



دور تقلبات وازمات أسواق الأوراق المالية في تفعيل نماذج صناع السوق

الآء أحمد عباس

جامعة بغداد/ كلية القانون/العراق

Alaa Ahmed Abbas

University of Baghdad/ College of Law/Iraq

أ. م. د. هيفاء مزهر الساعدي

جامعة بغداد/ كلية القانون/العراق

Asst. Prof. Dr. Haifaa Mezher Al Saadi

University of Baghdad/ College of Law/Iraq

d.haifaa@yahoo.com

الملخص

يعتبر صانع سوق الأوراق المالية من أهم المؤثرين على سوق الأوراق المالية بقدرته على احلال التوازن بين العرض والطلب، ايجاد التسعير العادل، تقليل من اعداد المضاربين، ومساندة المستثمرين وايضا من توفير السيولة والسيطرة على التقلبات والازمات التي تحدث في سوق الأوراق المالية، الا اننا نجد ان النصوص التي تنظم كيفية قيام صانع السوق بممارسة نشاطه بصناعة سوق ورقة مالية واحدة او اكثر منعدمة في التشريع العراقي .

وعليه نتناول في هذه الدراسة موضوع في غاية الاهمية وهو تقلبات وازمات سوق الأوراق المالية ودورها في تفعيل نماذج صانع السوق والشروط التي حددتها كل دولة بموجب تشريعاتها ولا بد من توافرها في صانع السوق والاجراءات التي يقوم بها للحصول على موافقة الجهات المختصة لمنحه رخصة ممارسة نشاطه، والنماذج التي اخذت بها قوانين الدول المقارنة للسيطرة على الازمات والتقلبات في سوق الأوراق المالية. وقد نتج عن هذه الدراسة ان قوانين الدول المقارنة قد فعلت نموذج خاص بها وشرعت قوانين وقرارات وانظمة لتنظيم نشاط صانع السوق في اسواق اوراقها المالية.

الكلمات المفتاحية: صانع السوق، الازمات والتقلبات، سوق الأوراق المالية.

Summary

The stock market maker is considered one of the most important influences on the stock market with its ability to strike a balance between supply and demand, find fair pricing, reduce the number of speculators, support investors and also provide liquidity and control fluctuations and crises that occur in the stock market,

but we find that. The texts regulating how the market maker performs its activity by making one or more securities markets are absent in the Iraqi legislation.

Accordingly, we address in this study a very important topic, which is the legal organization of the stock market maker, the conditions that must be met by the market maker, the procedures that he takes to obtain the approval of the competent authorities to grant him a license to practice his activity, and the models that the laws of the comparative countries have taken to control crises and fluctuations in the stock market.

As a result of this study, the laws of the comparative countries have created their own model and enacted laws, decisions and regulations to regulate the activity of the market maker in their securities markets.

Keywords: market maker, crises and fluctuations, stock market

المقدمة

Introduction

اولا :موضوع البحث

تعرضت أسواق الاوراق المالية للعديد من الازمات والتقلبات التي أثرت على دورها الهام في تنشيط ودعم اقتصاديات الدول في مختلف الخدمات التي تقدمها تلك الاسواق،حيث اثرت هذه الازمات والتقلبات على تذبذب اسعار الاوراق المالية بين هبوط وارتفاع واختلاف اسعار اسهم الشركات ومستوى ادائها وكذلك غياب العدالة في التسعير كل هذا دون مبررات حقيقية ،فكان لابد لاسواق الاوراق المالية العمل على ايجاد شركات قادرة على مواجهة الازمات والتقلبات وتعمل الحفاظ على التوازن بين سعري البيع والشراء وانحسار الفجوة بينهم ومن هذا المنطلق شرعت معظم الدول قوانين وانظمة وقرارات لتنظيم مزاوله صانع السوق نشاطه.

ثانيا:اهمية البحث

يكتسب البحث اهميته من عدة نواحي :-

1-بيان التنظيم القانوني لصانع سوق الاوراق المالية لأهمية الدور الذي يقوم به بأحلال التوازن بين العرض والطلب داخل اسواق الاوراق المالية.

2-بيان موقف كل الدول من صانع السوق وذلك من خلال تسليط الضوء على نماذج صانع السوق في الدول الغربية والعربية والقوانين التي اصدرتها ونظمت من خلالها مزاوله صانع السوق نشاطه بصنع سوق الورقة المالية.

ثالثا: اهداف البحث

يهدف البحث لبيان التالي:

1-تحديد مفهوم صانع سوق الاوراق المالية ,والشروط والاجراءات التي يجب توافرها فيه لحصوله على رخصة من الجهات المختصة لمزاوله نشاطه داخل سوق الاوراق المالية



2- معرفة الازمات والتقلبات التي تحدث في سوق الاوراق المالية والتي ادت الى قيام الدول بتنفيذ نماذج صانع السوق لمواجهة التراجع في اسواقها.

رابعاً: مشكلة البحث

تكمن مشكلة البحث في, استعراض سبب ضعف دور سوق الاوراق المالية في مواجهة تذبذب الاسعار نتيجة الازمات والتقلبات التي تحدث فيها مما يؤثر على استقرار السوق وخشية المستثمرين من المخاطر التي تواجهه في هذه الاسواق وكثرة المضاربين وهل يستطيع صانع السوق مواجهة تلك الازمات والتقلبات، وهل باستطاعته ايجاد العدالة في التسعير, وايضا تكمن المشكلة في غياب التنظيم التشريعي لنشاط صانع السوق في العراق مع حاجة سوق الاوراق المالية لهؤلاء الصناع .

خامساً: منهجية البحث

في هذه الدراسة اتبعنا الاسلوب التحليلي المقارن وفق القوانين ومشاريع القوانين العراقية المتمثلة بمشروع قانون الاوراق المالية سنة 2019 والتعليمات المحدثه الخاصة بتداول الاوراق المالية سنة 2015 وقانون سوق الاوراق المالية المؤقت رقم (74) لسنة 2004 ومقارنتها مع قانون الامارات الذي نظم نشاط صانع السوق بقواعد سوق الامارات للاوراق المالية وقواعد سوق ابوظبي وسوق دبي المالي سنة 2018 إضافة الى وقانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل والقرار رقم (293) لسنة 2007 المتعلق بإضافة نشاط صانع السوق لأنشطة الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية المصرية.

سادساً: خطة البحث

سيتم تقسيم هذا الموضوع الى مبحثين يتناول المبحث الاول مفهوم صانع سوق الاوراق المالية من خلال مطلبين يتناول المطلب الاول تعريف صانع سوق الاوراق المالية اما المطلب الثاني سيخصص لبيان ترخيص صانع سوق الاوراق المالية.

وسيتناول المبحث الثاني تفعيل نماذج صانع سوق كأثر لتقلبات وازمات الاوراق المالية في مطلبين الاول سيكون عن تقلبات وأزمات أسواق الاوراق المالية اما الثاني سيكون عن نماذج صانع سوق الاوراق المالية .

المبحث الأول

مفهوم صانع سوق الأوراق المالية

The first topic

The concept of a stock market maker

دعت الحاجة الملحة لوجود هذا النوع من الأنظمة في سوق الأوراق المالية الى إيجاد تعريف يوضح المقصود منه بالإضافة الى بيان الشروط والتراخيص التي لابد من توافرها لعمل صانع السوق وحصوله على الرخصة من الجهات المختصة في سوق الاوراق المالية وعليه سنقسم هذا المبحث الى مطلبين، نستعرض في المطلب الاول تعريف صانع سوق الاوراق المالية، وفي المطلب الثاني ترخيص صانع سوق الاوراق المالية وكالاتي:

المطلب الاول

تعريف صانع سوق الاوراق المالية

The first requirement

Definition of stock market maker

من اجل فهم المقصود بصانع سوق الاوراق المالية بدقة يتوجب علينا اولا تعريف صانع السوق وفقا للقوانين التي نظمت نشاط صانع السوق واختلاف قانون كل دولة في وضع تعريف خاص بها ، ومن ثم تعريفه من خلال ما أورده الفقه واختلافهم حول هذا المصطلح، وعليه سنقسم هذا المطلب الى فرعين وكالاتي:

الفرع الاول

تعريف صانع السوق تشريعا

First branch

Definition of market maker legally

ان التشريعات المقارنة التي نظمت نشاط صانع سوق الاوراق المالية قد اختلفت في وضع تعريف له وفهم المعنى الدقيق منه، ويرجع سبب هذا الاختلاف من وجه نظرنا الى اختلاف السياسات المالية في كل دولة، بالإضافة الى اختلاف الاهداف التي تسعى اليها الدول من وضع نظام صانع سوق الاوراق المالية. بالنسبة للمشرع العراقي فقد عرف نشاط صانع السوق بأنه "الشخص المرخص الذي يشتري ويبيع الاوراق المالية لمحفظته الخاصة

اما المشرع الاماراتي فقد عرفه في قرار مجلس ادارة السوق "الشخص الاعتباري المرخص له بمزاولة نشاط صناعة السوق او صانع السوق الاجنبي المسجل لدى السوق"⁽¹⁾.

(¹) نظام صانع السوق الاماراتي رقم(46) المادة(1) سنة (2012)

وان ضوابط صانع السوق في سوق دبي المالي جاء بها "صانع السوق هو الشخص الاعتباري المرخص او الحاصل على موافقة السوق لمزاولة نشاط صناعة السوق"⁽¹⁾

وكذلك ضوابط صانع السوق لسوق ابو ظبي فقد عرفته في المادة الاولى بأنه "الشخص الاعتباري المؤسس داخل الدولة والحاصل على ترخيص من السوق لمزاولة نشاط صناعة السوق"⁽²⁾

ويمكن لنا ايراد بعض الملاحظات حول تعريف المشرع الاماراتي :

1- انه قد ذكر وعلى خلاف المشرع الكويتي ضرورة ان يكون صانع سوق الاوراق المالي شخصية معنوي الا انه لم يحدد شكل هذه الشخصية وكذلك يمكن ان يكون صانع السوق حامل الجنسية الاجنبية كما جاء في ظوابط سوق دبي المالي

2- وفقا لضوابط سوق ابو ظبي انه لم يرد في تعريفه لصانع سوق الاوراق المالية ان يكون شخصية معنوية اجنبية وقد ذكر ان صانع السوق هو المؤسس داخل الدولة , الا انه ذكر في ذات المادة صانع السوق الاجنبي "صانع السوق المؤسس خارج الدولة, او في منطقة حرة مالية داخل الدولة والحاصل على موافقة السوق لمزاولة نشاط صناعة السوق في الدولة"

وفي التعريفات اعلاه لم يحدد طبيعة نشاط صانع السوق , الا ان المشرع الاماراتي وفق ظوابط سوق دبي وابو ظبي قام بأيراد تعريف نشاط صناعة السوق فقد نصت المادة الاولى في ضوابط السوق "النشاط الذي يعتمد بصفة اساسية على توفير اسعار مستمرة لشراء وبيع ورقة مالية معينة بغرض زيادة سيولة هذه الورقة المالية وفقا لاحكام هذه الضوابط" اما المشرع المصري فإنه لم يشير الى تعريف صانع السوق , لكنه عرف نشاط صناعة سوق الاوراق المالي "...ويقصد بنشاط صانع السوق توفير السيولة الدائمة للاوراق المالية المقيدة بأحدى بورصات الاوراق المالية التي يلتزم بصناعة سوقها وذلك بضمان التعامل عليها خلال جلسة التداول"⁽³⁾. ولان المشرع المصري لم يعرف صانع السوق وإنما اكتفى ببيان النشاط الذي يقوم به صانع سوق الاوراق المالية, يمكن ان نستخلص الآتي:

(1) ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي الصادرة عن مجلس ادارة سوق دبي المالي, في 2018/7/24

(2) ضوابط صانع السوق لسوق ابو ظبي المالي الصادرة عن مجلس ادارة سوق ابو ظبي المالي, في 2018/2/27

(3) المادة (1) القرار رقم (293) لسنة 2007 المصري المتعلق بأضافة نشاط صانع السوق الى أنشطة الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية.

- 1- ان التعريف اعلاه بين ان صانع السوق يقوم بتوفير السيولة الدائمة للاوراق المالية، ولم ينص على احلال التوازن بين العرض والطلب والذي يعتبر الهدف والامر المهم من ايجاد صانع السوق.
 - 2- لم يذكر ان صانع السوق الذي يقوم بنشاط صانع السوق وفقا للتعريف اعلاه هل هو شخص معنوي او طبيعي، الا انه قد نص "يشترط لمنح الترخيص المنصوص عليه في المادة السابقة ما يأتي: 1- ان يكون طالب الترخيص شركة مساهمة او شركة توصية بالأسهم"⁽¹⁾، حيث ان هذه المادة عامة تشمل جميع الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية ومنها الشركات التي تزاوّل نشاط صناعة السوق وذلك وفقا لقرار (293) لسنة 2007 والمتعلق بأضافة نشاط صناعة السوق الى الشركات العاملة في مجالات الاوراق المالية.
- الا اننا نؤيد ما جاء به المشرع الاماراتي لبيان تعريف صانع السوق فقد حدد صانع السوق شخص معنوي وطني او اجنبي حاصل على ترخيص لمزاولة نشاط صناعة السوق وتوفير اسعار البيع والشراء مستمرة لغرض زيادة السيولة في السوق.

الفرع الثاني

تعريف صانع السوق فقها

قد اورد الشراح العديد من تعريفات لبيان مفهوم صانع سوق الاوراق المالية، وتختلف التعريفات باختلاف وجهة نظر كل منهم حول صانع السوق والنشاط الذي يقوم به في سوق الاوراق المالية.

فهناك من يعرفه على أنه (شخص مرخص له من ادارة السوق بالتعامل في اسهم شركة او شركات معينة، حيث يحتفظ بمخزون معين من اسهم تلك الشركات، ويقوم بالشراء والبيع اما لحسابه الخاص، واما لصالح عملائه من الوسطاء والسماسرة وغيرهم، ويلتزم صانع السوق بشروط وضوابط معينة، الهدف منها مد السوق بالمرونة والسيولة في اي وقت من الاوقات، ومن ذلك الزامه بالشراء عندما يكون هنالك من يرغب بالبيع، والبيع عندما يكون هناك من يود الشراء وفي مقابل ذلك لايقوم صانع السوق بدفع عمولة على العمليات التي يقوم بها)⁽²⁾، ويمكن لنا ان نبين ملاحظات حول هذا التعريف :

(1) المادة (29) قانون رأس المال المصري رقم (95)، سنة 1992 المعدل
(2) مبارك بن سليمان ال فواز، الاسواق المالية من منظور اسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الاولى، 2010، ص 56



- 1- بين هذا التعريف ضرورة الحصول على ترخيص من الجهة المختصة في السوق لمزاولة النشاط ببيع وشراء الاوراق المالية الذي يعد عمل من اعماله.
 - 2- انه لم يذكر صانع السوق شخصية طبيعية او معنوية .
 - 3- ان التعريف أشار بأن صانع السوق يقوم ببيع وشراء الاوراق المالية مباشرة, ومصطلح مباشرة قد ينصرف الى قيام صانع السوق بالتعامل مع المستثمرين بصورة مباشرة , وهو امر غير ممكن لان اغلب التشريعات اشترطت اتمام عملية البيع والشراء من خلال وسطاء الماليين في السوق⁽¹⁾.
- وهناك من يعرفه على انه (هم عبارة عن جهات طبيعية او اعتبارية مرخصة للعمل في السوق يسمح لها ببيع وشراء الاوراق المالية لحسابها الخاص الا انه في العادة يحضر عليها مطلقا التعامل مع الجمهور مباشرة, غير انه يجوز لها التعامل مع الوسطاء وصناع سوق الاخرين , كما يجوز لصناع السوق في بعض الاحيان تغطية الاصدار في السوق الاولى فالفرق بين صانع السوق والوسيط يتمثل في ان صانع السوق لايجوز له ان يتعامل مع الجمهور مباشرة مثل الوسيط بل يعمل لحسابه الخاص)⁽²⁾ و مما يؤخذ على هذا التعريف انه حدد شكل صانع السوق بأن يكون شخصية معنوية او طبيعية, وهذا ما لا يتفق مع حقيقة الامر وان التشريعات سألقة الذكر حددت على كونه شخصية معنوية
- كذلك عرفت على انهم (هم جهات مرخص لها للعمل باستمرار بتحديد سعر لورقة مالية معينة او مجموعة محددة من الاوراق المخصصة لهم من قبل البورصة, ويهدف صانع السوق لى تحقيق سيولة (طلب وعرض) دائمة ومستمرة على ذلك السهم او تلك الاسهم , كما يلتزم صانع السوق في كل يوم من ايام التداول بوضع اسعار معلنة لشراء وبيع ورقة مالية معينة او اكثر مما يتاح للسماسة عبر شاشات التداول متابعة تلك الاسعار)⁽³⁾
- لقد اشار التعريف ان صانع السوق جهة مرخصة, وكذلك يتعامل بالاوراق المالية, ويحقق التوازن بين العرض والطلب , الا انه يؤخذ على هذا التعريف مايلي:

(¹) نصت المادة (18) من قانون رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل, بأنه يكون (... ويكون التعامل في الاوراق المالية المقيدة البورصة بواسطة احدى الشركات المرخص لها بذلك, والا وقع التعامل باطلا...)

(²) د. از هري الطيب الفكي احمد, اسواق المال , دار الجنان للنشر والتوزيع, الطبعة الاولى, الاردن , سنة 2017, ص 65.

(³) سليم جابو, تحليل حركة اسعار الاسهم, ماجستير, كلية العلوم الاقتصادية, جامعة قاصدي / 2012, ص 39.

- 1-لم يحدد التعريف شكل صانع السوق شخصية طبيعية او معنوية .
- 2-اشار التعريف ان سوق الاوراق المالية هو يحدد سعر الورقة التي يقوم صانع السوق بصناعة سوقها ,الا ان الحقيقة صانع السوق هو من يقوم بتحديد لها من خلال ابرام اتفاقية صانع السوق مع الشركة المصدرة للاوراق المالية.

ومن وجه نظرنا ان التعريف الاخير هو الاكثر ملائمة لبيان مفهوم صانع السوق فقها فهم جهات حاصلة على ترخيص من جهات مختصة وبناء على هذا الترخيص يسمح لهم بالعمل بصورة مستمرة لتحديد سعر الورقة المالية الواحدة او اكثر لتحقيق سيولة عالية في سوق الاوراق المالية

المطلب الثاني

ترخيص صانع السوق

حتى يرخص لصانع السوق مزاوله نشاط صناعة السوق داخل سوق الاوراق المالية يجب ان تتوفر فيه عدة شروط اوجبها القوانين المنظمة لهذا النشاط, على ان توافر هذه الشروط وحدها لا يكفي لمزاوله نشاط صناعة السوق ,اذ يجب على صانع السوق القيام بالأجراءات التي تضعها الجهات المختصة للسماح للجهات التي ترغب بالعمل في سوق الاوراق المالية .

وفق ما تقدم سنقسم المطلب الى فرعين, سنتناول في الاول (شروط ترخيص صانع السوق)،
اما الثاني سنستعرض فيه(أجراءات ترخيص صانع السوق)

الفرع الاول

شروط ترخيص صانع السوق

للشركة الراغبة بمزاوله نشاط صناعة السوق ان تتوفر فيها شروط عدة ومنها الشخصية المعنوية ,وحصوله على الجنسية ,ورأس المال الكافي وسنبحث هذه الشروط فيما يلي:-

اولا:ان يكون الشخص المزاول لاعمال صانع السوق شخصا معنويا

اشتترط القوانين المنظمة لنشاط صانع السوق ان يكون الشخص المزاول لنشاط صناعة السوق "شخص معنوي",وان يتخذ شكل الشركة لأمكانية مزاوله نشاط صناعة السوق داخل سوق الاوراق المالية, اما المشرع العراقي وان لم ينظم نشاط صانع السوق كما ذكرنا سابقا,الا انه قد نظم بعض الانشطة داخل سوق الاوراق المالية ومن خلالها اشار الى هذا الشرط ,ففي معرض تنظيمه لنشاط الوسيط



المالي فقد اشار في تعريفه بأنه يجب ان يكون شخصية معنوية، وكذلك الحافظ الامين الذي عرفه بأنه "الشخص المعنوي المرخص له من قبل الهيئة لمزاولة نشاط الحافظ الامين والقيام بأعمال حفظ وتحويل الاوراق المالية من حستب المستثمر لديه الى حساب المستثمر لدى الوسيط وبالعكس ودفع الالتزامات المترتبة على تداولها نيابة عن مستثمريها" (1)، وكذلك اشترط ان يكون الحافظ الامين شخصية معنوية متخذة احد الاشكال الاتية:-

أ- مصرف عراقي مجاز ويشترط ان يكون مرخصا من المصرف الام لمزاولة هذا النشاط.

ب- شركة عراقية مساهمة متخصصة بتقديم الخدمات المالية.

ج- فرع لمصرف اجنبي شرط ان يكون مرخصا من المصرف الام لمزاولة هذا النشاط ويشترط حصول موافقة البنك المركزي العراقي" (1)، وان يكون الشخص المعنوي وفق القانون العراقي شركة مساهمة انشأت بموجب قانون الشركات او مصرف مجاز من قبل البنك المركزي سواء كان عراقي او فرع لمصرف اجنبي.

وعليه فإن الوسيط المالي والحافظ الامين يشابهون بعض الشيء نشاط صانع السوق كونهم شخصية معنوية حاصلة على ترخيص من الجهات المختصة تمارس نشاطها المتعلق بالاوراق المالية وتحويلها وحفظها داخل سوق الاوراق المالية .

اما موقف المشرع الاماراتي فقد اشترط لصانع السوق الذي يمارس نشاط صناعة السوق في سوق الاوراق المالية ان يكون شخص اعتباري وهذا ما وضعه في تعريف صانع السوق وفق ضوابط سوق ابو ظبي وسوق دبي للاوراق المالية (2)، من ثم لا يمكن للشخص الطبيعي ان يمارس اعمال ونشاط صناع السوق، ولا يجوز كذلك للهيئات الحكومية ممارسة اعمال صانع السوق (3) وبالتالي فإن الشخص الاعتباري الذي يزاول اعمال صانع السوق ان يتخذ احد الاشكال القانونية التالية:

(1) المادة (1) التعليمات رقم (17) لسنة 2012 المتعلقة بالحافظ الامين في سوق العراق للاوراق المالية .

(2) المادة (2) التعليمات رقم 17 لسنة 2012 المتعلقة بالحافظ الامين في سوق الاوراق المالية

(2) ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي الصادرة عن مجلس ادارة سوق دبي المالي، 2018/7/24، وكذلك ضوابط صانع السوق لسوق ابو ظبي المالي الصادرة عن مجلس ادارة سوق ابو ظبي المالي، 2018/2/27

(3) قد صدر قرار رئيس هيئة الاوراق المالية والسلع بشأن صانع السوق في ظل قانون الشركات التجارية القديم رقم (8) لسنة (1984)، والذي كان يحدد الشركات التجارية في سبعة انواع وهي: شركة التضامن، وشركة التوصية البسيطة، وشركة المحاصة، والشركة المساهمة العامة، والشركة المساهمة الخاصة، والشركة ذات المسؤولية المحدودة، وشركة التوصية بالاسهم، وبعد صدور القرار تم اصدار قانون الشركات التجارية الجديد رقم (2) لسنة (2015)، والذي الغيت بموجبه شركة المحاصة وشركة التوصية بالاسهم.

"1-شركة تجارية مؤسسة داخل دولة الامارات العربية المتحدة وفقا للقواعد القانونية الواردة في قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم (8) لسنة (1984).

والتي يكون احد اغراضها مزاولة نشاط صناعة السوق، وان المشرع اجاز تأسيس عدة انواع من الشركات التجارية تكمن في شركة التضامن او شركة التوصية البسيطة او شركة المساهمة العامة او الشركة المساهمة الخاصة او شركات ذات المسؤولية المحدودة.

2-الشركات المرخصة من قبل هيئة الاوراق المالية والسلع للممارسة اعمالها في مجال الاوراق المالية بشرط ان تخضع هذه الشركات لتلك الضوابط القانونية الخاصة بمنع التعارض بين الانشطة الصادرة من الهيئة.

3-الشركات التجارية التي تمارس اعمال المصارف والشركات الاستثمارية المرخصة من قبل مصرف الامارات المركزي بشرط الحصول على موافقة المصرف المسبقة لممارسة اعمال صانع السوق
4-فروع المصارف الاجنبية العاملة في الامارات في حالة ان كان المصرف الام يزاول اعمال صانع السوق , وبشرط الحصول على موافقة المصرف المركزي لمزاولة هذا النشاط".

واشترط على صانع السوق قبل حصوله على الترخيص ان يتخذ احد الاشكال الاتية:-

أ-شركة مؤسسة في الدولة، ويكون احد اغراضها مزاولة نشاط صناعة السوق، او مرخصة من الهيئة مع الالتزام بضوابط منع التعارض بين الانشطة الصادرة عن الهيئة

ب-مصرف تجاري او شركة استثمار مرخصة من مصرف الامارات المركزي، او فرع مصرف اجنبي بشرط ان يكون مرخصا للمصرف الام مزاولة هذا النشاط".⁽¹⁾

اما في القانون المصري ،نلاحظ من خلال قرار وزير الاستثمار المصري رقم(293) لسنة 2007 المتعلق باضافة نشاط صانع السوق لأنشطة الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية المنصوص عليها في المادة(27)من قانون سوق رأس المال المصري رقم(95) لسنة 1992 المعدل، ان المادة (29)من قانون سوق رأس المال المصري اشترطت على الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية

⁽¹⁾ البند (اولا)المادة (3)ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي الصادرة عن مجلس ادارة سوق ابو ظبي المالي، 2018/2/27



اتخاذ شكل شركة مساهمة او شركة توصية بأسهم للحصول على الترخيص الذي يسمح لها بمزاولة النشاط داخل سوق الاوراق المالية، وبالتالي فإن صانع السوق يجب ان يكون شخصا معنويا⁽¹⁾.
واشار قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية على ان يكون الترخيص للشركات المنصوص عليها بالبند (ب) من المادة (27) من قانون رأس المال مزاوله نشاط صانع السوق وفق الضوابط الاتية "2...- ان يكون اكثر من 50% من مساهمات الشركة في شركات مرخص لها من الهيئة بالعمل في أنشطة متصلة بمجال الاوراق المالية..."⁽²⁾.

ثانيا: جنسية الشخص المزاوول لاعمال صانع السوق

يجب على صانع السوق لممارسة نشاط صناعة السوق وحصوله على ترخيص ان يكون حاصل على جنسية الدولة التي يمارس نشاطه فيها او جنسية دولة اجنبية ووفقا لقانون الدولة واسواق الاوراق المالية فيها فأنها سمحت لصانع السوق الحاصل على جنسية دولة اجنبية فضلا على صانع السوق المحلي بممارسة نشاطهم بصناعة السوق. فقد بين المشرع الاماراتي ان جنسية الشركاء في الشركة التجارية الاماراتية المصرح لها بممارسة اعمال صانع السوق يجب ان يكونوا اشخاصا يتمتعون بالجنسية الاماراتية ويملكون اكثر من (51%) من رأس مال الشركة، وان هذا الشرط متوفر اساسا في جميع الشركات التجارية التي تؤسس داخل الامارات، حيث تشترط ان يكون اغلبيه رأس المال (51%) مملوكا لاشخاص يتمتعون بالجنسية الاماراتية⁽³⁾.

هذا وقد اجاز القرار للشركات التي يملك مواطنو دول مجلس التعاون الخليجي (51%) من رأسمالها ممارسة اعمال صانع السوق ، ويعد ذلك امرا بالغ الاهمية ومن شأنه ان يجذب الاستثمارات المالية لسوق الاوراق المالية، خاصة وان هنالك ثقة كبيرة في هذا السوق
اما وفقا لسوق ابو ظبي للاوراق المالية فقد نص على ان يكون صانع السوق الممارس لنشاط صناعة السوق اجنبي حاصل على الترخيص من الدولة الام وكذلك ان تكون رخصته سارية المفعول وان يتم

(1) نصت (ف/2-م/1) قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية رقم (1200) لسنة 2018 المتعلق بتعديل قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (265) لسنة 2014 بشأن شروط واجراءات الهيئة العامة للرقابة المالية
(2) البند (ب) المادة (27) قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (1200) لسنة 2018
(3) المادة (10) من قانون الشركات الاماراتي لتأسيس الشركات التجارية رقم (2) لسنة 2015

تنفيذ الاوامر الخاصة به عن طريق وسيط وكذلك بالنسبة لصانع السوق المحلي من اجل السماح له بممارسة نشاط صناعة السوق لابد له ان يكون حاصل على الجنسية الامارتية وذلك وفقا لقانون الشركات الاماراتي وان يحمل رخصة سارية المفعول⁽¹⁾.

ثالثا: رأس مال الشخص المزاوول لأعمال صانع السوق

من المعروف ان مزاولة اي نشاط من الانشطة المتعلقة بالأوراق المالية يتطلب جملة من الالتزامات ولا بد من توافر ضمانات للأيفاء بهذه الالتزامات، وبما ان نشاط صناعة السوق يعتبر احد الانشطة المتعلقة بالأوراق المالية، لذلك فإن التشريعات المنظمة له تتطلب توافر حد ادنى من رأس المال للشركات التي تمارس هذا نشاط قبل الترخيص لها بمزاولته او مزاولة اي من الانشطة الاخرى .

اما عن موقف المشرع العراقي فبالرجوع الى النصوص التي نظمت عمل الحافظ الامين والوسيط فأنها تتطلب توافر الحد الادنى من رأس المال لمزاولة هذين النشاطين في سوق الأوراق المالية، فبالنسبة للوسيط المالي يجب ان لا يقل رأس مال الشركة طالبة الترخيص عن مبلغ معين، حددته ادارة سوق العراق للأوراق المالية في الكتاب الصادر منها والمرقم (4/1716) في تاريخ 2009/12/17⁽²⁾.

وقد نص على انه "يشترط لترخيص نشاط الحافظ الامين للأوراق المالية ما يأتي....2- أن لا يقل رأس المال المدفوع لمزاولة هذا النشاط عن (50) مليار دينار...."⁽³⁾

اما القانون الاماراتي يتطلب على الشركة الراغبة بممارسة نشاط صانع السوق ان لا يقل رأس مالها عن حد معين والا فقدت الشركة احد شروط ترخيصها او موافقة هيئة السوق على السماح لها بمزاولة هذا النشاط وبهذا نص على "ان لا يقل رأس المال المدفوع او المخصص لمزاولة هذا النشاط عن مبلغ وقدره (30) مليون درهم اماراتي او ما يعادله بأية عملة اخرى"⁽⁴⁾

وفي القانون المصري نظم نشاط صانع السوق بموجب قرار وزير الاستثمار المصري رقم (293) لسنة 2007 الذي بين الحد الادنى لرأس مال الشركة التي ترغب بمزاولة نشاط صانع السوق

(1) الفقرة (4) المادة (2) من ضوابط صانع سوق ابو ظبي المالي سنة 2018

(2) حددت الية تنفيذ التعليمات المتعلقة بأجازه خمس شركات وساطة جديدة لسنة 2009 الحد الادنى لرأس مال الشركة الراغبة بمزاولة اعمال الوساطة بمبلغ (100) مليون دينار عراقي

(3) التعليمات رقم (17) لسنة 2012 المتعلقة بالحافظ الامين في سوق العراق للأوراق المالية والمنشورة على الموقع الالكتروني لمركز الايداع العراقي

(4) الفقرة (2) المادة (3) ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي الصادرة عن مجلس ادارة سوق دبي المالي، 2018/7/24.



بمبلغ (10) مليون جنيه مصري ومن شروطه ان يكون مدفوعا بالكامل, وكذلك اشترط القرار رقم (14) لسنة 2007 الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية⁽¹⁾ بأن يكون الحد الأدنى لرأس مال الشركة العاملة في مجال صناعة السوق مبلغ لا يقل عن (10) مليون جنيه سواء مصدرا او مدفوعا.

وان القانون المصري وضع شرط على الشركات صانعة السوق وهو "تخصيص مبلغ نقدي لا يقل عن عشرة ملايين جنيه مصري لكل ورقة مالية تقوم بصناعة سوقها"⁽²⁾, وان هذا المبلغ يزداد كلما كانت الشركة تعمل على صناعة سوق اكثر من ورقة مالية

الفرع الثاني

اجراءات ترخيص صانع السوق

ألزمت قوانين الدول على صانع السوق القيام بأجراءات قبل حصوله على الترخيص لممارسة اعماله ومنها الاتي:-

اولا: تقديم صانع السوق طلب الحصول على ترخيص من الجهات المعنية لمزاولة نشاطه

من المتفق عليه ان الشركات التي ترغب بمزاولة اي نشاط داخل سوق الاوراق المالية ,لابد لها من تقديم طلب للحصول على الترخيص من الجهات المعنية في السوق لامكانية مزاولة هذا النشاط .
ففي القانون العراقي وكما هو معلوم فإنه لم ينظم نشاط صانع السوق الا انه وبالرجوع الى القوانين والتعليمات الخاصة بالوسيط والحافظ الامين نلاحظ انه اشترط حصولهم على ترخيص من السوق لمزاولة نشاطهم ,حيث عرف القانون المؤقت لاسواق الاوراق المالية الوسيط بأنه "الشخص المخول من قبل مجلس المحافظين ..."⁽³⁾ وهذا يعني انه اشترط الحصول على الترخيص من مجلس المحافظين وفضلا على ان التعليمات المحدثه عند تعريفها للوسيط المالي "الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس لممارسة أعمال الوساطة المالية في الاوراق المالية..."⁽⁴⁾ فأنها اشارت الى حصوله على

(1) قرار مجلس ادارة الهيئة العامة للرقابة المالية والمتعلق بمعايير الملاعة المالية للشركات العاملة في مجال الاوراق المالية المعدل بقرار الهيئة المرقم (77) لسنة 2017.

(2) المادة الاولى الفقرة (3) قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية رقم (265) لسنة 2014, بشأن شروط واجراءات ترخيص صانع السوق

(3) القانون المؤقت لاسواق الاوراق المالية رقم (74) لسنة 2014 العراقي

(4) (ف/22) من التعريفات الواردة في التعليمات الخاصة بتداول الاوراق المالية في اسواق الاوراق المالية في العراق تحديثات 2015

الترخيص من الهيئة والمجلس، الا انها لم تبين الالية التي يمكن من خلالها الحصول على الرخصة للوسيط المالي

اما موقف القانون الاماراتي فقد اوضح الية تقديم الطلب الى السوق⁽¹⁾ "يتعين على طالب الترخيص او الموافقة لمزاولة نشاط صناعة السوق تقديم طلب الى السوق وفقا للنموذج المعد لذلك مشفوعا بالمعلومات والبيانات والمستندات المؤيدة للطلب ,وبشكل خاص الاتي:
أولاً:طالب الترخيص:

1. الشكل القانوني لطالب الترخيص مع توضيح اسماء اعضاء مجلس الادارة والادارة التنفيذية،والاشخاص المفوضين بالتوقيع وتقديم الطلب.

2. تقرير يوضح نظام حفظ المستندات الخاص بمزاولة النشاط.

3. تقرير يوضح نظم واسس الرقابة الداخلية والمراجعة المالية.

4. كتاب من الهيئة حال كان طالب الترخيص جهة مرخصة من الهيئة لمزاولة اي من الانشطة او الخدمات المالية الاخرى يفيد الاتي:

أ-عدم ارتكاب الشركة لمخالفات جوهرية لمعايير الملاءة المالية أوضوابط فصل الحسابات المعتمدة من قبل الهيئة خلال الستة اشهر السابقة لتاريخ تقديم طلب الترخيص

ب-توافر الملاءة المالية اللازمة للشركة لمزاولة النشاط وفقا للمعايير الصادرة في هذا الشأن.

وفي نفس المادة اشترطت الضوابط على صانع السوق الاجنبي للحصول على موافقة السوق مايلي :
"1-عدم ممانعة من الجهة الرقابية المثيلة للهيئة في البلد الام،أو من الجهة الرقابية في المنطقة الحرة المالية حال كان مؤسساً في تلك المنطقة.

2-تقديم تعهد للسوق بالافصاح عن اي معلومات يطلبها وأية تغيرات قد تطرأ على وضعه التنظيمي والمالي او تؤثر على مزاولته لنشاطه², أو اي قرارات متخذة بحقه سواء في البلد الام او اي بلد اخر او المنطقة الحرة التي يزاول فيها نشاط صانع السوق.

(¹) المادة الرابعة الفقرة(اولا) ,ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي الصادرة عن مجلس ادارة سوق دبي المالي.
2018/7/24

² - سهى أنور احمد،د.هيفاء مزهر فلحي،اركان تداول المطلاع على المعلومة الداخلية للشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية،بحث مقبول للنشر،بالكتاب ذي العدد(28) 2022،مجلة العلوم القانونية،جامعة بغداد،2022،ص10.

3-تزويد السوق بنسخة عن العقد المبرم بينه وبين شركة الوساطة المرخصة في الدولة(عضو في السوق)⁽¹⁾وعليه فإن المشرع الاماراتي وفق ضوابط سوق دبي المالي الخاصة بتنظيم عمل صانع السوق اشترطت عليه تقديم الطلب الى السوق وفق الشكل المحدد.

ثانيا:عدم الموافقة على ترخيص صانع السوق وامكانية الطعن فيه

بعد ان تتقدم الشركة الراغب بمزاولة نشاط صانع السوق داخل سوق الاوراق المالية طلب الحصول على ترخيص ,تقوم الجهة المختصة وفق قانون الدولة التي توجد فيها الشركة بأستلام الطلبات ودراستها ثم اصدار قرارها , وأن القانون ألزم هذه الجهات بأن يكون قرارها مسببا في حالة رفضها الطلب وهو امر في غاية الاهمية لأمكانية الوقوف على اسباب الرفض ,ومعالجتها اذا امكن ذلك.

وفي التشريع العراقي بالرجوع الى نصوص القانون المؤقت لأسواق الاوراق المالية رقم(74) لسنة 2004 وكذلك التعليمات الخاصة بتداول الاوراق المالية لسنة2015,لم يتضمن الالية التي يصدر فيها الطلب ولا كيفية الطعن بنتيجة الطلب اذا ماتم رفضه,ألا انها نظمت في مشروع قانون الاوراق المالية الذي حدد مدة دراسة الطلب من قبل الهيئة (45)يوما وايضا اعطى لصاحب الطلب حق التظلم لدى الهيئة اذا ما رفضته خلال مدة (30)يوما من تبليغه او اعتباره مبلغا⁽²⁾.

وفي القانون الاماراتي ,يفترض قيام السوق بأصدار قراره بالرفض او الموافقة خلال (30) يوما من تاريخ تقديم صانع السوق الطلب المستوفي الشروط وفي حالة الرفض يكون الرفض مسببا "1-يصدر السوق قرار بالموافقة أو رفضه خلال ثلاثين يوما من تاريخ تقديم الطلب مستوفيا"⁽³⁾.

وان المشرع الاماراتي وفق ضوابط سوق دبي لم ينظم امكانية التظلم او الطعن بالقرار, وهو مايعد نقصا تشريعيا كان على المشرع الاماراتي تقاديه ,خاصة انه نظم نشاط صانع السوق بشيء من التفصيل

(1) المادة الرابعة الفقرة(ثانيا) ,ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي الصادرة عن مجلس ادارة سوق دبي المالي, 2018/7/24.

(2) الفقرة(1)المادة (5) ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي, 2018/7/24.

(3)الفقرة (2)المادة (5) ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي , 2018/7/24.

(2) المادة (36) مشروع قانون الاوراق المالية العراقي ,لسنة2019

(3) الفقرة(1)المادة(5)ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي سنة2018

اما القانون المصري قد اشترط ان يكون قرار رفض طلب صانع السوق مسببا , واجاز له التظلم على هذه القرارات اذ انها تعتبر منازعات في سوق الاوراق المالية, حيث خصص الباب الخامس من قانون سوق رأس المال المصري لتسوية تلك المنازعات التي قد تقع.

فقد بين القانون كيفية التظلم والجهة المختصة بنظر التظلمات "تشكل بقرار من الوزير لجنة التظلمات برئاسة أحد نواب رئيس الدولة وعضوية اثنين من مستشاري مجلس الدولة يختارهم المجلس وأحد شاغلي وظائف مستوى الادارة العليا بالهيئة يختاره رئيسا وأحد ذوى الخبرة يختاره الوزير" ⁽¹⁾.

وايضا نص على "يجوز التظلم من قراري رفض التأسيس, أو طلب الترخيص الى لجنة التظلمات المنصوص عليها في الباب الخامس من القانون خلال خمسة عشر يوما من تاريخ أخطار او علم صاحب الشأن... وعلى اللجنة البت بالتظلم خلال خمسة عشر يوما من تاريخ تقديمه أو من تاريخ تقديمه الايضاحات , ويكون قرار اللجنة بالبت في التظلم نهائيا وناظا ولا تقبل الدعوى بطلب الغاء قرار طلب التأسيس أو طلب الترخيص قبل التظلم منه" ⁽²⁾.

المبحث الثاني

تفعيل نماذج صانع السوق كأثر لتقلبات وازمات أسواق الاوراق المالية

هناك العديد من للتقلبات التي تواجه اسواق الاوراق المالية وترافقها بذلك ازمات مالية اثرت على اسواق الاوراق المالية وتراجعها واعتبراها اسواق غير كفاء وبذلك اتجهت الدول لحل هذه المشكلة بتفعيل نظام صانع السوق واتخاذ كل دولة نموذج خاص بها , وعليه نقسم المبحث الى المطالب الاتية:

المطلب الاول

تقلبات وازمات أسواق الاوراق المالية

تتعرض أسواق الأوراق المالية حالها بذلك حال بقية الأسواق المالية لازمات وتقلبات تعصف بها فتؤدي الى الخروج بوسائل تحد منها وذلك ما سنبينه في الفروع الاتية:

(1) المادة (50) قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل.

(2) المادة (137) اللائحة التنفيذية المصرية رقم (135) لسنة 1993



الفرع الاول

تقلبات اسواق الاوراق المالية

ان اسوق الاوراق المالية تعاني من عدم استقرار في الاسعار والى خوف المستثمرين من تداول اوراقهم المالية وتعرضهم للخسائر وكثرة المضاربين فزيادة تقلبات اسواق الاوراق المالية واعتباره سوق غير كفء يرجع الى اسباب كثيرة ومنها:

1-ارتفاع تكلفة التقلبات الكبيرة في الاسعار:

يوصف السوق غير الكفاء بالضيق لقلة عدد اوامر البيع والشراء فيه وعدم استمراريتهم لفترات زمنية مناسبة، وبالتالي تؤدي هذه الحالة الى ايجاد خلل بين القيمة الحقيقية للسهم وقيمتها السوقية.

2- ارتفاع تكاليف المعلومات.

3- يعتبر امر اتاحة المعلومات في السوق امرا حيويا في تمثيل اسعار السوق للقيم الحقيقية للاصول المالية وهم يتحملون تكاليف البحث للحصول على هذه المعلومات اذا لم يوفرها لهم السوق تلك المعلومات بطريقة سهلة ومنظمة¹ وان تخلف الاقتصاد القومي على النسق العالمي السائد والذي يبني على قطاع المعرفة والتي تمثل البيانات والمعلومات يعد من اهم الركائز الاساسية فيه، فالدولة التي يتخلف اقتصادها عن هذا النسق، تعيش في عزلة في زمان تتحكم فيه قيم ومثل العولمة، والتي يقف وراءها المؤسسات المالية الدولية، واقتصاديات الدول الاكثر قوة في العالم. ولا بد من التأكيد ايضا على ان التقلبات و التذبذبات التي حصلت في اسواق الاوراق المالية العربية ادت كذلك الى اللجوء الى صانع السوق من اجل التغلب على هذه التقلبات السعرية الحادة ، لاسيما في اسواق دول مجلس التعاون الخليجي التي تمثل حوالى 81% من حجم رأس المال الكلي للاسواق العربية سنة 2012 والتي تشكل مصدر قلق فتتصدر البورصة المصرية الاسواق العربية في تلك التقلبات، يليها سوق دبي المالي في المرتبة الثانية، ثم الاسواق المالية السعودية.

حيث ان من اهم اسباب التقلبات في اسواق الاوراق المالية العربية تتمثل في تركيز التداول في اسهم محدودة، مع عدم ارتباط الاسعار بالأداء الفعلي للشركات وكذلك اعتماد الشركات في الغالب على

¹ - د. هيفاء مزهر فليحي، المعلومة الداخلية للشركة وموقف التشريع العراقي والتشريعات المقارنة من حظر افشاءها، عدد خاص لبحوث مؤتمر (استدامة قواعد القانون الخاص)/كلية القانون، جامعة بغداد، 2019، ص 315.

التمويل الخارجي عن طريق القروض, واصدار مزيد من الاسهم بدل من الاعتماد على مصادر داخلية كالارباح المحتجزة وهو مايؤدي الى زيادة حدة التقلب في ربحية الاسهم وبالتالي في قيمته السوقية. ومما زاد الامر صعوبة نمو سوق المشتقات وزيادة درجة تعقد الادوات المالية وتكرار الازمات فأدى ذلك الضعف تعرض الشركات والبنوك لاثار غير مواتية في شكل زيادة في القيمة الديون بدون وجود تغطية مناسبة لها

الفرع الثاني

ازمات سوق الاوراق المالية

ان تلقي سوق الاوراق المالية لتقلبات حادة في الاسعار كما ذكرنا سابقا وعجز الدولة في اصدار قوانين وانظمة لتفادي تلك التقلبات, ادى الى مروره بأزمات مالية تنعكس سلبا على الاقتصاد الوطني, وتترك الازمات المالية والاقتصادية أثرا كبيرا في الدولة التي تحدث فيها, ويمكن لها الانتقال الى المستوى العالمي, وبينت الاحداث المالية والاقتصادية الاخيرة أن النظام المالي الحالي للدول غير قادر على حماية النظام الاقتصادي العالمي⁽¹⁾.

وكذلك تكرار الازمات عبر مراحل تاريخية معينة, وكذلك سرعة انتشارها وانتقالها من اقتصاد دولة الى اخرى نتيجة لارتباط الاقتصاديات والاسواق المالية العالمية بما هو معروف اليوم "بالعولمة المالية" ⁽²⁾ والتي قد سهلت انتقال رؤوس الاموال على نطاق عالمي .

ومن هذه الازمات (الازمة المكسيكية سنة 1980, ازمة البورصة الامريكية في اكتوبر سنة 1987, الازمة المالية سنة 1990, الازمة الاسيوية في دول جنوب شرق اسيا سنة 1997, واخرها وبرزها الازمة المالية الراهنة التي بدأت في امريكا وامتدت للدول الاوربية والاسيوية ودول الخليج والدول النامية سنة 2008).

⁽¹⁾ محمد الفتش, البلاد النامية والازمات المالية العالمية, سلسلة محاضرات العلماء والزائرين رقم 17, معهد البحوث

الاسلامية, ط1, سنة 2005. د. هيفاء مزهر فليحي, صانع السوق واثره في الأسواق المالية, ندوة القيت في

⁽²⁾ مصطلح للتعبير عن انتقال دول العالم من حالتها الوطنية الى الحالة العالمية فتذوب معها كل الحواجز السياسية والثقافية والاقتصادية لتكون المجتمع الدولي الجديد الي يدعو اليه بعض المفكرين والاقتصاديين .

وبهذا ظهرت الحاجة لتفعيل دور صناع السوق في اسواقها المالية ⁽¹⁾، ويمكن لنا من ايراد المقصود بالالزامات المالية في سوق الاوراق المالية من خلال تعريف الازمة وانواعها واسبابها ومظاهرها، كالآتي:

اولا:تعريف الازمة المالية

يقصد بالازمة المالية "تلك الحالة من الاضطراب او التوتر المالي الذي يؤدي الى تعرض المتعاملين في الاسواق المالية لمشكلات تتعلق بالسيولة، وقد تأخذ الازمة شكل ازمة مديونية او ازمة مصرفية او ازمة متعلقة بسعر صرف العملة، مما يستدعي تدخل السلطات بأجراء اصلاحات، والتخلي عن تلك السياسات المتبعة التي في ضلها نشأت الازمة بغرض اعادة هيكلة الاقتصاد بما يتلائم مع الوضع الراهن " ⁽²⁾.

وان الازمة المالية يمكن لها البدء من داخل سوق الاوراق المالية حيث تؤدي المضاربة الى الارتفاع المستمر لأسعار الاسهم ونتيجة للممارسات غير مشروعة تعود تلك الاسهم الى الانخفاض بشكل مفاجيء وسريع داخل سوق الاوراق المالية بأصابة مساحة مالية او اكثر . حيث يقوم جميع المستثمرين ببيع اسهمهم في نفس الوقت مما يؤدي الى انخفاض قيمتها مسببا انهيار لسوق الاوراق المالية ⁽³⁾.

ثانيا:انواع الازمات المالية

يمكن ذكر انواع الازمات المالية ⁽⁴⁾، التي تصيب الدول المختلفة ومنها الآتي:

1-الازمات المصرفية: تتمثل تلك الازمات المصرفية في ازمات العملة واسعار الصرف وازمات اسواق المال،عندما يقوم المصرف بأقراض معظم الودائع لديه او تشغيلها ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات

(¹) أ.عبد الوهاب علي حسن الغشم محمد براق، الازمات التي تمر بها سوق الاوراق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية العدد 18، ص1.

(²) مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الازمة المالية العالمية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر لكلية الحقوق جامعة المنصورة، مصر و 1 ابريل 2005.

(³) زكريا عيسى شطناوي، الاثار الاقتصادية لاسواق الاوراق المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي، رسالة دكتوراه مقدمة الى جامعة اليرموك الاردن، سنة 2009، ص16.

(⁴) زكريا عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص161.

السحب اليومي⁽¹⁾. وتحدث في العادة عند حصول اندفاع كبير من قبل المودعين لسحب ودائعهم لدى احدى المصارف, في ذات الوقت يسبب للمصرف ضغطا على السيولة لمواجهة تلك الطلبات وتؤثر هذه الازمات تأثيرا قويا على النشاط الاقتصادي الداخلي وتمتاز بأستمرارها لفترات طويلة نسبيا.

2- ازمة المديونية: تكون هذه الازمة عادة بوجود عجز في ميزان المدفوعات او عجز في الميزانية العامة خصوصا من الجانب المالي , وجانب خدمة الديون , ولتغطية العجز الحاصل يؤدي ذلك الى اتخاذ سياسات توسعية, منها الاقتراض الخارجي. وان هذه القروض تساهم بشكل مباشر في زيادة حجم الديون الخارجية وفي زيادة الالعباء المالية وارتفاع الاسعار محليا.

3- ازمة النقد الاجنبي: يحدث هذا النوع من الازمات نتيجة انخفاض قيمة العملة المحلية امام العملات الاجنبية , اما بسبب المضاربة على تلك العملة او لوجود فجوة مالية في ميزان المدفوعات لتلك الدولة , مما يضطر البنك المركزي للتدخل بضح نقود اضافية للسوق على حساب احتياطياته من العملة الاجنبية او باللجوء الى رفع اسعار الفائدة مما يؤثر على قيمة العملة .

ثالثا: اسباب الازمات

توجد عدة اسباب لحدوث الازمة ومنها⁽²⁾:

1 . عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

من العوامل والمؤثرات التي ادت الى عدم استقرار الاقتصاد الكلي هي الاختلال الهيكلي واختلال التبادلات التجارية مع ما يرافقه من اختلال في ميزان المدفوعات والتدفقات الرأسمالية الاجنبية, وزيادة القروض, وكذلك ارتفاع معدلات التضخم وارتفاع نسبة البطالة⁽³⁾.

2 . اضطرابات القطاع المالي:

ان القطاع المالي داخل الاقتصاد يضم كل العمليات المالية, حيث يقصد به جميع الاجراءات والسياسات المالية المعتمدة في دولة ما خلال فترة زمنية معينة من خلال تحديد أسعار الفائدة

(1) د. محمد علي إبراهيم, الازمة المالية: الاشكال المؤشرات النماذج, مجلة الاقتصاد والعلوم الادارية كلية الإدارة والاقتصاد, جامعة بغداد, 2009, ص 19.

(2) رشيد العابد, الازمة المالية بين الاسباب والنتائج, يوم دراسي حول الازمة المالية العالمية الراهنة, اسبابها ونتائجها وانعكاساتها, معهد العلوم الاقتصادية والتجارية, المركز الجامعي, سنة 2009.

(3) عماد ابراهيم, الازمة المالية والعالمية, مدخل في الاسباب جامعة الازهر, غزة, متاح على الموقع الالكتروني الاتي: WWW.alemed.ps, تاريخ الزيارة 2022/3/1

والسياسات الائتمانية والتسهيلات المقدمة من طرف المصارف بما يتعلق بالقروض والضمانات المقدمة وايضا تواريخ الاستحقاق ,واعادة تلك الضمانات للحصول على السيولة⁽¹⁾.
3 . سياسات سعر الصرف :

تلجأ الدول الى تعويض او تخفيض سعر صرف عملاتها بحسب الظروف الاقتصادية التي تمر بها , فعندما ينخفض سعر صرف عملة ما تفقد هذه العملة قيمتها امام العملات الاخرى مما يؤثر على قدرتها كوسيط للتبادل التجاري , ويؤثر ذلك على ميزان المدفوعات , كما انها تفقد قيمتها كمخزن للقيمة , حيث تصبح القيمة الشرائية ضعيفة مسببة حدوث ازمة مالية وقد تمس الوضع الاقتصادي⁽²⁾.

رابعا: مظاهر الازمات المالية

يمكن لنا ايراد ملخص عن بعض مظاهرها , حيث رغم اختلاف انواع الازمات التي ذكرناها سابقا الا انها تكاد تكون مظاهرها متشابهة ومن تلك المظاهر⁽³⁾ التوسع في منح القروض والتدفقات الكبيرة لرؤوس الاموال من الخارج وانهايار اسواق الاوراق المالية , وتتشترك الازمات المالية في عوامل عدة منها الاتي⁽⁴⁾:

- 1 . عدم استقرار الجهاز المصرفي وعدم قدرته على تلبية الطلب المتزايد على السيولة .
- 2 . تظهر الازمة داخل سوق الاوراق المالية لدولة ما وتنتقل الى اسواق الاوراق المالية العالمية , مسببة حالة من الهلع والخوف لدى المستثمرين فيها .
- 3 . مساهمة الاقتصاد الامريكي في حدوث الازمات , ويتأثر بها كونه الاقتصاد الاكبر حجما على المستوى العالمي .

(1) عماد ابراهيم , المرجع اعلاه .

(2) عبد الله شحاتة , الازمة المالية , المفهوم والاسباب , بحث منشور على الموقع الاتي : WWW.djelfa.info تاريخ الزيارة 2022/3/1

(3) مغاور شلبي , الاقتصاد في قفص الانكماش , بحث منشور على الموقع الالكتروني الاتي WWW.islamonline.net تاريخ الزيارة 2022/3/1

(4) فريد كورتل , الازمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية , مجلة اباحث روسيكادا الدولية العالمية المحكمة , سنة 2009 , ص 4 .

دور تقلبات وازمات اسواق الاوراق المالية في تفعيل نماذج صناع السوق.....الاء احمد عباس ، ا.م.د هيفاء مزهر الساعدي

ومن الازمات التي حدثت على المستوى العالمي والعربي وأثرت على سوق الاوراق المالية هي ازمة الكساد العظيم(1929-1933) والتي كانت ذات تأثير حاد على الدول الاوربية والامريكية , و ازمة سوق المناخ "الكويت" اغسطس سنة 1982 والتي كان سببها ضعف الاجه

زة الادارية المسؤولة عن شؤون سوق الاوراق المالية, كذلك 19 اكتوبر 1987 في سوق الولايات المتحدة الامريكية حيث يرجع اسباب تلك الازمة لعوامل اقتصادية واخرى ادارية, والازمة المالية العالمية في اكتوبر سنة 2008 والتي اثرت على الولايات المتحدة الامريكية وكذلك على اسواق الاوراق المالية العربية ومنها الامارات حيث تلقت اسواقها انهيار مفاجئ وقوي.

المطلب الثاني

نماذج صانع سوق الاوراق المالية

اوجدت قوانين الدول الغربية والعربية صانع السوق واصدرت التشريعات والانظمة وكل دولة كان لها انظمة تبين نموذج صانع السوق المتبع فيها وطريقة عمله في اسواق الاوراق المالية وسنتعرضه كالآتي:-

الفرع الأول

نماذج صانع سوق الاوراق المالية الغربية

اولا :النموذج الامريكي

يعتبر سوق المزادات (NYSE) (سوق نيويورك للاوراق المالية) وسوق التجارة التنافسي ناسداك (NASDAQ) (السوق غير منظمة التي تعمل تحت ادارة الاتحاد الوطني لتجارة الاوراق المالية) السوقان الاساسيان للاوراق المالية في الولايات المتحدة الامريكية ويتفاعلان مع بعضهما عند وجود اسهم مشتركة الادراج بينهما.

1 . سوق نيويورك:



ان نموذج سوق نيويورك والذي يطلق عليه (NYSE)، والذي اصبح اسمه لاحقا في سنة 2007 (NYSE EURONEXT)، ويتم التعامل وفق هذا النظام منذ القرن التاسع عشر⁽¹⁾ ويمتاز نموذج سوق نيويورك بأنفرادية تامة ومركزية صانع السوق، وصلاحيات الواسعة في الاطلاع على اوامر البيع والشراء، وصانع السوق وفق هذا النموذج يقرر الى حد كبير معلومات اوامر البيع والشراء من المستثمرين التي ينبغي اظهارها للعموم⁽²⁾، ويمتاز هذا النموذج انه يمنح المستثمرين المؤسساتيين الثقة له بسبب قناعتهم بخبرات ومهارات وسطاء القاعة وقدراتهم في تبادل المعلومات بشكل اسرع وبالتالي حصولهم على اسعار جيدة.

2- سوق ناسداك

يتميز هذا السوق بأن نظامه نظام تنافسي وان جميع تداولاته تتم عن طريق الالكتروني ولا يتركز عدد صناع السوق فيه لكل شركة على واحد كما هم معمول به في سوق نيويورك، بل على خلاف ذلك يكون لكل شركة مدرجة في هذا السوق عدد من صناع السوق يتنافسون فيما بينهم مما يعود بالاثار الايجابية في دعم كفاءة السوق وزيادة السيولة فيه. ولا يتداول المستثمرون العاديون في اسواق الاوراق المالية مباشرة في ما بينهم وانما يتم ذلك عن طريق صناع السوق الذين يبلغ عددهم 500⁽³⁾ في سوق ناسداك وحده.

ثانيا: سوق ايطاليا

في هذا الفرع نتناول نموذج صانع السوق في ايطاليا ويتواجد هذا النظام لصناع السوق في يورو نكست والبورصة اليونانية وليس فقط في ايطاليا .

(1) للمزيد انظر الموقع:

WWW.alkhaleej.ae

تاريخ الزيارة 2022/3/14

(2) أ.د نغم حسين نعمة، الخبير طه احمد، اليات ودور صناع السوق في سوق العراق للاوراق المالية، المجلد الثالث عشر العدد 45، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، سنة 2018، ص 36

(3) حسين ياسين "صانع السوق" مفتاح تعزيز السيولة في الاسواق المالية، الخليج الاقتصادي الاماراتية، مقال منشور بتاريخ

2011/11/20. WWW.alkhaleej.ae 2022\3\5

دور تقلبات وازمات اسواق الاوراق المالية في تفعيل نماذج صناع السوق.....الاء احمد عباس ، ا.م.د هيفاء مزهر الساعدي

ويسمى هذا النموذج "بالسوق الالكترونية المقادة بالامر المركزي"⁽¹⁾, ويمكن ان يوجد فيه اكثر من صانع سوق للشركة الواحدة ويتم التنافس بينهم, وبين المستثمرين العاديين ومن دون ان يتم احتكار معلومات التداول كما هو الحال في بورصة نيويورك (NYSE).

وتكون مهام صانع السوق الرئيسية وفق النموذج الايطالي في زيادة سيولة التداول, ويتم ذلك بأتفاق مابين صانع السوق في السوق الايطالي وبين الشركة المدرجة التي يقوم صانع السوق بصناعة سوقها

ثالثا: سوق المملكة المتحدة

يتميز سوق لندن للاوراق المالية (London Stock Market (LSM بأنه سوق مؤسساتي وهذا ما يميزه عن سوق ناسداك والتي تعتبر ذات طابع فردي, ونرى ان الاختلاف واضح بين السوقيين حيث ان التجارة بأحجام صغيرة تهيمن على سوق ناسداك ولكن التعاملات في سوق لندن تتم بأحجام كبيرة وعلى ذلك يمكن القول ان سوق لندن هو سوق جملة وهي ميزة تميزها عن سوق ناسداك هذا بالإضافة الى الطلبات العادية للتداول .

ويلاحظ على سوق لندن للاوراق المالية (LSM) كسوق تداول انها سمحت بتواجد صانع السوق وايضا سمحت لعدد من صناع الاسواق بالتسجيل لديها في اي نوع من الاسهم المدرجة, ويلتزم صناع السوق بتقديم تسعيرة مزدوجة للأسهم المتداولة الكترونيا من خلال نظام التداول الذي يطلق عليه **Stok exchange Automated Quotation (SEAQ)**, وتكون متاحة لكافة المتعاملين في سوق لندن للاوراق المالية حيث تحدد شاشة العرض في السوق اسم صانع السوق والتسعيرة الخاصة به والكميات المحددة من الورقة المالية .

الفرع الثاني

نماذج صانع سوق الاوراق المالية في الدول العربية

اولا: سوق الامارات

تعتبر تجربة الامارات من اهم وانجح التجارب الخاصة بصانع السوق, بعد اصدار قرار مجلس ادارة هيئة الاوراق المالية والسلع الاماراتي⁽²⁾, بشأن نظام صانع السوق .

⁽¹⁾ د. هيفاء مزهر فلحي, صانع السوق ودوره في الأسواق المالية, ندوة القيت في كلية القانون/جامعة بغداد, 2021.

⁽²⁾ هيئة الاوراق المالية والسلع, قرار مجلس ادارة الهيئة رقم (46) لسنة 2012 .



وقد اصدرت الامارات ذلك القرار بعد دراسة واسعة لمختلف جوانب النظام وبعد تحديد دقيق لكل دور من الاطراف المختلفة فيه، حيث تمت عملية اعداد نظام صانع السوق وفق النموذج الاماراتي بعد المرور بمراحل عديدة وفي ضوء التجارب وافضل الممارسات العالمية، وسعت سوق الاوراق المالية في الامارات الى جذب صانعي السوق واستحداث قوانين وتشريعات تشجع الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية عليه، ان سوق ابو ظبي عرض شروط مالية اكثر سخاء وقواعد تمتاز بالسهولة من سوق دبي .

وبالتالي استحدثت الامارات نموذج صانع السوق في اسواق اوراقها المالية كونه جاهز لبيع وشراء الاوراق المالية في اي وقت مما يعزز السيولة في السوق (1).

ثانيا: السوق المصري

اما تجربة السوق المصري للاوراق المالية لنموذج صانع السوق، فقد اصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية في 2014، قرارا يتضمن قواعد جديدة اخذت على عاتقها تنظيم عمل كل من صناديق المؤشرات المتداولة بقولها "تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في الاوراق المالية التي يشملها احد المؤشرات ويسهل متابعة المستثمرين لاداء الصناديق من خلال متابعة أداء المؤشر كما ان هناك صناديق مؤشرات سندات تستثمر أموالها في السندات "نشاط صانع السوق عليها (2)، ويقوم صانع السوق بتوفير السيولة الدائمة لورقة مالية معينة . وكذلك على وثائق الصندوق المؤشرات المتداولة، الذي يقوم بصناعة سوقه من خلال قيامه بتقديم عروض البيع وطلبات الشراء على وثائق الصندوق في البورصة، ويلتزم صانع السوق وفق السوق المصرية بتوفير الاليات والتجهيزات الفنية من اجل الربط الالي مع البورصة وشركة الايداع والقيود المركزي.

ثالثا: السوق الكويتية

(1) مقال منشور على الموقع الالكتروني الاتي :

WWW.reuters.com تاريخ الزيارة 2022/5/1

(2) الهيئة العامة للرقابة المالية، قرار رئيس الهيئة رقم (218)، لسنة 2014 بشأن تنظيم عمل صناديق المؤشرات المتداولة، جمهورية مصر العربية.

تعتبر التجربة الكويتية من المبادرات القليلة والمحدودة جدا لانشاء صانع السوق في سوق الكويت للاوراق المالية، وفق ما اقترحتته شركة (بيان للاستثمار) لانشاء شركة لصانع سوق الكويت للاوراق المالية على قدر كبير من المهارة، وتضمن المقترح تأسيس شركة مساهمة بنسبة (45%) للشركات التي تكون مدرجة و(55%) للحكومة، وامكانية طرح جزء من حصة الدولة للاكتتاب العام، بشرط ان تكون هناك مساهمة الشركات من اسهم الخزينة او الاسهم المرهونة لدى المصارف⁽¹⁾.

الخاتمة

Conclusion

بعد الانتهاء من الدراسة لابد لنا من ذكر أهم الاستنتاجات والتوصيات التي توصلنا إليها وهي كالآتي:

اولا: الاستنتاجات

- 1- تتعرض أسواق الاوراق المالية لكثير من الازمات والتقلبات في اسعار الاوراق المالية وغياب التسعير العادل وكثرة المضاربين وعدم وجود بيئة امنة للمستثمرين وهذا ما بعث فيهم القلق من الاستثمار في الأوراق المالية.
- 2- ان لصانع سوق الاوراق المالية تعريفات عدة تشريعية وفقهية وقد عرفناه على انه (شركة مساهمة حاصلة على ترخيص من الجهات المختصة في سوق الاوراق المالية، يكون اختصاصها بصناعة سوق ورقة مالية واحدة او اكثر، وتعمل على توازن العرض والطلب وتقليص الفجوة بين سعري البيع والشراء وتحديد سعر مناسب لها، وتوفير السيولة اللازمة مقابل الحصول علة هامش ربح يتمثل بالفارق بين سعري البيع والشراء).
- 3- يجب ان يكون صانع السوق شخصية (معنوية) وحاصل على ترخيص من الجهات المختصة في سوق الاوراق المالية للسماح له بمزاولة نشاطه وحاصل على جنسية الدولة الذي يمارس نشاطه فيها ولديه رأس المال الكافي للممارسة نشاطه في صناعة سوق ورقة مالية واحدة او اكثر.
- 4- يجب توافر عدة شروط في صانع السوق وهو ضرورة الحصول على الترخيص اللازم لممارسة العمل.
- 5- تعرضت اسواق الاوراق المالية لكثير من التقلبات والازمات ادى ذلك لتفعيل نماذج صانع السوق لدى قوانين الدول المقارنة (الاماراتي، الكويتي، المصري، الامريكي).

ثانيا: المقترحات

- 1- نقترح على المشرع العراقي اصدار قانون اوراق مالية جديد نظرا لما يشوب القانون المؤقت رقم (74) سنة 2004 من غموض وقصور ليكون القانون الجديد قادرا على استيعاب التطورات الحاصلة.
- 2- نقترح على المشرع العراقي اصدار قوانين وانظمة تنظم اليات نشاط صانع سوق الاوراق المالية مثل ما فعلت بقية القوانين المقارنة لما له من اهمية على سوق العراق للأوراق المالية ومواكبة التطورات الحاصلة في اسواق الاوراق المالية العربية والعالمية.
- 3- اذ ما رغب المشرع العراقي بتنظيم نشاط السوق ان ينص على كون الصانع (شخصية معنوية) متمثلة بشركة مساهمة لما لهذه الشركات من التنظيم المالي والاداري العالي.

(1) د.نغم حسين نعمة، الخبير طه احمد عبد السلام، مرجع سابق، ص39.



- 4- على المشرع العراقي ان يوضح بنصوص صريحة كيفية حصول صانع السوق على الترخيص واجراءات الترخيص والتقديم والجهات المختصة بمنح الترخيص وتحديد مدة زمنية لتلك الجهات للنظر بتلك الطلبات المقدمة لقبولها او رفضها ويكون قرار الرفض مسببا، وايضا تحديد الجهات المختصة بنظر الطعون وتحديد مدة زمنية ليقدم صاحب التظلم مثلا ان تكون عشرة ايام او شهرا من تاريخ علم صاحب الطلب او اعتباره مبلغا.
- 5- عند رغبة المشرع بتفعيل صانع السوق نقترح عليه الاخذ بنموذج يناسب سوق العراق للأوراق المالية مع الاخذ بنظر الاعتبار نماذج الدول المقارنة الاخرى العربية والعالمية.

المصادر

Sources

اولا : الكتب

1. مبارك بن سليمان ال فواز، الاسواق المالية من منظور اسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الاولى، 2010
2. سليم جابو، تحليل حركة اسعار الاسهم في بورصة الاوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011
3. د. أزهرى الطيب الفكي احمد، اسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الاردن، سنة 2017.

ثانيا: البحوث والندوات

1. حسين ياسين "صانع السوق" مفتاح تعزيز السيولة في الاسواق المالية، الخليج الاقتصادي الاماراتية، مقال منشور بتاريخ 2011/11/20. WWW.alkhaleej.ae 5/3/2022.
2. سهى أنور احمد، د. هيفاء مزهر فليحي، اركان تداول المطلع على المعلومة الداخلية للشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية، بحث مقبول للنشر، بالكتاب ذي العدد (28)، مجلة العلوم القانونية، جامعة بغداد، 2022.
3. رشيد العابد، الازمة المالية بين الاسباب والنتائج، يوم دراسي حول الازمة المالية العالمية الراهنة، اسبابها ونتائجها وانعكاساتها، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية، المركز الجامعي، سنة 2009
4. عبد الله شحاتة، الازمة المالية، المفهوم والاسباب، بحث منشور على الموقع الاتي: WWW.djelfa.info
5. عبد الوهاب علي حسن الغشم محمد براق، الازمات التي تمر بها سوق الاوراق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية العدد 18، ص 1.
6. عماد ابراهيم، الازمة المالية والعالمية، مدخل في الاسباب جامعة الازهر، غزة، متاح على الموقع الالكتروني الاتي: WWW.alemed.ps
7. فريد كورتل، الازمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، مجلة ابحاث روسيكادا الدولية العالمية المحكمة، سنة 2009، ص 4.
8. محمد الفتش، البلاد النامية والازمات المالية العالمية، سلسلة محاضرات العلماء والزائرين رقم 17، معهد البحوث الاسلامية، ط 1، سنة 2005.
9. محمد حمزات، ، متاح على الموقع الالكتروني الاتي: WWW.Syrianeconomic.com.
10. د. محمد علي إبراهيم، الازمة المالية: الاشكال المؤشرات النماذج، مجلة الاقتصاد والعلوم الادارية كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2009.

دور تقلبات وازمات اسواق الاوراق المالية في تفعيل نماذج صناع السوق.....الاء احمد عباس ، ا.م.د هيفاء مزهر الساعدي

11. مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الازمة المالية العالمية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر لكلية الحقوق جامعة المنصورة، مصر و 1 ابريل 2005.
12. مغاور شلبي، الاقتصاد في قفص الانكماش، بحث منشور على الموقع الالكتروني الاتي WWW.islamonline.net
13. نغم حسين نعمة، الخبير طه احمد عبد السلام، اليات ودور صناع السوق في سوق العراق للأوراق المالية، المجلد الثالث عشر العدد 45، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، 2018.
14. د. هيفاء مزهر فليحي، المعلومة الداخلية للشركة وموقف التشريع العراقي والتشريعات المقارنة من حظر افشاءها، عدد خاص لبحوث مؤتمر (استدامة قواعد القانون الخاص)/كلية القانون، جامعة بغداد، 2019.
15. د. هيفاء مزهر فليحي، صانع السوق ودوره في الأسواق المالية، ندوة القيت في كلية القانون/جامعة بغداد، 2021.

ثالثا: الرسائل والاطاريح

1. زكريا عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الاوراق المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي، رسالة دكتوراه مقدمة الى جامعة اليرموك الاردن، سنة 2009، ص 16

رابعا: التشريعات:

2. القانون العراقي المؤقت لأسواق الاوراق المالية رقم (74) لسنة 2014.
3. التعليمات الخاصة بتداول الاوراق المالية في اسواق الاوراق المالية في العراق لسنة 2015.
4. التعليمات رقم (17) لسنة 2012 المتعلقة بالحافظ الامين في سوق العراق للأوراق المالية
5. مشروع قانون الاوراق المالية العراقي، لسنة 2019
6. نظام صانع السوق الاماراتي رقم (46) سنة (2012).
7. ضوابط صانع السوق لسوق دبي المالي الصادرة عن مجلس ادارة سوق دبي المالي، في 2018/7/24.
8. ضوابط صانع السوق لسوق ابو ظبي المالي الصادرة عن مجلس ادارة سوق ابو ظبي المالي، في 2018/2/27.
9. قانون الشركات الاماراتي لتأسيس الشركات التجارية رقم (2) لسنة 2015.
10. قرار رقم (293) لسنة 2007 المصري المتعلق بإضافة نشاط صانع السوق الى أنشطة الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية.
11. قانون رأس المال المصري رقم (95)، سنة 1992 المعدل.
12. قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية رقم (1200) لسنة 2018 المتعلق بتعديل قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (265) لسنة 2014 بشأن شروط واجراءات الهيئة العامة للرقابة المالية.
13. قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (1200) لسنة 2018.