

نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية

Towards a Model of Market Maker System for Arab Stock Markets and the Requirements of its Application in Light of International Experiences

د.مداني أحمد أستاذ محاضر قسم «ب» جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف
عضو بمخبر الأنظمة المالية والمصرفية والسياسات الاقتصادية الكلية في ظل التحولات العالمية
drmedaniahmed.dz@gmail.com

ملخص

تتطرق هذه الورقة البحثية إلى نظام صانع السوق ومتطلبات تطبيقه في أسواق الأوراق المالية العربية بالإسترشاد بالتجارب العالمية، والتي تؤكد الحاجة الملحة لهذه الأسواق في الوقت الحاضر لصانع السوق لتنشيطها وترويج الأسهم والسندات والحفاظ على توازن الأسعار بشكل مستمر، والتخفيف من تدبدها بين الإرتفاع والإخفاض دون مبررات حقيقية، وتقليل تأثير القرار الفردي، وبالتالي زيادة السيولة والإستقرار وقيادة السوق في الإتجاه الصحيح، ونجاح ذلك يقتضي شروطاً تتوفر في صانع السوق وضوابط ومتطلبات ينبغي على هيئات أسواق الأوراق المالية العربية توفيرها وتشريعها.

الكلمات الدالة: صانع السوق، أسواق الأوراق المالية العربية، تجارب عالمية لصانع السوق، نموذج نظام صانع السوق.

Abstract

This research paper addresses the market maker system and the requirements of its application in the Arab stock markets with reference to global experiences which confirm the urgent need to these markets for the market maker. This is mainly to: activate and promote stocks, bonds and maintain the balance of prices continuously and mitigation of their volatility between high and low without real justification, and minimize the effect of individual decision. Thus, increasing liquidity and stability and leading the market in the right direction. Success however requires conditions are available in the market maker and standards and requirements should be on the bodies of Arab stock markets provided and legislation its.

Keywords: : Market maker, Arab Stock markets, Global Experiences of Market maker, Market maker system Model.

مقدمة

قطاع المدخرين إلى قطاع المستثمرين، و أداة تساعد على حسن تخصيص الموارد في الإقتصاد، وتجعل تحركات الموارد المالية بين مختلف الإستخدامات على قدر كبير من الكفاءة الإقتصادية، وهي على هذه الأهمية تعتبر أكثر القطاعات

تمثل أسواق الأوراق المالية مركزاً حيويّاً في النظم الإقتصادية الحديثة، وألية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من

- بيان أهم عوامل ومتطلبات نجاح صناعة السوق بأسواق الأوراق المالية العربية.

مشكلة البحث: يحاول هذا البحث الإجابة على السؤال الرئيسي التالي: **كيف يمكن الاستفادة من النماذج العالمية لصناعة السوق في إيجاد حلول لتطبيق نظام صانع السوق في أسواق الأوراق المالية العربية؟**

منهجية البحث: لقد اعتمد الباحث في معالجة هذا الموضوع على المنهج الوصفي التحليلي، مستعيناً ببعض البيانات المستمدة من شبكة الأنترنت، والمجلات والدراسات المتخصصة من أجل الإلمام بكل الجوانب الجوهرية للموضوع.

هيكلية البحث: للتحليل والتعمق أكثر وللوصول إلى تحقيق الأهداف المرجوة من البحث، قسمنا البحث إلى محاور أربع نوردتها على النحو التالي:

- **المحور الأول:** مفهوم صانع السوق وحاجة أسواق الأوراق المالية إليه.

- **المحور الثاني:** النماذج العالمية الرائدة لصناعة الأسواق.

- **المحور الثالث:** أسواق الأوراق المالية العربية ونظام صانع السوق.

- **المحور الرابع:** عوامل ومتطلبات نجاح صناعة السوق في أسواق الأوراق المالية العربية.

المحور الأول: مفهوم صانع السوق وحاجة أسواق الأوراق المالية إليه
سنحاول فيما يلي توضيح مفهوم صناعة السوق وأسباب اللجوء إليها، ومفهوم صانع السوق وأدواره ومزاياه:

1- مفهوم صناعة وصانع السوق:

1.1- **صناعة السوق:** هي ذلك النشاط الذي يعتمد بصفة أساسية تقديم أسعار مستمرة لشراء وبيع ورقة مالية معينة بغرض زيادة سيولة هذه الورقة المالية⁽¹⁾، ويتولى صانع السوق القيام بهذا النشاط.

1.2- **صانع السوق:** هو الطرف العكسي للعميل، لا يعمل وسيطاً أو وصياً، وإنما ينجز التحوط المالي لمعاملات عملائه حسب سياسته التي تشمل موازنة تعاملات العملاء والتحوط المالي عن طريق توفير السيولة النقدية ورأس المال، كل ذلك حسب تقديراته⁽²⁾، كما أن العلاقة بين صانع السوق والعملاء مبنية بشكل أساسي على قوى العرض والطلب⁽³⁾.

ويكون صانع السوق بنكاً أو مؤسسة مالية أو مجموعة بنوك ومؤسسات ومحافظ مالية تمتلك إمكانات مالية ضخمة تمكنها من حفظ التوازن في الأسواق، بالتدخل بالشراء في حال تدنت أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، أو بالبيع في حال وصلت الأسعار إلى مستويات سعرية مبالغ فيها⁽⁴⁾.

وتكمن أهمية صانع السوق في العمل على حفظ التوازن في السوق المالي وخاصة على أسهم منتقاة ولها تأثير مباشر على أسعار ومؤشرات الأسواق المالية مما يؤدي إلى عدم تعريض

تأثراً بالأزمات المالية لاسيما تلك الناشئة عن شدة المضاربات والإشاعات والتلاعب بأسعار الأوراق المالية، وأهم القنوات الناقلة لعداها مما يزيد من احتمالات تذبذب الأسعار بين الهبوط والإرتفاع دون مبررات حقيقية، وغياب العدالة في التسعير، واختلال العلاقة بين أسعار أسهم الشركات ومستوى أدائها. وتؤكد هذه الوضعية حاجة الأسواق الماسة لوجود صانع السوق الذي يُمكّنها من الإحتفاظ دائماً بحال من التوازن بين العرض والطلب، وإنحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء، ويتحقق لهذه الأسواق أهم وظائفها وهي القدرة على تسهيل الأوراق المالية بسرعة وسهولة، وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب، مما يحد من تقلبات الأسعار صعوداً أو هبوطاً ويؤدي إلى استقرارها واقتربها من الثمن العادل، فضلاً عن ضمان استمرارية السوق في القيام بواجباتها وتحقيق أهدافها. وتثير التذبذبات التي تحدث في أسواق الأوراق المالية العربية استفسارات كثيرة عن تأثير عدم وجود صانع للسوق في تلك الأسواق. فالكثير من التداولات في أسواق رأس المال العربية تركز في مضارباتها على أسهم محدودة للغاية، وهو ما يؤكد أن المضاربات تسيطر على أداء الأسواق العربية.

وإزاء هذا التذبذب في الأسعار وتعرض المستثمرين الأفراد إلى خسارة كبيرة، فإن الحاجة باتت ملحة لأهمية وجود صانع للسوق، وليس بالضرورة أن يكون رسمياً أو حكومياً، وهو ما يجب أن تستشعره هيئات الأوراق المالية العربية، وأن تسرع في سن القوانين ووضع الأنظمة له.

أهمية البحث: تظهر أهمية وجود صانع للأسواق المالية خاصة عندما تكون أسعار كثير من أسهم الشركات المدرجة بالسوق مرتفعة بنسب كبيرة اعتماداً على الإشاعات والمضاربات، ومن دون مبررات منطقية، بحيث تصبح أسعار أسهم هذه الشركات لا تتناسب ومستوى أدائها أو القيمة الحقيقية لأصولها. ويلعب صانعو الأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في كل أسواق الأوراق المالية العالمية، والبعض لا يتصور إمكان الإستغناء عنهم من دون التسبب في تعطيل حركة التداول وتهميش آليات السوق وانخفاض كفاءتها.

أهداف البحث: يهدف هذا البحث إلى بلوغ الأهداف التالية:

- بيان مدى حاجة أسواق الأوراق المالية العربية لصانع السوق وأسباب اللجوء إلى صناعة السوق فيها.

- توضيح دور وأهمية صانع السوق في إيجاد حالات التوازن بين العرض والطلب وتوفير السيولة في أسواق الأوراق المالية.

- إستعراض التجارب العالمية الرائدة لصناعة الأسواق، ومحاولة الاستفادة منها ولو بالتقليد لصالح أسواق الأوراق المالية العربية.

- محاولة وضع نموذج جديد لصانع السوق لبورصة الجزائر وللبورصات العربية.

نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية

الرقابية بشروط معينة تختلف من دولة لأخرى، وتختلف أيضاً حسب نوع صانع السوق وطبيعة المهام التي يقوم بها، وبشكل عام تتعلق الشروط بشكل رئيس برأس المال والخبرات الفنية وشروط النزاهة وطبيعة السوق.

2. أسباب اللجوء إلى صناعة السوق:

2.1-زيادة درجة تقلبات (تذبذبات) أسواق الأوراق المالية العربية: أصبحت التقلبات السعرية الحادة داخل أسواق الأوراق المالية العربية، لاسيما أسواق دول مجلس التعاون الخليجي التي تمثل حوالي 81% من حجم رأس المال الكلي للأسواق العربية سنة 2012، تشكل مصدر قلق، حيث تصدر البورصة المصرية الأسواق العربية في التقلبات الحادة، يليها سوق دبي المالي في المرتبة الثانية، ثم السوق المالية السعودية حسب ما يوضحه الجدول رقم (01) التالي:

تلك الأسواق المالية -ومن خلال الأسهم الرئيسية والتي يعمل عليها صناع السوق- للارتفاعات أو الانخفاضات الشديدة مما يساعد على وجود توازن حقيقي وفعال لها. وينشأ غالبية صناع السوق في الأسواق العالمية والإقليمية من خلال إما:

- شركة مساهمة عامة يكون المساهمين بها جميع شركات الوساطة وشركات وبنوك الإستثمار والشركات المساهمة العامة والمدرجة للتداول في السوق المالي، مع إمكانية استمرار دخول شركات مساهمة عامة جديدة وشركات وبنوك إستثمار حال تأسيسها وترخيصها لتلك الشركة.
- تأسيس صندوق استثمار ويعمل فقط كصندوق صانع سوق لسهم أو لأسهم منتقاة وموافق عليها وكما هو معمول به في الأسواق المالية العالمية.
ويتم ترخيص صناع السوق من الأسواق المالية والجهات

جدول رقم (01):

أداء أسواق الأوراق المالية العربية حسب مؤشر التقلب سنة 2012

السوق	مؤشر الأسعار (نقطة)	أعلى مستوى	أدنى مستوى	التغير السنوي في مؤشر الأسعار (%)	معدل التقلب في مؤشر الأسعار (%)
بورصة عمان	1957.6	2033.6	1852.5	-1.9	6.6
سوق أبوظبي للأوراق المالية	2630.9	2705.9	2293.4	9.5	8.0
سوق دبي المالي	1622.5	1754.3	1301.2	19.9	16.8
بورصة البحرين	1065.6	1162.2	1035.3	-6.8	6.4
بورصة تونس	4549.9	5266.5	4541.8	-3.0	7.1
السوق المالية السعودية	6801.2	7835.2	6533.1	6.0	12.9
سوق دمشق للأوراق المالية	769.6	887.7	769.6	-11.5	4.2
سوق مسقط للأوراق المالية	5760.8	6007.7	5364.6	1.2	7.7
بورصة قطر	8358.9	8891.8	8123.0	-4.8	6.5
سوق الكويت للأوراق المالية	5934.3	6492.4	5650.0	2.1	8.0
البورصة المصرية	5462.4	5969.4	3627.8	50.8	28.8
بورصة الدار البيضاء	9359.2	11520.6	9094.9	-15.1	9.9
المؤشر المركب لصندوق النقد العربي	262	277.9	250.0	1.70	20.6

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2013، مرجع سبق ذكره، ص: 409.

- ضعف الإطار الرقابي والتنظيمي لبعض الأسواق العربية من شأنه كذلك أن يتسبب في عدم استقرار السوق عموماً.

- ضآلة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في أسواق الأوراق المالية العربية، حيث يرى البعض أن ارتفاع نسبة مساهمة المستثمر المؤسسي في هذه الأسواق يقلل من تأثير العوامل غير الأساسية في تسعير الأوراق المالية، وذلك لتبني المستثمر المؤسسي المنهجية العلمية عند اتخاذ قرار الشراء أو البيع لورقة مالية.

- انعكاسات الأزمة المالية العالمية سنة 2008 على الأسواق

وعلى ضوء الجدول السابق، يمكن حصر أهم أسباب التقلبات الحادة في أسواق الأوراق المالية العربية فيما يلي⁽⁵⁾:

- تركيز التداول في أسهم محدودة، مع عدم ارتباط الأسعار بالأداء الفعلي للشركات⁽⁶⁾.

- اعتماد الشركات في معظم الدول العربية على التمويل الخارجي المتمثل في القروض، وإصدار مزيد من الأسهم بدلاً من الإعتماد على مصادر داخلية كالأرباح المحتجزة، وهو نمط تمويلي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية.

في الأسواق المالية مزايه واختلافاته عن الإستثمار الفردي، ومساهمته في صناعة سوق الأوراق المالية التي تساهم في تحقيق العمق والإتساع لسوق الأوراق المالية مع إكسابها صفة الإستمرارية والسيولة بالكلفة المناسبة وفي الوقت وبالسرعة المناسبة⁽⁹⁾، وتقل بشكل كبير من تأثيرات الأزمات المالية، وتقي تلك الأسواق من النتائج السلبية التي تفرزها تلك الإختلالات من خلال القدرة التي يتمتع بها المستثمرون المؤسسيون في السيطرة على عمليات طرح الأوراق المالية للبيع، وهو ما حصل في الأزمة المالية العالمية في عام 2008 بالتدخل لشراء الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية مما قلل من الإنخفاضات الحادة في تلك الأسواق⁽¹⁰⁾. وبالمقابل، تتميز استثمارات الأفراد في أسواق المال بالسخونة العالية، أي سرعة الدخول والخروج من أجل تحقيق مكاسب سريعة، مع تركيزهم على أسهم الشركات المنخفضة القيمة لسهولة المضاربة على أسهمها من دون الإلتفات إلى مؤشرات أدائها وربحيتها، وبالتالي تحصل مغالاة في أسعار أسهم معظم الشركات المعرضة للمضاربة⁽¹¹⁾.

والجدول الموالي يوضح طبيعة المتداولين في بعض أسواق الأوراق المالية العربية سنة 2012.

المالية العربية من خلال تأثيرها على عامل التوقعات المرتبط بالتداعيات النفسية للمستثمر العربي. وللتأكيد على أهمية العامل النفسي في التأثير على حركة أسعار الأسهم في الأسواق العربية، ينبغي ملاحظة أنه في نفس اليوم الذي أعلن فيه بنك "Lehman Brothers" وشراء "Bank of America" لـ "Merrill Lynch" شهدت أسواق الخليج انخفاضاً حاداً في أسعار الأسهم، حيث تراجع مؤشر السوق السعودي بنسبة 6.6%، وتراجع مؤشر سوق الكويت بنسبة 4.4% وسوق أبو ظبي بنسبة 4.7% وسوق الدوحة بنسبة 7% وسوق دبي بنسبة 5%.

2.2- المساهمة الضعيفة للإستثمار المؤسسي في عمليات التداول وقيادة السوق: يعتبر ضعف الإستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية، وهو عمليات المتاجرة بالأدوات المالية الذي تقوم به المؤسسات المالية⁽⁷⁾ الوسيطة وغير الوسيطة⁽⁸⁾، من مؤشرات -أسباب- الأزمات المالية وانتقالها، وذلك لأن المستثمرين المؤسسين يقومون بدور صنّاع السوق الذي يقلل من الآثار السلبية للأزمات المالية.

ومن الأسباب التي أدت إلى تنامي أهمية الإستثمار المؤسسي

جدول رقم (02):

حخص المتداولين من التعاملات في أسواق المال العربية في سنة 2012 (%)

نسبة تعاملات الأجانب من التداول (%)	التعاملات وفقاً لطبيعة المستثمر (%)		السوق
	مؤسسات	أفراد	
15.6	27.8	72.3	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
46.0	23.5	76.5	سوق دبي المالي
61.1	72.7	27.3	بورصة البحرين
3.2	5.3	94.7	السوق المالية السعودية
20.4	63.5	36.5	سوق مسقط للأوراق المالية
28.6	51.6	48.4	بورصة قطر
9.4	51.7	48.3	سوق الكويت للأوراق المالية
21.0	50.0	50.0	البورصة المصرية

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2013، ص: 410.

وبالتالي تحتفظ الأسواق دائماً بحال من التوازن بين العرض والطلب وإنحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء، ويتحقق لهذه الأسواق أهم وظائفها وهي القدرة على تسييل الأوراق المالية بسرعة وسهولة، وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب، مما يحد من تقلبات الأسعار صعوداً أو هبوطاً ويؤدي إلى استقرارها واقترابها من الثمن العادل، فضلاً عن ضمان استمرارية السوق في القيام بواجباتها وتحقيق أهدافها.

3- دور (مزاي) صانع السوق: يؤدي صانعو السوق دوراً بالغ الأهمية في معظم الأسواق المالية العالمية، وغيابهم يؤدي إلى تهيمش آليات الأسواق وانخفاض كفاءتها وارتفاع مخاطرها. ويمكن رصد أهم أدوار صانع السوق فيما يلي:

فنسبة المتداولين المؤسسيين فاقت 50% في كل من بورصة البحرين (72.7%)، وسوق مسقط (63.5%)، وبورصة قطر (51.6%)، وسوق الكويت للأوراق المالية (51.7%)، في حين سيطر المتداولون الأفراد على التعاملات في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 72.3%، وبنسبة 76.5% و 94.7% في كل من سوق دبي المالي والسوق المالية السعودية على التوالي.

3.2- إيجاد المهنية في السوق: يقدم صانع السوق خدمة هامة للبورصة تتمثل في ضمان أن أنشطة البورصة يتم تنفيذها بشكل سريع وكفاء ومستمر. فلا يمكن في وجود صانع للسوق أن تتدفق عروض بيع من دون أن يقابلها طلب شراء، أو وجود طلبات شراء من دون أن يقابلها في الجانب الآخر طلبات بيع.

ممارسة الغبن والتلاعب. وقد وضعت بعض الهيئات الرقابية وخاصة الأمريكية ضوابط لذلك.

المحور الثاني: النماذج العالمية الرائدة لصناعة الأسواق

توجد صناعة الأسواق في العادة بالأسواق المتطورة وهي الرائدة في هذا المجال، كما أنها موجودة في العديد من الأسواق الناشئة. وتمثل صناعة الأسواق في الولايات المتحدة الأمريكية نموذجاً نظرياً وعملياً لأنواع هذه الصناعة وقوانينها وأنظمتها وآلياتها. وسنستعرض ثلاث تجارب عالمية مختلفة عن بعضها البعض وهي كالآتي:

3.1- نموذج سوق نيويورك (NYSE): غُيِّرَ إسمه في سنة 2007 ليصبح (EURONEXT NYSE)، ويتميز هذا النوع بانفرادية ومركزية صانع السوق، وصلاحياته الواسعة في الإطلاع على أوامر البيع والشراء، وهو الذي يقرر إلى حد كبير معلومات أوامر البيع والشراء من المستثمرين التي ينبغي إظهارها للعموم. ومن ميزات هذا النموذج ارتفاع المستثمرين المؤسساتيين له بسبب قناعتهم بخبرات ومهارات وسطاء القاعة وقدراتهم في تبادل المعلومات بشكل أسرع وبالتالي حصولهم على أسعار جيدة. ويوجد في هذا السوق قاعة مخصصة للوسطاء الذين يعطون أوامرهم بلغة إشارات متعارف عليها، ثم تذهب هذه الأوامر إلى صُنَاعِ السوق -والبالغ عددهم سبعة⁽¹⁴⁾- الذين يقوم بدورهم بالبيع والشراء إذا اقتضت الحاجة بناء على هذه المعلومات، بالإضافة إلى المعلومات التي تصلهم إلكترونياً حيث يحرصون على استمرار السيولة في التداول. ويحدد صانع السوق وفق هذا النظام سعر الإفتتاح للسهم الذي لا يكون بالضرورة هو سعر إقفال اليوم السابق كما أسلفنا، ويتم إعفاء صانع السوق من الرسوم عندما يتداول لمصلحته.

- إيجاد حالة التوازن بين عمليتي العرض والطلب وانحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء ما يحقق للأسواق أهم وظائفها وهي قدرة أي مستثمر على بيع الأوراق المالية التي يمتلكها بسرعة وسهولة، بعكس ما نلاحظه في الأسواق المالية العربية، حيث نلاحظ سهولة وسرعة بيع أي كمية من أسهم الشركات التي يركز عليها المضاربون، بينما يصعب بيع كميات كبيرة من أسهم الشركات الأخرى⁽¹²⁾.

- المساهمة في توفير السيولة وتعزيزها في أسواق الأوراق المالية، خاصة في أوقات عدم توفر أوامر شراء وبيع متطابقة أو حين يغيب الإهتمام بالشراء أو البيع.

- كبح سيطرة المضاربين على عمليات التداول داخل أسواق الأوراق المالية، من خلال قيام صانع السوق بشراء أسهم الشركات المدرجة عندما تنخفض أسعارها السوقية عن قيمتها العادلة أو عندما تنخفض دون وجود معلومات جوهرية تؤدي إلى هذا الانخفاض، كما يقوم ببيع أسهم الشركات التي تحدث مضاربات على أسهمها وترتفع أسعارها السوقية إلى مستويات غير مبررة.

- مساعدة الشركات التجارية في الإستفسارات، وهيئة السوق المالية في إكتشاف التشوّهات في السوق⁽¹³⁾.

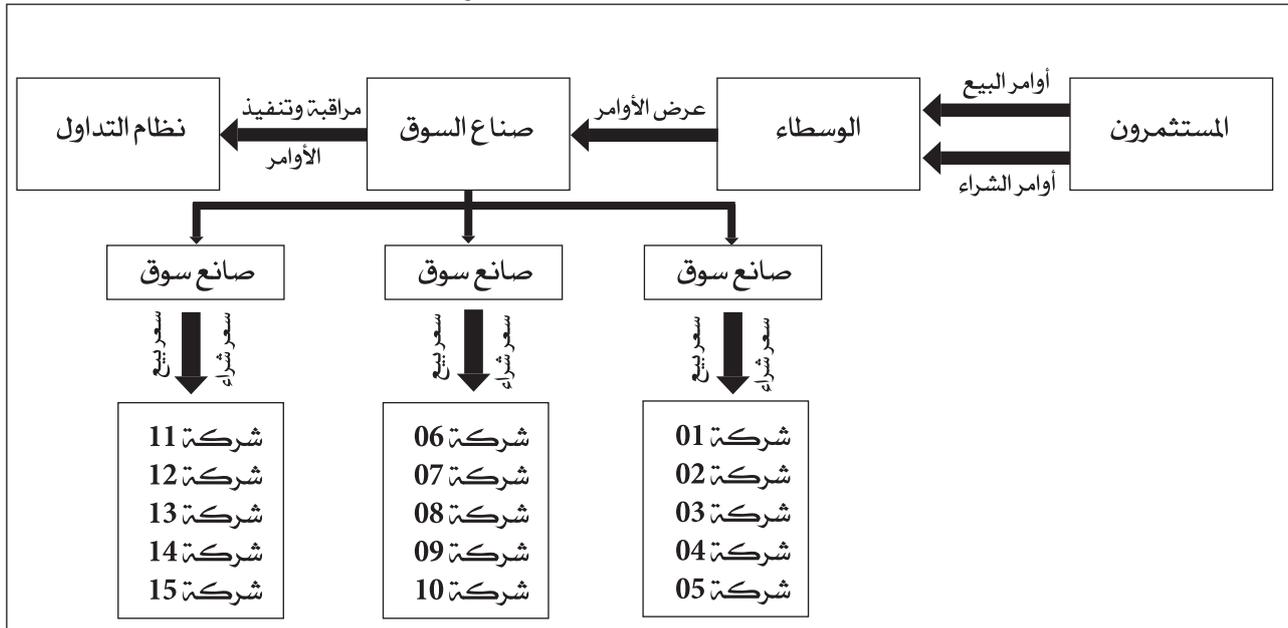
- الإحتفاظ بعدد كبير وكاف من أسهم الشركات المدرجة التي يمثلونها لتسهيل ضخها بالسوق عند الحاجة.

- المحافظة على سوق مستقر من خلال العمل على منع التقلبات الحادة في الأسعار قدر الإمكان.

- البحث عن مستثمرين محتملين وخاصة المستثمرين المؤسساتيين لأسهم الشركات التي يمثلونها.

- تنفيذ الطلبات وفق أفضل عروض الشراء والبيع من غير

شكل رقم (01): نموذج «NYSE» لصانع السوق



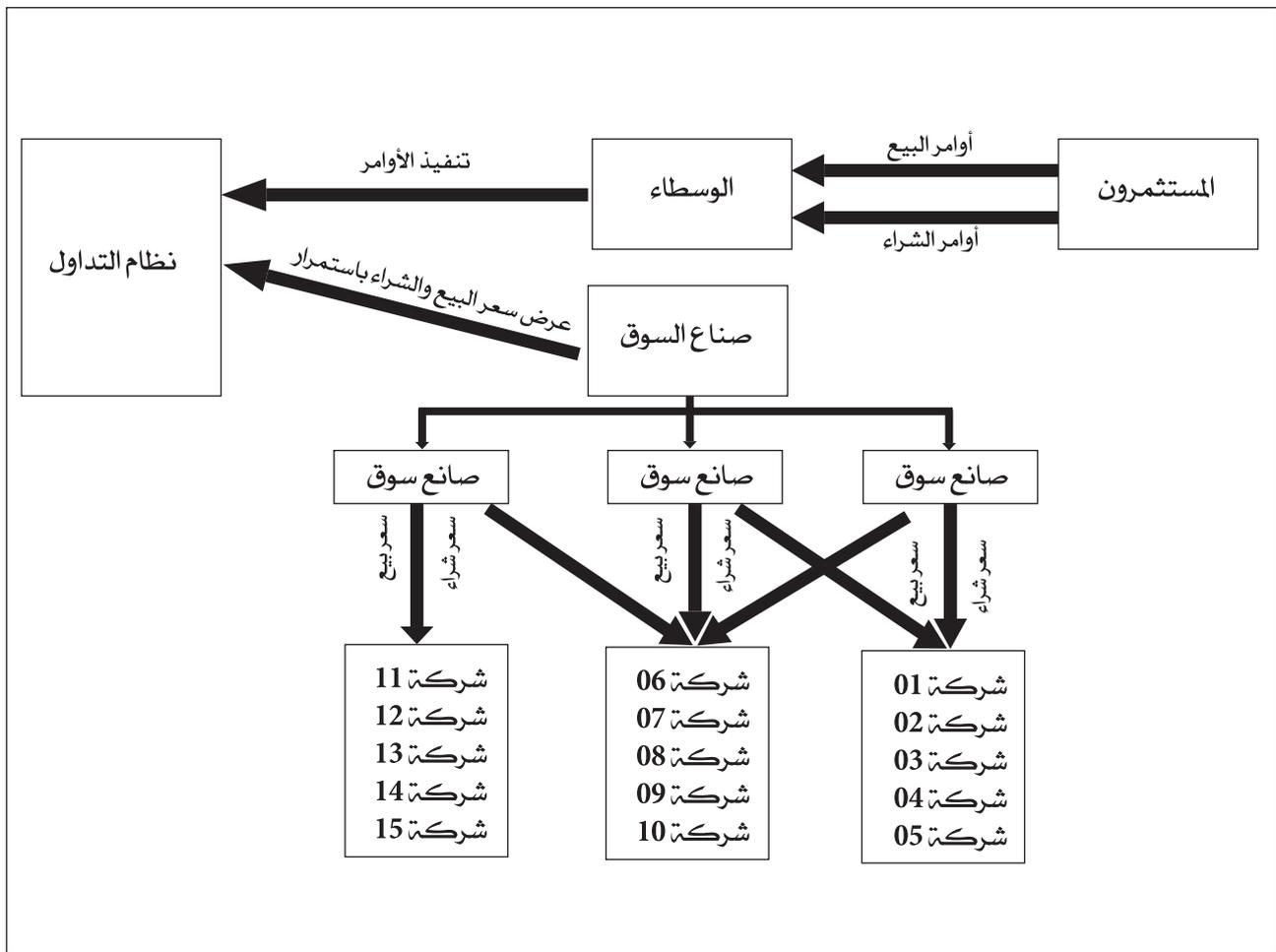
المصدر: من إعداد الباحث

وعلى صناع السوق وفق هذا النموذج عرض كل من سعري البيع والشراء بنفس الوقت ولذلك يسمى نظام "Quote-Driven"، ولا يرى الشخص المستثمر العادي أمره بالبيع أو الشراء، ويعتبر ذلك أحد الإنتقادات على هذا النظام بسبب ما يعتبرونه نقصاً في الشفافية رغم أنه قد يسمح لصانع السوق في بعض الأحيان بعرض الأسعار على المستثمرين⁽¹⁶⁾.

وبشكل عام، قد يزيد صانع السوق وفق هذا النظام السعر نسبياً إذا شعر بقرب نفاذ مخزونه من الأسهم، أو يقلله إذا زاد مخزونه من الأسهم.

3-2. نموذج بورصة نازداك "NASDAQ": تتم جميع التداولات في هذا النموذج إلكترونياً، ولا يتركز عدد صانع السوق لكل شركة على واحد كما هو الحال في نموذج "NYSE"، بل إن كل شركة مدرجة لها العديد من صانع السوق يتنافسون فيما بينهم مما له الأثر الإيجابي في دعم كفاءة السوق وزيادة السيولة فيه. ولا يتداول المستثمرون العاديون في هذا النوع من البورصات مباشرة فيما بينهم، وإنما يتم ذلك عن طريق صانع السوق الذين يبلغ عددهم 500⁽¹⁵⁾ في سوق نازداك وحده.

شكل رقم (02): نموذج بورصة نازداك «NASDAQ» لصانع السوق



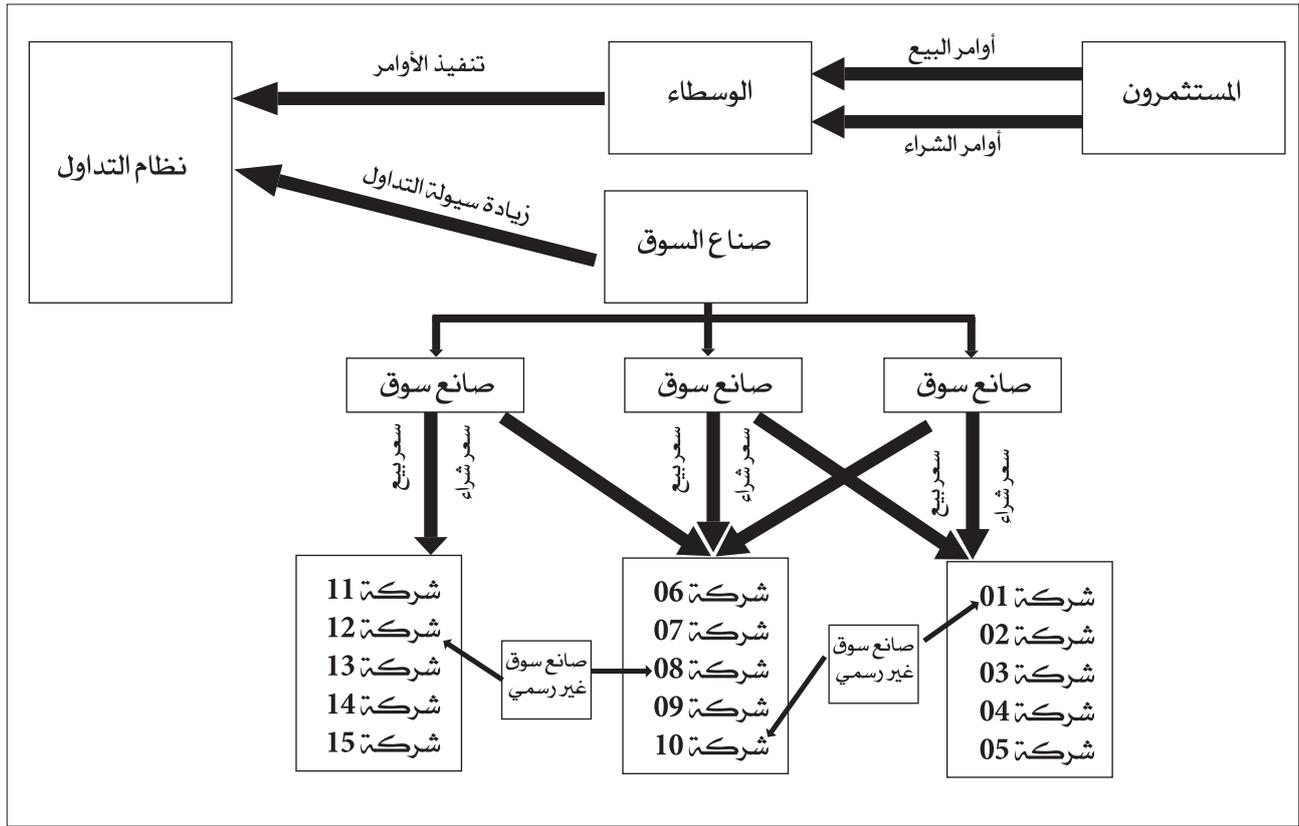
المصدر: من إعداد الباحث

وتتمثل المهمة الرئيسية لصانع السوق هنا في زيادة سيولة التداول ويكون ذلك باتفاق ما بين صانع السوق والشركة المدرجة التي يصنع سوقها مقابل رسوم معينة، وذلك ضمن آليات وشروط سوق الأوراق المالية⁽¹⁷⁾.

ويمكن تصوير سير هذا النموذج في الشكل رقم (03) الموالي:

3-3 نموذج "السوق الإلكترونية المقادة بالأمر اللامركزي": يتواجد هذا النظام لصانع السوق في يورونكست وبورصة إيطاليا والبورصة اليونانية. وفيه يمكن أن يكون أكثر من صانع سوق للشركة الواحدة يتنافسون بينهم، كما أنهم يتنافسون مع المستثمرين العاديين من دون احتكار لمعلومات التداول كما هو الحال في بورصة نيويورك "NYSE".

شكل رقم (03): نموذج «السوق الإلكترونية المقادة بالأمر اللامركزي» لصانع السوق



المصدر: من إعداد الباحث

فعلى رغم تطور هذه الأسواق، من حيث عدد الشركات المدرجة، وحجم التداول، وتنوع الأدوات الإستثمارية في بعضها، واتساع قاعدة المستثمرين والمتعاملين، وتطور التشريعات والأنظمة والتعليمات، تبقى حاجتها لتوظيف صانع السوق أكثر من ضرورة، حيث يكون الهدف منها إضفاء مزيد من السيولة على الأسواق الثانوية، خصوصاً في أوقات عدم توافر أوامر شراء وبيع متطابقة، أو حين يغيب الإهتمام بالشراء أو البيع، وبالتالي تكون مهمة صانعي الأسواق الإستعداد دوماً لشراء أو بيع أي ورقة مالية، كل منهم بحسب ما خصص له من تلك الأوراق، إضافة إلى عملهم على الإستقرار النسبي لاتجاهات الأسعار، وحيث يعتمدون على الأبحاث والدراسات والمعلومات الضرورية التي تمكنهم من التسعير العادل للأوراق المالية المتداولة، وبالتالي عدم سيرهم خلف المضاربين أو شراء أسهم الشركات بأسعار مصطنعة.

إن إضافة صناع أسواق الأوراق المالية العربية هي إضافة نوعية بدلاً من الإضافات الكمية، حيث يتم يومياً الترخيص لوسطاء جدد بالعمولة بحيث أصبح عددهم يشكل عبئاً على المتعاملين وعلى الأسواق المالية، فالحق يقال أن الأسواق المالية العربية أحوج ما تكون خلال هذه الفترة إلى صناع السوق، في ظل تراجع سيولة الأسواق والتقلب الشديد في مؤشراتها نتيجة حال التخوف والترقب وانتشار الإشاعات وتعرض صغار المستثمرين لخسائر جسيمة.

المحور الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية ونظام صانع السوق

يعتبر صانع السوق حلقة مفقودة في معظم أسواق الأوراق المالية العربية، ينبغي تكثيف الجهود في البحث عنها وصياغة نموذج لها وضعها في المكان المناسب، والتفاصيل متضمنة في العناصر التالية:

1- **صانع السوق «حلقة مفقودة» في أسواق الأوراق المالية العربية:**
إن تصاعد حدة المضاربات التي تعرضت لها أسواق الأوراق المالية العربية لاسيما الخليجية منها خلال الفترات السابقة وبخاصة سنة 2005، والتي تراجعت فيها أسعار أسهم كثير من الشركات القيادية والواعدة من دون مبررات منطقية، مرده إلى محدودية حجم الإستثمار المؤسسي في مقابل حجم أموال المضاربين بمختلف شرائحهم، حيث وصلت قيمة أموال المضاربين بعد الإتساع الكبير في قاعدتهم إلى أضعاف حجم الإستثمار المؤسسي، إضافة إلى أن عدداً كبيراً من مديري المحافظ الإستثمارية للمصارف وشركات التأمين وصناديق الإستثمار، تحولوا إلى مضاربين سواء بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق أعلى مستوى من الأرباح بغض النظر عن الأسعار العادلة لأسهم الشركات المدرجة والمتداولة، إضافة إلى تجاهل مكررات الربحية التي تجاوزت الحدود المقبولة في الأعراف الإستثمارية، وبالتالي أنضم مديرو هذه المحافظ إلى شريحة المضاربين في تجاهل المؤشرات المالية للشركات وتجاهل القيمة الحقيقية لأصولها⁽¹⁸⁾.

2. بعض الجهود لإنشاء صانع السوق في أسواق الأوراق المالية العربية:

2.1. تجربة سوق الإمارات: صدر قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية بشأن نظام صانع السوق في أوت 2012⁽¹⁹⁾ بعد دراسة متعمقة لمختلف أبعاد النظام والتحديد الدقيق لدور الأطراف المختلفة فيه، وأن عملية إعداد وإصدار نظام صانع السوق تمت من خلال مراحل عدة وفق أفضل الممارسات العالمية.

وقد مُنح بنك أبوظبي الوطني رخصة صانع السوق من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع في الأسواق المحلية في أبريل 2014، بعد استيفائه كافة شروط ومتطلبات الترخيص، ومن أهم متطلبات الرخصة أن تكون الجهة أو المؤسسة ذات ملاءة مالية جيدة جداً، إضافة إلى امتلاكها كميات كبيرة من الأسهم المختلفة المدرجة في الأسواق، إلى جانب الخطط الإستراتيجية الواضحة التي يقدمها ويستطيع تطبيقها ليؤدي دوره على أكمل وجه كصانع لسوق⁽²⁰⁾.

ويملك بنك أبوظبي الوطني واحدة من أكبر شبكات الفروع وأجهزة الصراف الآلي في دولة الإمارات العربية المتحدة حيث يملك 125 فرعاً ومكاتب صرف وأكثر من 585 جهاز صرف آلي لتوفير خدمات مصرفية متكاملة في مختلف أنحاء دولة الإمارات. وتضم شبكة البنك الدولية أكثر من 60 فرعاً في 18 دولة، ويُصنّف ضمن البنوك الـ 50 الأكثر أماناً في العالم منذ عام 2009 وفقاً لقائمة مجلة «Global Finance»، والبنك الأكثر أماناً في الأسواق الناشئة، حاصل على التصنيف الائتماني AA-/A-1+ للأمدين القصير والطويل من ستاندرد آند بورز، و Aa3/P1+ من موديز و AA-/F1+ من فيتش و A+ من وكالة التصنيف والإستثمار المعلوماتي اليابانية «R&B» و AAA للأمدين الطويل والقصير من وكالة «RAM» الماليزية، الأمر الذي يعد من أفضل التصنيفات الائتمانية ضمن المؤسسات المالية في منطقة الشرق الأوسط⁽²¹⁾. كما يوفر بنك أبوظبي الوطني باقة متكاملة من المنتجات والخدمات المصرفية التي تشمل خدمات للأفراد والاستثمار وحلول مصرفية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

2.2. تجربة البورصة المصرية: أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصري في 17/03/2014 قراراً يتضمن قواعد جديدة تنظم عمل كل من صناديق المؤشرات المتداولة ونشاط صانع السوق عليها⁽²²⁾. ويقوم صانع السوق بتوفير السيولة الدائمة على وثائق صندوق المؤشرات المتداولة الذي يقوم بصناعة سوقه من خلال تقديم عروض البيع وطلبات الشراء على وثائق الصندوق بالبورصة، ويلتزم بتوفير الآليات والتجهيزات الفنية للربط الآلي مع البورصة وشركة الإيداع والقيود المركزي، كما يلتزم بالموصفات الفنية للبنية التحتية لنظم المعلومات الصادرة من البورصة والمعتمدة من الهيئة⁽²³⁾. وبالمقابل تلتزم صناديق المؤشرات الحاصلة على موافقة إدارة

الهيئة بالتعاقد مع صانع السوق بما يلي⁽²⁴⁾:

- عدم تجاوز قيمة الوثائق التي يجوز للصندوق إصدارها عن عشرين مثل إجمالي حقوق الملكية والقروض المساندة لصانع السوق.

- أن يتضمن عقد الصندوق مع صانع السوق التزام صانع السوق في هذه الحالة بالأقل إجمالي كميات كل من عروض البيع وطلبات الشراء التي يلتزم بها في كل جلسة عن 150% من الإلتزامات الخاصة بصانع السوق في الحالات المعتادة.

ويكون الترخيص للشركات بمزاولة نشاط صانع السوق وفقاً للضوابط التالية⁽²⁵⁾:

- أن يكون أكثر من 50% من مساهماتها في أسهم شركات عاملة في مجال الأوراق المالية خاضعة لإشراف ورقابة الهيئة.

- تخصيص مبلغ نقدي لا يقل عن عشرة ملايين جنيه لكل ورقة مالية تقوم بصناعة سوقها.

- فصل نشاط صانع السوق عن الأنشطة الأخرى التي يزاؤها وإمساك حسابات وسجلات منفصلة لهذا النشاط.

وتنفيذاً لقرار الهيئة، فقد تم في جوان 2014 منح الترخيص لشركة «Bolton Capital» لإمتهان نشاط صناعة السوق كأول شركة في مصر تحصل على هذا النشاط⁽²⁶⁾.

3.2. التجربة الكويتية: من المبادرات المحدودة جداً لإنشاء صانع السوق في سوق الأوراق المالية الكويتية، ما اقترحتته شركة «بيان للإستثمار» لإنشاء شركة لصانع سوق الكويت للأوراق المالية على قدر كبير من الحرفية والمهارة، حيث يتضمن المقترح تأسيس شركة مساهمة بنسبة 45% للشركات المدرجة و 55% للحكومة، وإمكانية طرح جزء من حصة الحكومة للإكتتاب العام، على أن تكون مساهمة الشركات من أسهم الخزينة أو الأسهم المرهونة لدى البنوك. وتعتمد الشركة صانعة السوق في عملها على الحاسب الآلي الذي سيحدد ما هو مستهدف لتغطية أي عمليات نقص أو زيادة في العروض من الأسهم، وكذلك الحد من عمليات المضاربة والحد من تضخيم الأسعار غير المبررة، وذلك وفق برنامج الحاسب الذي سيعتمد من قبل الشركة، مع وضع مؤشر جديد لسوق الكويت للأوراق المالية للأسهم الحرة يحدد للشركة نسبة الأسهم المستهدفة للمحافظة⁽²⁷⁾.

3. الخيارات الممكنة لإنشاء صانع السوق في أسواق الأوراق المالية العربية: في الحقيقة أن الحديث عن النموذج الأفضل لبورصات الدول العربية في ظل غياب صانع السوق، يضع الهيئات المشرفة عليها أمام خيارين رئيسيين، فأما الأول فهو تقليد واختيار أحد النماذج العالمية الرائدة وتبنيها بعد الوقوف على إيجابياتها وسلبياتها للمفاضلة بينها، وهو الخيار الأرجح في المرحلة الإبتدائية، وأما الثاني فيتمثل في التصرف في صياغة نموذج جديد خاص بصانع السوق، وهو خيار صعب لإنعدام التجربة والخبرة في هذا المجال.

3.2.1 ما يجب مراعاته والسوق به: يشترط على هيئات الأوراق المالية العربية مراعاة ووضع أمور هامة إذا ما أقبلت على تبني هذا الخيار، ومن هذه الأمور ما يلي:

أ. وضع شروط لترخيص صانع السوق: يشترط لمزاولة نشاط صناعة السوق الحصول على ترخيص من الهيئة المشرفة على سوق الأوراق المالية وذلك وفقاً للشروط التالية:

- أن يكون طالب الترخيص شخصاً اعتبارياً متخذاً أحد الأشكال الآتية:

■ شركة مساهمة مملوكة بما لا يقل عن (51%) من رأسمالها لأشخاص طبيعيين أو اعتباريين متمتعين بجنسية الدولة، ويكون أحد أغراضها مزاولة نشاط صناعة السوق.

■ شركة استثمار مرخصة من هيئة سوق الأوراق المالية للعمل في مجال الأوراق المالية.

■ بنك تجاري أو استثماري أو فرع بنك أجنبي مرخص من البنك المركزي للدولة.

■ صندوق استثماري.

- أن لا يقل رأس المال المدفوع أو المخصص لمزاولة هذا النشاط عن مبلغ أدنى بعملة البلد أو ما يعادله بأية عملة أخرى.

- الفصل التام بين نشاط صناعة السوق وأية أنشطة أخرى مرخص لطالب الترخيص بمزاومتها، وذلك في الجوانب التنظيمية والفنية والمالية والإدارية.

- أن يتوفر لطالب الترخيص الملاءة المالية والكوادر الإدارية المؤهلة اللازمة لمزاولة نشاط صناعة السوق.

- سداد رسوم الترخيص التي تقررها الهيئة.

ب. وضع مبادئ وقواعد لنظام صانع السوق: ومن جملة هذه المبادئ والقواعد نذكر⁽²⁸⁾:

- تعدد المساهمين في ملكية شركات صانع السوق.

- إلتزام صانع السوق بالحد الأدنى من الكميات للبيع والشراء.

- دخول صانع السوق على نظام التداول بشكل مباشر ودون الحاجة للمرور من خلال الوسطاء لتسعير الأسهم بناءً على تقييم العناصر المؤثرة عليها خاصة الإقتصاد الكلي والجزئي، والقطاع الإقتصادي الذي تعمل به الشركة ونتائجها ومستقبلها، وقوى السوق وتوجهاته.

- الأولوية لتنفيذ أوامر الوسطاء.

- عائد صانع السوق هو الفرق بين سعري البيع والشراء.

- يدفع صانع السوق عمولة محددة عن الصفقات المنفذة للسوق فقط.

3.2.2 مقترح نموذج لنظام صانع السوق لبورصة الجزائر والبورصات العربية: إنطلاقاً من الشروط الخاصة بمنح الرخصة لمزاولة مهنة صناعة السوق، ووقفاً على مبادئ وقواعد هذه المهنة، تكوّن لدينا تصوّر عن أركان وطريقة عمل نموذج جديد لصانع السوق قابل للتطبيق في بورصة الجزائر والبورصات العربية،

3.1.1 الخيار المُقدّم للنموذج الأفضل: بشكل عام، هناك نقاشات عميقة بين الخبراء في الأسواق المتطورة حول ميزات وسلبيات كل نظام من أنظمة صناعة السوق وخلافات عن الأفضل، ومن بعض العناصر المثيرة للجدل في هذا الشأن ما يلي: السيولة، الشفافية وعدم احتكار المعلومة، الفرق بين سعري العرض والشراء المعروضين، عوامل النزاهة والبعد عن التلاعبات، الصلاحيات.

ومن ناحية أخرى، تتصف أسواق الأوراق المالية العربية بكثرة التقلبات، وشح في السيولة، ونقص في الأنظمة اللازمة لعمل الأسواق بشكل كفاء ومتطور مع ضعف في تطبيق ما وجد منها، وقلّة الحيلة في محاسبة المخالفين، وتشوه في الشفافية، وكثرة التلاعبات والتناقضات، وضعف في الوعي الإستثماري، ونقص في الكوادر المتخصصة، وضعف الإستثمار المؤسسي وتقدم خجول في حوكمة الشركات.

وللأسباب السابقة يرى الباحث أن أفضل نموذج للأسواق العربية هو «السوق الإلكترونية المُقادة بالأمر اللامركزي» في المرحلة الحالية الإبتدائية، حيث إنه سوف لن يكون هناك انقلاب مفاجئ في الأسواق إلى نظام مركزي أو نظام يعتمد على الأسعار التي يضعها صانع السوق، بل إن أنظمة التداول ستظل بشكلها العام كما هي مع بعض التعديلات التي تشترط على صانع السوق زيادة السيولة والإلتزام بتعليمات تداول محددة تضعها الأسواق والجهات الرقابية. ومن المفترض أن تدرس الأسواق تبني نماذج أخرى في حالة نجاح هذه المرحلة والشعور بأن تبني نموذجاً آخر قد يكون مناسباً في حينه.

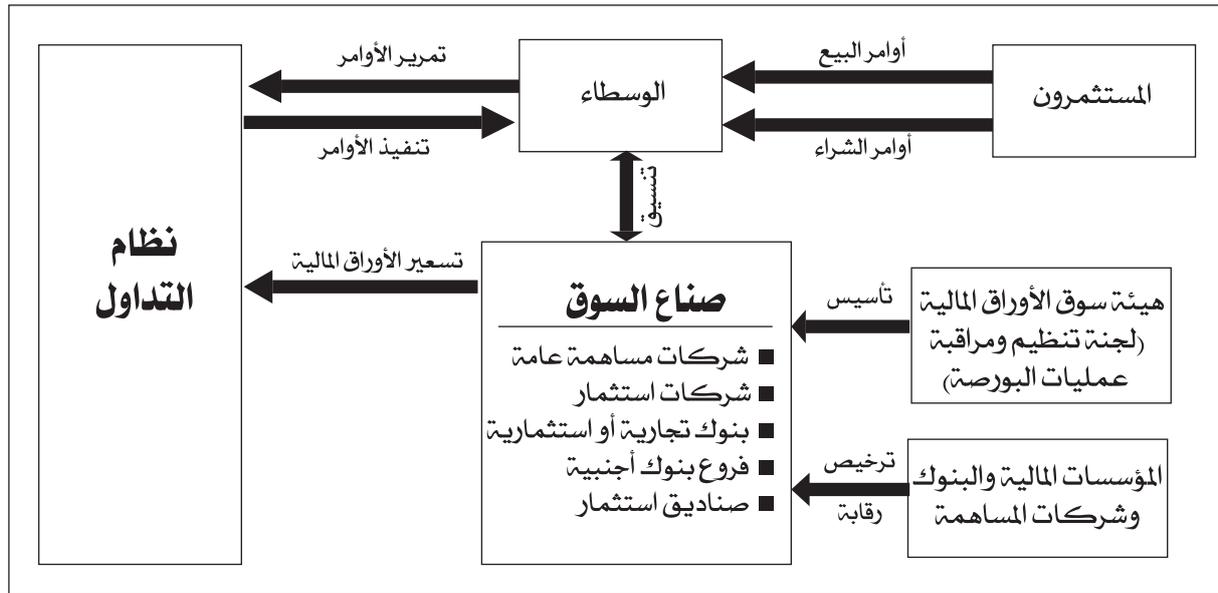
وسوف ينافس صانع السوق صانع سوق آخرين لنفس الشركة المدرجة التي تتفق معهم، وكذلك سينافس صانع السوق المستثمرين العاديين بما فيهم المستثمرين المؤسساتيين إن وجدوا.

ويحصل صانع السوق مقابل مخاطرته على بعض الإمتيازات مثل إعفاء كلي أو جزئي من رسوم التداول التي يفرضها السوق على أسهم الشركة المدرجة المتفق معها، ورسوم يأخذها لمصلحته من الشركة المدرجة المعنية مقابل قيامه بصناعة سوقها، كما أنه قد يعطى بعض الإمتيازات المتعلقة بالبيع على المكشوف والشراء بالهامش وغيرها.

ومن المتوقع أن تكون الشركة التي ستقوم بعمل صانع سوق في الأسواق العربية لهذا النموذج في أفضل حالاتها لأن لديها إيرادات مضمونة من الشركة المدرجة المعنية، أما بالنسبة لإيراداتها أو خسائرها نتيجة التداول، فإنها من المفترض أنها تعتمد على ذوي الخبرة القادرين على إدارة أمور التداول لشركاتهم بحرفية عالية.

3.2.3 الخيار المقترح بصياغة نموذج جديد لصانع السوق: يقتضي هذا الخيار مراعاة بعض العناصر المهمة لنظام صناعة السوق ووضع المبادئ والقواعد الخاصة به قبل تصميم وصياغة نموذج جديد مفضلاً بأركانه.

شكل رقم (04): نموذج مقترح لصانع السوق لبورصة الجزائر والبورصات العربية



المصدر: من إعداد الباحث

3. إمداد صانع السوق بالمعلومات: بمعنى استعداد إدارة الشركة التي تتداول أسهمها في السوق وتكون محلاً لعمليات صانع السوق لإمداد هذا الأخير بكافة المعلومات التي يطلبها عن الشركة وأدائها (الحسابات الختامية، هيكل الملكية وتفصيله، تقارير الأداء، إمكانيات الشركة وطموحاتها وخططها المستقبلية ومدى جاذبيتها في الوقت الراهن، مستقبل الأداء المالي والإداري للشركة...)، وذلك لتسهيل عملية الترويج لها.

4. قدرة صانع السوق على التسعير الصحيح والعدل: ويكون ذلك من خلال مقدرته على اكتشاف سعر حقيقي وعدل يعكس توازن قوى العرض والطلب وذلك عند تحديده للسعر في لحظة معينة، ولكي يتحقق ذلك يجب أن يكون عدد الأسهم المطروحة للبيع لشركة ما كبيراً وموزعاً بطريقة صحيحة تضمن عدم الإحتكار، بالإضافة إلى تحديد الحد الأدنى للكميات المراد شراؤها أو بيعها والتزام صانع السوق بها.

5. الحيادية والعدالة في التسعير: ويكون ذلك بتشكيل لجنة لتسعير الأسهم للبيع والشراء لدى شركات صانع السوق وذلك للتأكد من الحيادية والعدالة في التسعير، ولتجنب الضغوط الخارجية لتوجيه الأسعار في صالح بعض الشركات المدرجة صعوداً أو هبوطاً.

6. إعداد البحوث والتحليلات: نظراً لعدم قيام شركات الوساطة بإعداد البحوث والتحليلات الخاصة بالأسهم المتداولة في السوق وتوفيرها للعملاء، فإن وجود مؤسسات صانع للسوق من شأنه أن يعالج تلك المشكلة حيث تسعى المؤسسات التي تمارس مهمة صناعة السوق بإجراء تلك المهام مما يساعد على تحقيق التوازن النسبي لأسعار الأسهم بالسوق.

7. المعرفة الفنية للاقتصاد والسوق: حيث يتطلب من العاملين لدى صانع السوق المعرفة الفنية للاقتصاد الكلي والجزئي

بقتضي النموذج المقترح مشاركة المؤسسات المالية والبنوك وشركات المساهمة في تأسيس شركات مساهمة عامة أو شركات وصناديق استثمار تسمى "صانع السوق" يتم ترخيصها ومراقبتها من قبل هيئات الأوراق المالية العربية، كما يمكن لهذه الأخيرة أن تمنح رخص مزاولة مهنة صناعة السوق لبنوك تجارية أو استثمارية أو حتى لفروع بنوك أجنبية، وفي كلتا الحالتين يُشترط على المرخص لهم إستيفاء جملة من الشروط تحددها هيئة الأوراق المالية لأداء مهامهم. وبعد الحصول على الترخيص، على صانع السوق التنافس في التسعير للوصول لأفضل الأسعار بيعاً وشراءً، كما لا بد من الإشارة إلى أن تنفيذ أوامر البيع والشراء للمستثمرين يكون من خلال الوسطاء فقط الذين يكون لهم اتصال مباشر بنظام التداول، مع ضرورة التنسيق بين الوسطاء وصانع السوق.

المحور الرابع: عوامل ومتطلبات نجاح صناعة السوق في أسواق الأوراق المالية العربية

توجد العديد من المتطلبات التي تساعد على ضمان نجاح نشاط صناعة السوق في أسواق الأوراق المالية العربية، ومن أهمها ما يلي:

1. توفر الثقة المتبادلة: ضرورة توافر الثقة من جانب صانع السوق في الشركات التي يقوم بشراء أسهمها، كما يشترط ثقة الشركات في صانع أو صانع السوق الذين يصنعون سوق أسهمها.

2. الشفافية: يلتزم صانع السوق بمزاولة النشاط المرخص له به بعناية، وإبلاغ السوق وهيئة الأوراق المالية بأي تداول غير معتاد يتم على الأوراق المالية التي تقع تحت مسؤوليته، وتزويدهما بالتقارير والقوائم المالية المتعلقة بأنشطة صناعة السوق، والتقارير الخاصة بالرقابة الداخلية.

6. تعتبر توفر الثقة والشفافية، وقدرة صانع السوق على التسعير العادل والحيادي للأوراق المالية، ومعرفته الفنية بظروف الإقتصاد والسوق، والملاءة المالية والكوادر البشرية له من أهم متطلبات نجاح صناعة السوق بأسواق الأوراق المالية العربية.

لذلك، ينبغي على الهيئات المشرفة على الأسواق المالية العربية أن تسرع في وضع الإطار التشريعي والتنظيمي لعمل صانع السوق من شروط ومبادئ وقواعد وضوابط أسوة بسوقي الإمارات العربية ومصر.

الهوامش

1- هيئة الأوراق المالية والسلع، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (46) لسنة 2012م بشأن نظام صانع السوق، الإمارات العربية، 2012، ص: 02.
2- Easy-Forex™, Market makers (and the role of Easy Forex Ltd). on the website: <http://classic.easy-forex.com/en/Forex.online1.aspx> consulted 04/08/2014.

3- مفلح عياش، ما هو صانع السوق؟، جريدة الإتحاد الإقتصادي، الصادرة بتاريخ 14 شعبان 1428/27 أوت 2007، ص: 08.

4- عبد الرحمن إسماعيل، إصدار نظامي «صانع السوق» و «البيع على المكشوف» قبل نهاية 2011، جريدة الإتحاد، الإمارات العربية المتحدة، مقال بتاريخ 09/10/2011، على الرابط الإلكتروني التالي: <http://www.alittihad.ae/details.php?id=92777&y=2011> consulté le 03/05/2012

5- لتفاصيل أكثر حول أسباب التقلبات الحادة في أسواق الأوراق المالية العربية، انظر: د. إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد الثمانون، فبراير 2009، السنة الثامنة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص: 08-07.

6- استناداً لدراسة بحثية للدكتور "إبراهيم أونور"، وُجد أن تأثير العوامل غير الأساسية مثل الشائعات والمعلومات غير الحقيقية يمثل حوالي 85% من حركة الأسعار في أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي، الأمر الذي يدعم عدم فعالية هذه الأسواق في تسعير الأوراق المالية المتداولة. لتفاصيل أكثر راجع الورقة البحثية التالية:

Onour, I. Decomposing Fundamental and Nonfundamental Volatility Components in GCC Stock Markets, unpublished research paper, 2008

♦ تشمل مؤسسات الإستثمار المؤسسي: المصارف، صناديق الإستثمار المشترك، شركات التأمين، صناديق التقاعد وصناديق الأوقاف.

7- صلاح الدين محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الإستثمار المؤسسي، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، العدد -20، العراق، 2009، ص: 156-155.

8- راجع: صلاح الدين محمد أمين الإمام، ارشد فؤاد مجيد التميمي، دور المصارف في صناعة سوق الأوراق المالية، بيت الحكمة، بغداد، 2001، ص: 06-05.

9- صلاح الدين محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الإستثمار المؤسسي، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

10- زياد الدباس، ضعف الاستثمار المؤسسي في بورصات المنطقة، مقال منشور بتاريخ 05/01/2013، على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.alwafd.org> consulté le 10/02/2013

11- مفلح عياش، صانع السوق.. غائب طال انتظاره في أسواق الأسهم، جريدة الإتحاد الإقتصادي، الصادرة بتاريخ 14 شعبان 1428/27 أوت 2007، ص: 08 على الرابط الإلكتروني التالي:

والتحليل المالي، بالإضافة إلى الوقوف على أوضاع ونتائج الشركات المساهمة المدرجة، وأخذ هذه الأمور في الإعتبار عند قرار التسعير اليومي للأسهم .

8. الملاءة المالية والكوادر البشرية: وبموجبها يلتزم صانع السوق بتطبيق معايير الملاءة المالية المقررة من جانب هيئة الأوراق المالية ومن جانب البنك المركزي بما يمكن من شراء كميات كبيرة من الأسهم والإحتفاظ بها لمدة طويلة نسبياً، كما يلتزم بتوفير الكادر الإداري والفني اللازم لمزاولة نشاط صناعة السوق، حيث يشترط في كل منهما الحصول على مؤهلات علمية وخبرة عملية مناسبة لأداء المهام وطبيعة العمل.

9- استكمال الإطار التنظيمي لعمل صانع السوق: من خلال إصدار التشريعات مثل ايجاد كيان مستقل لعملية الإيداع والتحويل، ونقل الملكية وتفعيلها، والسماح لصانع السوق ممارسة البيع على المكشوف وإقراض واقتراض الأوراق المالية وفقاً للأحكام المعمول بها والصادرة عن هيئة الأوراق المالية.

10- الرقابة على صناعة السوق: من خلال قيام هيئة سوق الأوراق المالية بالرقابة والتفتيش بشكل دوري ودون سابق إخطار على الشركات المرخصة بمزاولة نشاط صانع السوق بهدف التأكد من مدى إلتزامها بقوانين وأنظمة الهيئة ولوائح السوق، كما يحق لها توقيع الجزاءات المتعلقة بالمخالفات (الإندار، الغرامات المالية، الإيقاف وإلغاء الترخيص) في حال ثبوت ارتكاب صانع السوق للمخالفة المنسوبة إليه.

خاتمة

من العرض السابق، خلصنا إلى بعض النتائج التي يتضح من خلالها أهمية وجود صانع السوق في أسواق الأوراق المالية، ومن أهمها ما نورد:

1. يعد صانع السوق بنكاً أو مؤسسة مالية أو مجموعة بنوك ومؤسسات وصناديق استثمار تمتلك إمكانيات مالية ضخمة تمكنها من حفظ التوازن في الأسواق، بالتدخل بالشراء في حال تدنت أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، أو بالبيع في حال وصلت الأسعار إلى مستويات سعرية مبالغ فيها.

2. تؤدي تقلبات وتذبذبات أداء أسواق الأوراق المالية العربية، ومحدودية دور المستثمر المؤسسي في عمليات التداول وقيادة السوق إلى زيادة الحاجة الملحة إلى صانع السوق.

3. يحقق صانع السوق سوقاً عادلة ومستمرة للأوراق المالية عن طريق إيجاد أسلوب صحيح للتسعير، كما يساهم في زيادة سيولة وعمق السوق وقيادته في الإتجاه الصحيح.

4. تتفوق البورصات الأمريكية عالمياً في صناعة الأسواق، وتمثل نموذجاً نظرياً وعملياً لأنواع هذه الصناعة وقوانينها وأنظمتها وآلياتها.

5. يمكن إدراج صناعة السوق في أسواق الأوراق المالية العربية بتقليد أحد النماذج العالمية الرائدة، إلا أن التفرّد بصياغة نموذج جديد لصانع السوق يراعي خصائصها هو الخيار الأنسب رغم نقص الخبرة والتجربة.

