



الموضوع : مقترح بشأن استحداث رخص صانعي السوق على غرار الأسواق العالمية

أولاً: البيوع المستقبلية والآجلة.
ثانياً: استحداث رخص صانعي السوق على غرار الأسواق العالمية.

أولاً: البيوع المستقبلية والآجلة:

القوانين العامة:

1. الاسهم القابلة للتداول: Free Float requirement ويقصد بها الزيادة في قاعدة المساهمين والنسبة القابلة للتداول قبل الادراج مما يزيد عدد الاسهم القابلة للتداول.
2. المشتقات المالية: Derivatives والغرض منها اعطاء الفرصة للمتداولين باتخاذ جانب البيع او الشراء مما يعزز القيم العادلة للاسهم والزيادة في التداول.
3. نشر البيانات المالية: نظام EDGAR للنشر او الافصاح عن البيانات المالية بطريقة موحده يحددها منظم الاسواق المال او البوصة.

إجراءات على الوضع الحالي:

1. الحدود السعرية: Tick Size حالياً الحدود السعرية تعيق المستثمر بالعرض او الطلب حيث أن الصفقة من حد سعر الى الاخر قد يؤدي الى الربح او الخسارة للمستثمر في حدود 1.00% الى 1.80% Large Bid/Ask Spread. تقليل الحدود السعرية قد يتيح للمستثمر تقبل بيع او شراء اسهم بفروقات سعرية اصغر مما يساهم بتعزيز التداول.
2. تجزئة الاسهم: Stock Split زيادة عدد الاسهم المتداولة قد تتيح لمالكي نسب الملكيات المؤثرة ببيع جزء بسيط مما يتيح تعزيز قاعدة المساهمين والتداول.
3. دعم الصناديق الاستثمارية: يعتبر مدرء الصناديق الاستثمارية (ومدرء المحافظ الاستثمارية) في الشركات الاستثمارية المتخصصة هو الاكثر خبره ومعرفة بالتعامل مع عوامل السوق المالي والتداول من حسب اساليب الاستثمارية المتعددة (استثمار تقليدي، اسلامي... وغيره)، بحيث أن دعم هذه الصناديق الاستثمارية يزيد الاصول المدارة عن طريق الارتفاعات الرأسمالية والاشتراكات من المستثمرين المحليين والاجانب مما يعزز التداول بشكل عام وينعكس ذلك على سوق الاوراق المالية.



مقترحات عامة:

1. الشفافية: الزام جميع الشركات المدرجة على تنسيق دعوة اعلان النتائج المالية الربع السنوية والسنوية مع الجهات الرقابية من سوق اوراق مالية ومحللون ماليون لدراسة الوضع المالي للشركات مما يتيح زيادة بالتداول و يتيح الدراسة من قبل المستثمرين الاجانب. وبذلك يفرض حوكمة الشركات من خلال اتخاذ قرارات لمصلحة المساهمين.
2. دراسات وتقييمات منشورة: Sell-Side-Research الزيادة في الشفافية يتيح للمحللين ماليين استخراج دراسات وتقييمات متنوعه للشركات مما يتم نشره والاستفادة منه للمتعاملين بالسوق ويعزز الطلب أو العرض على الاسهم وزيادة التداول عليها.
3. التقيد بقواعد المؤشرات الدولية للتقييم: MSCI و Standard & Poor's بعد التركيز على تعديل بعض القوانين وحملة الشفافية (وهي تعتبر من قواعد مقدمي المؤشرات الدولية) لقطاع اسواق المال سوف يفتح باب المؤشرات الدولية لإضافة دولة الكويت او بعض اسهم المتداولة في الكويت الى قائمة المؤشر، وبشكل غير مباشر الصناديق الاستثمارية الدولية التي تتبع معايير هذه المؤشرات سوف تستثمر باسهم كويتية مما تساهم في العرض والطلب وزيادة السيولة للسوق.
4. شطب او تحويل الشركات الغير متداولة: الشركات قليلة التداول إما أن تكون شركات ذات رؤوس أموال صغيرة أو شركات مملوكة الأغلبية من ملاك تتعدى نسبتهم الـ 75% احيانا. وهذه الشركات قد تصنف الى تصنيفين، شركات ذات رؤوس أموال صغيرة يجب ان تحول الى السوق الموازي وشركات "غير عامة" المملوكة أغلبية اسهمها من مجاميع استثمارية كأنها شركات خاصة يفرض عليها بيع جزء من اسهمها او زيادة نسبة الاسهم المتداولة.
5. أسلوب الاسهم المتاحة للتداول: حيث يمكن اعتبارها وسيلة أفضل من حساب القيمة السوقية لأنه يوفر انعكاسا أكثر دقة من تحركات السوق عند استخدام منهجية الاسهم المتاحة للتداول، والقيمة السوقية الناتجة عنه هي اقل من ما سينتج عن طريقة القيمة السوقية الكاملة للمؤشر. وقد اعتمدت منهجية الاسهم الحرة المتاحة للتداول من قبل معظم المؤشرات الرئيسية في العالم، بما في ذلك مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر ستاندرد آند بورز 500.



رؤية حول خدمة البيوع المستقبلية والآجل:

خدمة البيوع المستقبلية:

تعتبر خدمة البيوع المستقبلية أحد أهم أدوات المشتقات المالية التي طرحت في سوق الكويت للأوراق المالية منذ عام 2003 ، حيث وصلت نسب تعاملاتها الى مجمل تداول السوق ما يقارب نسبة الـ 10% في أعوام ما قبل الازمة المالية .

عانت هذه الخدمة خلال فترات ما بعد الازمة المالية لعدة اسباب اهمها خفض نسبة معامل المخاطرة (فائدة صانع السوق) بقرار من لجنة السوق مما ادى الى انسحاب الكثير من صناع السوق و ذلك لعدم جدوى تقديم الخدمة ماليا في ظل مستويات مخاطرة عالية جدا على تقديمها. و اذ اننا اليوم نتطلع الى تطوير هذه الخدمة فإننا نقترح أن يكون التطوير متماشيا مع أفضل الممارسات، ومتسقاً مع نظام السوق الجديد (Nasdaq OMX).

خدمة الآجل:

هذه الخدمة كانت متميزة في مرحلة من مراحل السوق الا اننا نرى الغائها لانقضاء حاجتها و لتطور الادوات المالية و النظم التكنولوجية ، و حتى يتم ايضا القضاء على فرص التلاعب بإقفالات الاسهم المدرجة في السوق الآجل.

الوضع الراهن

هناك عدد كبير من الأمور المتعلقة بتطوير نظام الخيارات ما زالت معلقة ومرهونة بموافقة هيئة أسواق المال و سوق الكويت للأوراق المالية، ونرى أن الإسراع فيها سوف يعود بالفائدة لا على سوق الخيارات فحسب، وإنما لمكانة الكويت كسوق مالي رائد في المنطقة. والقرارات المعلقة هي:

- 1) خدمة تداول خيارات البيع (Put Options) من خلال صندوق "فرصة" والتي تمثل النصف الآخر الضروري من سوق الخيارات.
- 2) السماح للمستثمرين ببيع خيارات الشراء (Call Options) على الأسهم التي يمتلكونها مما يتيح لهم فرصة تعظيم العوائد على محافظهم الاستثمارية.
- 3) تداول عقود الشراء بالعربون (الخيارات ذات الطابع الإسلامي) والذي يعد الأول من نوعه في العالم.
- 4) تغيير نظام الضمانات العينية والنقدية المعمول به حالياً واعتماد مبدأ التحوط الديناميكي (Dynamic Hedging) المعتمد من قبل صناع السوق في معظم أسواق المشتقات العالمية.
- 5) تخفيض أتعاب تداول الخيارات المفروضة على صانع السوق.
- 6) فتح باب المنافسة وتسهيل عملية دخول شركات استثمارية أخرى (صناع سوق جدد) إلى سوق الخيارات مما يساعد على تفعيل هذا السوق وزيادة السيولة فيه.



ثالثاً: استحداث رخص صانعي السوق على غرار الأسواق العالمية:

بعد أن أنجزت هيئة أسواق المال عدداً كبيراً من القوانين واللوائح المنظمة لسوق الكويت للأوراق المالية، ومن منطلق النهوض بسوق الأوراق المالية وزيادة الثقل المؤسسي فيها، والذي من شأنه تعميق التداول وتجنبه الهزات الحادة، يسرنا أن نقترح إصدار أحكاماً تتعلق بصانعي السوق. ونقترح التنسيق مع هيئة أسواق المال بالسماح بعمليات صنع السوق عن طريق وضع القواعد الملزمة للشركات المهتمة بالتسجيل كصانعي سوق لأوراق مالية معينة.

نظرة على واقع الأسواق العربية:

في ظل غياب صناع السوق في الأسواق المالية العربية، فمن المفترض بالإستثمار المؤسسي، والذي يتكون من المحافظ الاستثمارية الجماعية (صناديق الاستثمار المشتركة)، وصناديق التقاعد والمعاشات، إضافة إلي محافظ المصارف وشركات التأمين وغيرها من محافظ الشركات المساهمة العامة، أن يلعب دوراً مشابهاً لدور صانع السوق من خلال الحفاظ علي استقرار الأسواق المالية العربية، من حيث شراء أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة عندما تنخفض الأسعار دون قيمتها العادلة وبيع الأسهم عندما ترتفع فوق قيمتها العادلة، وبالتالي يحافظ على استقرار الأسواق وكفاءتها ومصداقيتها، إضافة إلي أهميته في تعزيز أداء الأسواق المالية وارتفاع مستوى نشاطها في ظل وجود متخصصين محترفين يشرفون علي إدارة هذه الصناديق والمحافظ الاستثمارية، وامتلاكها سيولة عالية وحجماً كبيراً من الأسهم المتداولة.

إن محدودية الدور الذي لعبه الاستثمار المؤسسي خلال فترة تصاعد حدة المضاربات التي تتعرض لها الأسواق المالية العربية ومحدودية دورها خلال هذه الفترة التي تتراجع فيها اسعار أسهم كثير من الشركات القيادية والواعدة من دون مبررات منطقية. ويعود ذلك إلي أسباب عدة منها محدودية حجم الاستثمار المؤسسي في مقابل حجم أموال المضاربين بمختلف شرائحهم، وحيث وصلت قيمة أموال المضاربين بعد الاتساع الكبير في قاعدتهم إلى أضعاف حجم الاستثمار المؤسسي، إضافة إلي أن عدداً كبيراً من مديري المحافظ الاستثمارية للمصارف وشركات التأمين وصناديق الاستثمار، تحولوا إلى مضاربين سواء بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق أعلى مستوي من الأرباح بغض النظر عن الأسعار العادلة لأسهم الشركات المدرجة والمتداولة، إضافة إلي تجاهل مكررات الربحية التي تجاوزت الحدود المقبولة في الأعراف الاستثمارية، وبالتالي أنضم مديرو هذه المحافظ إلي شريحة المضاربين في تجاهل المؤشرات المالية للشركات وتجاهل القيمة الحقيقية لأصولها.

وما تشهده معظم الأسواق الخليجية والعربية خلال هذه الفترة من تصحيحات مؤلمة هو نتاج طبيعي لمجموعة من التطورات السلبية والأخطاء الفنية التي ظلت تتراكم علي هذه الأسواق طيلة الفترة الماضية، والتي لم يلتفت إليها أحد في ظل ربحية جميع المستثمرين والمضاربين في الأسواق، وفي ظل غياب



الرؤية الواضحة لدى المتعاملين بالأسهم، وأستمرار مفهوم المضاربة علي الاستثمار، حتى بلغت هذه الظاهرة من العمق والحضور والإنتشار درجة أصبحت معها الأصل في التعامل وليس الاستثناء، ما أنتج تشويهاً واضحاً لعميلة اتخاذ القرار الاستثماري.

والملاحظ أن حجم التصحيحات في الأسواق الخليجية والعربية يتناسب طردياً مع حجم الارتفاعات السعرية في هذه الأسواق، والسؤال المطروح حالياً هو: ما هي أسباب غياب صناع الأسواق في اسواق الأوراق المالية العربية الثانوية؟

فعلي رغم تطور هذه الأسواق، من حيث عدد الشركات المدرجة ، وحجم التداول ، وتنوع الأدوات الاستثمارية في بعضها ، واتساع قاعدة المستثمرين والمتعاملين، وتطور التشريعات والأنظمة والتعليمات، التي تساهم في توفير حماية مصالح جميع الفرقاء في عمليات التداول بحيث يكون الهدف من وظيفة صانع السوق إضفاء مزيد من السيولة علي الأسواق الثانوية، خصوصاً في أوقات عدم توافر أوامر شراء وبيع متطابقة، أو حين يغيب الاهتمام بالشراء أو البيع ، وبالتالي تكون مهمة صانعي الأسواق الاستعداد دوماً لشراء أو بيع أي ورقة مالية ، كل منهم بحسب ما خصص له من تلك الأوراق ، إضافة إلي عملهم علي الاستقرار النسبي لاتجاهات الأسعار، وحيث يعتمدون علي الأبحاث والدراسات والمعلومات الضرورية التي تمكنهم من التسعير العادل للأوراق المالية المتداولة، وبالتالي عدم سيرهم خلف المضاربين أو شراء أسهم الشركات بأسعار مصطنعة.

سوق الكويت للأوراق المالية:

- يعتبر ناشئ بالنسبة للأسواق العالمية.
- متقدم إقليمياً من حيث البعد التاريخي والإطار القانوني والتنظيمي.
- وكذلك من حيث عدد الشركات المدرجة به كما وكيفاً.
- سوق مؤسس بدأ يعتمد علي البيانات المالية وتحليلها والتعامل بلغة الأرقام مقابل انحسار الفردية والإشاعة.

الأدوات الاستثمارية المعمول بها في سوق الكويت للأوراق المالية:

- البيع الأجل والبيوع المستقبلية.
- عقود الخيار.
- صندوق المؤشر.
- التجارة الإلكترونية.



لذا نرى أن تقوم شركات الاستثمار والوسطاء والبيوت الاستشارية بالمبادرة في خلق أدوات استثمارية أخرى، وأن تلعب دور صانع السوق.

تعريف صناع السوق

صناع السوق هم جهات مرخص لها للعمل باستمرار علي تحديد سعر لسهم معين هو متخصص به أو أكثر بهدف تحقيق طلب وعرض (سيولة) دائمة ومستمرة علي ذلك السهم أو تلك الأسهم وصانع السوق لا يهدف إلي الربح وإنما يحققه من خلال القيام بهتمته.

ويلتزم صانع السوق في كل يوم من أيام التداول بوضع أسعار معلنه لشراء وبيع ورقة مالية معينة - أو أكثر - وبحيث يفصل هامش صغير بين السعرين.

ويتاح للسماسرة - عبر شاشات التداول - متابعة الأسعار المعلنة من كافة صناع السوق - وتكون هذه الاسعار المعلنة بالنسبة للصفقات التي تتم على عدد محدود من الاسهم. أما بالنسبة للصفقات الكبيرة فيكون السعر المعلن قابلاً للتفاوض. وتعد جميع الصفقات عبر الهاتف مع نشر الانباء الخاصة به.

وفي السنوات الاخيرة، أصبح لدي الأسواق الأكثر تقدماً نظاماً تسمح بتنفيذ الطلبات الصغيرة إلكترونياً مع استمرار التفاوض بشأن اسعار تنفيذ الطلبات الكبيرة بواسطة الهاتف مع تأكيدها إلكترونياً، وكما ذكرنا فإن رأسمال صانع السوق معرض للمخاطر ولا يسمح له بتقاضي عمولات عن البيع والشراء، وإنما يحقق أرباحه من خلال الفرق بين السعر الذي يدفعه لشراء الأسهم والسعر الذي يبيعها به، وهذا ما يعرف بالفارق، وفي ضوء دور صانعي السوق فإن تداول الأوراق المالية خارج البورصة يعتمد علي السعر المعلن، والذي يتم التفاوض عليه مع صانعي السوق مستقبلاً.

وفي الأسواق التي تعتمد علي المزادات المستمرة يقوم بعض السماسرة الأعضاء - ويطلق عليهم اسم المتخصصين - بدور مماثل لصناعي السوق فهم يتعاملون علي ورقة مالية معينة أو أكثر لحسابهم الخاص بغرض تخفيض الفرق بين العرض والطلب علي الورقة المالية. ويقومون بدور المحفز بالنسبة للطلبات الكبيرة وذلك بالجمع بين مختلف السماسرة الذين يرغبون في شراء وبيع نفس الورقة المالية ، ويوفر المتخصصون عنصر استقرار في السوق بقيامهم بدور المشتري عندما تسود رغبة البيع بين المستثمرين وبدور البائع عندما يغلب الطلب.

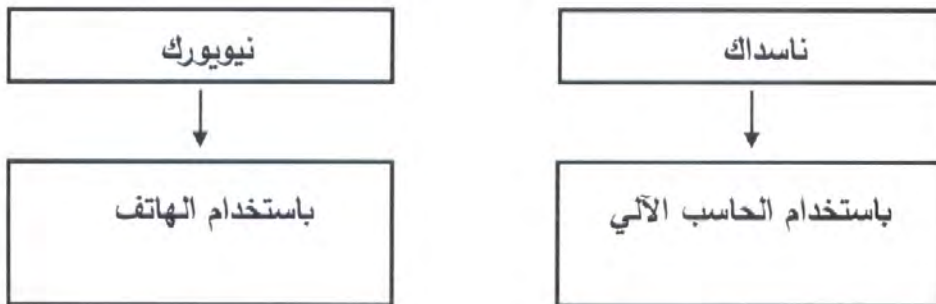


الولايات المتحدة الأمريكية:

وفي الولايات المتحدة تتمتع بورصتي نيويورك (NYSE)، وسوق الأسهم الأمريكي (AMEX) وغيرهما من البورصات بشركات خاصة بها، وتعمل كل منها كصانع سوق رسمي لأوراق مالية محددة، حيث يقدم صانعي السوق الكم المطلوب من السيولة لأسواق المال ويتخذون الجانب الآخر من التعاملات عندما يكون هناك عدم توازن في عمليات البيع والشراء لدى العملاء.

وتقوم أسواق مالية أميركية أخرى ومن أبرزها "ناسداك" بتوظيف عدة شركات رسمية متنافسة لنفس الأوراق المالية، وتلتزم تلك الشركات بكلًا جانبي التعامل أثناء ساعات التداول، وتكون مجبرة على الشراء والبيع وفقاً للعروض والعطاءات التي تعلنها. هذا ويوجد في الولايات المتحدة وحدها أكثر من ألفي شركة مرخصة لمزاولة نشاطات صناعة السوق ويوجد في كندا المئات منها.

إن عدد المتخصصين في بورصة نيويورك يتجاوز 350 شخصاً. والشخص المتخصص هو الذي يجمع بين وظيفة المتعامل والوسيط. فحينما يبيع ويشترى لحسابه، فهو يقوم بعمل المتاجر أو المتعامل، ويحقق بذلك هامشاً من الربح الناتج من الفارق بين الشراء والبيع، بينما يتقاضى عمولة من عمليات البيع والشراء للجمهور أو من عملائه، ويقتصر عمل هذا المتخصص عادة على عدد قليل من الأوراق المالية أو الأسهم. وفي الأوقات التي تنشط فيها السوق. فإنه يتعامل في ورقة واحدة أو أسهم شركة واحدة وبسبب التخصص، يصبح صانع السوق ملماً بكل ما يتعلق بالورقة المالية أو أسهم الشركة التي يعمل لها، من حيث تاريخها المالي وكفاءة إدارتها وربحيتها وسلامة مركزها المالي، والتصورات المستقبلية لأدائها والسعر العادل لأسهمها. وبالتالي يتدخل صانع السوق عندما يجد عروض بيع على أسهم الشركة في شكل مبالغ فيه ومن دون مبرر منطقي. فيتدخل في هذه الحال كمشتري والعكس صحيح، فيبيع عندما تتوفر طلبات شراء بكميات كبيرة من أسهم الشركات من دون وجود مبررات منطقية لهذا الطلب. وصانع السوق يعلن يومياً عن أسعار البيع والشراء للورقة المالية المتخصصة بها، وفي بعض الأسواق يحدد الكميات التي يكون مستعداً لشرائها وبيعها وبالأسعار المعلنة.

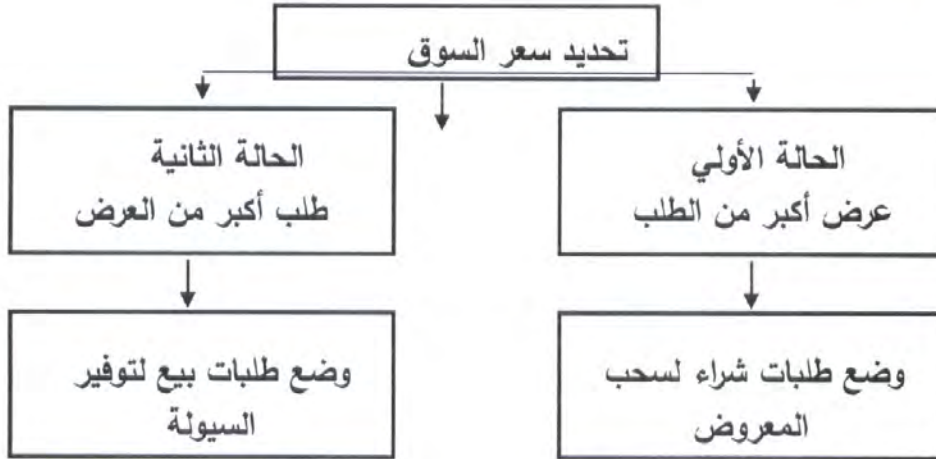




المملكة المتحدة:

في بورصة لندن يوجد مجموعة من صانعي السوق المرخص لهم ولكن للشركات الصغيرة قليلة التداول وليس للشركات الكبيرة ذات التداولات النشطة.

كيف يعمل صانع السوق



يقف صانع السوق على أهب الاستعداد طوال الوقت خلال يوم التداول، عارضاً أسعار البيع والشراء، ويعتبر هذا الأمر مفيد للمستثمرين العاديين عندما يضعون أوامر بيع لأسهمهم، حيث يقوم صانع السوق بشراء الأسهم من البائع حتى لو لم يكن لديه مشتري آخر جاهز. وبهذا العمل، يقوم صانع السوق بمعنى الكلمة "بصنع سوق" جديد للسهم المعني، وبالتالي يقوم صانع السوق بتوفير السيولة للسهم وللسوق كذلك. كما يقوم صانع السوق أيضاً بتسهيل عملية التداول وتخفيض تكلفة العمليات، حيث لا يتطلب من البائع إصدار العديد من الأوامر أو أوامر صغيرة لتنفيذ التداول.

تظهر أهمية وجود صانع للأسواق المالية خاصة عندما تكون أسعار كثير من أسهم الشركات المدرجة بالسوق مرتفعة بنسب كبيرة اعتماداً على الإشاعات والمضاربات، ومن دون مبررات منطقية، بحيث تصبح أسعار أسهم هذه الشركات لا تتناسب ومستوى أدائها أو القيمة الحقيقية لأصولها. ويلعب صانعي الأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في كل أسواق الأوراق المالية العالمية، والبعض لا يتصور إمكان الاستغناء عنهم من دون التسبب في تعطيل حركة التداول وتهميش آليات السوق وانخفاض كفاءتها. فلا يمكن في وجود صانع للسوق أن تتدفق عروض بيع من دون أن يقابلها طلب شراء، أو وجود طلبات شراء من دون أن يقابلها في الجانب الآخر طلبات بيع. وبالتالي تحتفظ الأسواق دائماً بحال من التوازن بين العرض والطلب وإنحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء، ويتحقق لهذه الأسواق أهم وظائفها وهي القدرة علي تسييل الأوراق المالية بسرعة وسهولة، وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب، مما يحد من تقلبات الأسعار صعوداً أو هبوطاً ويؤدي إلى استقرارها واقتربها من الثمن العادل، فضلاً عن ضمان استمرارية السوق في القيام بواجباتها وتحقيق أهدافها.



المزايا التي يحققها صانعي السوق :

- توفير الطلبات والعروض للأسهم غير المتداولة في السوق الرئيسية.
- توفير أسعار بشكل مستمر وحقيقي.
- توفير الكميات اللازمة سواء في حالة الشراء أو البيع.
- صناعة السعر من خلال إدخال طلبات أو عروض.
- الإعلان عن وجود عروض أو طلبات علي سهم معين دون الإشارة إلى السعر.

الشروط الواجب توافرها في صناع السوق :

هناك شروط لا بد من توافرها في صانع السوق

- 1- أن صانع السوق جزء من عملية التداول.
- 2- أن يكون متواجداً علي مدي طويل.
- 3- أن تكون لديه القدرة علي تأمين كمية الأسهم المطلوبة.
- 4- إضافة إلي أن يكون لديه نظام إشرافي وتنفيذي.
- 5- هم عبارة عن مؤسسات مالية قوية وملتزمة ومستعدة للشراء والبيع.

يجب أن تكون علاقة صناع السوق عكسية مع إتجاه السوق ، وذلك لأن صناعة السوق هي خلق استقرار واضح للسوق.

صانع السوق كمعزز للسيولة:

يقوم صانع السوق بتعزيز السيولة بوضع اوامر على جانبي العرض والطلب في جدول الأوامر. لا يجوز لصانعي السوق بالتنافس على السيولة عن طريق البيع المباشر على الطلب (الا اذا كان الطلب بالحد أعلى) أو الشراء المباشر من العرض (الا اذا كان العرض بالحد الأدنى).



مثال لجدول الأوامر يبين دور صانع السوق كمعزز للسيولة بوضع الأوامر على جانبي العرض والطلب في جدول الأوامر.

الشركة	السعر	أعلى شراء	الكمية	أدنى بيع	الكمية
شركة (أ)	1,160			1	42,500
شركة (أ)	1,140			9	567,500
شركة (أ)	1,120			17	1,352,500
شركة (أ)	1,100			30	2,245,000
شركة (أ)	1,080			9	770,000
شركة (أ)	1,060	48	2,915,000		
شركة (أ)	1,040	18	425,000		
شركة (أ)	1,020	2	150,000		
شركة (أ)	1,000	4	200,000		
شركة (أ)	990	2	60,000		
شركة (أ)	980	2	200,000		
					4,977,500
					3,950,000

أو عندما يستطيع صانع السوق البيع المباشر على الطلب (حالة نادرة) ولايقوم بوضع أي أوامر الشراء (لا ينافس على السيولة).

الشركة	السعر	أعلى شراء	الكمية	أدنى بيع	الكمية
شركة (ب)	75	12	1,200,000		
شركة (ب)	74	6	440,000		
شركة (ب)	73	3	160,000		
شركة (ب)	70	1	160,000		
شركة (ب)	69	1	80,000		
شركة (ب)	67	1	240,000		
شركة (ب)	66	1	40,000		
شركة (ب)	65	4	760,000		
					1,880,000



أو عندما يستطيع صانع السوق الشراء المباشر من العرض (حالة نادرة) ولايقوم بوضع أي أوامر بيع (لا ينافس على السيولة).

الشركة	السعر	أعلى شراء	الكمية	أدنى بيع	الكمية
شركة (ج)	39.5			1	80,000
شركة (ج)	39			1	80,000
شركة (ج)	38			1	160,000
شركة (ج)	36.5			1	80,000
شركة (ج)	36			1	80,000
شركة (ج)	34.5			2	160,000
					640,00



حوافز صانع السوق:

إن الركن الاساسي لنجاح هذا المشروع يكمن في قدرة السوق على ايجاد هيئات استثمارية كشركات الاستثمار و الصناديق او المحافظ المالية المستعدة للعب دور صانع السوق وتحمل اعبائه و مخاطره. وهذا لن يتم الا من خلال تحفيز هذه الهيئات او صناع السوق واعطائهم امتيازات تشجيعية مقابل الالتزامات التي يجب عليهم أدائها لتوفير السيولة في السوق بحيث تكون هذه العملية مجدية تضمن لهم الربح الذي يتناسب مع اعباء هذه الخدمة، ومن الامتيازات المقترحة:

- أ- حق الاطلاع على جميع معلومات المتعلقة بعروض الشراء والبيع للاسهم التي يقوم صانع السوق بصناعة السوق لها.
- ب- ايجاد ارضية للتحوط: على ادارة السوق توفير الادوات المالية التي تساعد صانع السوق على التحوط من مخاطر التغير في سعر السهم بحيث تكون عوائد صانع السوق مرتكزة على الهامش بين سعر العرض و سعر الطلب وليس الربح من ارتفاع او هبوط الاسهم.
- ت- اعفاء صناع السوق من رسوم التداول: يجب ان يعامل صانع السوق معاملة خاصة بكونه ليس مستمرا او متداولاً عادياً ولذا يجب اعفائه من رسوم التداول لدعمه في تعزيز السيولة في السوق.

المحصلة النهائية والفوائد

إن المحصلة النهائية ستكون ايجابية للسوق ككل , وذلك لأن زيادة العمق وتنظيم عملية صنع السوق سوف يؤدي الى زيادة في معدلات التداول. كما أن الزيادة في معدلات التداول سوف تساهم في جعل السوق أكثر جذبا من وجهة نظر المستثمر. ويتوقع ايضا أن تكون رسوم بيع اتفاقية مبادلة العوائد منخفضة (في البداية لدعم صناعي السوق). فالتوقع أن يكون العائد طويل الأمد لضمان المخاطر في نفس اتجاه السوق بشكل عام أي كأن السوق يستثمر في نفسه بهدف زيادة السيولة وجذب المستثمرين وبالتالي المزيد من رسوم التداول والتي من المتوقع أن تكون ايجابية نظرا لمستويات العمق والسيولة



الحالية. هذا المفهوم يحتاج الى دراسة مفصلة متبوعة بتطبيق جدي حتى يتم الاستفادة من الايجابيات المتاحة.

مثال 2

الاجراء

1. يقوم صانع السوق بوضع طلب شراء لسهم س من السوق بسعر 246 فلس (معروض ب 248 فلس)
2. تتم الصفقة لصالح صانع السوق ويقوم بشراء اتفاقية مبادلة العوائد من ضامن المخاطر للكمية الأسهم على سعر 246 فلس بسعر افتراضي 1 فلس للسهم.
3. يقوم صانع السوق بعرض الكمية بسعر 248 فلس.
4. بعد عمليات بيع ينخفض ادنى سعر عرض ال 246 فلس ويقوم صانع السوق بتقليل سعر العرض ال 246 فلس.
5. تتم الصفقة لصالح صانع السوق بسعر 246 فلس.

المحصلة

1. قام صانع السوق بدفع 246 فلس لشراء السهم.
2. دفع صانع السوق مبلغ 1 فلس لضامن المخاطر كرسوم لاتفاقية مبادلة العوائد.
3. حصل صانع السوق على 246 فلس نتيجة بيع السهم.
4. حصل ضامن المخاطر على العائد من السهم مخصوما منه الفرق بين سعر العرض والطلب، (246 - 248) = -2 = 2- فلس . 2 فلس هو فرق سعر العرض والطلب لسعر السهم حسب قوانين التداول في بورصة الكويت.
5. يحصل صانع السوق على 2 فلس ويكون قد دفع 1 فلس لضامن المخاطر.
6. الربح الصافي لصانع السوق 2 - 1 = 1 فلس.
7. الخسارة الصافية لضامن المخاطر 1 + -2 = (1) فلس.

مثال 1

الاجراء

1. يقوم صانع السوق بوضع طلب شراء لسهم س من السوق بسعر 246 فلس (معروض ب 248 فلس)
2. تتم الصفقة لصالح صانع السوق ويقوم بشراء اتفاقية مبادلة العوائد من ضامن المخاطر للكمية الأسهم على سعر 246 فلس بسعر افتراضي 1 فلس للسهم.
3. يقوم صانع السوق بعرض الكمية بسعر 248 فلس.
4. تتم الصفقة لصالح صانع السوق بسعر 248 فلس.

المحصلة

1. قام صانع السوق بدفع 246 فلس لشراء السهم.
2. دفع صانع السوق مبلغ 1 فلس لضامن المخاطر كرسوم لاتفاقية مبادلة العوائد.
3. حصل صانع السوق على 248 فلس نتيجة بيع السهم.
4. حصل ضامن المخاطر على العائد من السهم مخصوما منه الفرق بين سعر العرض والطلب، (246 - 248) = -2 = 0 = 2 فلس . 2 فلس هو فرق سعر العرض والطلب لسعر السهم حسب قوانين التداول في بورصة الكويت.
5. يحصل صانع السوق على 2 فلس ويكون قد دفع 1 فلس لضامن المخاطر.
6. الربح الصافي لصانع السوق 2 - 1 = 1 فلس.
7. الربح الصافي لضامن المخاطر 1 + 0 = 1 فلس.



اقترح

نظراً إلى فوائد عمليات صنع السوق التي تشمل توفير السيولة وتعزيز ثقة المستثمر بأسواق رأس المال، نقترح لسوق الكويت للأوراق المالية السماح بعمليات صنع السوق وفق قواعد تنظيمية رسمية يلتزم بها المتداولون وصناع السوق على ان تتماشى هذه القواعد مع آلية عمل نظام التداول الجديد والمتطور ناسدك أو ام اكس (NASDAQ OMX) للاستفادة من خصائصه التي تتلائم من أفضل الممارسات المتوافق عليها عالمياً في هذا المجال. وللسماح لعمليات صنع السوق يمكن لسوق الكويت للأوراق المالية أن يأخذ بعين الاعتبار إلى إصدار قوانين وقواعد تنظم التالي:

1. تسجيل الشركة الراغبة بالقيام بدور صانع سوق، حيث يتم تسجيل الشركة على انها صانع سوق لسهم معين خلال فترة محددة.
2. شطب التسجيل بشكل طوعي من قبل الشركة، أو بشكل قسري من خلال المنظم لانتهاك الشركة أي من القواعد او الالتزامات المفروضة على صانع السوق.
3. وجود رقابة فعّالة تضمن حيادية صناع السوق بهدف المحافظة على استقرار السيولة وعدم المنافسة عليها، كما يجب ان لا تتعارض مصالحه مع مصالح المتداولين بطريقة او بأخرى.
4. تحديد الالتزامات والقواعد لصانع السوق والمتعلقة بالآتي:
 - أ. الحفاظ على رأس مال و مخزون من الاسهم كافي
 - ب. الالتزام بتوفير السيولة للسهم المعني وفق آلية عمل محددة
 - ج. الالتزام بالحفاظ على السعر القابل للتنفيذ لأوراق مالية معينة خلال فترة محددة.
 - د. تجنب مخصصات لمختلف التزامات صانعي السوق خلال سيناريوهات محددة، مثل التغيرات الحادة للأسعار.
 - هـ. المخصصات من خلال التداول خارج السوق أثناء الإفصاح عن تفاصيل الصفقة.

خاتمة

هناك مميزات عدة لإشراك صانعي السوق في سوق المال، ومن شأن عمليات صنع السوق أن توفر السيولة، وتعزز حماية السوق إذا تم تشريع آلية لتنظيم أنشطة صانعي السوق، وأنه لمن دواعي سرورنا أن نقوم بالمشاركة مع سوق الكويت للأوراق المالية في تقديم تلك المقترحات بالتفصيل المناسب لاحقاً.