

الشروط الفنية والمالية لصانع السوق في بورصة الاوراق المالية

أ.م.د. علي حسين كعود خلف الجميلي

كلية الحقوق / جامعة تكريت / العراق

alialjumaily2@gmail.com

Technical and financial conditions for the market  
maker in the stock exchange

Dr. Ali Hussein Kaood Khalaf Al -Jumaily

College of Law / University of Tikrit / Iraq

المستخلص/ يعد صانع السوق احد الجهات المهمة داخل سوق الاوراق المالية, والذي تعتمد عليه السوق بشكل كبير في استعادة توازن العرض مع الطلب لمنع انهيار السوق من خلال توفير مستثمر (مشتري) للأوراق المالية التي لا يكون هنالك اقبال للشراء عليها, او عن طريق بيع الاوراق المالية بما يحقق سيولة تساعد في استقرار اوضاع السوق, ونظراً لهذه الاهمية الكبيرة, فان عمل صانع السوق يتطلب قانوناً عدة شروط لكي يؤدي عمله بالشكل الصحيح, وهذه الشروط تتمثل بالجوانب الفنية والمالية . **الكلمات المفتاحية:** صانع السوق, سوق الاوراق المالية, العرض والطلب, الشفافية, الخبرة, الملاءة المالية .

**Abstract /** The market maker is one of the important parties within the stock market, on which the market relies heavily in restoring the balance of supply with demand to prevent the market collapse by providing an investor (buyer) for securities that there is no interest for buying it , or by selling securities including It achieves liquidity that helps in stabilizing market conditions, and in view of this great importance, the work of the market maker requires several legal conditions in order to perform his work properly, and these conditions are represented by the technical and financial aspects. **Key words** Market maker - stock market - supply and demand – transparency- experience – Solvency

**المقدمة/** اضحت سوق الاوراق المالية احد الركائز الاساسية في تنمية وتطوير اقتصاديات اغلب الدول من خلال العرض والطلب على الاوراق المالية المقيدة داخل السوق مما ينجم عنه منافسة بين الشركات المدرجة محاولة كل منها استقطاب المستثمرين على اوراقها المدرجة وتحقيق اكبر قدر من الارباح, إلا أن عملية التوازن بين قوى العرض والطلب عملية ليست بالأمر السهل, إذ يترتب على عدم توازنها مضاربات غير صحيحة وعدم توازن في الاسعار داخل السوق, وهذا كله



دفع الحاجة الى تشكيل كيان جديد في السوق يدعى (صانع السوق) ليقوم بدور كبير في موازنة العرض مع الطلب وتحقيق السيولة, والمحافظة على اسعار الاسهم وتسعيرها .  
اولاً- أهمية موضوع الدراسة : تكمن أهمية موضوع البحث من الناحية القانونية في تحليل ومناقشة وضعية النصوص القانونية التي اوردها التشريعات المقارنة والمتعلقة بالموضوع بشكل مباشر , وكذلك الكشف عن النقص التشريعي في قانون سوق الاوراق المالية العراقي , ومحاولة التوصل الى افضل الحلول لسد هذا النقص.

ثانياً- اسباب اختيار موضوع: ان اهم الاسباب التي دفعتنا لاختيار البحث تتلخص بالآتي:-

- ١- موضوعات سوق الاوراق المالية من المواضيع الهامة الحيوية التي تلامس واقع اقتصاديات اغلب الدول, وتناول كل جزئية بالبحث والتفصيل تنعكس بالإيجاب على تطوير السوق بما يواكب التطورات في الاسواق العالمية .
- ٢- الدور الفاعل لصانع السوق والذي يعد المحرك الاساسي في تحقيق توازن قوى العرض والطلب في سوق الوراق المالية, وايضاً محافظة على سعر السوق وتزويده بالسيولة اللازمة لمنع المضاربات غير المشروعة .

ثالثاً- مشكلة الدراسة:- تتمحور اشكالية الدراسة من خلال إجابة عن التساؤلات الآتية :-

- ١- من هو صانع السوق؟ وماهي اهميته في بورصة الاوراق المالية؟
  - ٢- ما هي شروط صانع السوق التي يجب ان تتوفر به لغرض ممارسة النشاط التجاري في بورصة الاوراق المالية؟
  - ٣- النقص التشريعي في قانون سوق الاوراق المالية العراقي في تنظيم عمل صانع السوق كل هذه التساؤلات وما يثيرها من اشكالية سوق نحاول الاجابة عنها في بحثنا .
- رابعاً- منهجية الدراسة:- اعتمدنا في دراستنا هذه على المنهج التحليلي المقارن: من خلال تحليل النصوص بين القانون الاماراتي والقانون الكويتي مع الاستئناس ببعض تشريعات الدول الاخرى, واعتمدنا اسلوب التحليل من خلال قراءة النصوص التشريعية والتعليق عليها محاولة منا لتطبيق قواعد صانع السوق ضمن قانون سوق الاوراق المالية العراقي رقم (٧٤) لسنة ٢٠٠٤
- خامساً- هيكلية الدراسة:- لغرض الاجابة عن التساؤلات المطروحة فقد اعتمدت الخطة البحثية التي تتكون من ثلاثة مباحث, نتناول في المبحث الاول (مفهوم صانع السوق), اما المبحث الثاني فيكون عن (الشروط الفنية اللازمة لصانع السوق) , ويكون المبحث الثالث عن (الشروط المالية اللازمة لصانع السوق) , وذلك وفق الآتي:- المبحث الأول/ مفهوم صانع السوق .المبحث الثاني/ الشروط الفنية اللازمة لصانع السوق .المبحث الثالث/ الشروط المالية اللازمة لصانع السوق .

## المبحث الاول

### مفهوم صانع السوق

نظراً لتذبذب اوضاع سوق الأوراق المالية وعدم وجود توازن بين قوى العرض والطلب والذي ينتج عنه مضاربة غير صحيحة , وتخلخل في اسعار الاسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية بشكل لا يتناسب ومستوى ادائها او لا يتناسب مع القيمة الحقيقية لأسعار اصولها, ومن هذا المنطلق ضهرت فكرة صانع السوق ليقوم بدور فعال بموازنة قوى العرض والطلب في سوق الأوراق المالية, ولحفاظ على اسعار الاسهم المدرجة وتسعيرها, ولتحقق السيولة لمنع انهيار السوق والاسهم, وإزاء ما تقدم سوف نبين تعريف صانع السوق فقهاً وقانونياً ثم نبين اهميته كما في المطلبين الآتيين: **المطلب الاول : تعريف صانع السوق. المطلب الثاني : أهمية صانع السوق .**

### المطلب الاول

#### تعريف صانع السوق

بداية لا بد ان نوضح تعريف صناعة السوق وتمييزه عن تعريف صانع السوق, فقد عرف الفقه صناعة السوق على أنها " النشاط الذي يعتمد بصفة اساسية على بناء محفظة استثمارية متنوعة بهدف التعامل بالأوراق المالية من خلال تقديم اسعار مستمرة لشراء وبيع للورقة المالية من اجل خلق التوازن سعري من خلال زيادة سيولة هذه الورقة المالية"<sup>(١)</sup>, وعرفها آخرون بأنها " الالتزام بتوفير نسبة معينة من السيولة خلال تنفيذ صفقات التداول بهدف موازنة السوق واعادة التوازن بين العرض والطلب"<sup>(٢)</sup>, اما تعريف صانع السوق فقد عرفه الفقه على انه " مؤسسة تمارس نشاط التداول (وقد يكون مستثمر) تقوم بموازنة تعاملات عملائه وفق آليه تشمل موازنة هذه التعاملات والتحوط المالي عن طريق توفر السيولة المطلوبة ورأس المال حسب تقديراته المالية والفنية, وايجاد العلاقة بين صانع السوق والعملاء مبنية بشكل اساسي على التأثير بين قوى العرض والطلب"<sup>(٣)</sup>, وعرفه آخرون بأن " صناع السوق هم جهات مرخص لها للعمل

(١) د.نغم حسين نعمة طه احمد عبد السلام , اليات ودور صناع السوق في سوق العراق للأوراق المالية, بحث منشور في مجلة دراسات محاسبية ومالية ,المجلد الثالث عشر ,العدد ٤٥ , تصدر عن المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية لسنة ٢٠١٨, ص ٣٢.

(٢) د.همام القوسي , تأثير التزامات صانع السوق تجاه بورصة الكويت للأوراق المالية على اعادة توازن العرض مع الطلب :دراسة مقارنة مع نظام بورصتي ناسداك ونيويورك, بحث منشور في مجلة كلية القانون الكويتية العالمية ,السنة السابعة ,العدد ٢, العدد التسلسلي ٢٦ , ٢٠١٩, ص ٤٦٢.

(٣) د.نغم حسين نعمة والخبير طه احمد عبد السلام , مصدر سابق, ص ٣٢.



باستمرار على تحديد السعر سهم معين وهو متخصص به او اكثر بهدف تحقيق طلب وعرض (سيولة) دائمة ومستمرة على ذلك السهم او تلك الاسهم<sup>(١)</sup> يتبين لنا مما تقدم أن صانع السوق كون شخصاً معنوياً او طبيعياً يمارس نشاط (صناعة السوق) من أجل تحقيق الموازنة بين الطلب والعرض وتوفير السيولة في سوق الاوراق المالية عن طريق تسعير الاسهم وفق ضوابط وتعليمات السوق ,اي بمعنى اخر ان محل عمل صانع السوق هو( صناعة السوق) .

وحرري بنا ان نستعرض موقف التشريعات من تعريف صانع السوق , فعند رجوعنا الى القانون المؤقت لأسواق الاوراق المالية العراقي رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ لم نجد تعريف لصانع السوق وهذا نقص يجب تلافيه, ولكن لا ننكر ان ثمة اشارة بسيطة تشير الى مفهوم صانع السوق في الفقرة (ب) من المادة الثالثة من القسم الثاني التي جاء فيها " لا يقوم الوسيط او الشخص المؤثر في العمل ... نجد في هذه المادة ان مصطلح الشخص المؤثر في العمل في سوق الاوراق المالية يشير الى صانع السوق وذلك لأنه يعد الشخص المؤثر في السوق , لذا نقترح ضرورة ايراد تعريف لصانع السوق في القانون المؤقت لاسواق الاوراق المالية كالاتي " صانع السوق هو الشخص المعنوي الحاصل على ترخيص من السوق لموازنة العرض والطلب عن طريق ضخ السيولة وتحديد اسعار الاسهم وفقاً لضوابط وتعليمات السوق" اما بالنسبة لموقف التشريع الاماراتي فقد جاءت ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي لسنة ٢٠١٨ بتعريف واضح لصانع السوق ولصناعة السوق في المادة الاولى التي جاء فيها صناعة السوق "النشاط الذي يعتمد بصفة اساسية على توفير اسعار مستمرة لشرء وبيع ورقة مالية معينة بغرض زيادة سيولة هذه الورقة المالية وفقاً لأحكام هذه الضوابط " وفي المادة ذاتها عرفت صانع السوق " هو الشخص الاعتباري المرخص له او الحاصل على موافقة السوق لمزاولة نشاط صناعة السوق " أذ يتبين لنا ان المشرع الاماراتي جاء بتعريف لصناعة السوق الذي تعد محلاً لعمل صانع السوق الذي وصفه بالشخص الاعتباري الذي يمارس نشاط صناعة السوق , اما ضوابط صانع السوق لسوق ابو ظبي المالي لسنة ٢٠١٨ فقد كانت مشابهة تماماً لضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي<sup>(٢)</sup> .

(١) ( د.رمضان الشراح , صناع السوق التجربة الكويتية , بحث منشور على الموقع الالكتروني [www.marketmakers.gov.ae](http://www.marketmakers.gov.ae) بتاريخ اخر زيارة ٢٠٢٢/٨/١ .

(٢) نصت المادة الاولى من ضوابط صانع السوق لسوق ابو ظبي المالي لسنة ٢٠١٨ على " صناعة السوق "النشاط الذي يعتمد بصفة اساسية على توفير اسعار مستمرة لشرء وبيع ورقة مالية معينة بغرض زيادة سيولة هذه الورقة المالية وفقاً

أما ما يخص موقف التشريع الكويتي فقد جاءت المادة الأولى من قانون رقم ٧ لسنة ٢٠١٠ بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية بتعريف لصانع السوق بأنه " الشخص الذي يضمن توفير قوى العرض والطلب على ورقة مالية أو أكثر طبقاً للضوابط التي تضعها الهيئة " اذ يتبين لنا من النص ان المشرع الكويتي لم يحدد صانع السوق شخصاً طبيعياً او معنوياً عكس المشرع الاماراتي الذي حدد صانع السوق بالشخص المعنوي لما له من أهمية في سوق الأوراق المالية من ناحية الملائمة المالية والثقة العالية والتقنية الفنية ومن ناحية اخرى تحديد كون صانع السوق شخصاً معنوياً يعزز من كفاءة العمل في السوق .

### **المطلب الثاني**

#### **أهمية صانع السوق**

تتجسد أهمية وجود صانع السوق في سوق الأوراق المالية بموازنة قوى العرض والطلب, ذلك بسبب تذبذب في اسعار الاسهم المدرجة في السوق لدرجة كبيرة , اذ اصبحت تتسم تلك التذبذبات في السوق بالحدة والقوة , سواء لأسباب واقعية ام مستتده على مبررات غير منطقية بحيث لا تتناسب مع مستوى أدائها وقيمتها الفعلية<sup>(١)</sup>, لذا على صانع السوق ان يقوم بدوره في توازن آلية التداول في سوق الأوراق المالية والقضاء على التذبذب في الاسعار ,حتى تتم عمليات التداول في السوق بشكل سريع وكفاء ومتوازن<sup>(٢)</sup>.

و تبلور أهمية وجود صانع السوق في توفير السيولة خصوصاً في حالة عدم توفر أوامر بيع وشراء متطابقة للأسهم بغض النظر عن الاسباب التي أدت الى ذلك , أي أن صانع السوق يقوم بتضييق الفجوة بين سعر البيع والشراء للوصول الى ازدهار السوق , اذ يقوم صانع السوق بتلك العملية عن طريق شراء الاسهم المدرجة في السوق عند انخفاض سعرها وبيعها, و طرحها للتداول بعد تسعيرها او ما يطلق عليها (صناعة السعر) وفق ضوابط السوق, وعند حدوث مضاربة على اسهم تلك الشركات فيرتفع سعرها تلقائياً, لذا لا بد لصانع السوق ان يكون على اتم الاستعداد للشراء والبيع الفوري عندما يتطلب الامر ذلك, اذ ان علاقة صانع السوق مع حركة السوق هي علاقة

لأحكام هذه الضوابط " وفي المادة ذاتها عرفت صانع السوق " هو الشخص الاعتباري المرخص له او الحاصل على موافقة السوق لمزاولة نشاط صناعة السوق "

(١) د. نغم حسين نعمة والخبير طه احمد عبدالسلام, مصدر سابق, ص ٣٣.

(٢) د. همام القوصي, مصدر سابق, ص ٤٦٨.



عكسية<sup>(١)</sup> ونرى متى ما قام صانع السوق بدوره نهضت فرص أوسع للمستثمرين ببيع وشراء الاسهم بصورة مستمرة وسريعة بغض النظر عن عدد تلك الاسهم والحفاظ على سوق مستقر مزدهر وبحركة مستمرة .

نصف الى ما تقدم أن صانع السوق هو جزء لا يتجزأ من عملية التداول في سوق الاوراق المالية نظراً لأهمية دوره الجوهرية في توازن العرض والطلب وجعل السوق في حركة مستمرة وسريعة , , إذ أن وجوده في السوق ليس مؤقتاً وإنما دائم<sup>(٢)</sup> , أن علة دوام صانع السوق هو لدوام استقرار السوق, لقدرتة على جعل عجلة التداول مستمرة في سوق الاوراق المالية<sup>(٣)</sup> .

والجدير بالذكر أن صانع السوق يعد أحد الركائز الاساسية للاقتصاد الوطني لما له من أهمية في ازدهار سوق الاوراق المالية وجذب المستثمرين وخاصة صغار المستثمرين, لقدرتة المالية على ضخ السيولة للأوراق المالية بسرعة وسهولة , وإيجاد توازن بين العرض والطلب ليحد من تقلب اسعار الاسهم المتذبذب , لذا يحتفظ سوق الاوراق بحالة من الاستقرار<sup>(٤)</sup> .

أن خلق عملية التوازن في سوق الاوراق يتم عن طريق (صناعة السعر) وهي إعادة تسعير الاوراق المالية بشكل دوري ومستمر وحقيقي غير وهمي , أي يلتزم بتسعير الاوراق المالية التي يصنع سوقها في كل يوم من ايام التداول, عبر الشاشات المخصصة لنشر الاسعار<sup>(٥)</sup> .

والسؤال الذي يطرح نفسه هل حرية صانع السوق مطلقة ام مقيدة بتحديد سعر الورقة المالية التي يقوم بصناعة سوقها ؟ فإن صانع السوق حريته مقيدة بالحدود السعرية التي يفرضها السوق قياساً بسعر الاقفال السابق , ومقيد ايضاً بالحد الاعلى والادنى لسعري البيع والشراء لربحه , إذ تتم هذه العملية من خلال وضع سعريين للورقة المالية التي يقوم بصناعة سوقها ويتم الاعلان عن ذلك عبر شاشات التسعير , فيرضى

(١) مراد محمود المواجدة , بحث منشور في مجلة الشارقة للعلوم القانونية , المجلد ١٧ , العدد ١ , ٢٠٢٠ , ص ١٠٥ .  
(٢) بدر البلوي , من هو صانع سوق الاسهم السعودي , مقالة منشوره على الموقع الالكتروني [www.alphabeta.argaam.com](http://www.alphabeta.argaam.com) تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٢/٨/٣ .

(٣) مراد محمود المواجدة , مصدر سابق , ص ١٠٥ .

(٤) د. رمضان الشراح , مصدر سابق , ص ٣ .

(٥) مراد محمود المواجدة , مصدر سابق , ص ١٠٤ .

ان يبيع او ان يشتري في هذا الحدود ,من اجل ان تتم موازنة قوى العرض والطلب في السوق من جانب ومن جانب اخر ليحقق هامش ربحي له <sup>(١)</sup>.

### المبحث الثاني

#### الشروط الفنية اللازمة لصانع السوق

أن التعامل بسوق الأوراق المالية هو عبارته عن فن وعلم له قواعده وشروطه واصوله, وان صانع السوق باعتباره احد مكونات سوق الأوراق المالية و لما له من اهمية كبيرة في سوق الأوراق المالية, يتطلب لأداء وظيفته توفر شروط فنية معينة, منها ما يتعلق بشرط الافصاح والشفافية ضرورة ان تتوفر لديه الخبرة الفنية لتحليل الاقتصاد والسوق , واخيراً لا بد ان يتمتع بخبرة باستخدام البرامج الالكترونية لتمكنه من اداء مهمته بكل يسر ودقة ووضوح ,وازاء ما تقدم سوف نتناول تلك الشروط في ثلاثة مطالب **الاول:الشفافية والافصاح.المطلب الثاني : الخبرة الفنية لتحليل الاقتصاد والسوق.المطلب الثالث : الخبرة الالكترونية.**

#### المطلب الاول

##### الشفافية والافصاح

يعد مبدأ الشفافية والافصاح من الشروط الفنية للالزمة توافرها لدى صانع السوق ,لذلك لا بد لنا ان نستعرض مفهوم الشفافية و مفهوم الافصاح ثم نبين اهمية هذا الشرط الواجب التوفر لدى صانع السوق كالآتي:-

١-**تعريف مبدأ الشفافية:** معنى الشفافية هي " قيام الشركات والجهات بتوفير البيانات والمعلومات والتقارير للمساهمين والمستثمرين والقائمين على سوق الأوراق المالية وفقاً لمركز مالي حقيقي يمكنهم من تحديد النشاط الحالي والمستقبلي للشركة او الجهة من خلال تحديد اقتصاديات العمليات التي تجريها ,مع بيان الايضاحات اللازمة لهذه المعلومات والبيانات والتقارير , وفقاً لمعايير محاسبية سليمة معترف بها, مع حق الشركة او الجهة في حجب المعلومات والبيانات التي يكون من شأن تمكين الغير من الاطلاع عليها الاضرار بمركز الشركة او الجهة" <sup>(٢)</sup> , يتبين لنا من هذا التعريف ان الشفافية تعد شرط يقع على عاتق الشركات والجهات الاخرى المعنية التحلي به , لكون الشفافية وعدالة البورصة هي المفتاح الاساسي والمعياري لثبات سلامة السوق, ولكي تكون

(١) د همام القوسي, مصدر سابق, ص ٤٨٣.

(٢) د. عصام حنفي محمود, التزام الشركات بالشفافية والافصاح, دار النهضة العربية, مصر, ٢٠٠٦, ص ٧.



الشفافية بأبهى صورها لابد ان يكون التعبير عن المعلومات والبيانات والتقارير خاليا من الغش والتدليس او التضليل.

٢- **تعريف مبدأ الإفصاح:** هو عبارة عن "نشر البيانات والمعلومات والتقارير والتي تكون ركيزة نحو اتخاذ المستثمرين الحاليين والمحتملين القرارات الاستثمارية الصائبة, والإعلان عنها وحملها للجميع وللجهات الرقابية, بالوسائل التي حددها القانون وجميع الوسائل التكنولوجية الحديثة التي تمكنهم من الاطلاع عليها بسرعة ويسر, وبصفة دورية وكذلك في الحالات الاستثنائية الطارئة التي تتعرض لها الشركة او الجهة المتعلقة بها هذه البيانات والمعلومات والتقارير"<sup>(١)</sup> يتبين لنا ان الإفصاح يعد من الشروط الفنية اجبة التوفر لدى صانع السوق, لما له من الاهمية للمستثمر لاتخاذ قرار الانضمام لسوق الاوراق, وان الإفصاح يتضمن الاعلان والنشر عن البيانات والمعلومات والتقارير بجميع الوسائل التكنولوجية الحديثة بصفة دورية وتشمل كذلك الإفصاح عن المعلومات بالحالات الاستثنائية ايضاً.

٣- **أهمية التزام صانع السوق بشرط الشفافية والإفصاح:** أن أهمية التزام صانع السوق بشرط الشفافية والإفصاح يتجلى بحماية المستثمرين وخاصة الصغار منهم ممن لا يتوفر لديهم المعلومات سوى المتاحة للجميع في مواجهة المستثمرين الكبار الذين يملكون معلومات متميزة ودقيقة وهامة مما يؤدي الى تحقيق ارباح طائلة على حساب صغار المستثمرين<sup>(٢)</sup>, اذ ان التزام صانع السوق ببذل المزيد من الجهد للحصول على معلومات غير المتاحة للجميع في السوق والإفصاح عنها بشفافية مما يساعد صغار المستثمرين على ابرام الصفقات مما يؤدي الى خلق روح التنافس في السوق, اذ ان المستوى العالي من الشفافية والإفصاح يعني ان هنالك زيادة في المعلومات المتاحة لكل المتعاملين بالسوق وبالتالي نصل الى سوق عادلة وآمنة, حتى لا ينفرد كبار المستثمرين بمعلومات تحقق لهم ارباح على حساب صغار المستثمرين<sup>(٣)</sup>, أما اذا لم يلتزم صانع السوق بشرط الإفصاح والشفافية نكون بصدد شفافية ناقصة "من خلال الإفصاح الغير كامل" ويكون بعض المتعاملون في السوق لديهم معلومات اكثر من غيرهم, ونكون

(١) جمال عبد العزيز العثمان, الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة, دار النهضة العربية, مصر, ٢٠١٠, ص ١٢٤.

(٢) د.صفوت عبد السلام عوض الله, الشفافية والإفصاح والاثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية, بحث منشور في مجلة كلية الشريعة والقانون بجامعة الامارات العربية المتحدة وغرفة التجارة وصناعة دبي, المجلد الخامس, غرفة تجارة دبي, ٢٠٠٧, ص ٢٠١٧.

(٣) د. محمد احمد سلام, مصدر سابق, ص ٥٨.



بالتالي امام مستثمرين يستغلون معلومات خاصة ويبرمون صفقات على حساب المتعاملون الاخرين الذي لا تتوفر لديهم تلك المعلومات مما يؤدي الى عدم عدالة السوق وبالتالي ينفر المتعاملون الصغار او الجدد من السوق وتتعدم الثقة به<sup>(١)</sup>. والسؤال الذي يطرح نفسه ماهي تلك المعلومات التي يلتزم صانع السوق بالإفصاح عنها بشفافية؟ وما هو نطاق تلك المعلومات؟ للإجابة عن هذا التساؤل فقد عرف الفقه المعلومات واجبة الافصاح عنها بشفافية هي "تلك البيانات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة ,وبالجهات المصدرة لها, وبالظروف الاخرى المحيطة بتلك الاوراق وبالبورصة, سواء منها المحلية ام الاقليمية ام الدولية, والتي يكون لها تأثير في اسعار تلك الاوراق ارتفاعاً او انخفاضاً"<sup>(٢)</sup> ونرى ان هذا التعريف وضح المقصود بالمعلومات واجبة الافصاح عنها بشفافية من قبل صانع السوق واعطى اشارة واضحة عن الظروف المحيطة بالأوراق المالية المتداولة بالسوق وعن وضع الجهات المصدرة لأوراق والتي يكون لهذه الظروف والايضاح تأثير على اسعار الاوراق المالية انخفاضاً او ارتفاعاً.

اما فيما يتعلق بنطاق المعلومات واجبة الافصاح عنها بشفافية من قبل صانع السوق , فإن من حق المساهمين بشكل خاص وكل ذي مصلحة يقرها القانون بشكل عام الاطلاع على المعلومات والبيانات المتعلقة بالجهات المصدرة لأوراق المالية ,إلا ان ذلك الحق في الاطلاع على تلك المعلومات ليس على اطلاقه ,وانما ينصدم بحق الشركات بالحفاظ على سرية بعض البيانات المتعلقة بأنشطتها واعمالها التي تمس مصلحتها ,وعليه ان حدود الافصاح عن المعلومات بشفافية من قبل صانع السوق يقف عندما يتعلق الامر بسرية تلك المعلومات<sup>(٣)</sup> , متى ماكان الافصاح عن تلك المعلومات سيؤدي الى ضرر خطير بمصالح الجهة المصدرة لأوراق المالية ,إلا ان تلك الجهات المصدرة لأوراق ليست حره بالاحتفاظ بالمعلومات دون قيود او ضوابط, فهي محكومة ابتداءً بالتشريعات المنظمة لها, وبالجهات الرقابية التي تقرها الحكومة عليها وعلى

(١) د صفوت عبد السلام ,مصدر سابق, ص ٢٠١٨ ومابعدها.

(٢) جمال عبد العزيز العثمان, مصدر سابق,ص١٣٦.

(٣) مفهوم المعلومة السرية " هي المعلومة المحددة وغير المعلن عنها والتي تتعلق بالموقف الحالي او المستقبلي لاحدى الجهات التي يتم تداول اوراقها المالية في سوق منظم او بتطور اداة مالية او احد الاصول المالية المقبولة في سوق منظمة والتي اذا نشرت لكانت لديها امكانية التأثير على سعر الاداة المالية التي تتعلق بها " ,نقلا عن د.عصام حجاب ,جريمة استغلال المعلومات الداخلية للشركات المساهمة -دراسة مقارنة-بط ١, دار النهضة ,القاهرة, ٢٠١٣,ص٩٤.



انشطتها<sup>(١)</sup>، لكن هنا صانع السوق يصطدم بالتزام قانوني عندما تتضمن تلك المعلومات نشاطات مخالفة للقانون، فهنا على صانع السوق ابلاغ السوق وهيئة الأوراق المالية عن تلك التداولات او المعلومات المخالفة للقانون<sup>(٢)</sup>. اما ما يخص موقف القوانين المقارنة فأنها لم تنص صراحة على شرط الشفافية والافصاح ضمن الضوابط المخصصة لصانع السوق وانما نصت بقانون سوق الأوراق المالية، كالمشرع الاماراتي عندما نص في المادة (٣٣) "يجوز للمجلس الزام اي شخص ذي صلة بانشطة الأوراق المالية - سواء طبيعيا او اعتباريا- بالإفصاح العلني او الخاص بتقديم اية بيانات ذات صلة بنشاطه...<sup>٣</sup>" يفهم ضمناً ان للمجلس الزام صانع السوق بالافصاح، لأنه يعد احد الاشخاص الذي له ارتباط بنشاط الأوراق المالية، إلا ان هناك من التشريعات التي نصت صراحة على هذا الشرط وان كان في سوق الأوراق المالية<sup>(٤)</sup>، الا ان اللائحة التنفيذية لهيئة اسواق المال الكويتي في الفصل العاشر للافصاح والشفافية) المادة ١-٣ نصت على "يسري تطبيق هذه الاحكام على الشركات المدرجة واعضاء مجلس الادارة واعضاء الجهاز التنفيذي وغيرهم من الاشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية ويستثنى من ذلك صانع السوق بالنسبة للاوراق المالية المدرجة التي يزاول نشاطه عليها بهذه الصفة" وبذلك يكون المشرع الكويتي جاء بحكم مخالف للقوانين محل المقارنة السابق ومنع صانع السوق بالافصاح بشفافية ويعود بتقديري ان نظام صانع السوق في الكويت نظام متنافس.

## المطلب الثاني

### الخبرة الفنية لتحليل الاقتصاد والسوق

من الشروط التي يجب على صانع السوق التحلي بها، هي قدرته على التحليل الداخلي للسوق، ليتسنى له القيام بمهمة توازن العرض والطلب في سوق الأوراق المالية، فهنا لا بد لصانع السوق ان يعتمد على معطيات السوق للكشف عن العرض والطلب، فهو لا يعتمد على جمع البيانات الخاصة التي تكشف وضع الشركات ولا يهتم

(١) د. صالح احمد البربري، قواعد الشفافية والافصاح والاشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية، مؤتمر الاسواق المالية والبورصات - آفاق وتحديات، جامعة الامارات، كلية الشريعة والقانون وغرفة تجارة وصناعة دبي، المجلد الخامس ٢٠٠٦، ص ١٨٩.

(٢) د. نغم حسين نعمة والخبير طه احمد عيد السلام، مصدر سابق، ص ٤١.

(٣) قانون هيئة سوق الامارات للأوراق المالية والسلع رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠.

(٤) نصت المادة ٢٧ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على "ان الاشخاص الملزمين بتطبيق مبدأ الشفافية والافصاح في سوق الأوراق المالية هم..... ١٢- نشاط صانع السوق"

بالمعلومات العامة عن الظروف الاقتصادية ثم تحليلها من اجل معرفة القيمة الحقيقية للسهم ,بل يعتمد على تتبع حركة اسعار الاسهم في الماضي وتحديد نمط هذه الحركة ليتمكن من التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار وبالتالي تمكنه من اتخاذ القرار الصائب الذي يحافظ على التوازن في السوق وهذا ما يطلق عليه القدرة الفنية على تحليل الاقتصاد والسوق<sup>(١)</sup> , او كما يطلق عليه دراسة حركة السوق وليس دراسة السلع المتداولة في السوق, الذي يعتمد على رصد وتسجيل جميع البيانات والمعلومات الخاصة بالتداول كتاريخ التداول وسعر التداول وحجم التداول وغيرها -على شكل رسم بياني- لسهم معين او مجموعة اسهم ثم استنتاج من هذه المعلومات التاريخية اتجاه الاسعار بالمستقبل<sup>(٢)</sup> , اما ما يخص طريقة استخدام صانع السوق لخبرته الفنية على تحليل السوق واقتصاده فيتم ذلك عن طريق التحليل الفني للرسم البياني والتحليل الفني الاحصائي<sup>(٣)</sup> ,وبذلك يمكننا القول أن شرط تمتع صانع السوق بالقدرة الفنية على تحليل الاقتصاد والسوق له اهمية كبيرة في اتخاذ قرار موازنة السوق بالوقت المناسب من خلال التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار بناء على معطيات الماضي أن تحلي صانع السوق بشرط القدرة الفنية على تحليل الاقتصاد والسوق له عدة مميزات نستعرضها كالآتي<sup>(٤)</sup>:

- ١- **العلمية في اتخاذ القرارات الاستثمارية:** متى ما تحلى صانع السوق بالقدرة الفنية على التحليل للسوق واقتصاده متى ما كانت قراراته صائبة وعلمية في موازنة السوق ,عن طريق توفير السيولة في حالة انخفاض التداول على الأوراق المالية والعكس صحيح.
- ٢- **سهولة وسرعة تحديد الاتجاه العام لسعر السهم من خلال البيانات التاريخية لسعر السهم:** ان الخبرة الفنية التي يجب ان يمتلكها صانع السوق تسهل وتسرع تحديد الاتجاه العام لسعر السوق من خلال البيانات التاريخية للسهم .

(١) حياة زيد ,دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من اسواق المال العربية ,رسالة ماجستير مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير,الجزائر, ٢٠١٥, ص٨٢.

(٢) عبدالغفار حنفي, الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ,الدار الجامعية,مصر, ٢٠٠٣, ص٢٨١.

(٣) عماد الدين شرابي, اتخاذ قرار الاستثمار في الاسهم بالاعتماد على التحليل الفني-دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC ٤٠ - رسالة ماجستير مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير,جامعة منتوري ,قسنطينة - الجزائر , ٢٠١١, ص٤٦.

(٤) عماد الدين شرابي المصدر نفسة ,ص٧٨.



٣- **الوضوح والبساطة:** ان اشتراط توفر القدرة الفنية لصانع السوق لتحليل الاقتصاد والسوق لتحقيق التوازن بالسوق, يتسم بالوضوح والبساطة اذا ما قورنت بالمنهج التحليلي الاساسي<sup>(١)</sup>.

٤- **سهولة وسرعة الحصول على معطيات السوق:** فمتى ما كان صانع السوق متمتع بشرط القدرة الفنية متى ما كان الحصول على معطيات السوق تتسم بالسهولة والسرعة , وذلك يصب في مصلحة موازنة السوق.

اما بالنسبة لموقف القوانين المقارنة محل الدراسة من ضرورة توفر هذا الشرط, فقد نص قانون صانع السوق الكويتي لسنة ٢٠١٥ على هذا الشرط في المادة الاولى منه على " المساهمة في ايجاد سعر عادل لأسهم الشركات عن طريق تواجد جهات (منها صانع السوق) تقوم بدراسات تتسم بالمهنة العالية قبل القيام بعمليات البيع والشراء "

يتبين لنا ان المشرع الكويتي اشترط ان يتسم صانع السوق بالقدرة الفنية على تحليل الاقتصاد والسوق من خلال ايجاد سعر عادل لاسهم الشركات بناءً على دراسة تتسم بالمهنة العالية قبل القيام بعملية توازن السوق.

اما عن ضوابط بورصة سوق دبي المالي لسنة ٢٠١٨ فقد نصت المادة الثالثة الفقرة الثالثة على " يشترط لمزاولة نشاط صناعة السوق الحصول على ترخيص او موافقة من السوق وفقاً للاثي : توافر الملائمة المالية والكوادر الادارية والفنية المؤهلة اللازمة لمزاولة نشاط صانع السوق وفقاً للشروط والضوابط والمتطلبات التي يضعها السوق ...". كذلك ضوابط دبي اشترطت القدرة الفنية المؤهلة لمزاولة نشاط صانع السوق لما له اهمية كبرى في القيام بهتمته.

ما يخص ضوابط بورصة ابو ظبي فقد جاءت مشابه لبورصة دبي اذ نصت المادة الثالثة الفقرة الرابعة "الحصول على ترخيص من السوق وفقاً للشروط ادناه: ٣- توافر الملائمة المالية والكوادر الادارية والفنية المؤهلة اللازمة لمزاولة نشاط صانع السوق وفقاً للشروط والضوابط والمتطلبات التي يضعها السوق ... ٤- ... والانظمة الفنية اللازمة لمزاولة النشاط وفقاً للمتطلبات والشروط والضوابط التي يضعها السوق". وبذلك

(١) منهج التحليل الاساسي: هو منهج للتنبؤ بسعر السهم يعتمد على دراسة ماكرو اقتصادية واخرى ميكرو اقتصادية, بالنسبة لدراسة الماكرو تتمثل في تحليل كافة الظروف المؤثرة على اداء المؤسسة مثل سعر الصرف والتضخم وغيرها, اما دراسة ميكرو اقتصادية فهي تتمثل في تقييم الحالة النفسية للمستهلكين. نقلاً عن عماد الدين شرابي, المصدر السابق, ص ٧٩.

يمكننا القول أن القوانين محل المقارنة نصت صراحة على ضرورة تحلي صانع السوق بشرط القدرة الفنية لتحليل الاقتصاد والسوق ,وعليه ندعو المشرع العراقي ان ينص على هذا الشرط لأهميته في صناعة السوق .

### المطلب الثالث

#### الخبرة الإلكترونية

ان توفر الخبرة الإلكترونية لدى صانع السوق تعد من الشروط الفنية لأهميتها العملية لازدهار السوق وسهولة وسرعة تحقيق التوازن بسوق الاوراق, فمتى ما كانت لدى صانع السوق الخبرة الإلكترونية العالية في التداول كلما تحسن اداء مهمته بسوق الاوراق , اذ ان معنى التداول الالكتروني هو "نظام تقني متطور يتم من خلاله تنفيذ عمليات بيع وشراء الاوراق المالية عبر الانترنت ,من خلال برمجيات آمنه وموثوقة ومبرمجة في العديد من الاسواق العالمية والعربية ومتخصصة بهذا النوع من التداول عن بعد لتنفيذ عمليات التداول بنسبة ١٠٠% دون تدخل بشري, كما يتيح هذا النظام امكان ادارة شؤون المحفظة الاستثمارية في السوق المالية ومتابعة الاستثمارات مباشرة, ويعد نظام التداول الالكتروني نظاماً للتداول يتم من خلاله ادخال كافة اوامر البيع والشراء عن طريق اجهزة الكمبيوتر الموجودة في مكاتب وشركات الاوراق المالية ,ومن ثم يتم مقابلة العرض والطلب للأوراق المالية وتحديد السعر وتنفيذه الإلكتروني" (١), من خلال التعريف يمكننا توظيفه لصانع السوق والقول لابد من ان يتوفر لديه الخبرة الالكترونية حتى يتسنى له أداء مهمته في السوق وذلك عن طريق استخدام النظام التقني لمتابعة مستوى عمليات شراء وبيع الاسهم وتحديد اسعارها عبر الانترنت ومن خلال برمجيات آمنه وموثوقة لتنفيذ عمليات ضخ السيولة في السوق متى ما كان السوق يتطلب الى ذلك ,وكما ذكرنا في المطلب الثاني أن صانع السوق يتوجب عليه التمتع بالقدرة الفنية لتحليل اقتصاد السوق من خلال تتبع حركة اسعار الاسهم في الماضي وتحديد نمط هذه الحركة ليتمكن من التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للاسعار وبالتالي تمكنه من اتخاذ القرار الصائب الذي يحافظ على التوازن في السوق ,اذ لا

(١) د. هشام طلعت عبد الحكيم , عماد عبد الحسين دلول , نظام التداول الالكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الاوراق المالية -دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية - , بحث منشور في مجلة العلوم الاقتصادية والادارية , كلية الادارة والاقتصاد- جامعة بغداد , العدد ٩٢, المجلد ٢٢, ٢٠١٦, ص ٢٥٤.



يتحقق هذا الامر إلا عن طريق النظام الالكتروني المتطور لأداء مهمته بالحفاظ على التوازن في السوق .

ان توفر شرط الخبرة الالكترونية بصانع السوق يحقق له اكتشاف الاسعار فمتى ما توفر لدى صانع السوق هذه الخبرة لأستخدام البرامج الالكترونية لمراقبة اسعار الاسهم صعوداً ونزولاً هنا يتم اكتشاف الاسعار بكل سهولة وسرعة ووضوح ودقة متناهية التي على اساسها يتخذ صانع السوق القرار الصائب لموازنة اسعار العرض والطلب في السوق, مما ينعكس هذا الامر على كفاءة السوق, مما يشكل بالتالي عامل جذب للمستثمرين<sup>(١)</sup>.

تمتع صانع السوق بالخبرة الالكترونية له عدة ايجابيات فهي تساعد صانع السوق في انجاز عملية التوازن بالسوق من خلال عمليات البيع والشراء بالسرعة الفائقة والفرورية عن طريق خبرته باستخدام النظام الالكتروني, وتمكنه بالحصول على المعلومات الضرورية لأسعار الاسهم بالسوق ليتمكن اتخاذ القرارات الصائبة لأداء مهمته عن طريق مراقبة الاسعار بالبرامج الالكترونية<sup>(٢)</sup>.

وهذا فقد نصت ضوابط صانع السوق لسوق ابو ظبي في المادة الثالثة الفقرة الرابعة على " توافر البرامج الالكترونية والانظمة الفنية اللازمة لمزاولة النشاط وفقا للمتطلبات والشروط والضوابط التي يضعها السوق", وبذلك تكون ضوابط ابو ظبي حسنة الفعل بضرورة توفر الخبرة الالكترونية لدى صانع السوق لمزاولة نشاطه نظراً للأهمية التي سبق وان ذكرناها, أما فيما يتعلق بالقوانين الاخرى فأنها لم تنص صراحة على ذلك إلا ان هذا الشرط يعد من الشروط المتطابقة بصانع السوق وان لم تنص صراحة على ذلك لأنه لم يعد هنالك نظام تداول يدوي . يمكننا القول أن انتقال التداول في سوق العراق الى النظام الالكتروني بتاريخ ١٩/٤/٢٠٠٩ يتطلب ان يكون صانع السوق لديه الخبرة الالكترونية للقيام بمهمته على احسن حال.

والسؤال الذي يطرح نفسه هل صانع السوق يمكن له ان يقوم بمهامه إلكترونيا وهو خارج السوق أم يشترط أن يكون داخل السوق؟ للإجابة على ذلك نقول أن الواقع العملي يشير الى ضرورة وجوده بالسوق لأداء مهامه وان كانت أغلب مهامه يقوم بها إلكترونيا.

(١) محمد بن ابراهيم السحيباني, نظام التداول الالكتروني في سوق الاسهم السعودية, بحث منشور في المجلة الاقتصادية السعودية, العدد ١٤, لسنة ٢٠٠٠, ص ٩٤.

(٢) د. هشام طلعت عبد الحكيم و عماد عبدالحسين, مصدر سابق, ص ٢٥٤.

وبعد ان تكلمنا عن الشروط الفنية واجبة التوفر لدى صانع السوق نقترح على المشرع العراقي النص الاتي عندما ينظم الضوابط الخاصة بصانع السوق "يشترط لمزاولة نشاط صانع السوق ما يأتي.١- توفر الخبرة الفنية المؤهلة لمزاولة النشاط وفقا للمتطلبات والشروط التي يضعها السوق.٢- توفر الخبرة في البرامج الالكترونية والانظمة الفنية اللازمة لمزاولة النشاط وفقا للمتطلبات والضوابط التي يضعها السوق.٣- الافصاح بشفافية عن البيانات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة ,وبالجهات المصدرة لها , وبالظروف الاخرى المحيطة بتلك الاوراق.

### المبحث الثالث

#### الشروط المالية اللازمة لصانع السوق(الملائمة المالية)

أن الشروط المالية واجبة التوفر بصانع السوق هي تمتعه (بالملائمة المالية) , فلا بد ان نوضح المقصود بالملائمة المالية بداية, ثم نبين أهميتها في جزئية مستقلة لأهميته الكبيرة كما في المطالبين الاتيين:المطلب الاول : مفهوم الملائمة المالية.المطلب الثاني : أهمية الملائمة المالية .

#### المطلب الاول

##### مفهوم الملائمة المالية

تعرف الملاءة المالية بالقدرة على الوفاء او السداد للالتزامات وعرفها اخرون "هي قوة ومثانة المركز المالي" <sup>(١)</sup>, وعرفها البعض بأنها "احتياطي الزامي من الاموال النقدية والاوراق المالية" <sup>(٢)</sup>, وبذلك يمكننا القول ان الملائمة المالية لصانع السوق هي قدرته على الوفاء بالتزاماته عندما يضخ السيولة بسوق الاوراق او عندما يشتري الاوراق المالية من الشركات لتحقيق غاية وجودة في السوق ألا وهي الحفاظ على موازنة السوق دون ان يتعثر او يتوقف عن الوفاء بالتزاماته ويتحقق ذلك الامر متى ما كانت اصول صانع السوق تفوق التزاماته.

هنالك بعض المفاهيم المرتبطة بالملائمة المالية ,كاليسر المالي الفعلي او الحقيقي و اليسر المالي التقني ,فالمقصود باليسر المالي الفعلي او الحقيقي,هو القدرة على سداد

(١) هبتون كريمة , رزيق منال , دور تحليل الملاءة والمردودية في تحسين الاداء المالي لشركات التأمين ,رسالة ماجستير مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير , جامعة أكلي محند او الحاج ,البويرة, ٢٠١٥, ص٥١.

(٢) د.همام القوصي ,مصدر سابق ,ص٤٦٨.



جميع الالتزامات اتجاه الغير بجميع الاوقات<sup>(١)</sup>، وبذلك يمكننا القول ان اليسر المالي لصانع السوق هو قدرته على الوفاء بالتزاماته المالية ان كانت بعيدة الاجل ليكون المستثمرين واصحاب الاوراق المالية على ثقة كبيرة بالسوق عندما يتوفر اليسر المالي لصانع السوق، وبالتالي يؤدي الى نجاح السوق وكفاءته وازدهاره ويكون عامل جذب للمستثمرين سواء الكبار منهم او الصغار .

اما مفهوم اليسر المالي التقني، فهي القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الاجل من خلال اصولها<sup>(٢)</sup>، وعليه نقول ان صانع السوق كذلك لا بد ان يتمتع باليسر المالي التقني التي تساعده بالوفاء بالتزاماته قصيرة الاجل المتولدة من عملية توازن العرض والطلب في السوق، وبالتالي ان اليسر المالي الفعلي واليسر المالي التقني تعد من عناصر او ركائز الملاءة المالية واجبة التوفر لدى صانع السوق لازدهار السوق وزيادة كفاءته وزيادة الثقة بالتعامل في السوق عن طريق حماية حقوق اصحاب الاوراق المالية التي تم سحبها او طرحها في السوق لتوفير السيولة .

وحيث بنا ان نذكر موقف التشريعات من شرط الملائة المالية فبدايةً يعد التشريع الاماراتي من التشريعات التي تبنت هذا الشرط لأهميته فقد جاءت ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي لسنة ٢٠١٨ في المادة ٤/٨ التي تنص على "الاحتفاظ بالملائة المالية اللازمة لمزاولة النشاط وفقا لمعايير الملاءة المالية الصادرة عن الهيئة، او المعايير الصادرة عن الجهة الرقابية بالنسبة لصانع السوق الاجنبي" يتضح لنا ان ضوابط صانع السوق لسوق دبي اشترطت توفر الملائة المالية لصانع السوق الوطني والاجنبي الممنوح له رخصة مزاوله المهنة والاحتفاظ بها، وكذلك جاءت ضوابط صانع السوق لسوق ابوظبي بنص مشابه لضرورة توفر شرط الملائة المالية لصانع السوق<sup>(٣)</sup>، ونرى ان المشرع الاماراتي في كلا بورصة دبي وابوظبي<sup>(٤)</sup> قد حدد ألا يقل رأس مال الشركة التي تزاول نشاط صانع السوق عن (٣٠) مليون درهم اماراتي أو ما يعادله بأي عمله اخرى، وبذلك يكون المشرع الاماراتي حسن الفعل بنصه بضرورة توفر والاحتفاظ

(١) عيد احمد ابوبكر، إدارة اخطار شركة التأمين (اخطار الاكتتاب، اخطار الاستثمار)، ط١، دار صفاء للطباعة والنشر الاردن، ٢٠١١، ص ٣٢.

(٢) عيد احمد ابو بكر، مصدر سابق، ص ٣٢.

(٣) نصت المادة ٤/٨ على "الاحتفاظ بالملائة المالية اللازمة لمزاولة النشاط وفقا لمعايير الملاءة المالية الصادرة عن الهيئة، او المعايير الصادرة عن الجهة الرقابية بالنسبة لصانع السوق الاجنبي"

(٤) نصت المادة ٢/٣ من بورصة دبي على " ان لا يقل رأس المال المدفوع او المخصص لمزاولة هذا النشاط عن مبلغ وقدره (٣٠) مليون درهم اماراتي او ما يعادله بأية عملة اخرى"، اما بورصة ابوظبي فقد نصت بنص مشابه لبورصة دبي في المادة ٢/٣



بالملائمة المالية لصانع السوق وكذلك بتحديد الحد الأدنى لرأس مال الشركة لتحقيق اهداف وغاية وجود صانع السوق, وعليه ندعو المشرع العراقي ان يحذوا حذو المشرع الاماراتي في هذا الامر .

اما في سوق الاموال الكويتي فقد قامت بورصة الكويت عبر قواعد صانع السوق بالنص على " يلتزم صانع السوق بتوفير الحد الأدنى -المحدد وفق اتفاقية صانع السوق - من المبالغ النقدية المخصصة لأنشطة صناعة السوق على ورقة مالية معينة وذلك طوال فترة سريان الترخيص" <sup>(١)</sup>, الا ان لا يوجد في الاتفاقية النموذجية الصادرة عن بورصة الكويت هذا البند <sup>(٢)</sup>, مما يعني ان بورصة الكويت تستخدم الصيغة الجوازية التي منحها اللائحة التنفيذية لقانون الهيئة <sup>(٣)</sup>, فهنا صانع السوق الكويتي يستطيع ان يبيع ويشترى وان كانت محفظته على حافة الافلاس لعدم الزامه باتخاذ حد ادنى كاحتياطي اجباري في الاتفاقية النموذجية وهذا الامر يثير القلق في بورصة الكويت <sup>(٤)</sup> .

أما ما يخص سوق الأوراق المالية لنادك ذات النظام المتنافس لصانع السوق, فقد نصت البورصة الامريكية على التزامات صانع السوق الا انها لم تذكر التزامات محفظة الصانع من المبالغ النقدية, بينما نصت الاتفاقية النموذجية صناعة السوق المشتقة من هذه البورصة على بند التزامات صانع السوق ومن بينها الفئة التأهيلية, وهي الفئة التي تسمح له القيام بعمله وهذا الموقف يتلاءم مع خطورة التداول عالي السرعة, الا ان الاتفاقية النموذجية لم تنص صراحة على حد ادنى لمحفظة الصانع, والسبب في ذلك يعود الى رغبة هذا النظام في توزيع كل الاوراق المدرجة على جميع صناع السوق, للاستفادة من اكبر قدر من السيولة, واعلى درجات النجاح في اعادة التوازن بالسوق <sup>(٥)</sup> بينما كانت بورصة نيويورك ذات النظام المتخصص افضل من بورصة ناسداك لانها نصت على مبدأ "مقدرة صانع السوق" ويفرض هذا المبدأ على البورصة تحديد تفاصيل المقدرة ومن ضمنها توفير الحد الأدنى من الاموال النقدية

(١) المادة (٤/٤) قرار بورصة الكويت رقم ٣, الخاص بقواعد صانع السوق, بتاريخ ١٣/١٢/٢٠١٦.

(٢) د.همام القوصي, مصدر سابق, ص ٤٧٠.

(٣) نصت المادة (١-٤١-١١), من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية لقانون هيئة اسواق المال الكويتي رقم ٧٢ لعام ٢٠١٥, على " يجوز للبورصة ان تضع الحد الأدنى لقيمة المبالغ النقدية في محفظة صانع السوق اللازمة للترخيص بممارسة نشاط صانع السوق, وكذلك النسب القصوى والدنيا لما يحتفظ به من نقد او اوراق مالية طوال ممارستها لهذا النشاط".

(٤) همام القوصي, مصدر سابق, ص ٤٧٠.

(٥) د.همام القوصي, مصدر سابق, ص ٤٧١.



والتي يجب ان تكون بشكل اساسي اعلى من ١,٠٠٠,٠٠٠ مليون دولار , او ٧٥,٧٠٠٠ الف دولار لكل ١٪ من كميات صفقات صانع السوق , اي يتم مقارنة المبلغ الذي يمثل النسبة المذكورة مع الاحتياطي النقدي للصانع<sup>(١)</sup> .  
وبعد ان تكلمنا عن الشروط المالية واجبة التوفر لدى صانع السوق نقترح على المشرع العراقي النص الاتي عندما ينظم الضوابط الخاصة بصانع السوق "يشترط لمزاولة نشاط صانع السوق ما يأتي : ١- توفر المائة المالية طيلة مزاولة النشاط ٢- أن لا يقل رأس مال الشركة لمزاولة هذا النشاط عن (١٠) مليار دينار عراقي او ما يعادله بأي عملة اخرى."

### المطلب الثاني

#### أهمية المائة المالية

تعد المائة المالية من اهم السياسات التي يعتمد عليها صانع السوق لتوفير التوازن في السوق , وذلك لأن أهمية توفر المائة المالية تتمثل في مواجهة المخاطر التي يتعرض لها السوق وذلك في اوقات عدم توفر اوامر البيع والشراء بشكل متطابق , او حين يغيب الاهتمام بالشراء والبيع , فهنا ينهض دور تمتع صانع السوق بالمائة المالية باستعداده التام لشراء او بيع الاوراق المالية والوفاء بالتزاماته المالية لتحقيق التوازن في السوق وسد الفجوة بين سعري البيع والشراء وبالتالي يحقق للسوق اهم وظائفه , وكذلك يساعد المستثمرين على بيع الاوراق المالية بكل سهولة وسرعة بأي كمية كانت<sup>(٢)</sup> , وهذا ما أكدته الفقه الامريكي في تداول البورصة مما يؤدي الى اختلال البورصة<sup>(٣)</sup> .

ذهب الفقه بالقول ان صانع السوق يشترط به ان يحتفظ بعدد كافي من الاموال النقدية او ما يطلق عليه احتياطي الاموال النقدية ليتسنى له رفع مستوى السيولة واعادة التوازن في سوق الاوراق المالية , وازافة الى ذلك يجب عليه ان يلتزم بالمحافظة على الاحتياطي طيلة مزاولته لنشاط صناعة السوق , ويرى الدكتور همام القوصي أن مسألة الزام صانع السوق بتوفير الاحتياطي من الاموال النقدية له أهميته في ضل نظام صانع السوق المتنافس , اذ يتجسد في هذا النظام وجود تنافس بين صانع السوق مما يفرض

(١) مراد محمودالمواجدة, مصدر سابق, ص ٤٧٣ .

(٢) د.نغم حسين نعمة, مصدر سابق, ص ٣٥ .

(٣) د.همام القوصي, مصدر سابق, ص ٤٧٢ .

على الصانع ان يكون له مائة مالية تؤهله وبشكل كبير للتنافس مع الصانع الاخرين لصناعة السوق.

ونصف الى ماتقدم أن صانع السوق بالاضافة الى احتفاظه بالاموال النقدية ان يحتفظ بحد ادنى من الاوراق المالية ففي حالة تعرض السوق الى ارتفاع في الطلب مقابل انخفاض في العرض ,هنا ينهض دور صانع السوق بموازنة العرض والطلب في سوق الاوراق المالية سواء في ضل نظام صانع السوق المتخصص ام المتنافس عن طريق الاحتياطي من الاوراق النقدية.

أذ ان توفر الملائمة المالية لصانع السوق بالاحتفاظ بالاوراق المالية يتم عن طريق الاحتفاظ بعدد كاف من اسهم الشركات المدرجة حتى يتنسى له ضحها بالسوق عند الحاجة لتوفير السيولة بالسوق ولتحقيق التوازن ومنع التقلبات الحادة ليضمن المتعاملين بالسوق عند تعاملهم بالاوراق المالية مما يؤدي الى جذب المستثمرين للسوق, كذلك ان تحقق هذا الشرط لدى صانع السوق يؤدي الى كبح سيطرة المضاربين على عمليات التداول داخل السوق ,من خلال شراء اسهم الشركات المدرجة عندما تنخفض اسعارها السوقية عن قيمتها العادلة او عندما تنخفض قيمتها عند عدم توفر المعلومات الجوهرية ,كما يقوم صانع السوق ببيع اسهم الشركات التي تحدث مضاربة على اسهمها وبالتالي ترتفع سعرها السوقي<sup>(١)</sup>.

**الخاتمة/** توصلنا من خلال بحثنا هذا الى جملة من النتائج والتوصيات نوجزها بالآتي :-

#### **اولا -الاستنتاجات :**

ضرورة التزام صانع السوق بشرط الشفافية والافصاح بما يخص المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية والظروف المحيطة بها .

- 1- شرط القدرة الفنية لتحليل الاقتصاد والسوق تعني تتبع حركة اسعار الاسهم في الماضي وتحديد نمط هذه الحركة ليتمكن من التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للاسعار وبالتالي تمكنه من اتخاذ القرار الصائب الذي يحافظ على التوازن في السوق.
- 2- أن شرط الملائمة المالية لصانع السوق تعني قدرته على الوفاء بالتزاماته عندما يضح السيولة بسوق الاوراق او عندما يشتري الاوراق المالية من الشركات لتحقيق غاية وجودة في السوق ألا وهي الحفاظ على موازنة السوق.

(١) د. رمضان الشراح, صناع السوق التجربة الكويتية, مصدر سابق, ص ٣.



٣- أن عناصر او ركائز الملائة المالية هي اليسر المالي الفعلي واليسر المالي التقني واجبة التوفر لدى صانع السوق لازدهار السوق وزيادة كفاءته وزيادة الثقة بالتعامل في السوق عن طريق حماية حقوق اصحاب الاوراق المالية.

٤- ان شرط الخبرة الالكترونية مهمة وذلك لابد لصانع السوق استخدام البرامج الالكترونية لمراقبة اسعار الاسهم صعوداً ونزولاً ليتم اكتشاف الاسعار بكل سهولة وسرعة ووضوح ودقة متناهية التي على اساسها يتخذ صانع السوق القرار الصائب لموازنة السوق.

#### ثانياً- التوصيات :

١-نوصي لمشروع العراقي بالمقترح الاتي "يشترط لمزاولة نشاط صانع السوق ماياتي.١- توفر الخبرة الفنية المؤهلة لمزاولة النشاط وفقاً للمتطلبات والشروط التي يضعها السوق.٢-توفر الخبرة في البرامج الالكترونية والانظمة الفنية اللازمة لمزاولة النشاط وفقاً للمتطلبات والضوابط التي يضعها السوق.٣- الافصاح بشفافية عن البيانات المتعلقة بالاوراق المالية المتداولة في البورصة ,وبالجهات المصدرة لها, وبالظروف الاخرى المحيطة بتلك الاوراق"

٢-نوصي المشروع العراقي بالمقترح الاتي "يشترط لمزاولة نشاط صانع السوق ما يأتي:١- توفر الملائة المالية طيلة مزاولة النشاط ٢-أن لا يقل رأس مال الشركة لمزاولة هذا النشاط عن (١٠)مليار دينار عراقي او ما يعادله بأي عملة اخرى."

#### قائمة المصادر

##### أولاً: الكتب

- ١- دعصام حنفي محمود، التزام الشركات بالشفافية والافصاح، دار النهضة العربية، مصر، ٢٠٠٦ .
- ٢- جمال عبد العزيز العثمان، الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالاوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، مصر، ٢٠١٠.
- ٣- دعصام حجاب، جريمة استغلال المعلومات الداخلية للشركات المساهمة -دراسة مقارنة-، ط١، دار النهضة، القاهرة، ٢٠١٣ .
- ٤- د.صالح احمد البربري، قواعد الشفافية والافصاح والاشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الاوراق المالية .
- ٥- عبدالغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، ٢٠٠٣ .
- ٦- عيد احمد ابوبكر، ادارة الاخطار شركة التأمين (اخطار الاكتتاب، اخطار الاستثمار) دار صفاء، الاردن، ٢٠١١

##### ثانياً: الرسائل والاطاريح الجامعية

- ١- حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالاسهم دراسة تطبيقية في عينة من اسواق المال العربية، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، ٢٠١٥ .
- ٢- عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الاسهم بالاعتماد على التحليل الفني، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، ٢٠١١ .
- ٣- هبتون كريمة و رزيق منال، دور تحليل الملاءة والمردودية في تحسين الاداء المالي لشركات التأمين، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة اكلي محند او الحاج، البويرة، ٢٠١٥ .

##### ثالثاً : البحوث والمجلات

- ١- دنغم حسين نعمة و الخبير طه احمد عبد السلام ، البات ودور صناع السوق في السوق العراق للاوراق المالية، بحث منشور في مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثالث عشر، العدد ٤٥ لسنة ٢٠١٨ .

- ٢- دهمام القوصي , تأثير التزامات صانع السوق تجاه بورصة الكويت للأوراق المالية على إعادة توازن العرض مع الطلب: دراسة مقارنة مع نظام بورصتي ناسداك ونيويورك, بحث منشور في كلية القانون الكويتية العالمية, السنة السابعة, العدد ٢, العدد التسلسلي ٢٦, عام ٢٠١٩ .
  - ٣- د.رمضان الشراح , صناع السوق التجريبية الكويتية, بحث منشور على الموقع الإلكتروني [www.marketmakers.kw.doc](http://www.marketmakers.kw.doc), تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٢/٨/١.
  - ٤- مراد محمود المواجهة, بحث منشور في مجلة الشارقة للعلوم القانونية, المجلد ١٧, العدد الاول, ٢٠٢٠ .
  - ٥- د.صفوت عبد السلام عوض الله, الشفافية والافصاح والاثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية, بحث مقدم الى مؤتمر اسواق الأوراق المالية والبورصات, المجلد الخامس, غرفة تجارة دبي, ٢٠٠٧ .
  - ٦- محمد بن ابراهيم السحبياني, نظام التداول الإلكتروني في سوق الاسهم السعودية, بحث منشور في المجلة الاقتصادية السعودية, العدد ١٤, لسنة ٢٠٠٠ .
  - ٧- د. هشام طلعت عبد الحكيم و عماد عبد الحسين دلول, نظام التداول الإلكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية , بحث منشور في مجلة العلوم الاقتصادية والادارية, العدد ٩٢, المجلد ٢٢ .
- رابعاً: المقالات**
- ١- بدر البلوي , من هو صانع سوق الاسهم السعودي ,مقالة منشوره على الموقع الإلكتروني [www.alphabeta.argaam.com](http://www.alphabeta.argaam.com) تاريخ اخر زيارة ٢٠٢٢/٨/٣.
- خامساً: القوانين**
- ١- قانون هيئة وسوق الامارات للأوراق المالية والسلع رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ .
  - ٢- قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .
  - ٣- قانون هيئة اسواق المال الكويتي رقم ٧ لعام ٢٠١٠ .
  - ٤- القانون المؤقت لسوق العراق للأوراق المالية رقم ٧٤ لسنة ٢٠٠٤ .
  - ٥- ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي لسنة ٢٠١٨ .
  - ٦- ضوابط صانع السوق لسوق ابوظبي لسنة ٢٠١٨ .