

دور موفر السيولة في سوق رأس المال

اهداء باسم داود*

كلية القانون جامعة الكوفة*

Orcid : 0009-0003-6205-8216

مستخلص

تطورت الأسواق المالية بصورة سريعة في شتى بلدان العالم، وازداد حجم التجارة بها وكثر عدد المشاركين فيها سواء على صعيد المستثمرين ام على صعيد الأنشطة العاملة داخل سوق رأس المال، فكان نتيجة لذلك ان التنظيم القانوني للعمل بهذه الأسواق أصبح فرضاً عليه ان يلج افاق جديدة تتمثل بوضع الضوابط والالامام بكافة المعطيات التي تحقق النفع العام والخاص وتضمن حسن سير هذه الأسواق.

فهذه الأسواق تعد من اهم أجزاء النظام الاقتصادي للدولة، فاذا كانت أسواق رأس المال داخل الدولة ذات قوى اقتصادية كبرى كانت الدولة متقدمة اقتصادياً والعكس صحيح في حال كانت أسواق رأس المال ضعيفة كانت الدولة متخلفة.

وتعد البورصة والتي هي من اهم المكونات لسوق رأس المال، فهي من اهم مؤشرات قياس ضخامة اقتصاد دولة ما، وتمثل الصدارة في مجال التقدم والازدهار الاقتصادي وتلعب دوراً حيويًا فيه. فالبورصة من اهم دوافع الدول الى صياغة التشريعات الاقتصادية التي تساهم في تحفيز المؤسسات والافراد لتجميع مدخراتهم وجذب الاستثمار بشكل امن، ففيها تتوافر السيولة اللازمة لدفع عملية تطوير الاقتصاد وتحويل المدخرات الى عملية استثمار.

لذا تقوم الجهات التشريعية على اختلاف مراكزها القانونية على العمل على تحسين وظائف سوق المال وتعزيز الاطار القانوني مبدئياً لإعطاء الدعم والحماية ، ويعد نظام موفر السيولة احد الأنظمة العاملة في سوق رأس المال في بورصة الأوراق المالية في عصرنا الحالي خاصة بعد كثرة الازمات المالية تحيط بنا والتي اخرها تفشي ازمة كورونا covid-19، و الذي اثر على الاقتصاد العالمي بصورة عامة وبصورة خاصة على الشركات العاملة في بورصة الأوراق المالية نتيجة لضعف السيولة من جهة وتخوف المستثمرين من جهة أخرى ، فجاء نظام موفر السيولة لمعالجة ذلك والذي تبنته بعض التشريعات كالقانون الاماراتي وتشريعات أخرى تبنته لكنها لم تجعله بصورة مستقلة عن صانع السوق في حين نجد التشريع العراقي لم يأخذ بهذا النظام لكنه اخذ أنظمة أخرى مشابهة له من الممكن تطويع قواعدها، والاخذ بهذا النظام في التشريع العراقي .

كلمات مفتاحية: أسواق مالية ، أوراق مالية ، سيولة ، تشريعات اقتصادية

The Role of Liquidity Providers in the Capital Market

Dedicated to Bassem Daoud*

College of Law, University of Kufa*

Abstract

Financial markets have developed rapidly in various countries of the world, and the volume of trade in them has increased and the number of participants has increased, whether at the level of investors or at the level of activities operating within the capital market. As a result, the legal regulation of work in these markets has become an obligation to enter new horizons represented by setting controls and familiarity with all the data that achieve public and private benefit and ensure the smooth running of these markets.

These markets are one of the most important parts of the economic system of the state. If the capital markets within the state have major economic powers, the state is economically advanced, and vice versa if the capital markets are weak, the state is backward.

The stock exchange, which is one of the most important components of the capital market, is one of the most important indicators of measuring the size of a state's economy, and represents the lead in the field of economic progress and prosperity and plays a vital role in it. The stock exchange is one of the most important motivations for countries to formulate economic legislation that contributes to motivating institutions and individuals to collect their savings and attract investment in a safe manner, as it provides the necessary liquidity to drive the process of developing the economy and converting savings into an investment process. Therefore, legislative bodies, regardless of their legal positions, are working to improve the functions of the capital market and strengthen the legal framework in principle to provide support and protection. The liquidity provider system is one of the systems operating in the capital market in the stock exchange in our current era, especially after the many financial crises surrounding us, the latest of which is the outbreak of the Corona crisis (Covid-19), which

affected the global economy in general and in particular on companies operating in the stock exchange as a result of weak liquidity on the one hand and investors' fears on the other hand. The liquidity provider system came to address this, which was adopted by some legislations such as the UAE law and other legislations that adopted it, but did not make it independent of the market maker, while we find that Iraqi legislation did not adopt this system, but rather adopted other similar systems that could be adapted to their rules, and this system could be adopted in Iraqi legislation.

Keywords: Financial markets, securities, liquidity, economic legislation

المقدمة

تطورت الأسواق المالية بصورة سريعة في شتى بلدان العالم، وازداد حجم التجارة بها وكثر عدد المشاركين فيها سواء على صعيد المستثمرين ام على صعيد الأنشطة العاملة داخل سوق رأس المال، فكان نتيجة لذلك ان التنظيم القانوني للعمل بهذه الأسواق أصبح فرضا عليه ان يلج افاق جديدة تتمثل بوضع الضوابط والالامام بكافة المعطيات التي تحقق النفع العام والخاص وتضمن حسن سير هذه الأسواق.

فهذه الأسواق تعد من اهم أجزاء النظام الاقتصادي للدولة، وهي بمثابة المعبر عن الوضع الاقتصادي للدولة، فاذا كانت أسواق رأس المال داخل الدولة ذات قوى اقتصادية كبرى كانت الدولة متقدمة اقتصاديا والعكس صحيح في حال كانت أسواق رأس المال ضعيفة كانت الدولة متخلفة.

وتعد البورصة والتي هي من اهم المكونات لسوق رأس المال، فهي من اهم مؤشرات قياس ضخامة اقتصاد دولة ما، وتمثل الصدارة في مجال التقدم والازدهار الاقتصادي وتلعب دورا حيويا فيه. فالبورصة من اهم دوافع الدول الى صياغة التشريعات الاقتصادية التي تساهم في تحفيز المؤسسات والافراد لتجميع مدخراتهم وجذب الاستثمار بشكل امن، ففيها تتوفر السيولة اللازمة لدفع عملية تطوير الاقتصاد وتحويل المدخرات الى عملية استثمار.

لذا تقوم الجهات التشريعية على اختلاف مراكزها القانونية على العمل على تحسين وظائف سوق المال وتعزيز الاطار القانوني مبدئيا لإعطاء الدعم والحماية ، ويعد نظام موفر السيولة احد الأنظمة العاملة في سوق رأس المال في بورصة الأوراق المالية في عصرنا الحالي خاصة بعد كثرة الازمات المالية التي تحيط بنا والتي اخرها تفشي ازمة كورونا (Covid-19)، و الذي اثر على الاقتصاد العالمي بصورة عامة وبصورة خاصة على الشركات العاملة في بورصة الأوراق المالية نتيجة لضعف السيولة من جهة وتخوف المستثمرين من جهة أخرى ، فجاء نظام موفر السيولة لمعالجة ذلك والذي تبنته بعض التشريعات كالقانون الاماراتي وتشريعات أخرى تبنته لكنها لم تجعله بصورة مستقلة عن صانع السوق في حين نجد التشريع العراقي لم يأخذ بهذا النظام لكنه اخذ أنظمة أخرى مشابهة له من الممكن تطويع قواعده والاخذ بهذا النظام في التشريع العراقي ، ولأهمية دور هذا النظام سوف نبثه في مبحثين الأول بعنوان (ماهية موفر السيولة) والذي يكون بمطلبين الأول (التعريف بموفر السيولة) ويكون بفرعين الأول (تعريف

موفر السيولة تشريعياً (والثاني (تعريف موفر السيولة فقها (في حين كان المطلب الثاني بعنوان (تمييز موفر السيولة عما يشته به (وهو بفرعين الأول (تمييز موفر السيولة عن الحافظ الأمين) والثاني (تمييز موفر السيولة عن صانع السوق) ، في حين كان المبحث الثاني بعنوان (الاحكام القانونية لموفر السيولة (وتكون بمطلبين الأول (إجراءات ممارسة خدمة توفير السيولة (وهو بفرعين الأول (متطلبات الترخيص لتقديم خدمة توفير السيولة (والثاني (الشروط المطلوبة لموفر السيولة) ، بينما المطلب الثاني بعنوان (مهام موفر السيولة في سوق رأس المال) وهو بفرعين الأول (وظيفة موفر السيولة في سوق رأس المال) والثاني (النتائج المترتبة لقيام موفر السيولة بوظيفته (

مشكلة البحث

تتمثل إشكالية البحث الأساسية في ان فكرة وجود تنظيم قانوني لموفر السيولة لم يفتن اليها المشرع العراقي، ولم ينظمها في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية (امر 74 في 19 نيسان 2004)، ففكرة موفر السيولة نظام مهم ندعو المشرع العراقي الى الاخذ به .

أهمية البحث

تناقش هذه الدراسة الدور المهم الذي تلعبه الية موفر السيولة في ظل تحديات الازمات المالية التي تمر بها أسواق رأس المال، وذلك من خلال توفير السيولة الكافية للسماح بالتعامل على الأوراق المالية بالشراء والبيع خاصة عندما تكون هناك حالة من عدم الشفافية والمصادقية في الأسعار والناجمة عن التلاعب الوهمي بالأسعار من بعض المضاربين في سوق الأوراق المالية، بحيث تصبح أسعار تلك الأوراق غير متناسبة مع مستوى أداء لشركات المصدرة لها او القيمة السوقية الحقيقية لأصولها.

وتتمثل أهمية الدراسة أيضا في عدم وجود دراسات قانونية متخصصة توضح الجانب القانوني الخاص بموفر السيولة، ويرجع ذلك الى حداثة فكرة موفر السيولة في الأسواق المالية فهي فكرة مستحدثة، كما انه لا يوجد إطار قانوني متكامل ينظم كافة اعمال موفر السيولة بشكل خاص في القانون العراقي مقارنة بتشريعات الدول المقارنة فاقتصر القانون على إيضاح دور السماسرة والوسطاء دون بيان دور موفر السيولة رغم الفارق الكبير بينهم.

اهداف الدراسة:

يتمثل الدور الرئيس في وضع دراسة عامة عن دور موفر السيولة في سوق رأس المال بالإضافة الى اهداف فرعية تتمثل بالتالي:

- 1- التعرف على ماهية موفر السيولة.
- 2- التعرف على أوجه تمييز موفر السيولة عن الأنظمة المشابهة له.
- 3- التعرف على الشروط المطلوبة لممارسة نشاط موفر السيولة.

نطاق الدراسة:

يتمثل نطاق هذه الدراسة في البحث عن دور موفر السيولة وذلك في التشريعات المقارنة التي اخذت به والمتمثلة في القانون المصري والاماراتي لسوق رأس المال ،والبحث عن نظام مشابه له في القانون العراقي وكيفية تطويع قوانينه لتفعيل نموذج لموفر السيولة في القانون العراقي.

تساؤلات الدراسة:

تتمثل بتساؤلين رئيسيين:

1- هل بالإمكان محاكاة النماذج الموجودة في الدول المقارنة والاخذ بمثلها بعد تطويع ما موجود من قواعد في القانون العراقي وعمل نموذج خاص من موفر السيولة في القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية لسنة 2004 بالأخص بعد ان كان هناك مشروع تعديل لهذا القانون لكنه لم يقر فهل بالإمكان إضافة هذه الآلية المستحدثة الى القانون؟

2- ماهي المهمة التي تقع على عاتق موفر السيولة في سوق رأس المال؟

منهجية البحث

اعتمدنا في معالجة هذا الموضوع المنهج الوصفي التحليلي من خلال تحليل نصوص القوانين واللوائح و آراء الفقه، كما تم الاعتماد على المنهج المقارن في جزئيات البحث من خلال مقارنة القانون العراقي ببعض القوانين العربية المتمثلة بالقانون الاماراتي والمصري.

المبحث الأول: ماهية موفر السيولة (Liquidity Provider)

يعد موفر السيولة من الأنظمة الحديثة التي أدرجت في أسواق المال ، وقبل الخوض في بيان ماذا نعني بموفر السيولة ، فانه لابد من بيان المقصود بالسيولة ، فالسيولة (Liquidity) يقصد بها سهولة تحول السوق الى نقد بالسعر الذي يغطي مبلغ الاستثمار الأصلي¹، وأيضا يمكن تعريفه بأنه استطاعة البائع والمشتري ابرام صفقة على ورقة تجارية بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي تمت فيه اخر عملية ابرام على ذات الورقة مع افتراض عدم ورود معلومات جديدة الى السوق². بالتالي يمكن القول ان السيولة مقياس لقدرة المشاركين في السوق على التداول فيما يختاروه وبالوقت الذي يختاروه وبالسعر المتفق عليه من قبل الطرفين ولكمية محددة .

لتحقق السيولة المطلوبة فانه يتطلب سهولة التسويق، بالإضافة الى استقرار الأسعار أي عدم تعرضها الى تغيرات كبيرة من صفقة الى أخرى ولهذا السبب اوجد نظام موفر السيولة في بعض التشريعات المقارنة ونبين ذلك في مطلبين الأول بعنوان (التعريف بموفر السيولة) والثاني (تميز موفر السيولة عما يشته به)

المطلب الأول: التعريف بموفر السيولة

دعت الحاجة في أسواق رأس المال الى إيجاد عدد من الاليات او الأنظمة، كنظام موفر السيولة والذي لم يظهر بصورة مستقلة عن نظام صانع السوق الا بعام 2018 وفي بعض التشريعات دون الأخرى، اما في الأخرى فانه لازال يعتبر صانع السوق هو ذاته موفر السيولة، لذا كان لزاما بيان المقصود بموفر السيولة في كل من التشريعات التي اخذت به، وكذلك في الفقه وهذا ما نبينه في الفرعين التاليين:

الفرع الأول: تعريف موفر السيولة تشريعا

¹ ينظر: تأثير السيولة على أداء محافظ الأسهم العادية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)،

بحث منشور في مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، مجلد 17، العدد 3، 2015، ص 63

² ينظر: سميرة لطرش، العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، بحث منشور في مجلة العلوم

الإنسانية، مجلد 1، العدد 32، 2009، ص 217.

تعد دولة الامارات العربية المتحدة¹، من الدول التي اخذت بهذا النظام في تشريعاتها²، وذلك في كل من اماره دبي، وامارة أبو ظبي، فتشريعات هذه الدولة وبالأخص في الامارتين سابقتي الذكر تتسم بالتطور ومواكبة كل ما هو جديد في كافة المجالات لكونهما تعدان عاصمتيهما الاقتصادية والسياسية في كافة المجالات، لذا نجد انه قد تم تعريف موفر السيولة بأنه (صانع سوق متعاقد مع مصدر ورقة مالية مدرجة بالسوق بغرض توفير السيولة على تلك الورقة وفقا لأحكام هذا النظام)³.

فوفقا للتعريف التشريعي سابق الذكر، فان الموفر يقوم بمهمة توفير السيولة وذلك بعد عقده اتفاقية توفير مع مصدر الورقة بعد دفع الرسوم من قبل المصدر، وهذا يعد عملا تجاريا لكل من طرفي الاتفاقية.

اما في التشريع المصري فانه لم يجعل نظام موفر السيولة مستقلا عن نظام صانع السوق فكلاهما لهما ذات النشاط، وهو لم يضع تعريف لصانع السوق ولكنه قد تطرق الى نشاط صانع السوق وذلك في قرار وزير الاستثمار رقم 293 لسنة 2017 فنص على (.. يقصد بنشاط صانع السوق توفير السيولة الدائمة للأوراق المالية المقيدة بأحدي بورصات الأوراق المالية التي يلتزم بصناعة سوقها وذلك بضمان التعامل عليها خلال جلسة التداول)

الفرع الثاني: تعريف موفر السيولة فقها

يعد تعريف موفر السيولة من الناحية الفقهية في غاية الصعوبة وذلك لقلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع، وبالرغم من ذلك نجد بعض الشراح قد اوردوا بعض التعاريف التي تختلف بحسب وجهة نظر كل منهم، ويمكن ارجاع سبب الاختلاف الى حداثة هذا المصطلح في السوق، فهناك من عرفه بأنه (شركة مرخصة للعمل على توفير عروض البيع وطلبات الشراء بشكل مستمر وبفارق أسعار صغير وبحد ادنى للكميات وفقا للاتفاقية المبرمة مع السوق

¹ اخذ المشرع القطري أيضا بنظام موفر السيولة، ولكنه استخدم مصطلح مزود السيولة، وعرفه في المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (3) لسنة 2012 المتعلق بإصدار قواعد مزود السيولة بأنه (شركة الخدمات المالية العضو بالسوق والمرخص لها بممارسة نشاط مزود السيولة)

² يعد التشريع العراقي من التشريعات التي لم تأخذ بنظام موفر السيولة، لذلك لا يوجد تعريف تشريعي له في العراق

³ ينظر: المادة 1 من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية و السلع الاماراتي رقم (49) لسنة 2012.

¹ ، فوفقا لهذا التعريف انه لا بد من حصول الشركة على ترخيص لممارسة نشاطها ، بالإضافة الى ابرامها الاتفاقية لكي يقوم بالبيع والشراء ، وما يمكن ملاحظته على هذا التعريف انه قد عرفه بانه شركة ، لكنه لم يبين نوع هذه الشركة هل هي شركة أموال ام اشخاص ؟

وأیضا هناك من عرفه بانه (مؤسسة او فرد يعمل كصانع سوق في سوق الصرف الأجنبي يعمل كمشتري وبائع لفئة أصول معينة او سعر صرف في حالة سوق الفوركس)² ، وهذا التعريف كان من وجهة نظر المتعاملين في سوق الفوركس ، وأيضا قد وسع من نطاقه فالموفر هنا قد يكون فرد او مؤسسة أي ان الموفر وفقا لهذا التعريف قد يكون شخص طبيعي او معنوي.

وأیضا هناك من عرفه بانه (الوسيط الذي يعمل خلال التداول المستمر داخل وخارج المراكز قصيرة الاجل فيعمل على ارسال أوامر الى السوق بأسعار تعكس ما متاح من معلومات متعلقة بأسعار الأصول ويعمل باستمرار على توفير السيولة في جميع ظروف السوق)³ ، أشار هذا التعريف الى إمكانية ان يكون موفر السيولة وسيطا ماليا بالرغم من الاختلاف الجوهرى بين عمل كليهما ، أشار الى التزاماته دون ان يشير الى حقوقه ، بالإضافة الى عدم تطلبه وجود ترخيص لممارسة هذا النشاط .

سبق ان اشرنا الى ان موفر السيولة في القانون المصري لم يظهر بصورة مستقلة عن صانع السوق ، لذا يمكن الإشارة هنا الى تعريف صانع السوق من الناحية الفقهية وتكون كأننا اشرنا الى تعريف الموفر فصانع السوق هو (الشخص او المؤسسة المالية التي تعطي أسعارا للاسهم باستمرار وتقوم بعمليات في السوق لبيع وشراء بهذه الأسعار لذلك تحدد أسعار الأسهم في أسواق رأس المال بواسطة صناع السوق)⁴ ، ومما سبق يمكن الوصول الى تعريف موفر السيولة : بانه شخص اعتباري يعمل على ضخ سيولة هائلة في السوق بناء على اتفاقية يعقدها مع مصدر الورقة المالية وغالبا ما يكون هو صانع السوق.

¹ ينظر: احمد فهميم، دور مزود السيولة في الحركات المفاجئة في السوق، محاضرات منشورة على الموقع الالكتروني <https://www.youtube.com/watch> تمت الزيارة في 2023/3/21 في الساعة 1:27م

² ينظر : دور مزود السيولة في سوق الفوركس ، مقال منشور على الموقع الالكتروني <https://forex.ae.org> تمت الزيارة في 2023/3/8 في الساعة 6:26 م

³ ينظر : مقال منشور على الموقع الالكتروني <https://www.fia.org> تمت الزيارة في 2023/3/8 في الساعة 6:38م

⁴ ينظر: مدحت حسن نصر حسن أبو الذهب، دور صناع السوق في الحد من تقلبات سوق الأوراق المالية في مصر، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 2010، ص 5

ان الموفر قد يكون بنك او مؤسسة مالية او مجموعة بنوك ومؤسسات ومحافظ مالية تمتلك إمكانات مالية ضخمة تمكنها من حفظ التوازن في الأسواق، بالتدخل بالشراء في حال تدنت أسعار الأسهم الى مستويات غير مبررة، او بالبيع في حال وصلت الأسعار الى مستويات سعرية مبالغ فيها. وما تجدر الإشارة اليه ان هناك بعض الأنظمة التي تقترب من موفر السيولة، فكان لزاما بيان أوجه الشبه والاختلاف بينهم وهذا ما نبينه في المطلب الثاني.

المطلب الثاني: تمييز موفر السيولة مما قد يشته به

لم يعرف القانون العراقي هذا النظام، ولكنه قد عرف أنظمة أخرى يمكن إيجاد بعض التشابه معه فلذا كان لابد من بيان أوجه التشابه والاختلاف بينهم وذلك في فرعين الأول (تمييز موفر السيولة عن الحافظ الأمين) والثاني (تمييز موفر السيولة عن صانع السوق)

الفرع الاول: تمييز موفر السيولة عن الحافظ الأمين

من الآليات الموجودة في أسواق رأس المال هو الحافظ الأمين الذي نظم في العراق ويعرف بانه (الشخص المعنوي المرخص له من قبل الهيئة لمزاولة نشاط الحفظ الأمين والقيام بأعمال حفظ وتحويل الأوراق المالية من حساب المستثمر لديه الى حساب المستثمر لدى الوسيط وبالعكس ودفع الالتزامات المترتبة على تداولها نيابة عن مستثمريها)¹ ، اما بالنسبة للقانون الاماراتي فقد عرف الحافظ الأمين بانه (الشخص الاعتباري المرخص له من قبل الهيئة لمزاولة نشاط الحفظ الأمين للأوراق المالية)² ، اما القانون المصري فانه لم يعرف الحافظ الأمين في قانون الإيداع والقيد لمركزي للأوراق المالية رقم (906) لسنة 2001 لكنه قد عرف نشاط الحافظ الأمين في المادة (2/30) من القانون المذكور انه (كل نشاط يتناول حفظ الأوراق المالية والتعامل عليها وإدارتها باسم ولصالح المالك او باسم المالك المسجل لصالح المالك المستفيد وذلك كله تنفيذا لتعليمات العميل وفي حدودها) .

بالتالي يمكن تمييز الحافظ الأمين عن موفر السيولة كما يلي :

¹ ينظر: المادة الأولى من تعليمات الحافظ الأمين رقم (17) لسنة 2012

² ينظر: المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (29/ر) لسنة 2009 بشأن تعليمات الحفظ الأمين للأوراق المالية.

1- يتشابه كلا من الحافظ الأمين وموفر السيولة بأن يكون كل منهما شخص معنوي، أي انه قد يكون شركة وقد يكون مصرف وغيره وكلاهما يمارسان نشاطهما بناء على اتفاقية تبرم مع الطرف الآخر.

2- من ناحية الاختلاف يكون في دور كل منهم في السوق، فالحافظ الأمين يمارس نشاط حفظ الأوراق المالية من كافة المخاطر كالسرقة والتلف والحريق والفقد، وعند اخلاله بهذه الوظيفة فانه يتم الرجوع عليه من قبل العميل بالتعويض بناء على الاتفاقية المبرمة بينهما، اما الوظيفة الأخرى للحافظ الأمين فهي إدارة الأوراق المالية، بينما تكون وظيفة موفر السيولة هي تزويد السوق بالسيولة.

الفرع الثاني: تمييز موفر السيولة عن صانع السوق

ان مصطلح صانع السوق او موفر السيولة (Market Maker) من الانظمة او المؤسسات الحديثة ، والذي يلعب دور بالغ الأهمية في معظم الأسواق العالمية وغيابه يؤدي الى تهيش اليات الأسواق وانخفاض كفاءتها وارتفاع مخاطرها¹، وموفر السيولة لم يظهر بصورة مستقلة عنه في تشريعات التسعينات من القرن الماضي².

اما المقصود بموفر السيولة وفقا للتشريعات فان القانون العراقي لم يرد في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة 2004 تعريف مباشر لصانع السوق، ولم يرد فيه أي نص قانوني يوضح نشاطه، وهكذا فالقانون العراقي لم يأخذ بهذا النظام في اسواقه.

اما بالنسبة الى التشريعات المقارنة ، فالتشريع الاماراتي أشار بصورة واضحة ومفصلة عن صانع السوق وشروطه القانونية والتزاماته وحقوقه ، فقد أشار المشرع الاماراتي في المادة الأولى من ضوابط صانع السوق لسوق أبو ظبي ودبي المالي لسنة 2018 بان صانع السوق (الشخص الاعتباري المرخص او الحاصل على موافقة السوق لمزاولة نشاط صناعة السوق) ، بالإضافة الى المشرع الاماراتي لم يكتفي بهذا التعريف بل انه أورد تعريفا الى صانع السوق

¹ ينظر: د. مداني احمد، نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية، بحث منشور في المجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 15، 2016، ص6

² ينظر: مهند هاشم الاعرجي، المركز القانوني لصانع سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون، جامعة بابل، 2021، ص16.

الأجنبي حيث عرفه بأنه (صانع السوق المؤسس خارج الدولة او في منطقة حرة مالية داخل الدولة والحاصل على موافقة السوق لمزاولة نشاط صناعة السوق في الدولة) ، وقد كان المشرع الاماراتي دقيقا في تعريفه لصانع السوق فقد حدده بالشخص المعنوي المرخص

فيما يخص موقف التشريع المصري فانه قد تم ذكره سابقا وليست هناك حاجة لإعادة ذكره.

من الناحية الفقهية فان هناك من عرف صانع السوق بأنه (الشخص الملزم بضمان التسعير والتداول المستمر في البورصة ضمن نسب معينة حيث يقوم بإعادة التوازن للسوق من جهة ويحقق أرباحا من الفرق بين سعر البيع والشراء من جهة أخرى قد يكون الصانع هذا مرخصا بنشاط الوسيط المالي ويمكن ان يأخذ شكل بنك ¹ ، وما يلاحظ على هذا التعريف بأنه قد بإمكان صانع السوق ان يكون وسيطا ماليا بالرغم من الاختلاف بين هذين النظامين في السوق المالي .

وهناك من عرفه (جهات طبيعية او اعتبارية مرخصة للعمل في السوق يسمح لها ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابها الخاص الا انه في العادة يحضر عليها مطلقا التعامل مع الجمهور مباشرة غير انه يجوز لها التعامل مع الوسطاء وصناع السوق الآخرين كما يجوز لصناع السوق في بعض الأحيان تغطية الإصدارات في السوق الاولي فالفرق بين صانع السوق والوسيط يتمثل في ان صانع السوق لا يجوز له ان يتعامل مع الجمهور مباشرة مثل الوسيط بل يعمل لحسابه الخاص)²، مما يؤخذ على هذا التعريف انه قد جعل صانع السوق هو شخص طبيعي او معنوي وهذا لا يتفق مع ما اتجهت اليه التشريعات حيث حددت كونه شخصية معنوية .

1- ان أوجه الشبه بين كل من صانع السوق وموفر السيولة بان كل من صانع السوق وموفر السيولة يشترط فيه ان يكون شخص معنوي، يلتزم كل منهما بأبرام اتفاقية مع السوق، كلاهما يعملان على توفير السيولة في الأسواق.

¹ ينظر: 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 القانونية المعمقة، العدد 39، 2020، ص15.

² ينظر: د. أزهرى الطيب الفكي احمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2017، ص65.

2- ان أوجه الاختلاف فانه يكون في دور كل منهما في السوق فيعد دور صانع السوق الزامي بإضافة السيولة بينما دور الموفر فانه يكون تكميلي ، هناك بعض الامتيازات التي يتمتع بها صانع السوق كالبيع على المكشوف ، والاقتراض والاقتراض للأوراق المالية التي يصنع سوقها ، بالإضافة الى الإعفاءات المتعلقة برسوم الأوراق التي يصنع سوقها ، وموفر السيولة لا يتمتع بكل هذا ، صانع السوق ملزم بتسعير الأوراق التي يقوم بصنعها ويعرضها للبيع والشراء واعلانها ضمن نشرة الأسعار اما موفر السيولة فانه لا يحق له التسعير الا في حالة الطلب منه ، اهم تمييز يمكن ايراده ان موفر السيولة لا يمكن ان يكون صانعا للسوق على ذات الورقة التي قام بزيادة سيولتها¹

المبحث الثاني: الاحكام القانونية لموفر السيولة

سبقت الاشارة الى ان القانون العراقي في القانون المؤقت لأسواق الاوراق المالية (امر 74 في 19 نيسان 2004) لم يشر الى مصطلح موفر السيولة لذا سنبحث في القوانين المقارنة التي اخذت به لبيان ماذا يتطلب انشاء هذه الالية، ومن ثم نبين هل توجد الية مشابهة يمكن تطويع قواعدها لإضافة هذا النظام الى القانون العراقي؟ نبين ذلك في مطلبين الأول بعنوان (إجراءات ممارسة خدمة توفير السيولة) والثاني بعنوان (مهام موفر السيولة في سوق رأس المال)

المطلب الاول: إجراءات ممارسة خدمة توفير السيولة

قبل البدء ببيان الاجراءات المطلوبة لممارسة نشاط خدمة توفير السيولة فانه كان لزاما بيان معنى هذه الخدمة والتي تعرف بانها (الخدمة التي يلتزم بموجبها احد صناع السوق بتحسين سيولة ورقة مالية مدرجة في السوق بناءا على اتفاقية توفير سيولة مع مصدر تلك الورقة)²، نستنتج من ذلك ان توفير السيولة خدمة يوفرها موفر السيولة لمصدر الورقة المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية والسلع ، بمقابل رسوم يدفعها مصدر تلك الورقة ، ويعد هذا العمل تجاريا³ وبالتالي يترتب عليه ما يترتب من ممارسة العمل التجاري من اكتساب صفة

¹ ينظر: مهند هاشم عبادي الاعرجي، مصدر سابق، ص 19

² ينظر: المادة 1 من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (49) لسنة 2012

³ ينظر: مراد محمود المواجدة، اعمال صانع السوق في الأسواق المالية (دراسة في التشريع الاماراتي)، بحث منشور في مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد 17، العدد 1، 2020، ص110.

التاجر ، مسك الدفاتر التجارية والاسم التجاري والقيّد في السجل التجاري والامتناع عن المنافسة المشروعة ، ولتقديم هذه الخدمة فانه لابد من متطلبات وشروط ونبين هذا في فرعين الأول (متطلبات الترخيص لتقديم خدمة توفير السيولة) والثاني (الشروط المطلوبة لممارسة نشاط موفر السيولة)

الفرع الأول: متطلبات الترخيص لتقديم خدمة توفير السيولة

من المتفق عليه ان الشركات التي ترغب بمزاولة أي نشاط داخل سوق الأوراق المالية لابد من تقديم طلب للحصول على الترخيص من الجهات المعنية في السوق لإمكانية مزاولة هذا النشاط وتختلف الطريقة من قانون الى اخر وهذا ما نبينه في التالي:

أولاً: متطلبات الترخيص في القانون الاماراتي (سوق أبو ظبي انموذجاً)

1 : توقيع اتفاقية توفير السيولة : يجوز لموفر السيولة بعد ابرامه اتفاقية خطية مع مصدر الورقة المالية ان يقوم بتوفير السيولة لورقة مالية لتحسين سعرها ، كما انه بموجب هذه الاتفاقية يتم تحديد حقوقهم وواجباتهم ، وتتضمن هذه الاتفاقية مسائل عدة بالغة الأهمية تتمثل في تحديد نوع الورقة المالية محل التعاقد¹ ، وهي بيان الورقة المالية التي يلتزم صانع السوق بتوفير السيولة لها من اجل تحسين سعر بيعها او سعر شرائها ، و بيان الأهداف الحقيقية التي يسعى موفر السيولة الى تحقيقها من خلاله تقديم خدمة السيولة ، المدة التي يجب فيها تقديم خدمة توفير السيولة ، كذلك تقديم عروض بيع وشراء للورقة المالية ، تحديد الفارق سعري بينهما والتعديل الدوري لهما ، تحديد الحد الأدنى لأحجام العروض السعرية للورقة المالية محل التعاقد التي يلتزم موفر السيولة بالاحتفاظ بها ، ويجب ان تتضمن الاتفاقية الرسوم التي يستحقها موفر السيولة مقابل تقديم خدمة توفير السيولة للورقة المالية المتداولة ، و بيان هل ان موفر السيولة هو الوحيد لهذه الورقة المالية ام انه يجوز لمصدرها الاتفاق مع موفري سيولة اخرين بشأن ذات الورقة المالية ، بيان الوسائل والإجراءات التي يجب اتباعها من قبل الطرفين المتعاقدين لإنهاء اتفاقية توفير السيولة وكيفية الاخطار.

¹ ينظر: المادة 3 من القواعد التشغيلية لسوق أبو ظبي للأوراق المالية.

2 : موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع على اتفاقية توفير السيولة : لتمكين موفر السيولة من ممارسة نشاطه في تقديم خدمة توفير السيولة وتحسين سيولة الورقة المالية ، فانه لابد من الحصول على موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع لأبرام الاتفاقية بين موفر السيولة ومصدر الورقة المالية ، لان السوق يقوم بمراقبة الاتفاقيات المبرمة لضمان عدم مخالفتها القوانين والأنظمة والقرارات الصادرة في هذا الصدد ، فعلى السوق ان يتأكد من صلاحية الورقة المالية لان تكون محلا لاتفاقية توفير السيولة من عدمه ¹ ، وتمتد رقابة السوق على اتفاقية توفير السيولة من لحظة ابرامها و موافقته عليها وفترة اعمال هذه الاتفاقية الى حين انتهائها ، والتحقق من التزام طرفيها بتلك الإجراءات المتفق عليها ، وإبلاغ الهيئة بأية مخالفات تتعلق بتنفيذ الاتفاقية، وانهاء الاتفاقية واتخاذ الإجراءات المتعلقة بهذا الصدد .

3 : نسبة تملك موفر السيولة للورقة المالية : لا يجوز لموفر السيولة ان يكن صانعا على ذات الورقة المالية المتداولة ²، وذلك طبقا لقواعد فصل أنشطة موفر السيولة في مهمته بتوفير السيولة عن بقية الأنشطة الأخرى التي يقوم بها ، كما انه يجب ان لا تزيد نسبة تملك موفر السيولة محل الاتفاقية في أي وقت عن 5% من العدد الإجمالي المصدر من الورقة المالية ³ ، وهكذا فهذين النصين يكملان بعضهما البعض فالنص الأول قد منع من تملك الورقة بينما الثاني أجاز له في حدود 5% من العدد الإجمالي المدرج من الورقة المالية .

ثانيا : متطلبات الترخيص في القانون المصري : يخلو قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 من بيان الشروط الواجب في الشركات التي تمارس نشاط صناعة السوق وتركها للقرارات الصادرة عن البورصة بالرغم من ان القرارات ادنى مرتبة من القانون ، فيتم تقديم طلب تأسيس هذه الشركة الى الهيئة العامة للرقابة المالية، وتصدر الهيئة قرارها بالبت في طلب الترخيص خلال 60 يوم على الأكثر من تاريخ تقديم الأوراق ، وفي حالة رفض الطلب يجب ان يكون القرار مسببا ، ويخطر به أصحاب الشأن خلال 15 يوما من تاريخ صدوره ويجوز التظلم امام لجنة التظلمات خلال 15 يوما من تاريخ الاخطار ، او علم صاحب الشأن بالرفض ، ويتضمن

¹ ينظر: المادة 9 من القواعد التشغيلية لسوق أبو ظبي للأوراق المالية.

² ينظر: المادة 10/ف 2 من القواعد التشغيلية لسوق أبو ظبي المالية.

³ ينظر: المادة 7/ف 1/ب، من القواعد التشغيلية لسوق أبو ظبي المالية.

التظلم بيان بما يستند اليه من أسباب رفعه والمستندات التي تؤيد ذلك ، ويتم البت بالتظلم خلال 15 يوما ويكون القرار نهائي ونافذ ، ولا تقبل الدعوى امام المحاكم الإدارية بطلب الغاء قرار رفض الترخيص قبل التظلم منه ، وتحدد اللائحة التنفيذية قواعد وإجراءات ورسوم منح الترخيص بما لا يجاوز عشرة الاف جنيه ، وبعد حصولها على الترخيص تتقدم بطلب للقيد في سجل العضوية وفقا لقواعد العضوية والعقود المبرمة بينها وبين البورصة ، ويلتزم صانع السوق بتوفير الاليات والتجهيزات الفنية الخاصة بالربط الالي مع البورصة لمزاولة نشاطه ، ويقوم قطاع نظم المعلومات بالبورصة بتقديم تقرير فني للجنة العضوية بمدى توافر تلك المتطلبات وذلك وفقا للمواصفات الفنية للبنية الأساسية لنظم المعلومات الخاصة بصانع السوق للأوراق المالية¹.

ثالثا : متطلبات الترخيص في القانون العراقي : كما هو معلوم القانون العراقي لم ينظم نشاط موفر السيولة ، لكنه نظم أنظمة أخرى مشابهة له تزاوّل أنشطة داخل السوق ، كالحافظ الأمين وهكذا فبالإمكان تطويع هذه القواعد وإمكانية اتخاذها لتفعيل نموذج لموفر السيولة في سوق راس المال ، فحسب المادة 3 من تعليمات الحافظ الأمين رقم (17) لسنة 2012 ، فطالب الترخيص يقدم طلب الترخيص لممارسة نشاط الحافظ الأمين الى السوق لغرض اقراره ، ورفعته الى الهيئة لغرض المصادقة ، وفق نموذج معد له مشفوعا بالبيانات الواجب احتواءه عليها ، وكذلك يتضمن نموذج الاتفاقية التي يتم عقدها ويتم إيضاح فيها الالتزامات التي تكون على عاتق الحافظ الأمين ، وبيان الأجهزة الفنية التي يتعامل معا ، وللهيئة طلب اية إيضاحات او معلومات او مستندات أخرى من طالب الترخيص اذا وجدت مبرر لذلك ، ومن ثم يتم ترخيص الجهة التي تريد مزاوله هذا النشاط². وهكذا نستنتج انه بالإمكان إيجاد مثل هذا النظام في القانون العراقي على ان يكون من يمارس هذا النشاط شخص معنوي يتبع ذات الإجراءات لتسجيله .

الفرع الثاني: الشروط المطلوبة لموفر السيولة

¹ ينظر: إبراهيم عبد الله الدهراوي، التنظيم القانوني لصناعة الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه مقدمة الى

مجلس كلية الحقوق، جامعة طنطا، 2022، ص 148-152

² ينظر: عمر ناطق يحيى، المركز القانوني للحافظ الأمين في سوق الأوراق المالية ، بحث منشور في مجلة

ميسان للدراسات الأكاديمية ، العدد 41، 2021، ص 305-306

نصت المادة الثانية من الضوابط التشغيلية لسوق أبو ظبي على (لا يجوز لغير صانع السوق تقديم خدمة توفير السيولة وبعد الحصول على موافقة السوق وفقا للشروط والاحكام والاجراءات المنصوص عليها في هذه القواعد والمتطلبات الفنية التي يضعها السوق)

وايضا عرفت الضوابط موفر السيولة بانه (صانع سوق متعاقد مع مصدر ورقة مالية مدرجة بالسوق او اي من مالكيها بغرض توفير السيولة على تلك الورقة وفقا لأحكام هذه القواعد)، ومن هذا يتبين ان موفر السيولة هو صانع السوق لكن بصلاحيات مختلفة عن صانع السوق الرئيسي ، هذا وفقا للقانون الاماراتي ، اما القانون المصري فانه كما ذكرنا سابقا لم يجعل موفر السيولة مستقلا عن صانع السوق ، وفيما يخص القانون العراقي فانه لم يأخذ به فيثار التساؤل هنا هل بالإمكان تطويع القواعد الواردة في الأنظمة المشابهة لها لإمكانية الأخذ به ؟ نبين الشروط المطلوبة كالتالي:

اولا: الشكل القانوني لموفر السيولة: ان شخصية موفر السيولة كما تبينت من التعريف هي شخصية اعتبارية وبالتالي ممكن ان يكون موفر السيولة بنك او مؤسسة مالية او شركة تمتلك امكانيات مالية ضخمة ووفقا للقانون الاماراتي فقد نصت المادة 3 / 1 على ان صانع لسوق ممكن ان يكون شركة مؤسسة في الدولة لغرض توفير السيولة او شركة مرخصة من الهيئة او مصرف تجاري او فرع من مصرف أجنبي بشرط ترخيصه بمزاولة هذا النشاط مع الاشتراط بالحصول على موافقة مصرف الامارات المركزي في هذه الحالات وهكذا يتبين انه يكون فقط شخص اعتباري.

فيما يخص القانون المصري فقد نص على ان يكون موفر السيولة شركة مساهمة او شركة توصية بالأسهم¹. وفيما يخص القانون العراقي فمن الممكن تطويع النصوص الخاصة بالحافظ الأمين، فانه بالإمكان القول ان موفر السيولة يكون شخص معنوي متخذا شكل مصرف عراقي مجاز وبعد موافقة البنك المركزي لممارسة هذا النشاط، او ان تكون شركة عراقية مساهمة متخصصة في تقديم الخدمات، وقد يكون فرعا لمصرف أجنبي مرخصا من المصرف الام لمزاولة نشاط التوفير بعد موافقة البنك المركزي العراقي.

¹ ينظر: المادة 29 من قانون سوق راس المال المصري رقم (95) لسنة 1992

ثانيا: جنسية الشخص الممارس لأعمال توفير السيولة: على الذي يزاول هذا النشاط ان يكون متمتعاً بجنسية الدولة التي يزاول نشاطه فيها ولكن السؤال الذي يتبادر الى الذهن هل بالإمكان لمن يحمل جنسية اجنبية ان يزاول هذا النشاط ام يقتصر على حاملي الجنسية الوطنية فقط؟ لذا نجد المشرع الاماراتي في المادة 3/اولا 1/ب التي نصت على (مصرف تجاري او شركة استثمار مرخصة من مصرف الامارات المركزي او فرع مصرف أجنبي بشرط ان يكون مرخصا للمصرف الام بمزاولة هذا النشاط ويشترط حصول موافقة مصرف الامارات المركزي في اي من هذه الحالات) ومن هذا النص يتبين انه بالإمكان ان تكون جنسية صانع السوق اجنبية وهكذا بالتالي بالإمكان ان تكون جنسية الموفر اجنبية ايضا لكونه صانع سوق

وبين المشرع الاماراتي انه للشركات المصرح لها بكونها صانع سوق ان تكون جنسية الشركاء المشاركين فيها يتمتعون بالجنسية الاماراتية ويملكون اكثر من 51% من رأس المال وهذا الشرط معتبر في جميع انواع الشركات التي تؤسس داخل الامارات ¹.

كما تجدر الاشارة الى ان سوق ابو ظبي اجاز ان يكون موفر السيولة اجنبي حاصل على الترخيص من الدولة الام وتكون هذه الرخصة سارية المفعول ويتم تنفيذ الاوامر عن طريق وسيط وهذا ينطبق على صانع السوق المحلي الذي لا بد ان يكون حاملا رخصة سارية المفعول ². اما القانون المصري فلم يتطرق الى جنسيته. فيما يخص القانون العراقي فقد سمح في تعليمات الحافظ الأمين ان يكون فرع لمصرف أجنبي على ان يأخذ موافقة البنك المركزي العراقي لممارسة نشاط الحفظ وبتطويع هذا النص مع الاخذ بما اخذت به قوانين الدول المقارنة، فانه بالإمكان القول ان موفر السيولة من الممكن ان تكون جنسيته اجنبية.

ثالثا : رأس مال الشخص الممارس لأعمال توفير السيولة : ان ممارسة الشخص لوظيفته فانه يرتب عليه التزامات ولا بد من توفر ضمان للإيفاء بتلك الالتزامات وان نشاط الموفر يتمثل بتزويد السيولة للسوق وذلك للحد من تقلبات الاسعار وما ينتج عنها من مخاطر ³ لذا فانه لا بد من

¹ ينظر: المادة 10 من قانون الشركات الاماراتي لتأسيس الشركات التجارية رقم (2) لسنة 2015

² ينظر: الفقرة 4 من المادة 2 من ضوابط صانع سوق ابو ظبي المالي لعام 2018

³ ينظر: د. أزهري الطيب الفكي احمد، اسواق المال، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان

2017، ص65.

يتوفر لديه حد ادنى من رأس المال حتى يستطيع ممارسة نشاطه وهذا رأس المال محدد بنسبة محددة في القانون الاماراتي وهي ان لا يقل عن ثلاثين مليون درهم اماراتي او ما يعادله باي عملة اخرى¹. فيما يخص القانون المصري فقد نص بان لا يقل رأس مال الشركة المصدر ، وما يكون مدفوعا منه عند التأسيس عن الحد الأدنى الذي تحدده اللائحة التنفيذية بحس نوع الشركة والغرض منها ، ولعل اللائحة لم توضح رأس المال المتطلب لشركات صناعة سوق الأوراق المالية وهو ما تكفلت به المادة الأولى من قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 37 لسنة 2014 فان رأس المال لا يجوز ان يقل عن عشرة ملايين جنيه على ان تدفع نقدا بالكامل².

اما في القانون العراقي فان بالإمكان القول ان رأس المال المدفوع لمزاولة هذا النشاط يجب ان لا يقل عن 50 مليار دينار وذلك بعد تطويع النص الخاص بالحافظ الأمين.

وهناك شرط اتفقت عليه قوانين الدول المقارنة وهو ان يتوافر في القائمين على الإدارة الخبرة والكفاءة الفنية والإدارية وان يكونوا من ذوي السمعة الحسنة وان لا يكون أي منهم محكوما بجناية او جنحة مخلة بالشرف والأمانة او احدى الجرائم المنصوص عليها في قانون الشركات او التجارة او الحكم بإشهار الإفلاس مالم يرد له اعتباره³

المطلب الثاني: مهام موفر السيولة في سوق رأس المال

لبيان الدور الذي تقوم به الية موفر السيولة في سوق رأس المال، فانه يكون عن طريق توضيح المهمة التي يقوم بها ومن ثم بيان ماذا يترتب عليه عند قيامه بتلك المهمة وهذا ما نبينه في فرعين الأول بعنوان (وظيفة موفر السيولة في سوق رأس المال) والثاني (النتائج المترتبة لقيام موفر السيولة بوظيفته)

الفرع الأول: وظيفة موفر السيولة في سوق رأس المال

¹ ينظر: المادة 3/اولا/2 من تعليمات صانع السوق لسوق دبي و ابو ظبي

² ينظر: إبراهيم عبد الله الدهراوي، مصدر سابق، ص 150-151

³ ينظر: إبراهيم عبد الله الدهراوي ، المصدر نفسه ص 151.

تتعلق السيولة بالسرعة والسهولة التي يمكن للمستثمر بها تداول أسهمه، ويتمثل دور صانع السوق موفر السيولة الأساسي في توفير السيولة للسوق والسماح للتداول المستمر على السهم المتعاقد على توفير سيولته والهدف من ذلك التغلب على أي فروق زمنية في وصول طلبات المستثمرين. فأسواق رأس المال تكون بحاجة كبيرة الى السيولة وبالأخص في أوقات الازمات المالية الكبرى والتي كان اخرها على الصعيد العالمي ازمة covid-2019 .

من ابرز ما يواجه الأسواق من أزمات الازمة التي تسمى الفقاعة (Bubble) فتتكون الفقاعة عند ارتفاع أسعار الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة ، ويحدث هذا عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالسهم مثلاً هو الربح الناتج عن ارتفاع سعر هذا السهم وليس بسبب قدرة السهم على توليد الدخل ، وبالتالي عند ازدياد الاتجاه على بيع الأصل هنا يبدأ سعره بالهبوط ، فيبدأ سعره بالبوط حيث تصبح مرحلة انهياره مسألة وقت ، وهكذا تبدأ حالات الذعر وتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر الى بقية الأسهم حتى لو كانت من قطاعات أخرى¹.

يعمل موفر السيولة في الحفاظ على الأسواق للعمل بسلاسة ، فيعمل على توفير السيولة باعتباره متخصص بتوفير السيولة على الأسهم التي يتخصص فيها². يمارس دوره الأكبر في البورصة من خلال توفير السيولة المطلوبة لها وذلك من خلال مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع الذي يتم على أساسه التعامل ، فيكون الربح الذي يتحصله هو الفارق بين السعر الذي اشترى به الورقة والسعر الذي باعها به . كما يظهر دور موفر السيولة في توفير السيولة أيضاً عندما يقوم بتغطية نفسه في مواجهة التغيرات المحتملة في القيمة السوقية للورقة المالية خلال فترة التخزين أي خلال الفترة التي تمضي منذ شرائه للطلبية حتى الانتهاء من تصريفها³.

هكذا يتبين ان الوظيفة الرئيسية لموفر السيولة هي توفير السيولة للسوق ، فالسيولة مهمة لتحقيق الاستقرار للنظام المالي داخل السوق ، فالسوق الذي يتمتع بقدر كبير من السيولة يمتلك القدرة على تحمل الصدمات غير المتوقعة ، فالسيولة تعتبر في غاية الأهمية لنمو وتطور

¹ ينظر: د. فريد كورتل وكمال رزيق، الازمة المالية (مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية)،

مقال منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 20-أ، بلا تاريخ، ص6

² ينظر: مدحت حسن نصر، مصدر سابق، ص127.

³ ينظر: إبراهيم عبد الله الدهراوي، مصدر سابق، ص70-74

الأسواق وتقدمها ، لهذا فان الدول حاولت بناء قواعد تنظم سيولة الأسواق المالية فالكثير من الدول تعاني من مشاكل السيولة المحدودة لذا ادخال نشاط موفر السيولة بصورة عملية يساعد على زيادة السيولة داخل الأسواق المالية ويقلل من تقلبات الأسعار مما يكون له الأثر الإيجابي على تحسين سمعة السوق ومن ثم تحقيق الاستقرار وزيادة الثقة لدى المستثمرين .

الفرع الثاني: النتائج المترتبة لقيام موفر السيولة بوظيفته

يقوم موفر السيولة كما ذكرنا سابقا بتزويد السوق بالسيولة، لكن عند قيامه بهذا النشاط فانه يواجه تبعات عليه تحملها وتتمثل التالي:

أولاً: تحمل مخاطر توفير السيولة: يعد عمل موفر السيولة عملاً تجارياً، أي انه دائر بين النفع والضرر، فالتاجر يهدف من ممارسة عمله تحقيق الربح وبإثناء ذلك يترتب عليه ضرر وفقاً لقاعدة (الغنم بالغرم). فالموفر يخاطر فيما يملكه من أموال بسبب وجوده طرفاً ثانياً في التعامل ، فعليه ان يكون مستعداً في أي وقت لتوفير السيولة من خلال شرائه للأوراق في حالة عرضها ، ومن ثم عند الطلب يقوم ببيعها بغض النظر عن سعرها ، وهنا فانه قد يجازف بالخسارة لذا كان عليه ان يضع استراتيجية لتجنب الخسارة كأن يحدد الحد الأدنى من الخسارة اليومية او الأسبوعية او الشهرية¹. هكذا فعلى الموفر ان يقوم بعملية التحوط من الخسائر التي قد تتكون اثناء ممارسة نشاطه من خلال مراعاة الأنظمة والقوانين التي تنظم عمله وعدم مخالفتها لان في قيام بذلك يؤدي الى إيقاع الجزاءات الواردة في التشريعات المنظمة له² .

ثانياً: يمارس موفر السيولة نشاطه بصورة مستقلة عن مصدر الورقة المالية: يرتبط موفر السيولة مع مصدر الورقة بعلاقة تعاقدية تمكنه من التعامل بالأوراق المالية، هكذا يكون نشاطه مستقلاً عن مصدر الورقة المالية، فهو ليس بعامل عند مصدر الورقة المالية، ولا تربطه علاقة تبعية مع مصدر الورقة، بل انه يقدم خدمة توفير السيولة للأوراق المالية محل التعامل وهكذا يتحمل مخاطر توفير السيولة.

¹ ينظر: مراد محمود المواجهة، مصدر سابق، ص112

² ينظر: صانع السوق رمانة ميزان الأسواق المالية، مقال منشور في صحيفة البيان الاقتصادي، دبي،

ما يثور التساؤل عنه هل يمكن اعتبار الوسيط وسيط في عملية التداول؟ للإجابة على ذلك فانه يمكن القول ان موفر السيولة لا يعد وسيطا ، لكن بإمكان الوسيط عند توافر الشروط القانونية المطلوبة لموفر السيولة وبعد ضمان فصل أنشطة الوساطة المالية عن نشاط توفير السيولة ، فالوسيط يتبع أوامر المتداول سواء كانت أوامره بالبيع او الشراء ، بينما الموفر فانه يعمل وفقا لخطته واستراتيجياته بعد ابرام اتفاقية توفير السيولة وبعد اخذ كافة الاحتياطات اللازمة للتحوط من الخسائر¹.

ثالثا : عدم حصول موفر السيولة على امتيازات او إعفاءات : يقوم موفر السيولة بنشاطه من خلال ابرامه اتفاقية مع مصدر الورقة المالية ، لكن عند قيامه بذلك فانه يمنع من بعض التسهيلات التي تمنح لصانع السوق ، فهو ليس باستطاعته ان يبيع الورقة المالية على المكشوف بدون ان يقدم ضمان ، ولا يستفاد من الإعفاءات التي تقدم لصانع السوق من بعض الافصاحات والعمولات المقررة له²، بالرغم من ذلك فانه يمنح بعض المزايا التي تعمل على تشجيع الآخرين للدخول الى التنافس فيمنح القوة السوقية ، وذلك يكون من خلال تحديد عدد موفرين السيولة النشطين على كل سهم ، ويمكن زيادة اعدادهم وبالتالي زيادة عدد المتنافسين ، ويمنحون أيضا ميزة القدرة على الاطلاع على أوامر البيع وبالتالي تتكون معلومات حقيقة عن مستقبلهم³.

تجدر الإشارة الى ان موفر السيولة يخضع لرقابة السوق والنقطة الدورية عليه وقد بينا ذلك سابقا.

الخاتمة

من خلال هذه الدراسة فقد توصلنا الى مجموعة من النتائج، وتوصلنا الى مجموعة من التوصيات وهذا ما نبينه في التالي:

³Look : Sanmay Das ,The Effect of Market-Making on Price Dynamics ,Dep of Computer Science ,Rensselaer Polytechnic Institute ,Troy ,NY12180-3590,P8

² ينظر: مراد محمود المواجهة: مصدر سابق، ص 114.

³ ينظر: إبراهيم عبد الله الدهراوي، مصدر سابق، ص 74

أولاً: النتائج

- 1- لا يوجد تنظيم قانوني لموفر السيولة في القانون العراقي، بينما نجد له تنظيم متكامل في القانون الاماراتي، اما في القانون المصري فانه تم تنظيمه في مجموعة من القرارات واللوائح ولم يجعل صانع السوق مستقلاً عن موفر السيولة بل كلاهما واحد، وقد نظمت هذه التشريعات المقارنة وذلك لأهمية الدور الذي يقوم به لذا كان لابد من وضع نصوص توفر حماية له.
- 2- يعرف موفر السيولة بأنه شخص اعتباري يعمل على ضخ سيولة هائلة في السوق بناء على اتفاقية يعقدها مع مصدر الورقة المالية وغالباً ما يكون هو صانع السوق.
- 3- يتشابه موفر السيولة مع الحافظ الأمين وصانع السوق الا ان هناك اختلافات جوهرية بين كلا النظامين.
- 4- يجب ان يكون موفر السيولة شخص اعتباري مرخص له للقيام بأعمال توفير السيولة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع ولا يجوز للشخص الطبيعي ان يكون موفراً للسيولة.
- 5- لابد من ان تتوافر جملة من الشروط التي نص عليها قانون سوق الأوراق المالية، لاكتساب صفة موفر السيولة وفي مقدمتها الترخيص.
- 5- ان دور صانع السوق هو ضخ السيولة داخل السوق.
- 6- طبيعة عمل موفر السيولة تؤدي الى تعرضه الى مخاطر كبيرة، ذلك لأنه قد يقوم بشراء الأوراق المالية بأسعار مرتفعة وبكميات كبيرة وهناك احتمالية كبيرة لانهايار أسعارها، ولهذا فعليه ان يضع استراتيجية وتحوط مالي في حالة حدوث الخسارة ووضع حد أدنى للخسارة.
- 7- يخضع موفر السيولة عند ممارسته لأعمال توفير السيولة الى رقابة وتفتيش من قبل سوق الأوراق المالية من اجل التأكد من تطبيقه للتشريعات المنظمة لعمله، والتقييد بقواعد السوق، وفي حالة ثبوت مخالفته تطبق عليه الجزاءات الواردة في القانون.
- 8- بالإمكان تطويع القواعد الخاصة بنشاط الحافظ الأمين واتباع ما يتبع فيها لأدراج نشاط موفر السيولة في السوق مع فصل نشاط كل منهم عن الآخر.

ثانياً: التوصيات

- 1- ندعو المشرع العراقي الى الاخذ بنظام موفر السيولة، عن طريق وضع نظام كامل ومتكامل لموفر السيولة ويكون ذلك من خلال تعديل القانون المؤقت رقم 74 لسنة 2004 وذلك لما يشوبه من غموض وقصور في معظم نصوصه، والهدف من إضافة هذا النظام هو ترقية الأسواق من مبتدئة الى ناشئة ولجذب الاستثمارات.
- 2- نقترح ان يكون موفر السيولة عند تنظيمه شخص معنوي وان يكون اما شركة مساهمة او بنك
- 3- الاستفادة من تجارب الأسواق في الدول المقارنة، وبالأخص في مجال تكنولوجيا المعلومات لبحث وجود تطبيقات خاصة بتعاملات موفر السيولة.
- 4- قيام هيئة الأوراق المالية وسوق العراق للأوراق المالية بأعداد مسودة تعليمات وقواعد تنظم نشاط موفر السيولة.

المصادر

أولا : الكتب

د. أزهرى الطيب الفكي احمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2017

ثانيا : القوانين

- 1- القانون المؤقت لسوق الأوراق المالية العراقي امر 74 لسنة 2004
- 2- قانون سوق راس المال المصري رقم (95) لسنة 1992
- 3- قانون الشركات الاماراتي لتأسيس الشركات التجارية رقم (2) لسنة 2015

ثالثا : الرسائل والاطاريح

- 1- إبراهيم عبد الله الدهراوي، التنظيم القانوني لصناعة الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الحقوق، جامعة طنطا، 2022.
- 2- مهند هاشم الاعرجي، المركز القانوني لصانع سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية القانون، جامعة بابل، 2021.

3- مدحت حسن نصر حسن أبو الذهب، دور صناع السوق في الحد من تقلبات سوق الأوراق المالية في مصر، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 2010.

رابعاً : البحوث والمقالات

1- تأثير السيولة على أداء محافظ الأسهم العادية (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)، بحث منشور في مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، مجلد 17، العدد 3، 2015

2- سميرة لطرش، العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق رأس المال، بحث منشور في مجلة العلوم الإنسانية، مجلد 1، العدد 32، 2009.

3- عمر ناطق يحيى، المركز القانوني للحافظ الأمين في سوق الأوراق المالية ، بحث منشور في مجلة ميسان للدراسات الأكاديمية ، العدد 41، 2021

4- د. فريد كورتل وكمال رزيق، الازمة المالية (مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية)، مقال منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 20-أ، بلا تاريخ

5-مراد محمود المواجهة، اعمال صانع السوق في الأسواق المالية (دراسة في التشريع الاماراتي)، بحث منشور في مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد 17، العدد 1، 2020

6- د. مداني احمد، نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية، بحث منشور في المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 15، 2016.

7- د. همام القوصي، 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 القانونية المعمقة، العدد 39، 2020.

ثالثاً : المصادر الأجنبية :

1- Sanmay Das ,The Effect of Market-Making on Price Dynamics ,Dep of Computer Sciense ,Rensselaer Polytechnic Institute ,Troy ,NY12180-3590,

رابعاً : المواقع الالكترونية

1- احمد فهيم، دور مزود السيولة في الحركات المفاجئة في السوق، محاضرات منشورة على

الموقع الالكتروني <https://www.youtube.com/watch>

2- دور مزود السيولة في سوق الفوركس ، مقال منشور على الموقع الالكتروني

<https://forex.ae.org>

3- مقال منشور على الموقع الالكتروني <https://www.fia.org>

References

First: Books

1. Dr. Azhari Al-Tayeb Al-Faki Ahmed, Capital Markets, Dar Al-Janan for Publishing and Distribution, 1st ed., Jordan, 2017.

Second: Laws

1. The Iraqi Stock Market Interim Law, Order No. 74 of 2004
2. The Egyptian Capital Market Law No. (95) of 1992
3. The UAE Companies Law for the Establishment of Commercial Companies No. (2) of 2015

Third: Theses and Dissertations

1. Ibrahim Abdullah Al-Dahrawi, The Legal Regulation of the Financial Market Industry, PhD thesis submitted to the Faculty of Law Council, Tanta University, 2022.
2. Muhannad Hashim Al-Araji, The Legal Status of the Stock Market Maker, Master's Thesis submitted to the Faculty of Law Council, University of Babylon, 2021.
3. Medhat Hassan Nasr Hassan Abu Al-Dhahab, The Role of Market Makers in Reducing Stock Market Volatility in Egypt,

Master's Thesis submitted to the Faculty of Commerce Council,
Zagazig University, 2010.

Fourth: Research and Articles

1. The Impact Liquidity on the Performance of Common Stock Portfolios (An Empirical Study in the Iraq Stock Exchange), a study published in the Al-Qadisiyah Journal of Administrative and Economic Sciences, Volume 17, Issue 3, 2015.
2. Samira Latrash, The Relationship Between Liquidity and Capital Market Efficiency, a study published in the Journal of Humanities, Volume 1, Issue 32, 2009.
3. Omar Natiq Yahya, The Legal Status of the Custodian in the Stock Market, a study published in the Maysan Journal of Academic Studies, Issue 41, 2021.
4. Dr. Farid Kurtal and Kamal Raziq, The Financial Crisis (Its Concept, Causes, and Implications for Arab Countries), an article published in the Journal of the College of Economic Sciences, Baghdad University, Issue 20-A, undated.
5. Murad Mahmoud Al-Mawajdeh, The Work of Market Makers in Financial Markets (A Study in Emirati Legislation), a study published in the University of Sharjah Journal of Legal Sciences, Volume 17, Issue 1, 2020.
6. Dr. Madani Ahmed, "Towards a Model for a Market Maker System for Arab Stock Markets and the Requirements for its Implementation in Light of Global Experiences," a study published in the Academic Journal of Social and Human Studies, Issue 15, 2016.

7. Dr. Hamam Al-Qousi, "Regulating Market Maker and Liquidity Provider Activity During Algorithmic and High-Frequency Trading: Comparing the London, Berlin, and Osaka Stock Exchanges with the Arab Stock Exchange Environment," a study published in the Journal of Advanced Legal Studies, Issue 39, 2020.

Third: Foreign Sources:

1. Sanmay Das, "The Effect of Market-Making on Price Dynamics," Department of Computer Science, Rensselaer Polytechnic Institute, Troy, NY 12180-3590.

Fourth: Websites

1. Ahmed Fahim, "The Role of Liquidity Providers in Sudden Market Movements," lectures published on the website <https://www.youtube.com/watch>
2. The Role of Liquidity Providers in the Forex Market, an article published on the website <https://forex.ae.org>
3. An article published on the website <https://www.fia.org>