

نتائج ورشة عمل اتحاد شركات الاستثمار:
توصيات ومقترحات لتطوير نشاط "صانع السوق"
2024/10/27

المحتويات

أولاً – إمكانية السماح لصانعي السوق بوضع أوامر شراء قبل بدء التداول

ثانياً – إمكانية احتساب الحسوم Rebates على أساس النسبة الفعلية للصفقات المنفذة من صانعي السوق بدلاً من الاقتداء بالنطاقات أو المستويات Brackets

ثالثاً – إمكانية استخدام البورصات لمتوسط حجم التداول اليومي (ADTV) في حساب الحسوم Rebates خلال الطفرات الصعودية الاستثنائية للسوق

رابعاً – إلغاء الحد الأدنى من متطلبات الحضور كشرط لحصول صانعي السوق على الحسومات، عند استيفاء صانعي السوق لمتوسط قيمة التداول اليومية (ADTV).

خامساً – السماح بـ"التداول عند آخر سعر"

سادساً – هل من الممكن أو من العملي إيجاد سوق ثالثة بعمولات أعلى للأسهم ذات السيولة المنخفضة؟

سابعاً – خفض العمولات على صناع السوق

ثامناً – أتمتة أنظمة المقاصة والفوائد لصناع السوق

تاسعاً – أضواء على برنامج مقترح لتوعية المؤسسات في بورصة الكويت

عاشرأ – منح مميزات لصناع السوق

أولاً- وضع أوامر ما قبل التداول

المحددات والمتطلبات الخاصة بوضع أوامر ما قبل التداول لصانعي السوق في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا واليابان وسوق الأسهم السعودية.

تم إجراء دراسة قصيرة حول المحددات والمتطلبات المتعلقة بوضع أوامر ما قبل التداول لصانعي السوق في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا واليابان. ولقد اخترنا هذه البلدان باعتبارها تمثل الأسواق المتقدمة بشكل مناسب، كما تناولنا ذات الموضوع في سوق الأسهم السعودية (تداول).

وتوصلت الدراسة الى انه يُسمح بوضع أوامر ما قبل التداول لصانعي السوق في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا واليابان، ولكن بشرط أن يلتزم صانعو السوق بلوائح محددة وقواعد التداول في كل من هذه البلدان لضمان شفافية السوق ونزاهته وعدالته. ففي المملكة المتحدة، يجب أن تقتدي أوامر ما قبل التداول بقواعد السوق، ومتطلبات الشفافية الخاصة بتداول الأدوات المالية (وفقاً للقواعد المعدلة للسوق لاستخدام الأدوات المالية MIFI Markets in Financial Instruments Directives- (II) وقواعد ولوائح هيئة السلوك المالي (FCA). ففي الولايات المتحدة الأمريكية، فإن جلسات ما قبل السوق في البورصات مثل NASDAQ وNYSE، يجب أن تتبع لوائح هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) وهيئة تنظيم الصناعة المالية (FINRA). وفي ألمانيا، يتم تنظيم التداول المسبق بواسطة MiFID II وهيئة الرقابة المالية الفيدرالية (BaFin) في البورصات الألمانية مثل بورصة فرانكفورت. وفي اليابان، يجب أن تتوافق أنشطة ما قبل السوق في بورصة طوكيو مع اللوائح التي وضعتها بورصة طوكيو (TSE)،

بالإضافة إلى الإطار التنظيمي الأوسع الذي وضعته وكالة الخدمات المالية (FSA) ومجموعة البورصة اليابانية (JPX). وفي جميع هذه الأسواق، تم تصميم القواعد التي تحكم التداول المسبق للحفاظ على سوق عادلة ومنظمة، وتوفير معلومات دقيقة ونتائج مثالية للمستثمرين. وفي سوق الأسهم السعودية، المعروفة أيضاً باسم تداول، يُسمح لصناع السوق بوضع أوامر خلال جلسة ما قبل السوق، والمعروفة بمرحلة "ما قبل الافتتاح". وتحدث هذه الجلسة قبل ساعات التداول الرسمية وهي مصممة لتسهيل فتح السوق بشكل منظم. خلال مرحلة ما قبل الافتتاح، يمكن للمشاركين في السوق السعودية، بما في ذلك صناع السوق، إدخال وتعديل وإلغاء الأوامر. ومع ذلك، لا تتم مطابقة هذه الأوامر أو تنفيذها حتى الافتتاح الرسمي للسوق. ويساعد هذا النشاط قبل افتتاح السوق في استكشاف الأسعار.

أهمية السماح لصانعي السوق بوضع أوامر التداول المسبق

بالنسبة لصانعي السوق، يعد السماح بوضع أوامر التداول المسبق أمراً بالغ الأهمية لعدة أسباب:

1. توفير السيولة: لا مناص من دور صناع السوق لتوفير السيولة للأسواق التداول. ذلك أن تقديم أوامر التداول قبل بدء جلسة التداول الرسمية، يساعد على ضمان توفر سيولة كافية عند افتتاح السوق، مما يسهل التداول بشكل أكثر سلاسة وكفاءة.
2. استشراف الأسعار: تتيح جلسات ما قبل التداول لصانعي السوق قياس معنويات السوق وجمع المعلومات حول ديناميكيات العرض والطلب. ويساعد هذا الكشف المبكر عن الأسعار في تحديد أسعار أكثر دقة لافتتاح التداول وتقليل التقلبات السعرية والمساهمة في استقرار السوق.
3. إدارة المخاطر: يتيح وضع أوامر التداول المسبق لصانعي السوق إدارة المخاطر بشكل أكثر فعالية. من خلال تعديلهم لمراكزهم قبل جلسة التداول الرئيسية، فيمكنهم بذلك موازنة استراتيجياتهم بشكل أفضل مع ظروف السوق، مما يقلل من احتمالية حدوث خسائر كبيرة.
4. كفاءة السوق: السماح بأنشطة ما قبل التداول يساعد في نشر المعلومات ويعزز كفاءة السوق. بالتالي، يتيح وضع أوامر التداول المسبق لصانعي السوق التفاعل مع الأخبار الليلية وتطورات السوق العالمية، مما يضمن أن الأسعار تعكس جميع المعلومات المتاحة بحلول الوقت الذي تبدأ فيه جلسة التداول العادية.
5. الميزة التنافسية: يوفر السماح بوضع أوامر التداول المسبق (قبل الافتتاح الرسمي للتداول) ميزة تنافسية لصانعي السوق. حيث يمكنهم من الاستفادة من فرص التداول المبكرة، وتحديد أسعار أفضل لعملائهم، وتحسين أدائهم التجاري العام.
6. تحقيق العدالة والشفافية ونزاهة السوق: في العديد من الأسواق، يتم تنظيم أنشطة ما قبل التداول بما يضمن تحقيق العدالة والشفافية ونزاهة السوق. وبالتالي، فإن السماح بوضع أوامر التداول المسبق ضمن نظم رقابية محددة الاطار يساعد في الحفاظ على الاهداف المذكورة من عدالة وشفافية ونزاهة، وهو ما يترتب عليه في نهاية المطاف حماية المستثمرين ويعزز الثقة في الأسواق المالية.

بشكل عام، يعد وضع أوامر التداول المسبق ممارسة ضرورية لصانعي السوق لأنه يعزز السيولة واكتشاف الأسعار وإدارة المخاطر وكفاءة السوق والامتثال التنظيمي، مما يساهم في توفير بيئة تداول أكثر استقراراً وموثوقية.

ثانياً – إعادة النظر في طريقة احتساب الحسومات Rebates لصانعي السوق

في معظم البورصات، يتم احتساب الحسومات Rebates لصانعي السوق على أساس صفقات السوق التي يحققها صناع السوق. ويتم احتساب هذه الحسومات وفقاً لنطاقات أو مستويات للصفقات المحققة (Brackets)، مثال ذلك نطاق يتراوح بين 15 إلى 30% من إجمالي تداولات السوق المحققة خلال الشهر.

وعندما يتم احتساب الحسومات وفقاً لنطاقات النسب المئوية لتداولات السوق خلال الشهر، فإنه إذا لم يتمكن صانع السوق من تحقيق الشريحة المعينة للنطاق، متخلياً عنها ولو بنسبة ضئيلة، كنسبة نصف بالمائة فقط على سبيل المثال، فإنه يهبط إلى الشريحة الأدنى من الانجاز، وبالتالي يتعرض لتدن شديد وغير متناسب من حيث حجم الحسومات. ولذلك، فإن تطبيق الحسومات على أساس النسبة الفعلية للصفقات المنفذة لصانعي السوق بدلاً من استخدام النطاقات أو المستويات يمكن أن يوفر بالفعل مزايا معينة من حيث العدالة والبساطة. فعلى سبيل المثال: نقتح خطة الحسومات على النحو التالي:

قيمة التداول 10%: خصم 30 %

قيمة التداول 15%: خصم 60 %

قيمة التداول 20%: خصم 70 %

قيمة التداول 25%: خصم 80 %

قيمة التداول 30%: خصم 90 %

ورغم أن هيكل الحسم المتدرج الموضح اعلاه يمثل ممارسة شائعة في البورصات الكبرى، مثل بورصات كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، والمانيا، والمملكة العربية السعودية (تداول)، فإن حساب الحسم على أساس النسبة الفعلية للصفقات التي ينفذها صناع السوق بدلاً من اتباع الأقواس الثابتة قد يوفر محاذاة أكثر دقة مع المساهمة الفعلية لصناع السوق. ومع ذلك، فإن أي تغييرات في الهياكل القائمة تتطلب دراسة متأنية لديناميكيات السوق، والتداعيات التنظيمية، والتأثير الإجمالي على جودة السوق والعدالة.

وفيما يلي بعض النقاط التي يجب مراعاتها فيما يتعلق بهذا النهج البديل المقترح:

A- مزايا استخدام النسب المئوية الفعلية للصفقات المنفذة من صانعي السوق:

1. العدالة في مكافأة المساهمة النسبية لدور صانع السوق في تعزيز السيولة:

- ستكون الحسومات متناسبة بشكل مباشر مع مساهمة صانعي السوق في تعزيز السيولة، مما

يضمن مكافأة جميع صانعي السوق بدقة وفقاً لنشاطهم في السوق.

- سيكافأ صغار صانعي السوق على نحو عادل يتوافق مع مساهماتهم في توفير السيولة حتي لو

لم تبلغ تلك المساهمات عتبات كبيرة الحجم.

2. استمرارية التحفيز:

- استمرار المكافأة على نحو غير منقطع مما يشجع صانعي السوق على السلوك المتسق بدلاً من

الطفرات المتقطعة غير المنتظمة للتداول لتحقيق مستويات أعلى من المساهمة في السوق.

- قد يؤدي ذلك إلى توفير سيولة أكثر استقراراً وقابلية أفضل للتنبؤ بالسيولة طوال الشهر.

3. تبسيط الحساب:

- من الأسهل لصانعي السوق حساب الحسومات المتوقعة حيث سيحتاجون ببساطة إلى تطبيق

نسبة مئوية على حجم التداول المنفذ.

- تقليل التعقيد في إدارة هياكل الحسم والتنبؤ بالنتائج المالية.

B- تحديات استخدام النسب المئوية الفعلية للصفقات المنفذة من صانعي السوق:

1. تعقيد التنفيذ:

- يتطلب الانتقال إلى الهيكل الجديد لحساب الحسم قيام البورصات بتحويل أنظمتها الحالية، الأمر الذي

قد يكون معقداً ومكلفاً.

- ستحتاج البورصات إلى ضمان تتبع دقيق وفي وقت فعلي، وحساب النسب المئوية الدقيقة للصفقات

المنفذة.

2. تأثير سلوك السوق:

إن النظام القائم على تحقيق نطاقات Brackets معينة، يمكن ان يستحث صانعي السوق لبلوغ مستويات عالية من توفير السيولة. أما إزالة المستويات القائمة على نطاقات، فقد يؤدي إلى تقليل حافز زيادة نشاط التداول الخاص بصانعي السوق.

3. التخطيط المالي للبورصات:

- تساعد الحسومات المتدرجة البورصات على إدارة التزاماتها المالية عن طريق وضع حد أقصى لدفعات الحسومات عند مستويات معينة من الحجم.
- تطبيق اسلوب النسب المئوية الفعلية الدقيقة قد يجعل من الصعب على البورصات التنبؤ بنفقات الحسومات والتحكم فيها.

4. التطبيق الموحد:

- قد يكون تحديد نسبة دقيقة عادلة تنطبق بشكل موحد عبر ظروف السوق المختلفة وأنواع الأوراق المالية أمراً صعباً.
- يجب معايرة النسبة المئوية الدقيقة بعناية لتحقيق التوازن بين مصالح كل من صانعي السوق والبورصات.

ثالثاً – حساب الحسومات Rebates في ظل التقلبات الاستثنائية للسوق

استخدام متوسط حجم التداول اليومي (ADTV)

في حين أن الممارسة القياسية للحصول على الحسومات Rebates تنطوي على تلبية عتبات محددة من حجم التداول. إلا أنه، في حالة ارتفاع السوق على نحو استثنائي، يكون تحقيق هذا الحد الأدنى أمراً صعباً للغاية، وبالتالي قد يعجز صانع السوق عن تلبية النسبة التي تؤهله للحصول على الحسم. وقد تستخدم البورصات متوسط حجم التداول اليومي (ADTV) أو تقوم بإجراء تعديلات أخرى خلال ظروف السوق المتقلبة لضمان العدالة. وهذا يوفر لصانعي السوق المزيد من المرونة والاستقرار، مما يساعدهم على الحفاظ على توفير السيولة دون التعرض بالتبعية لتداعيات غير مبررة أثناء الارتفاعات الاستثنائية للسوق. وتوفر دفاتر القواعد وجدول التسعير الخاصة بالبورصات ذات الصلة توضيحاً تفصيلياً لهذه السياسات.

متوسط الحجم اليومي (ADV) والتعديلات الأخرى:

التقلبات وظروف السوق

- قد تستخدم بعض البورصات ADTV الخاص بصانعي السوق كأساس لحساب الحسومات، مما يزيل الحالات الشاذة الناجمة عن ارتفاعات السوق.

- قد تقوم البورصات بتعديل ما تطبقه من معايير استحقاق الحسم استجابة لظروف سوق استثنائية قاسية، لضمان عدم معاقبة صانعي السوق بشكل غير مبرر. على سبيل المثال، خلال فترات التقلبات العالية، قد تخفض البورصات مؤقتاً عتبات الحد الأدنى لحجم التداول أو تستخدم مقاييس الحجم المتوسط لتحديد أهلية صانعي السوق لاستحقاق الحسم.

- قد تطبق البورصات تعديلات تقديرية: لدى بعض البورصات سياسات تقديرية تسمح لها بتعديل حسابات الحسوم أو تقديم استثناءات لصانعي السوق في ظل ظروف محددة. وعادة ما يتم تفصيل هذه السياسات التقديرية في قواعد البورصة أو جداول التسعير، مما يوفر المرونة المطلوبة للاستجابة لظروف السوق غير العادية.

الأمثلة والمراجع:

1. قواعد ناسداك وبورصة نيويورك:

توفر البورصات مثل NYSE وNASDAQ معلومات مفصلة حول كيفية حساب الحسومات وأي تعديلات قد يتم تطبيقها. على سبيل المثال، يتضمن جدول التسعير في بورصة ناسداك وبورصة نيويورك مستويات مختلفة وتعديلات محتملة بناءً على ظروف السوق. مثال ذلك:

A. الحسومات المتدرجة وتعديلات القيمة السوقية المتوسطة: قد تستخدم بعض البرامج القيمة السوقية المتوسطة كخط أساس لتعديل التوقعات لصناع السوق. إذا زادت القيمة السوقية المتوسطة بشكل كبير بسبب تقلبات السوق، فقد يتم أيضاً تعديل حدود كسب الحسومات لتعكس ظروف السوق الجديدة.

B. أحكام خاصة لتقلبات السوق: قد تنفذ البورصات أحكاماً خاصة أو تعديلات مؤقتة لهياكل الحسومات خلال أوقات التقلبات العالية. يمكن أن يشمل هذا تخفيف متطلبات معينة أو تقديم حوافز إضافية لتشجيع صناع السوق على الاستمرار في توفير السيولة، حتى عندما تكون ظروف السوق صعبة. C. المرونة في حسابات الحسومات: قد تدمج بعض البرامج المرونة في حسابات الحسومات الخاصة بها، مما يسمح بالتعديلات بناءً على ظروف السوق.

- NASDAQ Rulebook: [NASDAQ Equity

Rules](<https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-equity-7>)

- NYSE Pricing: [NYSE Trading Fees](<https://www.nyse.com/markets/nyse/trading-info/fees>)

2. ملفات وتعليقات هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC)

توضح الوثائق والتقارير المقدمة إلى هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) سعي البورصات للتعامل مع ظروف السوق القاسية وما إذا كانت تتضمن أحكاماً لاستخدام مقاييس مثل ADTV. الممارسات الحالية

A. هياكل الحسم وتعديلات متوسط السعر اليومي: تستخدم بورصة لندن، مثل البورصات الرئيسية الأخرى، هياكل حسم متعددة المستويات بناءً على أحجام التداول وتوفير السيولة. وخلال فترات التقلبات الكبيرة في السوق، قد تعدل بورصة لندن معايير الحسم، بما في ذلك استخدام متوسط السعر اليومي كمعيار مرجعي. ويساعد هذا التعديل في تحديد عتبات واقعية تأخذ في الاعتبار زيادة نشاط السوق، مما يضمن عدم معاينة صناع السوق بشكل غير عادل لفشلهم في تلبية المعايير المعتادة.

B. التدابير المؤقتة: قد تقدم البورصة تدابير مؤقتة أو تعديلات على برامج الحسم خلال فترات النشاط المرتفع في السوق. يمكن أن تشمل هذه التدابير تخفيف متطلبات معينة، أو تقديم حوافز إضافية، أو تعديل حسابات الحسم لتعكس بشكل أفضل بيئة السوق الحالية.

C. المرونة في سياسات الحسم: قد تدمج بورصة لندن والبورصات الأخرى المرونة في سياسات الحسم الخاصة بها لاستيعاب الظروف غير العادية للسوق. ويمكن أن يشمل ذلك، النظر في ارتفاعات حجم التداول على مستوى السوق أو مؤشرات أخرى تشير إلى انحراف عن النشاط الطبيعي للسوق.

3. في ألمانيا، تدير البورصة الرئيسية، بورصة دويتشه، برامج حسم وحوافز لصناع السوق لضمان السيولة والتداول السلس في السوق. خلال فترات النشاط أو التقلبات السوقية المرتفعة بشكل استثنائي، قد يكافح صناع السوق لتلبية عتبات الحجم أو النسبة المئوية المعتادة المطلوبة للتأهل للحصول على الحسومات. في مثل هذه السيناريوهات، قد تفكر البورصات مثل بورصة دويتشه في تنفيذ تعديلات، مثل استخدام متوسط حجم التداول اليومي (ADTV) أو آليات أخرى، للحفاظ على العدالة وتحفيز صناع السوق بشكل مناسب. وعلى غرار بورصة لندن ستوك، تطبق بورصة دويتشه في هذا الصدد هياكل الحسم المتدرجة وتعديلات متوسط حجم التداول اليومي، والتعديلات المؤقتة، والمرونة في برامج الحسم.

4. وعلى ذات المنوال، في اليابان، قد تواجه بورصة طوكيو وغيرها من البورصات اليابانية نفس التحديات سالفة الذكر خلال فترات النشاط السوقي المرتفع بشكل استثنائي. ولمعالجة مثل هذه المواقف وضمان العدالة، قد تلجأ البورصات اليابانية في إجراء تعديلات مثل استخدام متوسط حجم التداول اليومي أو آليات أخرى.
5. ومن الجدير بالذكر أنه أيضاً، خلال فترات النشاط الزائد أو التقلبات الاستثنائية الزائدة في السوق السعودية (تداول)، قد تدرس السوق تنفيذ تعديلات مثل استخدام متوسط حجم التداول اليومي (ADTV) أو آليات أخرى.

رابعاً – الحد الأدنى المطلوب من حضور صناع السوق بالنسبة لصناع السوق، هناك حد أدنى من متطلبات الحضور للحصول على الحسم، ويشير متطلب الحضور هذا عموماً إلى الحفاظ على مستوى معين من الفارق بين العرض والطلب أو توفير السيولة لنسبة معينة من يوم التداول. ومع ذلك، هل هناك حالات يتم فيها إلغاء هذا الشرط عند استيفاء متوسط قيمة التداول اليومي؟

الحالات التي يتم فيها إلغاء الحد الأدنى من متطلبات الحضور للحصول على الحسم عند استيفاء متوسط قيمة التداول اليومية (ADTV) لم يتم توثيقها بشكل صريح في المصادر المتاحة للعامّة. ومع ذلك، غالباً ما تتضمن البورصات أحكاماً لاستيعاب ظروف السوق المختلفة وقد يكون لها سياسات تقديرية تسمح بالمرونة في تلبية متطلبات الحسم.

أمثلة عامة:

– تقدم كل من بورصة ناسداك وبورصة نيويورك هياكل حسم متدرجة بناءً على أحجام التداول. في حين أن ممارساتهما القياسية تتضمن حداً أدنى من متطلبات الحضور، إلا أن هاتين البورصتين قد تقوموا بتعديل هذه المتطلبات بناءً على ظروف السوق، وفقاً لكتب القواعد.

– <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-equity-7> [NASDAQ Equity Rules]

– في بريطانيا، يجوز للبورصات تقديم طلب لإجراء تغييرات مؤقتة على القواعد لضبط متطلبات الحسم، بما في ذلك إلغاء الحد الأدنى من متطلبات التواجد خلال فترات السوق المتقلبة، وفقاً لسجلات قواعد هيئة الأوراق المالية والبورصة (SEC).

– في السوق الألمانية، وخاصة في بورصة دويتشه، يتعين على صناع السوق عادةً تلبية معايير معينة للتأهل للحصول على الحسم، بما في ذلك الحفاظ على الحد الأدنى من الحضور من خلال توفير السيولة المستمرة وفروق العرض والطلب الضيقة. ومع ذلك، قد تكون هناك حالات حيث قد توفر البورصة المرونة في هذه المتطلبات، وخاصة خلال ظروف السوق الاستثنائية.

– في الأسواق اليابانية، مثل بورصة طوكيو للأوراق المالية (TSE)، عادة ما يُطلب من صناع السوق تلبية معايير معينة، بما في ذلك الحد الأدنى من متطلبات الحضور، للتأهل للحصول على الحسم. ومع ذلك، تنفذ البورصات أحياناً سياسات مرنة أو تدابير مؤقتة حيث يمكنها التنازل عن هذه المتطلبات أو تعديلها في ظل ظروف معينة. وقد يكون أحد هذه الشروط عندما يفي صناع السوق بمقاييس محددة أو يتجاوزونها مثل متوسط قيمة التداول اليومية (ADTV).

– والحال بالمثل في السوق السعودية (تداول)، حيث أنه في ظروف السوق الاستثنائية، قد تنظر فيها (تداول) في إجراء التعديل أو الإعفاء من مطلب الحضور.

خامساً – السماح بـ"التداول عند آخر سعر"

في صناعة السوق، يشير مصطلح "التداول عند آخر سعر" إلى إطار زمني محدد في نهاية يوم التداول حيث يتم تنفيذ الأوامر عند آخر سعر تداول. تُستخدم هذه الآلية لضمان قدرة المشاركين على تنفيذ الصفقات بسعر ثابت ومعروف، وعادةً ما يكون آخر سعر تداولت به الأوراق المالية قبل إغلاق السوق.

ويمكن أن يوفر ذلك السيولة ويساعد المشاركين في السوق على الدخول أو الخروج من المراكز في نهاية جلسة التداول دون التأثير بشكل كبير على سعر السوق. في الولايات المتحدة، يُسمح لصناع السوق عمومًا بالتداول خلال فترة "التداول عند آخر سعر"، ولكن هناك قواعد ولوائح محددة تحكم هذا النشاط. يتم تحديد هذه اللوائح من قبل البورصات والهيئات التنظيمية مثل لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) وهيئة تنظيم الصناعة المالية (FINRA).

في المملكة المتحدة، يُسمح لصناع السوق بالتداول خلال فترة "التداول عند آخر سعر"، ولكن كما هو الحال في الولايات المتحدة، يخضع هذا النشاط لقواعد ولوائح محددة. تحدد هيئة السلوك المالي (FCA) وبورصة لندن (LSE) هذه القواعد لضمان التداول العادل والمنظم.

في ألمانيا، يُسمح لصناع السوق بالتداول خلال فترة "التداول عند السعر الأخير"، لكن هذا النشاط تنظمه هيئة الرقابة المالية الفيدرالية الألمانية (BaFin) والبورصات المعنية، مثل بورصة فرانكفورت Deutsche Börse. ويجب على صناع السوق في ألمانيا الالتزام بالقواعد التي تضمن بقاء السوق عادلاً ومنظماً.

في المملكة العربية السعودية ودبي، يُسمح لصناع السوق عمومًا بالتداول خلال فترة "التداول عند السعر الأخير"، لكن يجب عليهم الامتثال للوائح والقواعد المحددة التي وضعتها السلطات الرقابية المالية الخاصة بكل منهما. وفي كلا السوقين، تهدف الأطر التنظيمية إلى ضمان مساهمة صناع السوق في سوق منظم وفعال مع منع أي شكل من أشكال التلاعب بالسوق أو ممارسات التداول غير العادلة.

سادساً – هل من الممكن أو من العملي إيجاد سوق ثالثة بعمولات أعلى للأسهم ذات السيولة المنخفضة؟ قد يكون إيجاد سوق ثالثة بعمولات أعلى للأسهم ذات السيولة المنخفضة وسيلة لمعالجة بعض التحديات المرتبطة بهذه الأسهم، ولكن هناك فوائد ومثالب محتملة يجب وضعها في الحسبان.

الفوائد المحتملة:

– زيادة مشاركة صانع السوق: يمكن للعمولات الأعلى أن تحفز صناع السوق على توفير السيولة للأسهم ذات السيولة المنخفضة، وبالتالي تحسين عمق السوق وتقليل فروق العرض والطلب.
– تحسين التسعير: مع زيادة نشاط صناعة السوق، يمكن أن يصبح تسعير الأسهم ذات السيولة المنخفضة أكثر دقة ويعكس قيمتها الحقيقية.
– جذب المستثمرين: قد تجذب السيولة الأعلى والفروقات الضيقة بين سعري البيع والشراء، المزيد من المستثمرين، مما قد يحسن ظروف السوق لهذه الأسهم.

السلبيات المحتملة:

– زيادة التكاليف بالنسبة للمستثمرين: يمكن للعمولات الأعلى أن تردع المستثمرين عن تداول هذه الأسهم، وخاصة المستثمرين الأفراد، مما يقلل من المشاركة في السوق.
– التحديات التنظيمية والتشغيلية: يتطلب إنشاء هيكل سوق منفصل الموافقة التنظيمية وإعداد البنية الأساسية، والتي يمكن أن تكون معقدة ومكلفة.
– إمكانية تقسيم السوق: قد يخلق السوق الثالث بيئة سوقية مجزأة، مما يؤدي إلى عدم الكفاءة والارتباك بين المستثمرين.

الاعتبارات العملية:

– الموافقة التنظيمية: يتطلب أي تغيير من هذا القبيل موافقة الهيئات التنظيمية المالية ذات الصلة، والتي قد تكون لديها مخاوف بشأن عدالة السوق وحماية المستثمرين.
– هيكل السوق: يجب أن يضمن تصميم السوق الثالث وتنفيذه عدم إحداث تشوهات غير مقصودة في السوق أو إلحاق الضرر ببعض المشاركين في السوق.
– إشراك أصحاب المصلحة: يعد التواصل مع المشاركين في السوق، بما في ذلك صناع السوق والمستثمرين وأصحاب المصلحة الآخرين، أمراً بالغ الأهمية لضمان تلبية التغييرات المقترحة لاحتياجات السوق وتوقعاته.

باختصار، في حين أن فكرة السوق الثالث ذات العمولات الأعلى للأسهم ذات منخفضة السيولة لها فوائد محتملة، إلا أنها تأتي أيضاً مع تحديات وتعقيدات كبيرة. وسيكون التحليل الشامل، بما في ذلك التشاور مع الجهات التنظيمية والمشاركين في السوق، ضرورياً لتقييم جدواها وتأثيرها المحتمل.
سابعاً – خفض العمولات على صناع السوق
خفض عمولات صناع السوق: التطبيق العملي والآثار
قد يكون خفض العمولات لصناع السوق خطوة سياسية عملية ذات تأثيرات محتملة عديدة:
التطبيق العملي:

هيكّل الحوافز: يمكن أن تعمل العمولات المنخفضة كحافز لصناع السوق لتوفير السيولة، وخاصة في الأسهم الأقل سيولة. ويمكن أن يجذب هذا المزيد من صناع السوق، ويعزز المنافسة، ويحسن جودة السوق بشكل عام.
الموافقة الرقابية: يتطلب مثل هذا التغيير موافقة رقابية، وسيحتاج التأكيد من أنه يتماشى مع اللوائح التنظيمية الأوسع للسوق ولا يؤدي إلى ممارسات معادية للمنافسة.
التأثيرات المحتملة:

زيادة السيولة: قد يشجع خفض العمولات لصناع السوق على زيادة نشاطهم، وبالتالي تحسين السيولة في السوق. وقد يؤدي هذا إلى تضيق فروق العرض والطلب وتقدير أفضل للأسعار.
ديناميكيات السوق: قد تجذب السيولة المحسنة والفروقات الضيقة المزيد من المستثمرين، مما يزيد من أحجام التداول والنشاط العام للسوق. وقد يكون لهذا تأثيرات إيجابية على كفاءة السوق وثقة المستثمرين.
الضغوط التنافسية: قد يضغط المشاركون الآخرون في السوق، مثل السماسرة والتجار، من أجل تخفيضات مماثلة، مما يؤدي إلى إعادة تقييم أوسع لهياكل الرسوم في جميع أنحاء السوق.

وفي الختام، قد يكون خفض العمولات لصناع السوق نهجاً عملياً لتعزيز السيولة وكفاءة السوق. ومع ذلك، فإنه يتطلب دراسة متأنية للتأثيرات المحتملة على الإيرادات وديناميكيات السوق والالتزام الرقابي. ومن الواضح أن التعاون مع جميع أصحاب المصلحة، بما في ذلك صناع السوق والهيئات التنظيمية والمستثمرين، أمر بالغ الأهمية لضمان أن تكون هذه السياسة مفيدة ومستدامة.

ثامناً – أتمنى أنظمة المقاصة والفوائد لصناع السوق

إن تطوير البورصات، وخاصة من خلال أتمتة أنظمة المقاصة، يمكن أن يعزز بشكل كبير من كفاءة السوق والسيولة فيه. وبالنسبة لصناع السوق، سوف يقدم هذا التطور العديد من الفوائد، ومنها:

1. تحسين كفاءة وسرعة السوق
- يمكن لأتمتة أنظمة المقاصة تبسيط عملية التسوية، مما يقلل من الوقت المطلوب لتسوية الصفقات ويقلل من مخاطر التسوية.
- يمكن للأتمتة الآلية لإقراض وإقراض الأسهم تسهيل المعاملات بشكل أسرع وأكثر شفافية، مما يسمح لصناع السوق بالاستجابة بشكل أسرع لظروف السوق.

الفوائد لصناع السوق:

- انخفاض التكاليف التشغيلية: تعمل الأتمتة على تقليل العمليات اليدوية، مما يؤدي إلى انخفاض التكاليف التشغيلية وتقليل احتمالات الخطأ البشري.
- زيادة حجم التداول: يمكن لعمليات المقاصة والتسوية الأسرع تحفيز زيادة أحجام التداول، مما يوفر لصناع السوق المزيد من الفرص لتحقيق الربح.

2. تحسين سيولة وعمق السوق

- يمكن لنظام المقاصة الآلي التعامل مع حجم أكبر من المعاملات بكفاءة، مما يضمن قدرة صناع السوق على الوصول إلى السيولة التي يحتاجون إليها.
- يمكن أن تعمل أتمتة إقراض واقتراض الأسهم على تعزيز عمق السوق من خلال تسهيل بيع أو تغطية المراكز على صناع السوق، وبالتالي المساهمة في تحديد الأسعار بشكل أفضل.
- الفوائد لصناع السوق:
- تعزيز توفير السيولة: يمكن لصناع السوق توفير السيولة بكفاءة أكبر، والحفاظ على فروق أسعار أكثر إحكاماً والاستفادة من زيادة تدفق التداول.
- إدارة أفضل للمخاطر: يتيح الوصول السهل إلى الأسهم المقترضة لصناع السوق التحوط للمراكز بشكل أكثر فعالية، وإدارة المخاطر المرتبطة بتقلب الأسعار.

3. الشفافية والالتزام الرقابي

- يمكن للأتمتة ضمان تتبع المعاملات والإبلاغ عنها بشكل أفضل، وتعزيز الشفافية في عملية المقاصة والتسوية.
- يمكن دمج الأنظمة الآلية مع الأطر الرقابية لضمان الامتثال للوائح السوق ومتطلبات إعداد التقارير.

الفوائد لصناع السوق:

- الالتزام الرقابي: تساعد العمليات المبسطة وإعداد التقارير الآلية صناع السوق على الامتثال للمتطلبات الرقابية بسهولة أكبر، مما يقلل من خطر العقوبات.
- تحسين الثقة: يمكن أن تعمل الشفافية المتزايدة والالتزام الرقابي على تعزيز ثقة المستثمرين وغيرهم من المشاركين في السوق، مما قد يؤدي إلى زيادة المشاركة في السوق وبالتالي زيادة السيولة.

4. زيادة المشاركة في السوق والابتكار

- باستخدام الأنظمة الآلية، يمكن للبورصات تقديم منتجات وخدمات أكثر تطوراً، مثل المشتقات المتقدمة واستراتيجيات التداول المعقدة.
- يمكن أن تجذب القدرة على التكيف بسرعة مع التقنيات الجديدة والتكامل مع الأنظمة المالية العالمية المزيد من المستثمرين المؤسسيين والمشاركين في السوق الدولية.

الفوائد لصناع السوق:

- فرص توسعة السوق: يمكن لصناع السوق الاستفادة من المنتجات والخدمات الجديدة لتنويع استراتيجيات التداول الخاصة بهم وزيادة تدفقات الإيرادات المحتملة.
- الميزة التنافسية: يمكن للتبني المبكر للأنظمة المتقدمة أن يمنح صناع السوق ميزة تنافسية من حيث السرعة والكفاءة والقدرة على تقديم أسعار أفضل.

تاسعاً – أضواء على برنامج مقترح لتوعية المؤسسات في بورصة الكويت
برنامج توعية المؤسسات في بورصة الكويت يهدف إلى تعزيز المعرفة المؤسسية والمشاركة في
الأدوات المالية وصناعة السوق. ويركز البرنامج على زيادة فهم المؤسسات للأدوات المالية المختلفة،
وتزويد المشاركين بالمهارات والمعرفة اللازمة للمشاركة الفعالة في الأسواق المالية، وتعزيز كفاءة
السوق من خلال فهم أعمق لصناعة السوق والالتزام بالبيئة التنظيمية. ويشمل المستهدفون بالبرنامج
كلًا من المستثمرين المؤسسيين، مدراء الصناديق، المحللين الماليين، مسؤولي الالتزام، والهيئات
الرقابية.

يشتمل هيكل البرنامج على تقييم أولي لتحديد مستويات الوعي والفجوات المعرفية، وورش عمل
وندوات تعليمية تشمل مقدمة في الأدوات المالية وشرح لصناعة السوق، إلى جانب ندوة حول البيئة
التنظيمية في الكويت. بالإضافة إلى ذلك، تتضمن جلسات التدريب العملي تمارين محاكاة تداول،
وتدريب على التحليل الفني، وإدارة المخاطر، بالإضافة إلى استضافة لجان من الخبراء والمتحدثين
لمناقشة الاتجاهات الناشئة وأفضل الممارسات في السوق.

ويتعين تنظيم فعاليات التواصل لتسهيل فرص التواصل بين المشاركين، مع توفير موارد تعليمية
شاملة عبر بوابة إلكترونية للتعليم المستمر. ذلك، على ان ينتهي البرنامج بجمع التعليقات وتحليلها
لتحسين البرامج المستقبلية، ويتضمن ميزانية مخصصة وتخطيط شامل للموارد. اما فيما يتعلق
بالتقييم فيتعين أن يشمل استطلاعات لقياس مستويات الوعي ورضاء المشاركين، مع متابعة طويلة
الأمد لمشاركة المؤسسات في أنشطة صناعة السوق.

عاشراً – منح مميزات لصناع السوق

وذلك عن طريق تحديد حد معين من حجم التداول لصانع السوق مع تأهيله لتلقي خصومات عند
تحقيقه لإجمالي قيمة تداول فوق هذا الحد، على سبيل المثال، إذا قام صانع السوق بالتداول عند 10
ملايين دينار كويتي أو أكثر على سهم خلال الشهر، فيحصل على خصم (على سبيل المثال، 90%)، حتى
لو كان يتداول عند الحد الأدنى المطلوب وهو 10%.