى التابعة لها أو المرتبطة بها، وهيكل مساهمي هذه الجهات وبيان بأعضاء مجالس إدارتها وأسماء الممثلين القانونيين لها وفقاً للنماذج المعتمدة من البورصة في هذا الشأن.
١٢. صحيفة الحالة الجنائية لكل من الممثلين القانونيين والمديرين العاملين بالجهة متى تطلب الأمر ذلك.

هـ-ب

١٣. بيان يتضمن جميع أسماء ووظائف العاملين بالجهة طالبة العضوية مرفقاً بها شهادة بالمؤهلات والخبرات التي تناسب مهامهم وفقاً للنماذج المعتمدة من البورصة في هذا الشأن والترخيص الصادرة لهم.
١٤. دليل إجراءات العمل بالجهة طالبة العضوية.
١٥. اللائحة الداخلية بالجهة طالبة العضوية.
١٦. بياناً معتمداً من شركة المقاصة يفيد مدى إستيفاء الجهة طالبة العضوية لمتطلبات الربط الآلي معها.
١٧. إيصال سداد رسوم العضوية والإشتراك السنوي.
١٨. شهادة عضوية الإتحاد المصري للأوراق المالية ولحين إنشاء هذا الإتحاد يتم تقديم شهادة من إحدى الجمعيات المهنية في مجال سوق المال المعتمدة لدى الهيئة متى تطلب الأمر ذلك.
١٩. تعهد بعنوانين البريد الإلكتروني الموثقة والخاصة بالمراسلات مع قطاع العضوية بالبورصة وفقاً للنماذج المعتمدة من البورصة في هذا الشأن.

ويضاف إلى المستندات المقدمة من صانع السوق ما يلي:

١. تعهد بإتخاذ كافة الإجراءات اللازمة للتحقق من فصل نشاط صانع السوق عن الأنشطة الأخرى التي تزاولها الشركة والتعهد بمراجعة تلك الإجراءات وتحديثها دورياً.
 ٢. نسخة من العقد المبرم بينه وبين صندوق المؤشر المتداول الذي يقوم بصنائه سوقه.
 ٣. نسخة من أية عقود أو إتفاقيات مبرمة بين صانع السوق والجهة المصدرة للورقة المالية التي يلتزم بصناعة سوقها متى وجدت.
 ٤. تعهد موقع عليه من كافة أعضاء مجلس إدارة الشركة والإدارة التنفيذية بالإلتزام بمعايير السلوك المهني.
 ٥. تعهد بإتخاذ كافة الإجراءات اللازمة لتجنب وجود تعارض للمصالح وإستخدام المعلومات المتوفرة لديه بشأن الورقة المالية أو الأداة المالية التي يقوم بصناعة سوقها بأي شكل من الأشكال.
- وذلك مع عدم الإخلال بسلطة لجنة العضوية من طلب مستندات إضافية أو الاستثناء من تقديم بعض المستندات الوارد بيانها بالملحق وفق كل حالة على حدي.

ملحق رقم (٦)

NYSE Arca, Inc.

Application for Market Maker* Registration

*Includes Market Maker & Lead Market Maker

٤-٦

TABLE OF CONTENTS	
	Page
Application Process	2
Checklist	3
Explanation of Terms	4
Application for Market Maker (Sections 1-5)	5-10



Application Process

Filing Requirements

Prior to submitting the Application to become a Market Maker, an applicant Broker-Dealer must have completed the Equity Trading Permit ("ETP") application. A firm will not be eligible for approval as a Market Maker until after their ETP application is approved.

Checklist

Applicant ETP must complete and submit all materials as required in this Application Checklist (page 4) to crs@nyse.com.

If you have questions regarding the application, you may direct them to NYSE Arca Client Relationship Services:
Email: crs@nyse.com; Phone: (212) 896-2830, option 5.

Application Process

- Following submission of the Application for Market Maker Registration and supporting documents, NYSE Arca will review the application for completeness, assess the firm's capital sufficiency, review registration and disclosure information for the Applicant and each listed Market Maker Authorized Trader, and review the Applicant's written supervisory procedures.
- Applicant ETP Broker-Dealers must designate within Section 1 whether they are applying as a Market Maker ETP ("METP"), and/or as a Lead Market Maker ETP ("LETP").
- Applicants who have completed and returned all documents without indication of a statutory disqualification, outstanding debt, civil judgment actions and/or regulatory disciplinary actions will be reviewed by NYSE Arca for approval or disapproval.
- NYSE Arca will notify the applicant Broker-Dealer in writing of their decision.
- In the event an applicant Broker-Dealer is disapproved by NYSE Arca, the applicant Broker-Dealer has an opportunity to be heard upon the specific grounds for the disapproval, in accordance with the provisions of NYSE Arca Rule 10.14. A disapproved applicant desiring an opportunity to be heard shall file a written application with the Secretary of the Corporation within thirty (30) calendar days after such action has been taken.

Approved Lead Market Maker ETP Firms:

Approved LETP firms will receive all Green Sheet postings via e-mail and may apply to become the LMM in a particular security with NYSE Arca as its primary listing venue by completing the LMM Registration Application. Eligible LETP firms may be selected as the LMM for a particular security based on input by the listing company, or may be selected randomly from a list of LETPs who have submitted their LMM application for that security. LMM selection based on input by the listing company will require interviews between the LMM applicant(s) and the listing company.

9-7

APPLICATION CHECKLIST & FEES – NEW NYSE ARCA MARKET MAKER APPLICANTS

- Approved Equity Trading Permit (“ETP”) application (or in process)
- Application for Market Maker Registration, Sections 1 through 6
- Form U4 and fingerprint cards for each Market Maker Authorized Trader listed in Section 3 are available on Web CRD®
- Proof of Passing Series 57 Test Score for each Market Maker Authorized Trader listed in Section 3; or
- Request for a Series 57 Waiver has been requested via WebCRD been granted by NYSE Arca.
- Market Maker Orientation Acknowledgement
https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/liquidity-programs/arca_mm_orientation.pdf
- Copy of Applicant’s Written Supervisory Procedures (“WSPs”) for Market Making on NYSE Arca, LLC
- Financial Documentation
 - Four (4) Most Recent FOCUS Reports¹ and Most Recent Audited Financial Statements, if applicable
 - Most Recent Balance Sheet and Capital Computation
 - Six Month Profit/Loss Projection
 - Subordination Agreements, if applicable
- All examination reports and corresponding responses from the Applicant Broker-Dealer for the previous two (2) years
- Organizational Documents: Articles of Incorporation and Bylaws; Partnership Agreement; Limited Liability Company (“LLC”) Agreements; Operating Agreement; or similar documentation
- Copy of Written Supervisory Procedures, Anti-Money Laundering Procedures, and Insider Trading Act Procedures (if separate)

ADDITIONAL INFORMATION FOR BROKER-DEALERS REQUESTING TO BECOME A LEAD MARKET MAKER ETP ON NYSE ARCA

- NYSE Arca LMM Certification Test
 - Approved Lead Market Makers must confirm in writing that they have tested and are able to maintain continuous two-sided quotes.

¹ Applicants must demonstrate that they have current net capital of 140% of their minimum net capital requirement or \$20,000 in excess of their minimum dollar net capital requirement, whichever is greater. If the Broker-Dealer has reported net losses for the period reviewed, the Firm’s financial statements must demonstrate that its excess net capital can withstand six (6) consecutive months of average losses. Applicant Broker-Dealers that do not have the requested financial information available are required to submit Pro Forma Financial statements for the most recent six (6) months or since inception, whichever is less.

EXPLANATION OF TERMS & PROCESSES

For purposes of this application, the following terms shall have the following meanings:

Applicant Broker-Dealer – the Broker-Dealer applying as a registered Market Maker or amending this form to become a registered Market Maker.

Associated Person - a person who is a partner, officer, director, member of a LLC, trustee of a Business Trust, or employee of an ETP Holder or any person directly or indirectly controlling, controlled by or under common control with an ETP Holder.

Control – (as defined on Form-BD) the power, directly or indirectly, to direct the management or policies of a company, whether through ownership of securities, by contract or otherwise. Any person that (1) is a director, general partner or officer exercising executive responsibility (or having similar status or functions); (2) directly or indirectly has the right to vote 25% or more of a class of voting security or has the power to sell or direct the sale of 25% or more of a class of voting securities; or (3) in the case of a partnership, has the right to receive upon dissolution, or has contributed, 25% or more of the capital, is presumed to control that company.

Central Registration Depository System (Web CRD®) – A centralized electronic registration system maintained by FINRA which provides information on registered representatives and principals for members of participant organizations. This database contains employment history, exam scores, licensing information, disciplinary actions, fingerprint results, and other related registration information. NYSE Arca, Inc. is a participant of this system.

Designated Examining Authority (DEA) – the SEC will designate one Self-Regulatory Organization (“SRO”) to be a Broker-Dealer’s examining authority, when the Broker-Dealer is a Member or ETP Holder of more than one SRO. Every Broker-Dealer is assigned a DEA, who will examine the Broker-Dealer for compliance with financial responsibility rules. The SEC will make the DEA assignment based on the SRO examination program and the Broker-Dealer’s primary business location.

Designated Market Maker (“DMM”) – a registered Market Maker that participates in the Directed Order Process

Direct Owners/Executive Officers – refers to (1) a director, general partner or officer exercising executive responsibility (or having similar status or function); or (2) directly or indirectly has the right to vote 5% or more of a class of voting security or has the power to sell or direct the sale of 5% or more of a class of voting securities; (3) is entitled to receive 5% or more of the net profits; (4) in the case of a partnership, all general partners and those limited and special partners that have the right to receive upon dissolution or have contributed, 5% or more of the capital; or (5) in the case of a LLC, those members that have the right to receive upon dissolution, or have contributed, 5% or more of the LLC’s capital, and if managed by elected managers, all elected managers.

Financial Arrangement – (1) the direct financing of an ETP Holder’s dealings upon the Exchange; (2) any direct equity investment or profit sharing arrangement; or (3) any consideration over the amount of \$5,000.00 including, but not limited to, gifts, loans, annual salaries or bonuses.

Lead Market Maker (“LMM”) – a registered Market Maker that is the exclusive DMM in listings for which the Corporation is the primary market

Lead Market Maker ETP (“LETP”) – an approved Market Maker with NYSE Arca, Inc. eligible to apply as an LMM

Market Maker – an ETP Holder approved by the Corporation to act as a Market Maker pursuant to NYSE Arca Rule 7.20-E

Market Maker Authorized Trader (“MMAT”) – an authorized trader who performs market-making activities pursuant to NYSE Arca Equities Rule 7.21-E, on behalf of a Market Maker.

NYSE Arca, Inc. (“NYSE Arca” or the “Corporation”) – a Delaware corporation as described in the Corporation’s Certificate of Incorporation and Bylaws. NYSE Arca is a national securities exchange as that term is defined by Section 6 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. NYSE Arca, Inc. is the Self-Regulatory Organization for NYSE Arca, LLC

NYSE Arca, LLC – The equities marketplace and a trading facility of NYSE Arca, Inc.

Self-Regulatory Organization (SRO) - each exchange or national securities association is an SRO. Each SRO must have rules that provide for the expulsion, suspension and other discipline of member Broker-Dealers for conduct inconsistent with just and equitable principles of trade.

Symbols – refers to stock symbols that may be assigned to a MMAT. Symbols are assigned at the firm level and are traded by the MMATs. Symbols may be added or removed on a daily basis, based on requests emailed to Exchange Security Operations, operationsclearing@nyx.com, with said request. At this time, OTC symbols are not eligible for market making. Upon approval, by default, two test symbols (ZVV and M.TEST) will be assigned to the firm for testing purposes

9-7

SECTION 1 - ORGANIZATIONAL PROFILE

Date: _____ SEC #: _____ CRD #: _____
LEI #: _____ MPID: _____

Application Amendment

THE APPLICANT INTENDS TO REGISTER AS A(N) (Check all that apply):

Market Maker (METP) Lead Market Maker (LETP)

GENERAL INFORMATION

Name of Applicant ETP: _____
Business Address: _____
City: _____ State: _____ Zip Code: _____
Business Phone: _____ Fax: _____
Contact Name: _____ Title: _____
Phone: _____ Fax: _____
Email: _____

ETP APPROVAL STATUS

Applicant organization is currently an approved Equity Trading Permit Holder with NYSE Arca *
* All Market Maker Applicants must be approved ETP holders

NET CAPITAL

Amount: _____ As of Date: _____ Focus Report Line Item*: _____

*Submitting the firm's most recent Quarterly FOCUS report and highlighting the Net Capital is an alternative to completing this section.

Source of Net Capital (check all that apply):

Long Proprietary Positions Interest/Dividends/Commissions Secured Demand Note Cash
 Subordinated Loan Clearing/Good Faith Deposits Other _____

SECURITIES

List the number of securities for which your firm requests approval: _____

OTHER BUSINESS ACTIVITIES

Check all that apply:

Investment Banking Public Securities Business Proprietary Trading
 Options Market Maker Other _____

SECTION 2 – OTHER AFFILIATIONS

Is the Applicant a dealer/specialist or Market Maker on a registered national securities exchange(s) or association? If yes, please provide the relevant information below.

Yes No

Applicants who currently act as a Specialist on the New York Stock Exchange, LLC ("NYSE") are reminded of their requirements pursuant to NYSE Rules 36 and 98.

SRO: _____

Operating Capacity: _____

List Securities

_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____

SRO: _____

Operating Capacity: _____

List Securities

_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____

SRO: _____

Operating Capacity: _____

List Securities

_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____

SECTION 3 – MARKET MAKER AUTHORIZED TRADER APPLICANT LIST

Ensure a Form U4 for each of the individuals identified below is available on Web CRD®. To be eligible for registration as a MMAT, as defined in NYSE Arca Rule 1.1(aa), a person must (i) have successfully completed the Securities Trader Qualification Examination (Series 57), (ii) complete the NYSE Arca Equities sponsored training and orientation program, and (iii) register each individual on Web CRD® in the appropriate NYSE Arca registration category (MT). The NYSE Arca Equities sponsored training and orientation program is available at:

https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/liquidity-programs/arca_mm_orientation.pdf

LEAD MARKET MAKER DESIGNEE (Required for Lead Market Maker ETP Applicants Only)

Full Name: _____ Date of Birth: _____
Street Address: _____ Suite/Floor: _____
City: _____ State: _____ Zip Code: _____
Phone Number: _____ Fax Number: _____
E-Mail Address: _____

Will this individual be registered as a Market Maker Authorized Trader:

Yes (Please complete the information below) No

CRD #: _____ Qualifying Exam: Yes No NYSE Arca Orientation: Yes No

Employer Broker-Dealer: _____ Operating Capacity: _____

Employment Dates: _____ SRO Affiliation: _____

Form U4, Proof of Series 57, and Fingerprint Card Information is current and accessible for this person on WebCRD®

MARKET MAKER AUTHORIZED TRADER

Full Name: _____ Date of Birth: _____

CRD #: _____ Qualifying Exam: Yes No NYSE Arca Orientation: Yes No

Employer Broker-Dealer: _____ Employer CRD #: _____

Form U4, Proof of Series 57, and Fingerprint Card Information is current and accessible for this person on WebCRD®

MARKET MAKER AUTHORIZED TRADER

Full Name: _____ Date of Birth: _____

CRD #: _____ Qualifying Exam: Yes No NYSE Arca Orientation: Yes No

Employer Broker-Dealer: _____ Employer CRD #: _____

Form U4, Proof of Series 57, and Fingerprint Card Information is current and accessible for this person on WebCRD®

PLEASE USE MULTIPLE COPIES OF THIS FORM TO LIST ADDITIONAL MARKET MAKER AUTHORIZED TRADERS

SECTION 4 – MARKET MAKER ORIENTATION ACKNOWLEDGEMENT

The firm acknowledges responsibility that each MMAT listed within this application or subsequently added in the future will review the entire Market Maker Orientation program offered on the NYSE Arca website:
https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/liquidity-programs/arca_mm_orientation.pdf

Complete review of the Market Maker Orientation program by each MMAT is a requirement of application approval.

The Applicant Broker-Dealer also acknowledges that failure by any MMAT to complete the orientation program prior to trading on NYSE Arca, LLC may result in disciplinary action against the Broker-Dealer and the MMAT.

Applicant Broker-Dealer

Signature of Authorized Officer, Partner, Managing
Member, or Sole Proprietor

Date

Print Name

Title

SECTION 5 – REQUIRED INFORMATION & ACKNOWLEDGEMENT

The undersigned, applying for registration as a Market Maker*, accepts full responsibility for having knowledge of and adhering to all rules and regulations governing the equities trading facility of NYSE Arca, Inc. called NYSE Arca LLC. The undersigned acknowledges the following requirements:

1. **Minimum Net Capital Requirements**

Note: the requirements in items 1(a) and (b) apply only to the registered Market Maker rather than to each MMAT individually.

(a) **Market Makers Subject to the Aggregate Indebtedness Requirement**

Maintain minimum net capital that is the greater of: (i) \$100,000; (ii) \$2,500 for each security that it is registered as a Market Maker (unless a security in which it makes a market has a market value of \$5 or less, in which event the amount of net capital shall be not less than \$1,000 for each such security) based on the average number of securities that such Market Maker is registered during the 30 days immediately preceding the computation date; (iii) 6 2/3 percent of aggregate indebtedness; or (iv) the amount prescribed by SEC Rule 15c3-1.

(b) **Market Makers Subject to the Alternative Net Capital Requirement**

Maintain minimum net capital that is the greater of (i) \$250,000; (ii) 2 percent of aggregate indebtedness; or (iii) the amount prescribed by SEC Rule 15c3-1.

- 2. Provide monthly financial statements consisting of FOCUS Form X-17A-5 to FINRA's Risk Oversight & Oper. Reg department for Market Maker capital compliance review.
- 3. Provide detailed financial reports and such other operational reports to FINRA's Risk Oversight & Oper. Reg department as it may require.
- 4. Disclose promptly any material change in financial or operational condition, or in personnel in accordance with the rules and procedures of NYSE Arca.
- 5. Establish, maintain, and enforce written procedures to supervise the business in which it engages and to supervise the activities of its associated persons that are reasonably designed to ensure compliance with applicable federal securities laws and regulations and NYSE Arca rules. Such written procedures shall at all times be available for inspection by NYSE Arca staff.

*Includes Market Maker and/or Lead Market Maker

AUTHORIZED ACKNOWLEDGEMENT OF THE CONTENTS HEREIN

The undersigned attests that the contents submitted on behalf of the Applicant are complete and agrees to update information as required. Further, the Applicant will abide by all rules of the Exchange, as may be amended from time to time.

Signature of Authorized Officer, Partner, Managing Member, or Sole Proprietor

Date

Print Name

Title

NYSE Arca Retail Liquidity Provider (RLP) Application

Instructions: In order to ensure your Firm's participation in the NYSE Arca Retail Liquidity Provider ("RLP") program and to ensure that connectivity is established between NYSE Arca and your Firm, and that only employees of your Firm have access to NYSE Arca facilities and systems using your Firm's connection, the completion of this application is required prior to RLP approval.

See NYSE Arca Rule 7.44-E for a full definition of terms and requirements of the RLP program.

1. Customer Information

Name of Member Firm	
Business Address	
Business Contact Name	
Business Contact Phone	
Business Contact E-Mail	

2. Business and Technology Questions

Is your firm currently an Approved Equity Trading Permit Holder and Market Maker? <i>*NYSE Arca requires RLP applicants to be registered as Market Makers or Lead Market Makers.</i>	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No
As a NYSE Arca Member Organization, do you currently have connectivity to route orders to the Exchange?	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No
If you are using a Service Bureau (e.g., Order Management System "OMS") for NYSE Arca connectivity, please provide the name of the technology provider.	
Please provide the NYSE Arca Market Maker Authorized Trader IDs that will be used for the RLP program and corresponding symbols you would like assigned to each.* Please Note: Only one of your Firm's MM ID's can be designated as the RLP in a given symbol. However, your Firm can use different MM ID's for different symbols.	
MM ID: _____	Symbols: _____
<i>* If necessary, applicants may attach a list of MMIDs that will be used for the RLP program and corresponding symbols you would like assigned to each</i>	
Please describe the current business structure of the division within your Firm that will become an RLP.	
Please attach documentation that will demonstrate your Firm's ability to meet the requirements of an RLP pursuant to NYSE Arca Rule 7.44-E.	

Name (Printed)	
Name (Signature)	
Title	
Date	

Please return to Client Relationship Services at crs@nyse.com.

NYSE Arca, Inc. - Retail Member Organization Application

Instructions: The completion of this application is required in order for your Firm to participate in the NYSE Arca Retail Liquidity Program ("RLP") as a Retail Member Organization ("RMO"), to establish connectivity between NYSE Arca and your Firm, and to ensure that only employees of your Firm have access to NYSE Arca facilities and systems using your Firm's connection. To qualify as an RMO, an ETP Holder must conduct a retail business or route retail orders on behalf of another broker-dealer. For purposes of this program, conducting a retail business includes carrying retail customer accounts on a fully disclosed basis.

A "Retail Order" is an agency order that originates from a natural person and is submitted to NYSE Arca by an RMO, provided that no change is made to the terms of the order with respect to price or side of market and the order does not originate from a trading algorithm or any other computerized methodology.

Please note: If an RMO uses an algorithm to determine to send an existing Retail Order into the NYSE Arca RLP program, such order is acceptable to the program and is not deemed to have originated from a trading algorithm strictly as a result of the brokerage firm's algorithm, provided that the RMO assures that the Retail Order meets the underlying rule requirements, including that the routing algorithm does not change the terms of the order with respect to price or side of the market. Additionally, the Retail Order provision preventing changes to the terms of the order (e.g. price or side) is not meant to prevent an RMO from ensuring a better execution experience for the retail customer, such as by adding a limit to a Retail Order.

An RMO may submit Retail Orders in a riskless principal capacity as well as an agency capacity, provided that (i) the entry of such riskless principal orders meets the requirements of FINRA Rule 5320.03, including that the RMO maintains supervisory systems to reconstruct, in a time-sequenced manner, all Retail Orders are entered on a riskless principal basis; and (ii) the RMO does not include non-retail orders together with the Retail Orders as part of the riskless principal transaction.

See NYSE Arca Rule 7.44-E for a full definition of terms and requirements of the RLP program.

1. Customer Information

Name of Member Firm ("Applicant")	
Business Address	
Business Contact Name	
Business Contact Phone	
Business Contact E-Mail	

2. Business and Technology Questions

Does your firm currently send orders to the Exchange using multiple MPIDs?	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No
Please identify all MPIDs that will be used to submit Retail Orders.	
As an NYSE Arca Member Organization, do you currently have connectivity to the Exchange?	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No
Is this connection utilized for order routing, receiving market data or both?	<input type="checkbox"/> Order Routing <input type="checkbox"/> Receiving market data <input type="checkbox"/> Both
Is this connection enabled to designate Retail Orders by entering the value "RET" in Fix Tag 57, or the Binary field: SenderSubID.	<input type="checkbox"/> Yes
If you are using a Service Bureau (e.g., Order Management System "OMS") for NYSE Arca connectivity, please provide the name of the technology provider.	
If you are routing retail order flow on behalf of one or more broker-dealer customers, your firm will be required to execute a separate document with this firm or firms. That document should be kept for your files, and is not required to be submitted to the NYSE Arca exchange unless requested.	

ملحق رقم (٧)

الملحق رقم (1)

التزامات صناع السوق حسب فئة السيولة

LB4	LB3	LB2	LB1	فئة السيولة
up to 50,000	50,000-100,000	100,000-250,000	250,000+	معدل التداول اليومي (د.ك.)
3.00%	2.50%	2.00%	1.50%	جميع الأسعار الأخرى (فلس)
6.00%	5.00%	4.00%	3.00%	سعر السهم بين 100 إلى 300 فلس
6.00%	5.00%	4.00%	3.00%	سعر السهم بين 0.1 إلى 30.8 فلس
30%				الحد الأدنى لاستمرارية تواجد منتج السوق خلال ساعات التداول خلال الأسبوع ويتم تعليق النسبة في حال الإجازات الرسمية
KWD 10,000				الحد الأدنى للمبلغ النقدي
10%				النسبة الأدنى من إجمالي قيمة التحويلات الشهرية (%)
1,000	2,500	2,500	3,000	الحد الأدنى للقيمة الأوامر (دينار)

ملحق رقم (١٨)

البورصة المصرية
The Egyptian Exchange

الملحق (2)

تصنيف الأوراق المالية المسموح عليها بمزاولة نشاط صانع السوق

يتم تصنيف الأوراق المالية المسموح عليها بمزاولة نشاط صانع السوق وفقاً للمتوسط اليومي لقيمة التداول كل ثلاث أشهر، ويتم تحديث فئات السيولة وفقاً للقرارات الصادرة عن البورصة في هذا الشأن كما هو موضح أدناه:

التصنيف	الأول	الثاني	الثالث	الرابع	الخامس	السادس
متوسط قيمة التداول اليومي (جم)	أكثر من 30 مليون	ما بين 30 مليون و 50 مليون	ما بين 5 مليون و 1 مليون	ما بين 1 مليون و 300 الف	ما بين 300 الف و 100 الف	أقل من 100 الف
الفرق سعري بين عروض البيع وطلبات الشراء %	1.00	1.50	3.00	3.50	5.00	9.00
الحد الأدنى لقيمة العروض وطلبات عند ادخال كل أمر	15,000	10,000	5,000	3,000	2,000	1,000

ملحق رقم (٩)

الكويت اليوم ملحق العدد 1261 السنة الحادية والستون - الثلاثاء 28 محرم 1437 هـ - 2015/11/10م

كتاب إنفاذ القانون

الملحق رقم (4)
نموذج تظلم من قرار البورصة

تظلم من قرار البورصة أو لجنة نظر المخالفات في البورصة

بيانات مقدم التظلم	
اسم المتظلم	
المهنة	
الرقم المدني أو الهوية	
العنوان أو المحل المختار	
رقم الهاتف	
رقم الفاكس	
البريد الإلكتروني	
الممثل القانوني	
توكيل رقم	
العنوان أو المحل المختار	
البريد الإلكتروني	
بيانات القرار المتظلم منه	
رقم القرار	
تاريخ صدور القرار	
تاريخ العلم بالقرار	
أسباب التظلم	

رجب

الكويت اليوم ملحق العدد 1261 السنة الحادية والستون - الثلاثاء 28 محرم 1437 هـ - 2015/11/10م

كتاب إنفاذ القانون

المستندات المؤيدة لموضوع التظلم	
إقرار وتعهد	
أقر أنا الموقع أدناه بأن جميع البيانات والواردة بالنموذج والمرفات صحيحة ومطابقة للواقع وعلى مسؤوليتي الشخصية.	
الاسم	
التوقيع	
التاريخ	

شروط قبول الطلب:

1. إرفاق نسخة من القرار المتظلم منه.
2. تعبئة البيانات الواردة في النموذج.
3. إرفاق المستندات المؤيدة للتظلم.
4. إرفاق ما يثبت صفة المتظلم.

ملاحظة:

- في حال نقص أي بيان أو شرط من شروط قبول التظلم فإنه سيتعذر قبول طلب التظلم.

ملحق رقم (١٠)

لائحة المخالفات
والجزاءات
الخاصة بتطبيق
أنظمة ولوائح
سوق دبي المالي



Classification:	Handbook	Type:	Document
Version:	2	Title:	لائحة المخالفات والجزاءات الخاصة بتطبيق أنظمة ولوائح سوق دبي المالي
Pages:	7	Owner:	Market Operations
		Date:	1 st /August/2017



التعريفات

القانون	القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000م في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع.
الهيئة:	هيئة الأوراق المالية والسلع.
السوق:	سوق الأوراق المالية والسلع المرخص في الدولة من قبل الهيئة.
الشركات والمؤسسات المالية المعنية:	شركات الوساطة، والشركات المدرجة، صانع السوق، موفر السيولة، وكلاء الإقراض والاقتراض، مدير استثمار الصندوق، أخرى من له علاقة.
الأوراق المالية:	الأسهم والسندات والأذونات المالية التي تصدرها الشركات المساهمة والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة الاتحادية والحكومات المحلية والهيئات العامة والمؤسسات العامة في الدولة وأية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية تقبلها الهيئة.

ملاحظات وتعليمات عامة

- مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد تنص عليها القوانين واللوائح والأنظمة السارية، للسوق الحق في توقيع الجزاءات المنصوص عليها في الجدول المرفق بهذه اللائحة على الشركة أو المؤسسة المالية المعنية والتي تقوم هي أو عن طريق موظفيها أو ممثليها بالفعل المخالف أو عدم الالتزام بالفعل المطلوب.
- إذا كانت الواقعة محل المخالفة تتعلق بإجراءات شكلية أو لا تنطوي على سوء النية في ارتكابها أو لا تشكل أسلوباً متبعاً فإنه يكون للسوق التنبيه أو توجيه المخالف بالتصويب وتلافي تكرار ذلك مستقبلاً.
- إذا كان مقدار المخالفة 5,000 درهم فأقل، يجوز للسوق استبدالها بإنذار خطي لا يحتسب كمخالفة بحسب قرار السوق.
- إذا كان مقدار المخالفة 30,000 درهم فأكثر، يجوز للسوق استبدالها بإيقاف الوسيط لمدة لا تزيد عن أسبوع بحسب قرار السوق.
- لذوي الشأن التظلم من القرارات الصادرة عن السوق بالغرامة أو الإيقاف خلال 30 يوماً، ويقدم التظلم إلى هيئة الأوراق المالية والسلع ونسخة إلى إدارة السوق.
- إذا تكررت المخالفة خلال سنة من تاريخه، فإن سيتم توقيع الجزاء الثاني أو جزاءات أخرى وفق تقدير السوق حسب كل حالة على حده.
- يتم مراسلة وإخطار الشركة أو المؤسسة المالية للاستفسار عن المخالفة والرد خلال فترة أربعة أيام عمل من تاريخ الإخطار وذلك تمهيداً لاستجابة الشركة المخالفة على الاستفسارات المقدمة من السوق.
- إذا كانت الواقعة محل المخالفة مجرمة بموجب أحكام قانون الهيئة والأنظمة الصادرة بمقتضاه، يقوم السوق بالتوصية للهيئة بإبلاغ النيابة العامة.
- للسوق في الحالات التي يقدرها عدم التقيد بالجزاءات المحددة في الجدول المرفق بهذه اللائحة وفقاً لأحكام لوائحها وفي ضوء جسامة المخالفة وتأثيرها على السوق ومدى سوء النية في ارتكابها والنتيجة المتحصلة منها.
- قد يقوم السوق برفع تقرير إلى هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن بعض المخالفات الواردة أدناه لاتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة.
- تسري أحكام هذه اللائحة من تاريخ صدورها، وتلغى أحكام لائحة المخالفات السابقة الخاصة بالوسطاء أو ما يخالف فيما نصت عليه هذه اللائحة.
- وفقاً للمادة رقم (24) من النظام الخاص بعمل السوق، يحق لمجلس إدارة السوق توقيع العقوبات التالية على الوسيط:
 - الإنذار.
 - الغرامة المالية بما لا يتجاوز (100,000) مئة ألف درهم.
 - مصادرة الكفالة المصرفية كلياً أو جزئياً.
 - وقف الوسيط عن العمل لمدة لا تتجاوز أسبوعاً.
 - ولمجلس إدارة السوق التوصية للهيئة بشطب الوسيط من سجل الوسطاء المرخصين.

للاستخدام الخارجي والنشر

م	المخالفة	الشركات والمؤسسات المالية المصنفة	الجزء الأول بالدرهم الإماراتي	الجزء الثاني بالدرهم الإماراتي
1	الامتناع عن فتح حساب أو تنفيذ أية أوامر للعملاء من دون مبرر، أو طلب حد مالي أدنى لفتح الحساب، بحسب بيانات وإثباتات الشكوى المقدمة من العميل.	- الوسطاء - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
2	عدم التقيد بتعليمات العميل، أو إدخال أوامر في حسابه من دون الحصول على تفويض منه أو بالمخالفة للتفويض الصادر من العميل، بحسب بيانات إثباتات الشكوى المقدمة من العميل.	- الوسطاء - أخرى ومن له علاقة	10,000	30,000
3	عدم الالتزام بالعبء المهنية الواجبة المتوقعة من شخص متخصص وصاحب خبرة كبيرة وعدم مراعاة مبادئ الأمانة والنزاهة وتضارب المصالح عند مزاوله النشاط، وتفضيل المصالح الشخصية أو مصالح الغير على مصالح العملاء، والتمييز بينهم بالإخلال بإدخال أوامرهم حسب أولوية استلامها.	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	10,000	من 20,000 إلى 100,000
4	التعامل بالمحفظه التابعة للوسيط أو في أسهم الشركة الأم أو شركة تابعة أو شقيقة أو حليفة، بالمخالفة للقانون أو أنظمة الهيئة وقواعد السوق.	- الوسطاء - أخرى ومن له علاقة	10,000	30,000
5	إدخال أي أمر إلى نظام التداول الإلكتروني يتعلق بأي ورقة مالية إذا كان من شأنه في حال تنفيذه مخالفة النظام الأساسي للجهة المصدرة أو مخالفة تشريع نافذ في الدولة.	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - أخرى ومن له علاقة	5,000	15,000
6	عدم إخطار السوق بأية تغييرات جوهرية تطرأ على البيانات والمعلومات والمستندات الواردة في طلب التسجيل / الترخيص أو التي تم تحديثها لاحقاً.	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
7	عدم وجود موظفين حسب متطلبات الهيئة أو السوق، في المكاتب الواقعة في قاعة تداول السوق.	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
8	السماح لشخص غير مرخص أو غير مسجل باستخدام نظام التداول الإلكتروني أو نظام المقاصة الإلكتروني، أو السماح باستخدام اسم المستخدم لغير الشخص المصرح له باستخدامه.	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض	15,000	45,000
9	عدم التعاون في أي تحقيق يجريه السوق أو عدم تزويده بالمعلومات والإحصاءات والمستندات التي يطلبها، أو تقديم مستندات أو معلومات أو تقارير مزورة وغير صحيحة أو غير مكتملة أو غير دقيقة ضمن طلب التسجيل أو تجديده أو تعديل البيانات أو متطلبات أخرى.	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	من 10,000 إلى 50,000	من 50,000 إلى 100,000
10	عدم إبلاغ السوق عن أي تغيير أو تطوير جوهرية يتعلق بالشركة قد يكون له تأثير سلبي على مركزها المالي أو استمرارها في السوق أو التزاماتها تجاه السوق.	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - أخرى ومن له علاقة	من 10,000 إلى 50,000	من 50,000 إلى 100,000

للاستخدام الخارجي والنشر

الجزء الثاني بالدرهم الإماراتي	الجزء الأول بالدرهم الإماراتي	الشركات والمؤسسات المالية المعنية	المخالفة	م
من 5,000 إلى 20,000	إنذار	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - أخرى ومن له علاقة	التداول في حساب الشركة أو تداول أي من موظفيها أو أقاربهم (حتى الدرجة الثانية) أو ممثلي الشركة لحسابهم الخاص دون الحصول على موافقة السوق، أو من خلال وسيط آخر.	11
من 5,000 إلى 50,000	إنذار	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	عدم التقيد بأداب المهنة تجاه ممثل السوق أو هيئة الأوراق المالية والسلع أو مستثمر أو طرف آخر ذو اختصاص و/أو الإضرار بسمعة السوق أو أعضائه أو المتعاملين فيه أو ترويح إشاعات عنه.	12
من 5,000 إلى 20,000	إنذار	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - أخرى ومن له علاقة	تناول الأطعمة أو المشروبات أو التدخين في حجرة التداول، للمكاتب الواقعة في قاعة تداول السوق.	13
من 5,000 إلى 20,000	إنذار	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - أخرى ومن له علاقة	السماح لغير الأشخاص المخولين بالدخول لغرفة التداول دون إذن من مراقب السوق، للمكاتب الواقعة في قاعة تداول السوق.	14
من 5,000 إلى 20,000	إنذار	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	إضافة برامج لمحطات العمل دون أخذ موافقة أو إذن إدارة السوق.	15
إيقاف عن التداول	100,000	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	الإفصاح عن أسماء العملاء أو الإداء بأية بيانات أو معلومات عن أوامرهم (عدم الحفاظ على سرية المعلومات).	16
إيقاف عن التداول	100,000	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - الشركات المدرجة (المطلعين) - أخرى ومن له علاقة	استخدام أساليب وممارسات محظورة/ غير قانونية في التداول والتي من شأنها تضليل الجمهور بشأن التداول، وبهدف التأثير على سعر/ حجم تداول الورقة المالية وتضليل المستثمرين والتغدير بهم.	17
إيقاف عن التداول	100,000	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - الشركات المدرجة (المطلعين) - أخرى ومن له علاقة	إفصاح الوسيط عن أي معلومات غير معلنة حصل عليها أو الاستثمار بناءً على مثل هذه المعلومات غير المعلنة.	18
من 5,000 إلى 20,000	إنذار	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - أخرى ومن له علاقة	إدخال أوامر مكررة لنفس المستثمر بنفس السعر.	19
من 5,000 إلى 20,000	إنذار	- الوسطاء - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - أخرى ومن له علاقة	فتح أكثر من حساب تداول لدى الوسيط لنفس المستثمر (نقدي أو هامش).	20

للاستخدام الخارجي والنشر

م	التصنيف	التصنيفات والتوصيات المالية المتخصصة	العجز الأول بالدرهم الإماراتي	العجز الثاني بالدرهم الإماراتي
21	تأخر الوسيط في معالجة الآثار الناجمة عن أخطاء التداول (تعديل صفقة) بما يتجاوز 30 دقيقة بعد إغلاق جلسة التداول.	- الوسيط - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
22	بيع الوسيط أسهم العميل المدين دون الحصول على موافقة السوق بحسب بيانات وأدلة الشكوى.	- الوسيط - أخرى ومن له علاقة	5,000	10,000
23	عدم إطلاع السوق على الحملات الإعلانية والترويجية.	- الوسيط - صانع السوق - موفر السيولة - وكلاء الإقراض والاقتراض - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
24	عدم الالتزام بشروط ترخيص خدمة التداول عبر الإنترنت.	- الوسيط - أخرى ومن له علاقة	5,000	10,000
25	عدم تسجيل المكالمات الهاتفية الواردة للمكتب الأمامي ومكاتب الوسيط ومكتب مدير التداول، و/أو عدم الاحتفاظ بنسخ احتياطية من نظام التسجيل الهاتفي بشكل يومي.	- الوسيط - أخرى ومن له علاقة	5,000	10,000
26	عدم تطبيق وتفعيل نظام الأوامر الداخلي (Management System Order).	- الوسيط - أخرى ومن له علاقة	1,000	5,000
27	عدم قيام الوسيط بإخطار السوق عن استخدامه نظام التداول الخاص بالسوق.	- الوسيط - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
28	قيام الوسيط بإدخال أوامر متقابلة دون موافقة السوق لنفس المستثمر (المؤسسي) في نظام التداول تحت فئة صناديق الاستثمار وصناديق المؤشرات المتداولة والتداول المباشر.	- الوسيط - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
29	عدم التزام الوسيط بمنع استخدام المواد القابلة للاشتعال مثلًا (البخور، الشموع، ملطفات الجو، التدخين، أو غيرها) في المكاتب الواقعة في قاعة تداول السوق.	- الوسيط - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
30	عدم الالتزام بفصل عمليات التداول عبر الإنترنت عن التداول عبر الخدمات الأخرى وذلك عبر كل اسم مستخدم منفصل وخاص بالخدمة.	- الوسيط - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
31	التداول على أسهم بنك الإمارات دبي الوطني بما يقل عن 5,000 سهم دون الحصول على موافقة السوق.	- الوسيط - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
32	التداول على أسهم بنك المشرق بما يقل عن 200 سهم دون الحصول على موافقة السوق.	- الوسيط - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
33	عدم التزام مدير استثمار الصندوق بالالتزامات الرئيسية وفقاً لما يلي: 1- بذل العناية المهنية الواجبة في إدارته لأموال الصندوق وذلك على النحو المتوقع من شخص متخصص وصاحب خبرة كبيرة في مجال عمل الصندوق، وأن يعهد بإدارته لجهاز فني أو إدارة متخصصة من العاملين لديه بالشكل والطريقة التي تضمن استقلال الذمة المالية للصندوق عن كافة الأطراف الأخرى وأيضاً عن أي استثمارات أخرى يديرها وأن يحتفظ بحسابات مستقلة لكل صندوق. 2- عدم تجنب كل عمل أو تصرف من شأنه أن يخلق تعارض مصالح عند استثماره لأموال الصندوق، وأن يتجنب أي عمل يترتب عليه زيادة غير ضرورية في التكاليف أو المخاطر التي يتعرض لها الصندوق، وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء 3- عدم بذل كل ما يستطيع لدراسة المركز المالي للشركات والأصول التي يستثمر فيها أموال الصندوق الذي يديره، وأن يعمل على تنويع تلك الاستثمارات وبما يؤدي إلى التقليل من مخاطر الاستثمار التي تتعرض لها أموال الصندوق، وألا يستخدم تلك الأموال في التأثير على أسعار الأوراق المالية بالسوق.	- مدير استثمار الصندوق - أخرى ومن له علاقة	5,000	10,000

للاستخدام الخارجي والنشر

م	التفاصيل	الشركات والمؤسسات المالية المعنية	الجزء الأول بالدرهم الإماراتي	الجزء الثاني بالدرهم الإماراتي
34	بيع أو شراء أوراق مالية غير مسجلة ضمن عقد صانع السوق أو موفر السيولة.	- صانع السوق - موفر السيولة - أخرى ومن له علاقة	10,000	20,000
35	عدم إدخال صانع السوق أو موفر السيولة لأوامر بيع وأوامر شراء قابلة للتنفيذ على الأوراق المالية المؤهلة المسؤول عنها، حسب الشروط والضوابط المتصوص عليها في قواعد السوق وعقد صانع السوق أو موفر السيولة.	- صانع السوق - موفر السيولة - أخرى ومن له علاقة	من 5,000 إلى 30,000	من 30,000 إلى 100,000
36	عدم التزام الشركة المدرجة بإجراءات الإفصاح عن البيانات والمعلومات الجوهرية، وعدم موافاة الهيئة والسوق بأية تطورات جوهرية تؤثر على أسعار أوراقها المالية المدرجة حال توافرها.	- الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	5,000	10,000
37	عدم التزام الشركة التي تم إدراج أوراقها المالية في السوق بنشر أية معلومات إيضاحية تتعلق بأوضاعها وأنشطتها بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين مني طلب منها ذلك.	- الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	10,000	15,000
38	الإدلاء بمعلومات وتصريحات غير صحيحة مؤثرة على السعر أو على قرار المستثمر.	- الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	10,000	15,000
39	عدم التزام الشركة بالإفصاح عن القوائم المالية / البيانات المالية في الميعاد المحدد.	- الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	5,000	30,000
40	عدم إخطار السوق بموعد و/أو تاريخ اجتماع الإدارة وفقاً لأحكام قانون الهيئة والأنظمة الصادرة بمقتضاه.	- الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
41	قيام الشركة أو المصرف بتعديل موعد اجتماع مجلس الإدارة دون إخطار السوق بذلك.	- الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
42	عدم الإفصاح الفوري عن نتائج اجتماع المجلس عقب انتهائه والقرارات التي اتخذها المجلس.	- الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
43	عدم الالتزام بإخطار السوق عن مواعيد وجدول أعمال الجمعية العمومية وذلك قبل الإعلان عن الدعوة لعقد الاجتماع و/ أو عدم الإفصاح عن القرارات الصادرة عن الجمعية العمومية بعد الاجتماع مباشرة.	- الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	إنذار	من 5,000 إلى 20,000
44	تلتزم الجهات أو الشركات التي تم إدراج أوراقها المالية في السوق بإخطار وموافاة السوق بما يلي: 1. بكافة البيانات والإحصائيات التي تطلبها الهيئة أو السوق. 2. بالمعاملات التي تمت على تلك الأوراق خارج السوق، وذلك قبل قيدها في سجل الأسهم. 3. بعدد الأسهم التي يملكها أعضاء مجلس إدارة الشركة خلال (15) خمسة عشر يوماً من توليهم العضوية، كذلك في نهاية كل سنة مالية، وعن جميع عمليات التداول التي يقوم بها أعضاء مجلس إدارة الشركة وإدارتها التنفيذية. 4. بتفصيلات بيع أو شراء بعض الأصول الكبيرة التي تؤثر على وضع الشركة. 5. بالوثائق الخاصة بالتعديلات التي أدخلت على النظام الأساسي للشركة، وذلك بمجرد إقرارها. 6. بأية تغييرات تتعلق بالهيكل الإداري للشركة على مستوى مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية. 7. بنسخ المطبوعات المخصصة لمساهمي الشركة وذلك بمجرد إصدارها. 8. بقرار مجلس إدارة الشركة الخاص بتوزيع الأرباح على المساهمين أو بالإعلان عن الأرباح والخسائر لأخذ موافقة السوق على نشره. 9. بأسماء من يملكون أو وصلت مساهمتهم مع أولادهم القصر إلى (5%) فأكثر من أسهم الشركة وذلك مع مراعاة التقيد بهذا الالتزام في كل مرة تصل فيها المساهمة إلى (1%) من أسهم الشركة علاوة على ال (5%).	- الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	10,000	15,000

للاستخدام الخارجي والنشر

م	المخالفة	الشركات والمؤسسات العالية المختبة	الحزب الأول بالدرهم الإماراتي	الحزب الثاني بالدرهم الإماراتي
45	<p>إخلال الشركات والجهات التي تم إدراج أوراقها المالية في السوق بالالتزامات التالية:-</p> <p>1- سداد رسوم الإدراج السنوي الخاصة بالسوق في المواعيد المحددة.</p> <p>2- إخطار إدارة السوق فوراً عن تفصيلات بيع أو شراء بعض الأصول الكبيرة التي تؤثر على وضع الشركة.</p> <p>3- إخطار إدارة السوق فوراً عن أية تغييرات في مجلس إدارة الشركة وإداراتها التنفيذية.</p> <p>4- موافاة إدارة السوق فوراً بأسماء من يملكون أو تصل مساهماتهم مع أولادهم البصر (5%) فأكثر من أسهم الشركة وذلك مع مراعاة التقيد بهذا الالتزام في كل مرة تصل أو تتجاوز فيها المساهمة (5%) من أسهم الشركة أو مضاعفاتها، وإذا كان المالك أو الذي ستصل مساهمته إلى (5%) فأكثر من أسهم الشركة مصرفاً أو مؤسسة مالية تمارس أعمالاً مصرفية وجب أولاً الحصول على موافقة مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي.</p> <p>5- عدم التزام الشركة بتسديد الرسوم المستحقة عليها للسوق أو المقاصة</p>	- الشركات المدرجة - أخرى ومن له علاقة	10,000	15,000
46	<p>تداول المطلعين في الحالات التالية:</p> <p>1- أثناء فترة حظر التداول</p> <p>2- بناءً على استغلال معلومات داخلية عن الشركة.</p> <p>وعدم التأكد من أخذ الوسيط لموافقة السوق المسبقة لتداولات المطلعين.</p>	- العاملين لدى الشركة المدرجة - الوسطاء	من 5,000 إلى 30,000	من 30,000 إلى 100,000 و/ أو إيقاف الوسيط عن التداول

الفهرست

الصفحة	الموضوع	
٣ - ١		المقدمة
٤١ - ٤	مفهوم صانع سوق الأوراق المالية	الفصل الأول
٥	التعريف بصانع سوق الأوراق المالية	المبحث الأول
٥	تعريف صانع سوق الأوراق المالية	المطلب الأول
٦	تعريف صانع السوق فقهاً	الفرع الأول
٨	تعريف صانع السوق تشريعاً	الفرع الثاني
١٢	تمييز صانع السوق مما يُشْتَبِه به	المطلب الثاني
١٢	تمييز صانع السوق عن الوسيط	الفرع الأول
١٦	تمييز صانع السوق عن مزود السيولة	الفرع الثاني
١٨	أنواع صناع السوق	المطلب الثالث
٢٠	صانع السوق المتخصص	الفرع الأول
٢٣	صانع السوق المتنفس	الفرع الثاني
٢٥	متطلبات الترخيص لممارسة نشاط صناعة السوق	المبحث الثاني
٢٦	شروط الترخيص لممارسة نشاط صانع السوق	المطلب الأول
٢٦	أن يكون صانع السوق شخصاً معنوياً	الفرع الأول
٢٨	توفير الحد الأدنى من رأس المال	الفرع الثاني
٣٢	إجراءات ترخيص صناعة سوق الأوراق المالية	المطلب الثاني
٣٢	تقديم طلب للحصول على ترخيص من الجهة المختصة	الفرع الأول
٣٨	أصدار نتيجة طلب وأمكانية الطعن فيه	الفرع الثاني
٧٥ - ٤٢	التزامات وحقوق صانع سوق الأوراق المالية	الفصل الثاني
٤٢	التزامات صانع سوق الأوراق المالية	المبحث الأول
٤٣	التزام صانع السوق بتوفير السيولة	المطلب الأول
٤٤	التزام صانع السوق بتوفير السيولة على وفق (المعيار النقدي)	الفرع الأول
٤٧	التزام صانع السوق بتوفير السيولة على وفق (المعيار الكمي)	الفرع الثاني
٥١	التزام صانع السوق بتسعير الأوراق المالية التي يصنع سوقها	المطلب الثاني
٥٢	آلية تنفيذ الأوامر المتعلقة بالأسعار	الفرع الأول
٥٥	آلية تسعير صانع السوق للورقة المالية التي يلتزم بصنع سوقها	الفرع الثاني
٥٩	حقوق صانع سوق الأوراق المالية	المبحث الثاني
٦٠	حق صانع السوق بالعمولة	المطلب الأول
٦٠	التعريف بالعمولة وأسس تحديدها	الفرع الأول
٦٤	الحق بالعمولة في القوانين المقارنة	الفرع الثاني
٦٨	الحق في التخصص بصناعة السوق وفي الشراء بالهامش	المطلب الثاني
٦٩	تخصص صانع السوق بصناعة سوق ورقة مالية	الفرع الأول
٧١	حق صانع السوق بممارسة عملية الشراء بالهامش	الفرع الثاني

الصفحة	الموضوع	
١١٥ - ٧٦	مسؤولية صانع سوق الأوراق المالية	الفصل الثالث
٧٦	المسؤولية المدنية لصانع سوق الأوراق المالية	المبحث الأول
٧٧	أركان مسؤولية صانع السوق المدنية	المطلب الأول
٧٨	الخطأ	الفرع الأول
٨١	الضرر	الفرع الثاني
٨٤	العلاقة السببية بين الخطأ والضرر	الفرع الثالث
٨٦	الأثر المترتب على تحقق مسؤولية صانع السوق	المطلب الثاني
٨٧	التعويض العيني	الفرع الأول
٩٠	التعويض بمقابل	الفرع الثاني
٩٣	المسؤولية غير المدنية المترتبة على إخلال صانع السوق بالتزاماته	المبحث الثاني
٩٤	المسؤولية التأديبية لإخلال صانع السوق بالتزاماته	المطلب الأول
٩٥	الجهة المختصة بفرض الجزاءات التأديبية على صانع السوق	الفرع الأول
٩٩	الجزاءات التأديبية التي تفرض على صانع السوق	الفرع الثاني
١٠٥	المسؤولية الجزائية لصانع سوق الأوراق المالية	المطلب الثاني
١٠٥	مفهوم المسؤولية الجزائية لصانع السوق	الفرع الأول
١٠٨	حالات قيام المسؤولية الجزائية لصانع السوق	الفرع الثاني
١١٦ - ١١٤		الخاتمة
١١٤		النتائج
١١٥		المقترحات
١٢٧ - ١١٧		المصادر