

## مفهوم صانع سوق الأوراق المالية

أ.د سماح حسين علي

مهند هاشم عبادي

جامعة بابل - كلية القانون

## Stock Market Maker Concept

Dr Samah Hussein Ali

Muhannad Hashem Abadi

College of law . university of Babylon

[Mhndalarjy070@gmail.com](mailto:Mhndalarjy070@gmail.com)

## Abstract

The Market Makers pointed a vital role in the scene of the securities In the countries of advanced in the area where they add the liquidity for the seconds of the securities for their securities and the work on the balance of demand and demand for the securities on the industry's stock, and they are important to the extent that the prices of those sections with in the market through their continued advice on the sale of selling and selling prices that are accepted to be dealt with , a difference of a simple bodies of the market ,The rewind of the wind they get.

The question that can be hurt this student is what is the masking of the market ? What are the conditions and sanctions to follow the possibility of the work of the financial papers market ? The answer to these attendees in this reserve lack of the pace of the intended market is a dealer and disaster , the main market maker of the market , and the procurement of the market

**Keywords:** (market maker - stock market)

## الملخص

يلعب صناع السوق دوراً حيوياً مهماً في أسواق الأوراق المالية في البلدان المتطورة في هذا المجال حيث يقوم هؤلاء بإضافة السيولة اللازمة للأوراق المالية التي يقومون بصناعة سوقها وبالتالي العمل على إحلال التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية التي يتخصصون بصناعة سوق لها , كما يضطلعون بمهمة أخرى تتمثل في تحديد أسعار تلك الأوراق داخل السوق من خلال إعلانهم المستمر عن أسعار البيع والشراء التي يقبلون التعامل بها , مع وجود فارق بسيط محدد من قبل هيئة السوق يُمثل نسبة الربح التي يتحصلون عليه .

والسؤال الذي يمكن أن يُثار بهذا الصدد هو ما المقصود بصناع السوق ؟ وما الشروط والإجراءات الواجب إتباعها لإمكانية مزاوله نشاط صانع سوق أوراق مالية ؟ والإجابة على هذه التساؤلات تكمن في هذه الورقة البحثية , والتي خصصناها لبيان المقصود بصانع السوق فقهاً وإصطلاحاً , تمييز صانع السوق عما يشته به وشروط وإجراءات صناعة السوق .

**الكلمات المفتاحية:** ( صانع السوق - سوق الأوراق المالية )

## المقدمة

أولاً : التعريف بموضوع البحث

تقاس القوة الاقتصادية لأي دولة من دول العالم بمقدار الثروة المالية التي تمتلكها , ومعدل نمو هذه الثروة من خلال إستثمار المدخرات ولعل سوق الأوراق المالية هو المكان الأكثر تخصصاً لإستثمار هذه المدخرات , كما

وإن موضوع التعامل في الأوراق المالية أصبح يشغل إهتمام العديد من الأطراف سواء من المتعاملين في السوق أو من غير المتعاملين .

إذ تعد أسواق الأوراق المالية مركزاً حيوياً في الأنظمة الإقتصادية الحديثة , ومكاناً يتم من خلاله تحويل الموارد المالية من قطاع المدخرين إلى قطاع المستثمرين وأداة فعالة في تحسين تخصيص الموارد المالية إقتصادياً , يؤدي سوق الأوراق المالية دوراً بارزاً في هذا المجال إذ يعد مصدراً للفرص الأستثمارية .

وعلى الرغم من أهمية أسواق الأوراق المالية إلا إنها أكثر القطاعات المالية تأثراً بالأزمات التي قد تحصل , لا سيما تلك الأزمات الواقعة بفعل المضاربات وعمليات التلاعب في أسعار الأوراق المالية مما يؤثر في تذبذب الأسعار ارتفاعاً وإنخفاضاً دون مبررات حقيقية ومنطقية كذلك غياب العدالة بالتسعير لهذه الأوراق , والتي لا تتناسب مع مستوى نشاط الشركة المصدرة لتلك الأوراق.

ولكل ذلك ظهرت الحاجة لوجود صناع سوق يعملون على الأحفاظ الدائم بمخزون يمكنهم من إحلال التوازن بين العرض والطلب ما يؤدي إلى إنحسار الفجوة بين سعري الشراء والبيع وأعطاء سعر عادل يتناسب مع مستوى نشاط الشركة المصدرة لها .

ثانياً : أهمية البحث

تبرز أهمية موضوع البحث والمتعلق بمفهوم صانع سوق الأوراق المالية , للدور الكبير والمهم الذي يقوم به صانع السوق , إذ تظهر أهمية وجوده عندما تكون أسعار الكثير من أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية مرتفعة بنسب عالية إعتياداً على المضاربات والإشاعات من غير مبررات حقيقية , بحيث تصبح أسعار الأوراق المالية لا تتناسب ومستوى أداء الشركات المصدرة لها . يلعب صناع السوق دوراً حيوياً فعلاً في الحد من تذبذب الأسعار , إذ لا يتصور البعض إمكانية الإستغناء عنهم من غير التسبب في تعطيل حركة التداول في سوق الأوراق المالية , والسؤال الذي يطرح بهذا الصدد من هم صناع السوق ؟ والجواب على ذلك هو ما سوف نبينه في هذا البحث .

ثانياً: أسباب اختيار الموضوع

1- عدم تطرق سوق العراق للأوراق المالية لنشاط صانع السوق على الرغم من أهمية هذا النشاط في إحلال التوازن بين العرض والطلب .

2- ومن الأسباب التي شجعتنا إلى البحث في هذا الموضوع هو قلة المؤلفات القانونية التي عنيت ببيان المقصود بصانع السوق و الإجراءات الواجب إتباعها لممارسة نشاط صناعة السوق .

3- توضيح المقصود بصانع سوق الأوراق المالية وبيان مدى حاجة سوق العراق للأوراق المالية لمثل هذا النشاط , من خلال الإستفادة من تجارب الدول التي نظمت نشاط صانع السوق.

4- تقديم دراسة قانونية عن مفهوم صانع السوق تلبية حاجة الباحثين والمختصين في مجالات الأوراق المالية رابعاً: منهج البحث

إعتمدنا في هذا البحث على المنهج التحليلي المقارن , وذلك بالإعتماد على الآراء الفقهية وتحليلها والتي تناولت مفهوم صانع سوق الأوراق المالية , وإعتماد النصوص التي أشارت إلى نشاط صانع السوق والمتمثلة بقانون سوق رأس المال الكويتي المعدل رقم (7) لسنة 2010 ولائحته التنفيذية , وقانون سوق رأس المال المصري المعدل رقم (95) لسنة 1992 , وقانون تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكي لسنة ( 1934) بالمقارنة مع قانون أسواق العراق للأوراق المالية المؤقت رقم (74) لسنة 2004 .

خامساً : خطة البحث

في محاولة للإحاطة بموضوع البحث بمفهوم صانع سوق الأوراق المالية , وجدنا من الضروري تقسيم هذا البحث إلى مطلبين , نستعرض في المطلب الأول التعريف بمفهوم صانع السوق من خلال إستعراض التعريفات التي أوردها الشراح حوله وكذلك التعريفات الواردة في القوانين المقارنة , وتمييز هذا المصطلح عن بعض المصطلحات المتعلقة ببعض الأنشطة المرخصة في سوق الأوراق المالية , في حين سوف نخصص المطلب الثاني للشروط و الإجراءات الواجب توفرها في الشركات الراغبة بممارسة نشاط صناعة السوق .  
ثم نختم بحثنا في إستعراض أهم النتائج والمقترحات التي توصلنا إليها من خلال هذه الدراسة وعرضها كنموذج مقترح بين يدي المختصين في سوق العراق للأوراق المالية .

المطلب الأول

### التعريف بصانع سوق الأوراق المالية

لقد أثار مفهوم صانع سوق الأوراق المالية العديد من الأشكاليات في معرض بيان تعريفه , بالإضافة إلى تشابه هذا المصطلح من حيث المهام والأعمال التي يقوم بها مع بعض الأنشطة المرخص بها في سوق الأوراق المالية , فيلاحظ أن التشريعات وضعت العديد من التعريفات لبيان المقصود من صانع سوق الأوراق المالية , ولتمييزه عما يشته به . وبيان أبرز في الأسواق العالمية , وعليه سوف نقسم هذا المطلب الى فرعين , نستعرض في الفرع الأول تعريف صانع سوق الأوراق المالية , وفي الفرع الثاني تمييز صانع السوق عما يشته به وكالاتي :-

الفرع الأول

### تعريف صانع سوق الأوراق المالية

أولاً : تعريف صانع السوق فقهاً

هناك العديد من التعريفات التي أوردها الشراح لبيان المقصود بصانع سوق الأوراق المالية , تختلف هذه التعريفات باختلاف وجهة نظر كل منهم حول نشاط صانع السوق , ويتصورنا إن هذا الاختلاف مرده حادثة هذا المصطلح في أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية .

فهناك من يعرفه على إنه (شخص مرخص له من قبل هيئة السوق بالتعامل في أسهم شركة معينة أو أكثر , بحيث يحتفظ بمخزون معين من أسهم تلك الشركة , ويقوم بالبيع والشراء مباشرةً أما لحسابه الخاص أو لمصلحة عملائه من الوسطاء والسماسرة وغيرهم)<sup>(20)</sup> , لقد أشار التعريف إلى ضرورة الحصول على ترخيص من الجهات المختصة في السوق لمزاولة النشاط وهو أمر لا بد منه , كذلك أشار التعريف إلى قيام صانع السوق ببيع وشراء الأوراق المالية التي تعتبر من صميم عمله , إلا إننا يمكن أن نسجل على هذا التعريف بعض الملاحظات الأتية :-

1- إن التعريف أشار بأن صانع السوق شخص دون الإشارة إلى شكل هذا الشخص هل هو شخص طبيعي أم معنوي ؟ والحقيقة أن التشريعات التي نظمت هذا النشاط أشرت أن يكون صانع السوق شخصاً معنوياً (اعتبارياً) وهو ما سوف نبينه في موضع لاحق .

(20) - د. مبارك بن سلمان آل فواز , الأسواق المالية من منظور إسلامي , مركز النشر العلمي , جامعة الملك عبد العزيز , جدة , الطبعة الأولى , 2010 , ص56.

2- إنه أشار كذلك بأن صانع السوق يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية مباشرة ، ومصطلح مباشرة قد ينصرف إلى إمكانية قيام صانع السوق بالتعامل مع المستثمرين بصورة مباشرة وهو أمر غير ممكن حيث إن أغلب التشريعات إشتربت أتمام عمليات البيع والشراء من خلال الوسطاء الماليين العاملين في السوق ، فمثلا نصت (ف/1-م/2) من التعليمات المحدثة لعام 2015 على ( يتم التداول في السوق من خلال الوسطاء حصراً وتثبتت عمليات التداول بموجب قيود في سجلات السوق تطابق في كل جلسة تداول ... )<sup>(21)</sup>.

وهناك من عرّفه بأنه (شركة مالية مختصة في مجال الأوراق المالية ، قد يكون وسيط مالي أو صانع سوق متخصص بورقة مالية معينة ، بما يمنحه نفوذاً واسعاً كونه يقوم بأدوار ثلاث ، فهو يعمل على توفير العرض والطلب والمشاركة في تحمل المخاطر وتوفير السيولة الدائمة للأوراق المالية داخل السوق )<sup>(22)</sup> ، إن التعريف وإن تطرق إلى شكل صانع السوق وبين بأنه شركة مالية مختصة في مجال الأوراق المالية ، كذلك إستعرض أبرز الأدوار التي يقوم بها صانع السوق ، إلا أنه يمكن إيراد بعض الملاحظات حول التعريف أعلاه:-  
1- إن التعريف لم يتطرق إلى ضرورة الحصول على ترخيص من هيئة السوق وهو شرط ضروري لمزاولة أي نشاط يتعلق بمجال الأوراق المالية .

2- إنه أشار الى إمكانية أن يكون صانع السوق وسيطاً مالياً والحقيقة إن هناك إختلاف جوهري بين عمل صانع السوق والوسيط المالي ، فلا يمكن أن يكون صانع السوق وسيطاً مالياً للورقة المالية نفسها ، إذ إن التشريعات وإن أجازت للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بمزاولة أكثر من نشاط ، إلا أنها ألزمتها بالفصل التام بين نشاط صانع السوق وأي نشاط آخر تمارسه الشركة<sup>(23)</sup> .

3- كذلك فإن التعريف تطرق إلى أبرز مهام صانع السوق ، والتي تمثل أبرز إلتزاماته والهدف من وجوده في السوق وبين أنه يتحمل المخاطر ، دون الإشارة إلى حقوقه مقابل هذه المخاطر .

وهناك من عرّف صانع السوق بأنه (هو جهة مرخص لها للعمل باستمرار بتحديد سعر لورقة مالية معينة أو مجموعة محدودة من الأوراق المخصصة له من قبل البورصة )<sup>(24)</sup> . على الرغم من إن التعريف أشار الى

<sup>(21)</sup> - التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية في سوق العراق للأوراق المالية تحديثات عام 2015 المنشور على الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية العراقية تاريخ الزيارة 2020/8/3 ، [www.isc.gov.iq](http://www.isc.gov.iq) . ونصت المادة (18) من قانون رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل ، بأنه (... ويكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة في البورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك ، وإلا وقع التعامل باطلاً ...) ، كذلك نصت (ف/6-م/45) من قواعد التداول في بورصة الكويت لعام 2019 على ( يبرم صانع السوق إتفاقيات مع الوسطاء ، أو أي طرف آخر بهدف مزاولة نشاطه على ورقة مالية معينة ... ) . منشور على موقع السوق تاريخ الزيارة 2020/8/3 .  
[www.boursakuwait.com.kw](http://www.boursakuwait.com.kw)

<sup>(22)</sup> - د منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1993 ، ص 105 .

<sup>(23)</sup> - (ف/5-م/39) نصت على ( الفصل التام لنشاط صانع السوق عن الأنشطة الأخرى التي تزاولها الشركة المرخص لها بهذا النشاط) قرار رئيس مجلس إدارة البورصة المصرية المرقم (39) لسنة 2019 بشأن تعديل المادة رقم (39) من قواعد العضوية بالبورصة المصرية والصادر في 2019/1/13 والمنشور على الموقع الإلكتروني للسوق [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg) . كذلك نصت المادة الثالثة من الفصل الأول الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية الكويتية رقم (72) لسنة 2015 على (...يلتزم الشخص المرخص له بالفصل بين عمليات الأنشطة المرخص بها المختلفة ...)

<sup>(24)</sup> - سليم جابو ، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2012 ، ص 39 .

إن صانع السوق يجب أن يكون مرخص له من قبل سوق الأوراق المالية، وكذلك أشار إلى تخصصه بتحديد سعر ورقة معينة ، ألا أنه يمكن لنا إيراد بعض الملاحظات عليه وكالاتي :-

- 1- أنه لم يتطرق لشكل صانع سوق الأوراق المالية هل هو شخص طبيعي أم معنوي ؟.
  - 2- كذلك أن عمل صانع السوق لا ينحصر بتحديد سعر الورقة المالية التي يختص بصناعة سوقها فقط ، بل يعمل على تحقيق التوازن بين العرض والطلب لهذه الورقة .
- ونرى إن صانع السوق يجب أن يكون شخصاً معنوياً وأن يتخذ شكل الشركة المساهمة ، وذلك بسبب الإلتزامات المالية الكبيرة التي تقع على عاتقه نتيجة نشاطه داخل السوق وهو ما يتلائم والعديد من التشريعات التي نظمت هذا النشاط .

#### ثانياً : تعريف صانع السوق تشريعاً

بالنسبة للمشرع العراقي لم يُنظم نشاط صانع سوق الأوراق المالية كما أسلفنا ، أما على صعيد التشريعات المقارنة والتي نظمت نشاط صانع سوق الأوراق المالية فهي الأخرى اختلفت في إعطاء الوصف الدقيق لصانع سوق الأوراق المالية ، ومرد هذا الاختلاف بحسب تصورنا ناتج عن أختلاف السياسة المالية في كل دولة ، كذلك إختلاف الأهداف المرجوة من وجود هذا النشاط.

فالمشرع الكويتي عرف صانع سوق الأوراق المالية من خلال المادة الأولى من القانون المرقم (7) لسنة 2010 المعدل بأنه ( الشخص الذي يعمل على توفير قوى العرض والطلب على ورقة مالية أو أكثر طبقاً للضوابط التي تضعها الهيئة)<sup>(25)</sup> . كذلك جاءت اللائحة التنفيذية الملحقة بالقانون أعلاه بالتعريف نفسه ، في حين عرفت المادة الأولى من قواعد التداول في سوق الكويت للأوراق المالية صانع السوق بأنه (الشخص الذي يعمل على توفير قوى العرض والطلب على ورقة مالية مدرجة أو أكثر طبقاً للضوابط الصادرة عن الهيئة أو المعتمدة لديها)<sup>(26)</sup> . إن التعريف الذي تناوله المشرع الكويتي في قواعد التداول كان أكثر دقة من التعريف الوارد في قانون سوق رأس المال الكويتي ، فقد أشار إلى أن نشاط صانع السوق ينصب على الأوراق المالية المدرجة في السوق دون غيرها ، كذلك أشار التعريف إن صانع السوق يخضع للضوابط الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ، أو المعتمدة لديها .

على كل حال هناك بعض الملاحظات التي يمكن لنا تسجيلها على التعريف الذي أورده المشرع الكويتي .

- 1- أن المشرع الكويتي أشار إلى أن صانع السوق هو شخص وبالتالي قد يكون شخصاً طبيعياً وقد يكون شخصاً معنوياً، ألا أنه ومن خلال الرجوع الى اللائحة التنفيذية الملحقة بالقانون ومن خلال المادة (1-3) من الكتاب الخامس والتي نصت (... يجوز لشخص اعتباري واحد الحصول على ترخيص لممارسة نشاط أو أكثر من أنشطة الأوراق المالية ...) <sup>(27)</sup> ، مما يفهم بأن الأشخاص المرخصون للعمل في مجال الأوراق المالية هم

<sup>(25)</sup> - القانون رقم (7) لسنة 2010 المعدل بالقانون رقم (22) لسنة 2015 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم الأوراق المالية الكويتي منشور على موقع السوق ، تاريخ الزيارة 2020/8/4 [www.com.gov.kw](http://www.com.gov.kw) .

<sup>(26)</sup> - المادة (1-1) من كتاب قواعد بورصة الكويت للأوراق المالية الأصدار الثاني لعام 2019 والمشور في أبريل للعام نفسه على الموقع بورصة الكويت .

<sup>(27)</sup> - الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية المرقمة (72) لسنة 2015 الملحقة بقانون رأس المال الكويتي رقم 7 لسنة 2010 المعدل منشور على موقع السوق ، تم زيارة الموقع 2020/8/5 . [www.com.gov.kw](http://www.com.gov.kw) .

أشخاص (معنوية) أي اعتبارية , بينما تكفلت المادة الأولى من الفصل الخامس من اللائحة ببيان شكل هذا الشخص الاعتباري حيث أشرت أن يتخذ صانع السوق شكل شركة مساهمة<sup>(28)</sup> .

2- كذلك إن التعريف لم يُشر إلى ضرورة الحصول على ترخيص من هيئة السوق وهو إجراء لازم لممارسة أي نشاط يتعلق بسوق الأوراق المالية , و يبدو إنه إستند إلى نص المادة (63) على ( لا يجوز لأي شخص مزاولاً أي من الأعمال المبينة أدناه إلا بعد الحصول على ترخيص من قبل الهيئة يبين فيه النشاط أو الأنشطة المرخص بها ...7- صانع السوق )<sup>(29)</sup> .

والحقيقة أن الترخيص للعمل في السوق أمر غاية بالأهمية ذلك لأغراض تنظيمية كذلك حصر الأنشطة التي يتم مزاولتها داخل سوق الأوراق المالية .

3- أنه تطرق لبعض مهام صانع السوق المتمثلة بتوفير قوى العرض والطلب , دون الإشارة إلى ضرورة إحلال التوازن بينهما , كذلك أغفل المشرع الدور الكبير الذي يقوم به صانع السوق في الإعلان عن هامش الأسعار لهذه الأوراق المالية وإن كان بالإتفاق مع هيئة السوق وفقاً للاتفاقية المبرمة بينهما وهو ما سوف نبينه لاحقاً .

أما المشرع المصري فإنه لم يُعرف صانع السوق, إلا أنه عرف نشاط صانع سوق الأوراق المالية فقد نصت المادة الأولى من قرار وزير الأستثمار المصري بالرقم (293) لسنة 2007 على ( ... يُقصد بنشاط صانع السوق توفير السيولة الدائمة للأوراق

المالية المقيدة بإحدى بورصات الأوراق المالية التي يلتزم بصناعة سوقها وذلك لضمان التعامل عليها خلال جلسة التداول )<sup>(30)</sup> .

وبما إن المشرع المصري لم يُعرف صانع سوق الأوراق المالية وإكتفى بتعريف النشاط الذي يقوم به صانع السوق , يمكن أن نستخلص من تعريف هذا النشاط بعض الأمور الآتية :-

1- إن صانع السوق يعمل على توفير السيولة الدائمة لهذه الأوراق , إن مصطلح (توفير السيولة) قد ينصرف إلى إن الصانع يتدخل فقط في حال وجود نقص في سيولة الأوراق المالية التي يصنع سوقها , بينما الواقع العملي يُفرض على الصانع التدخل في حال وجود كميات كبيرة معروضة للبيع (إمتصاص السيولة الفائضة) في حال كانت هذه الأوراق مطروحة للتداول لأول مرة .

2- كما أن تعريف نشاط صانع السوق لم يتطرق لشكل الشخص القائم به هل هو شخص طبيعي أم شخص معنوي ؟ ولكن بالرجوع للقرارات المنظمة لهذا النشاط نستخلص بأن الشخص الذي يرغب بمزاوله نشاط صانع السوق لابد أن يكون شخصاً معنوياً وأن يتخذ شكل الشركة المساهمة أو شركة توصية بالأسهم , فقد نصت المادة (29) من قانون رأس المال المصري المعدل على(يشترط لمنح الترخيص المنصوص عليه في المادة السابقة ما

<sup>(28)</sup> - النموذج رقم (1) من الفصل الثالث من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية الكويتية والمتعلق بمتطلبات رأس المال والشكل القانوني للأشخاص المرخص لهم , يُنظر : ( الملحق رقم (1) المرفق في نهاية الرسالة) .

<sup>(29)</sup> - قانون هيئة أسواق المال رقم (7) لسنة 2010 المعدل بالقانون رقم (22) لسنة 2015 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال الكويتية وتنظيم نشاط الأوراق المالية .

<sup>(30)</sup> - القرار رقم (293) لسنة 2007 المتعلق بإضافة نشاط صانع السوق إلى أنشطة الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية المنشور على الموقع الرسمي للسوق الزيارة 2020/8/5 [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg)

يأتي : ١ - أن يكون طالب الترخيص شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم<sup>(31)</sup> , وهذه المادة عامة تشمل جميع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ومنها الشركات التي تزاول نشاط صناعة السوق بدلالة القرار المرقم (293) لسنة 2007 والمتعلق بإضافة نشاط صانع السوق إلى الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية

ويتصورنا فإن المشرع الكويتي كان أكثر توفيقاً حيث إنه نص وبصورة صريحة على تعريف المقصود بصانع سوق الأوراق المالية , بالمقابل كان المشرع المصري أكثر توضيحاً لبيان النشاط المتعلق بصناعة السوق من خلال القرارات المنظمة لهذا النشاط , والتي سننتظر إليها لاحقاً .

أما موقف القانون الأمريكي فقد عرفت المادة (38) من قانون تداول الأوراق الأمريكية (Securities Exchange Act of 1934) صانع السوق (Market Maker) بأنه (أي أخصاصي مسموح له العمل كتاجر , أو أي تاجر بصفة مناوور يعمل على إدخال عروض الأسعار في السوق ويكون مستعد للشراء والبيع لحسابه الخاص بشكل منظم ومستمر)<sup>(32)</sup> .

أن القانون الأمريكي لم يوضح شكل هذا الصانع . إلا إن قواعد سوق نيويورك للأوراق المالية (The New York Stock Exchange - NYSE) عرفت صانع السوق بأنه (عضو مؤسساتي ... يخضع لمتطلبات معينة)<sup>(33)</sup> , وبهذا فإن سوق نيويورك للأوراق المالية أشرت أن يتخذ صانع السوق شكل الشخص المعنوي وهو ما يتشابه مع موقف المشرع الكويتي وكذلك المصري .

تجدد الإشارة إلى أن أغلب التشريعات التي نظمت نشاط صانع سوق الأوراق المالية أشرت أن يكون صانع السوق شخصاً معنوياً<sup>(34)</sup> .

<sup>(31)</sup> - قانون رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل المنشور على موقع الهيئة العامة للرقابة المالية تاريخ الزيارة [www.fra.gov.eg/content](http://www.fra.gov.eg/content) 2020/8/7

<sup>(13)</sup> - ورد النص باللغة الإنكليزية على النحو الآتي:

Sec 3 (38) (The term "market maker" means any specialist permitted to act as a dealer, any dealer acting in the capacity of block positioner, and any dealer who, with respect to a security, holds himself out (by entering quotations in an inter-dealer communications system or otherwise) as being willing to buy and sell such security for his own account on a regular or continuous).

( 33 ) - Rule 2. (j), «Member,» «Market Maker,» «Member Firm,» etc., NYSE Rules, [www.NYSE.com](http://www.NYSE.com) August 17, 201, (NYSE-(41-2017). تاريخ الزيارة 2020/12/5

<sup>(34)</sup> - عرفت المادة الأولى من نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي السعودي رقم 30 لسنة 1424 صانع السوق هو (شخص اعتباري مرخص له حاصل على صفة صانع سوق وفق احكام لائحة صناع السوق ) منشور على الموقع الإلكتروني [www.tadawulcom.com.sa](http://www.tadawulcom.com.sa) , كذلك نصت المادة الأولى من قواعد صانع السوق في بورصة ابو ظبي بان صانع السوق هو (الشخص الاعتباري المرخص له بمزاولة نشاط صناعة السوق او صانع السوق الاحني المسجل لدى السوق ) والمنشور على الموقع [www.adx.ae](http://www.adx.ae), وعرفت المادة الأولى من قرار مجلس ادارة هيئة قطر للأوراق المالية رقم (4) لسنة 2017 بانه (شركة الخدمات المالية العضو في السوق , والمرخص لها من قبل الهيئة لممارسة نشاط صانع السوق ) .

وبعد أن أوردنا بعض التعريفات التي وضعها الشراح وكذلك التعريفات التي جاءت في القوانين المقارنة موضوع بحثنا وتسجيل بعض الملاحظات حولها , يمكن أن نُعرف صانع سوق الأوراق المالية بأنه ( شركة مُرخّصة للعمل داخل سوق الأوراق المالية , مختصة بصناعة سوق ورقة مالية معينة أو أكثر للعمل على توفير السيولة اللازمة لهذه الورقة وتحقيق التوازن ما بين العرض والطلب وتحديد السعر المناسب لها , مقابل السماح لها بتحقيق هامش ربح يمثل الفارق بين سعري الشراء والبيع ) .

ومن خلال هذا التعريف الذي أوردناه يمكن لنا بيان بعض العناصر الآتية :-

- 1- أن صانع السوق يجب أن يكون شخصاً معنوياً دون الشخص الطبيعي .
  - 2- ينحصر نشاط صانع السوق في سوق الأوراق المالية .
  - 3- أن على صانع السوق الحصول على ترخيص هيئة السوق قبل مزولة نشاطه , في حين نلاحظ إن سوق العراق للأوراق المالية , إشتراط على الوسيط المالي الحصول على ترخيص السوق ومصادقة الهيئة<sup>(35)</sup> .
  - 4- إن قانون وتعليمات السوق هي من تحكم عمل صانع السوق .
- ومن الجدير بالذكر إن المشرع العراقي لم ينظم نشاط صانع سوق الأوراق المالية , عليه ندعوه لتنظيم هذا النشاط كونه يساهم في استقرار الأسعار داخل سوق الأوراق المالية ويقلل من عمليات المضاربة والتلاعب بالأسعار داخل السوق .

#### الفرع الثاني

#### تمييز صانع سوق الأوراق المالية عما يشته به

إن مركز صانع السوق قد يشتهه مع مركز بعض المرخصين داخل السوق , فقد يشتهه مع الوسيط المالي , وكذلك مزود السيولة لقرب هذه المراكز من حيث المفهوم والحقوق والالتزامات مع مركز صانع السوق , لذلك سوف نقسم هذا الفرع على فقرتين : نتناول في الفقرة الأولى تمييز صانع السوق عن الوسيط المالي في سوق الأوراق المالية , وفي الفقرة الثانية تمييز صانع السوق عن مزود السيولة وكالاتي :-

#### أولاً : تمييز صانع السوق عن الوسيط

لتمييز صانع السوق عن الوسيط المالي في سوق الأوراق المالية يتوجب علينا أولاً تعريف المقصود بالوسيط ثم بيان أوجه الشبه والاختلاف بينهما .

عرّفت التعليمات المحدثّة لسنة 2015 الوسيط بأنه ( الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس لممارسة أعمال الوساطة المالية في الأوراق المالية والمقيدة في سجل جمعية وسطاء المال في العراق )<sup>(36)</sup> .

أما القانون الكويتي فقد عرّف الوسيط بأنه ( شخص اعتباري يزاول مهنة شراء وبيع الأوراق المالية لحساب الغير مقابل عمولة )<sup>(37)</sup> , في حين لم يُعرف المشرع المصري الوسيط والذي أطلق عليه مصطلح (السمسار) على الرغم من إنه نظم عمل شركات الوساطة في الأوراق المالية وذلك في اللائحة التنفيذية . بينما جاء تعريف الوسيط (broker) في قانون تداول الأوراق المالية الأمريكي لعام 1934 ( **Securities Exchange ACT** )

<sup>(35)</sup> - نقترح على المشرع العراقي حصر الترخيص بهيئة الأوراق المالية على غرار باقي التشريعات بوصفها الهيئة الرقابية على السوق .

<sup>(36)</sup> - (ف/22- م /1) من التعليمات المحدثّة الخاصة بتداول الأوراق المالية لعام 2015 في سوق العراق للأوراق المالية .

<sup>(37)</sup> - القانون رقم (22) لسنة 2015 المتعلق بتعديل بعض أحكام القانون رقم (7) لسنة 2010 بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم الأوراق المالية في الكويت .



1934 U.S.A) بأنه ( أي شخص يشارك في الأعمال التجارية وإجراء المعاملات في الأوراق المالية لحساب الآخرين...) (38).

وعليه فإن الوسيط المالي يعمل في مجال الأوراق المالية بيعاً وشراءً داخل السوق , فيعمل على تقريب وجهات النظر بين العملاء , مقابل حصوله على العمولة المحددة من قبل هيئة السوق (39) .

#### أوجه الشبه بين صانع السوق والوسيط في سوق الأوراق المالية

هناك بعض أوجه الشبه بين الوسيط وصانع السوق , يمكن ايجازها بالنقاط الآتية :-

1- يتشابه كل من الوسيط وصانع السوق في إن كلاهما يجب أن يكون شخصاً معنوياً , فقد اشترط المشرع العراقي أن يكون الوسيط شخصاً معنوياً , ويتضح ذلك من خلال تعريفه للوسيط بأن يكون متخذاً شكل الشركة , وكذلك موقف المشرع الكويتي الذي عرف الوسيط بأنه (شخص اعتباري يزاول أعمال الوساطة...) . أما قانون رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 فقد ألزم العاملون في مجال الأوراق المالية بأن يتخذوا شكل الشركة المساهمة أو شركة توصية بالأسهم (40) , ومن بين هذه الأعمال ما يتعلق بالوساطة (المسرة) في الأوراق المالية, بأستثناء القانون الأمريكي الذي أجاز للشخص الطبيعي مزاوله أعمال الوساطة . والأمر نفسه ينطبق على صانع السوق والذي سوف نبينه في موضع لاحق, عند التطرق لشروط لصناعة السوق .

2- أن عمل كل من الوسيط وصانع السوق يستوجب الحصول على رخصة من الجهات المختصة في السوق قبل مزاوله نشاطهما . فقد ألزم المشرع العراقي الوسيط بضرورة الحصول على الترخيص الذي يمكنه من مزاوله نشاطه , والجهة المختصة بذلك هي مجلس المحافظين (41), بينما أشارت التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية تحديثات 2015 على أن الجهة المختصة بإصدار الترخيص هي هيئة السوق ومجلس المحافظين (42) , في حين أن الجهة المختصة لمنح الترخيص للوسيط المالي هي هيئة أسواق رأس المال في القانون الكويتي (43), أما في القانون المصري فالجهة المختصة هي الهيئة العامة للرقابة المالية , وفي القانون الأمريكي فهي هيئة الأوراق المالية والأسواق الأمريكية (SEC) , والتي سوف نبينها لاحقاً.

ويتصورنا كان على المشرع العراقي تخويل هيئة الأوراق المالية بمنح الترخيص تسهياً للإجراءات أسوة بالتشريعات المقارنة الأخرى .

(38) - ورد النص بالقانون الأنكليزي على النحو الآتي :

(The term ‘broker’ means any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others) - (a / Article 4 / 3/ Sec )

(39) - د. ثروت حبيب , شرح القانون التجاري المصري , الجلاء الجديدة , المنصورة مصر , 2000 , ص 161

(40) - نصت المادة 29 من قانون رأس المال المصري ( يشترط لمنح الترخيص المنصوص عليه في المادة السابقة ما يأتي :- أ - أن يكون طالب الترخيص شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم )

(41) - الفقرة (9) من القسم الأول من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم 74 لسنة 2004

(42) - نصت الفقرة (22) من التعليمات المحدثه لعام 2015 على إن الوسيط هو ( الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس ... ) .

(43) - المادة 63 من القانون رقم 22 لسنة 2015 هيئة أسواق المال الكويتي نصت ( لا يجوز لأي شخص مزاوله أي من الأعمال المبينة ... إلا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة ... 1- وسيط أوراق مالية , 7- صانع السوق) , تم بموجب هذا القانون تعديل بعض أحكام القانون رقم (7) لسنة 2010 .

3- ينحصر نشاط كل من الوسيط وصانع السوق في سوق الأوراق المالية وتحت إشرافه ورقابته فضلاً عن رقابة هيئة الأوراق المالية .

4- أن عمل كل من الوسيط وصانع السوق هي أعمال تجارية بحكم القانون<sup>(44)</sup> . فضلاً عن إن كلاهما يخضع في حقوقه و إلتزاماته الى القوانين والتعليمات الصادرة عن سوق الأوراق المالية.

#### اوجه الاختلاف بين الوسيط وصانع السوق

على الرغم من وجود العديد من نقاط الشبه بين الوسيط وصانع السوق والتي تناولنا ابرزها , فان هناك العديد من نقاط الاختلاف بينهما ولعل من ابرزها الاتي :-

1- ان ابرز ما يميز نشاط صانع السوق عن نشاط الوسيط في سوق الاوراق المالية هو التخصص , حيث ان صانع السوق لا يتعامل في جميع الاوراق المالية وان كانت مدرجة في السوق , لأن نشاطه يقتصر على ورقة او مجموعة معينة من الاوراق المالية, كما اسلفنا بوصفه صانع سوق لها , أما الوسيط المالي فانه يتعامل في جميع الاوراق المالية طالما كانت هذه الاوراق مدرجة في سوق الاوراق المالية النظامي والثانوي<sup>(45)</sup>.

2- طالما ان صانع السوق متخصص بصناعة سوق ورقة مالية معينة فان حركته تكون مرتبطة بهذه الورقة داخل السوق فهو يعمل على توفير السيولة اللازمة لها محاولاً خلق حالة توازن ما بين قوى العرض والطلب , والعمل على خلق استقرار لسعر هذه الاسهم التي يتعامل بها , على العكس من نشاط الوسيط فلا يوجد ترابط بين نشاطه وسيولة الاوراق المالية التي يتعامل عليها

فهو يعمل على تنفيذ الصفقات لعملائه بغض النظر عن وجود فائضاً أو إنخفاضاً في طرح الاوراق المالية<sup>(46)</sup> .

3- أقرت تشريعات الأوراق المالية مبدأ عاماً وهو ان حق الوساطة حق للوسطاء الماليين المسجلين داخل سوق الاوراق المالية دون غيرهم من المتعاملين في السوق ,حيث يلتزم المتعاملون بأن يبرموا الصفقات من خلال الوسطاء ومن ثم فان تدخل الوسطاء يكون اجبارياً وملزماً لهم ولغيرهم<sup>(47)</sup> . إذ إن العمليات داخل السوق لا تُعد صحيحة الا اذا تمت عن طريق الوسطاء المسجلين داخل السوق , وبهذا يكون هناك تعامل مباشر ما بين الوسيط والمستثمر , ومن هنا فإن الوسيط يمكن ان يُنفذ الأوامر بنفسه في حين إن صانع السوق لا ينفذ الأوامر إلا من خلال الوسطاء شأنه في ذلك شأن باقي المتعاملين في السوق , فقد أكدت قواعد التداول في سوق الكويت للأوراق المالية على إنه (يبرم صانع السوق اتفاقيات مع الوسطاء أو أي طرف اخر بهدف مزاوله نشاطه على ورقة مالية معينة,ويجب على صانع السوق ان يزود البورصة بنسخة من هذه الاتفاقيات بمجرد أبرامها )<sup>(48)</sup> ,من

<sup>(44)</sup> - المادة (5) من قانون التجارة العراقي رقم (30) لسنة 1984 المعدل , تعتبر (الأعمال التالية أعمالاً تجارية اذا كانت بقصد الربح ... خامس عشر :التعامل في أسهم الشركات وسنداتها , سادس عشر: الوكالة التجارية والوكالة بالعمولة والوكالة بالنقل والدلالة وأعمال الوساطة التجارية الأخرى ) , منشور على الموقع, تاريخ الزيارة 2020/8/7.

<https://investpromo.gov.iq/ar/policies-and-laws>

<sup>(45)</sup> - د .محمد حسن عبد المجيد الحداد , السمسرة في سوق الأوراق المالية , دار الكتب القانونية , القاهرة , 2012 , ص28.

<sup>(46)</sup> - د . أشرف الضبع , تسوية عمليات البورصة , دار النهضة العربية , بلا تاريخ طبع , مصر , ص69.

<sup>(47)</sup> - د . عصام أحمد البهيجي , الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية , دار الجامعة الجديدة , الإسكندرية , الطبعة الأولى , 2009 , ص701 .

<sup>(48)</sup> - (ف/6-م/49) الفصل الرابع من قواعد التداول لسوق الكويت للأوراق المالية الإصدار الثاني لعام 2019.

منطلق احتكار حق الوساطة داخل السوق التي يتمتع بها الوسيط، حيث يقوم هؤلاء الوسطاء بإعطاء الأوامر الى صناع السوق من خلال الإشارة المتعارف عليها أو نقلها إلكترونياً فيقوم صناع السوق بالبيع والشراء كلما دعت الضرورة لذلك بناءً على المعلومات المتوفرة لديهم أو المزودة لهم من خلال الوسطاء<sup>(49)</sup>.

4- يلعب صناع السوق دوراً كبيراً ومؤثراً في تحديد أسعار الأوراق المالية التي يختصون بصناعة سوقها، على فرض ان صانع السوق هو المحرك الفعلي لسيولة هذه الأوراق داخل سوق الأوراق المالية، خصوصاً في الأسواق التي تتبع مبدأ التداول القائم على تحديد الأسعار مع منح المستثمرين دوراً مكماً، وعليه فان صانع السوق هو المخول والملمزم قانوناً بتحديد الأسعار المبدئية للأوراق المالية التي يصنع سوقها حيث يشتري ويبيع بفارق هامش ربح بين سعر الشراء وسعر البيع<sup>(50)</sup>، في حين لا دور للوسيط في تحديد أسعار الأوراق المالية داخل السوق فهو يعمل على تنفيذ الصفقات بالأسعار المعلنة داخل السوق .

#### ثانياً : تمييز صانع السوق عن مزود السيولة

مصطلح مزود السيولة (Liquidity provider) والذي يرمز له إختصاراً (L- p) ، لم يظهر بشكل مستقل عن صانع السوق في تشريعات التسعيرات من القرن الماضي ، فقد كان مصطلح مزود السيولة مرافق لمصطلح صانع السوق . إن سوق الأوراق المالية قد تتأثر في الأزمات المالية الكبيرة كما هو الحال في جائحة كورونا ، حتى في ظل وجود صناع السوق. ما قد يؤدي إلى عدم قدرة هؤلاء الصناع على إعادة التوازن بين قوى العرض والطلب بالكميات المطلوبة والسرعة الممكنة ، بالإضافة للتطور الكبير في مجال تداول الأوراق المالية الإلكتروني فكان لزاماً تواجد شخص آخر يكون قادر على ردف السوق بالسيولة اللازمة وبالسرعة القصوى أثناء الإضطرابات دون التقيد بالإعلان عن نشرة أسعار الأوراق المالية والتي تعد من صميم عمل صانع السوق<sup>(51)</sup> .

ويُعرف مزود السيولة بأنه ( شركة الخدمات المالية العضو بالسوق والمرخص لها بممارسة نشاط مزود السيولة )<sup>(52)</sup> .

ولتمييز صانع السوق عن مزود السيولة سوف نحاول الوقوف على أبرز أوجه الشبه والإختلاف بينهما وكالاتي :-

#### أوجه الشبه بين مزود السيولة وصانع السوق :-

من خلال التعريف أعلاه يمكن لنا تسجيل بعض أوجه الشبه بينهما بالنقاط التالية :-

<sup>(49)</sup> - د. أحمد عقيل الخطيب ، دور صناع السوق ، الملتقى السنوي الخامس لجمعية الاقتصاد السعودية ، 2005، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، ص6 المنشور على موقع الجمعية . تاريخ الزيارة 2020/8/8

[www.sea.org.sa](http://www.sea.org.sa)

<sup>(50)</sup> - يقوم الصانع بحصد الربح النهائي من فرق السعر هذا عبر قيامه بنشاط التسعير من خلال جلسة الإغلاق للمزيد ينظر : د همام القوسي ، النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الأوراق المالية ، رسالة دكتوراه في الحقوق ، كلية الحقوق جامعة حلب ، سوريا ، ص362.

<sup>(51)</sup> - د. رمضان الشراح ، صناع السوق التجربة الكويتية ، لسنة 2006 ، ص3 مقال منشور على الرابط . تاريخ الزيارة

[www.unioninvest.org](http://www.unioninvest.org)

2020/8/8

<sup>(52)</sup> - المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (3) لسنة 2012 المتعلق بإصدار قواعد مزود السيولة والمنشور في الجريدة الرسمية العدد العاشر بتاريخ 2012/6/16 على الموقع الرسمي للجريدة

[www.qfma.org.qa](http://www.qfma.org.qa)

- 1- يشترط في كل من مزود السيولة وصانع سوق الأوراق المالية أن يكون شخصاً معنوياً متخذاً شكل الشركة لمنحه الترخيص للعمل داخل السوق .
  - 2- على مزود السيولة وصانع السوق أن يكونا عضوين في سوق الأوراق المالية<sup>(53)</sup>, شأنهم في ذلك شأن جميع العاملين في مجالات الأوراق المالية , والحقيقة أنهما يصبحا عضوين بمجرد الحصول على الترخيص .
  - 3- يلتزم كل من مزود السيولة وصانع السوق بإبرام إتفاقية مع السوق تُحدد خلالها حقوقهم والتزاماتهم , وكذلك الشروط الواجب إتباعها والبيانات المطلوبة<sup>(54)</sup>.
  - 4- يتشابه كل من مزود السيولة وصانع سوق الأوراق المالية في إن نشاطهم ينحصر في داخل سوق الأوراق المالية وينصب على زيادة سيولة الأوراق المالية المتداولة في سوق .
- ولكن على الرغم من أوجه الشبه بين مزود السيولة وصانع السوق إلا إنه هناك بعض الإختلاف في عمل كل منهما .

#### أوجه الأختلاف بين مزود السيولة وصانع السوق :-

- 1- إن تدخل مزود السيولة لإضافة السيولة هو تدخل تكميلي يبرز في حال عجز صانع السوق عن مد السوق بالسيولة اللازمة وبنسب معينة<sup>(55)</sup>, أما تدخل صانع السوق بإضافة السيولة فهو إلزامي بحسب الإتفاقية المبرمة بينه وبين السوق والذي يهدف من خلاله إعادة التوازن بين قوى العرض والطلب.
- 2- يجوز لصانع السوق البيع على المكشوف<sup>(56)</sup>, وإقراض وأقتراض الأوراق المالية التي يصنع

<sup>(53)</sup> - نصت (ف/3-م/2) من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (3) لسنة 2012 المتعلق بإصدار قواعد مزود السيولة نصت ( لا يجوز مزاوله نشاط مزود السيولة إلا من قبل عضو في السوق)

<sup>(54)</sup> - (ف/8-م/2) من القرار أعلاه أكدت على (يجب على السوق توقيع إتفاقية مزود السيولة مع العضو قبل البدء بمزاولة مهام مزود السيولة , ويجب أن تتضمن الإتفاقية البيانات التالية على سبيل المثال لا الحصر :

أ- تحديد الأوراق المالية المرخص بتداولها لمزود السيولة .

ب- تحديد واجبات مزود السيولة فيما يتعلق بتأمين أسعار أوراق مالية محددة , وتشمل على سبيل المثال لا الحصر :

- تحديد الظروف التي يطرح فيها مزود السيولة السعر وما إذا كانت باستمرار أو عند الطلب .
- آلية تحديد نوع السعر فيما إذا كان متعلق بمناقصة أو طلب أو ثنائي الجانب .
- تحديد الحد الأدنى من كمية الأسهم التي سيتم تسعيرها .
- تحديد الفترة الزمنية لفترة تداول مزود السيولة على الورقة المالية المعينة بغرض زيادة سيولتها .
- توضيح الخطوات الواجب إتخاذها من قبل السوق في حالات عدم وفاء مزود السيولة بالتزاماته .
- التسهيلات والمزايا الممنوحة لمزود السيولة .
- يلتزم مزود السيولة والسوق بمراعاة أية إتزامات أو تعديلات تفرضها الهيئة على نشاط مزود السيولة) .

<sup>(55)</sup> - د همام القوصي , ضبط نشاط صانع السوق ومزود السيولة, خلال التداول الخوارزمي والتداول عالي التردد - مقارنة بورصات لندن وبرلين وأوساكا مع بيئة البورصات العربية, مجلة جيل الأبحاث القانونية المعمقة , العدد 39, مارس 2020 , ص15 منشور على موقع المجلة [www.jilrc.com](http://www.jilrc.com) تاريخ الزيارة 2020/8/10.

<sup>(56)</sup> - عرفت المادة الأولى من الإجراءات التشغيلية للبيع على المكشوف الصادر عن سوق أبو ظبي للأوراق المالية ألبيع على المكشوف هي(عملية قيام المستثمر ببيع ورقة مالية لا يمتلكها على أن يلتزم بتوفيرها خلال فترة التسوية ) صدرت هذه الإجراءات في عام 2017 ونُشرت على موقع هيئة الأوراق المالية والسلع الإمارات [www.sca.gov.ae](http://www.sca.gov.ae) .

سوقها , كذلك يمكن أن يتمتع ببعض الإعفاءات المتعلقة برسوم الأوراق التي يصنع سوقها , في حين لا يتمتع مزود السيولة بهذه الإمتيازات<sup>(57)</sup>.

3- ولعل أبرز ما يميز صانع السوق عن مزود السيولة هو إن صانع السوق ملتزم بالإعلان عن نشرة أسعار الأوراق المالية التي يصنع سوقها والتي يقبل الشراء والبيع بموجبها , أما مزود السيولة فلا يحق له التسعير<sup>(58)</sup>.  
تجدد الإشارة بأن هناك بعض التشريعات أعتبرت موفر السيولة هو صانع سوق<sup>(59)</sup>, غير إن مزود السيولة لا يمكن أن يكون صانع سوق على الورقة التي يعمل على زيادة سيولتها<sup>(60)</sup> ,  
ومن الجدير بالذكر إن هناك بعض التشريعات نظمت النشاطين معاً<sup>(61)</sup> , ما يعني إن لكل نشاط أهداف تسعى الدول لتحقيقها .

### المطلب الثاني

#### متطلبات الترخيص لممارسة نشاط صناعة سوق الأوراق المالية

حتى يُرخص لصانع السوق بمزاولة نشاط صناعة السوق, يجب أن تتوافر فيه جملة من الشروط أوجبها القوانين المنظمة لهذا النشاط . على إن توافر هذه الشروط وحدها لا يكفي لمزاولة نشاط صناعة السوق , إذ يتوجب على صانع السوق القيام بالأجراءات التي تضعها الجهات المختصة في السوق للسماح للجهات الراغبة بالعمل في سوق الأوراق المالية تتمثل هذه الإجراءات بضرورة الحصول على الترخيص وعضوية السوق .  
ولما تقدم سوف نقسم هذا المطلب إلى فرعين , نتناول في الفرع الأول : الشروط الواجب توفرها في صانع السوق , أما الفرع الثاني فسوف نستعرض فيه إجراءات الترخيص بممارسة صناعة السوق وكالاتي :-

#### الفرع الأول

#### شروط الترخيص لممارسة نشاط صناعة السوق

(57) - نصت (ف/3-م/10) من ضوابط موفر السيولة لسوق دبي المالي الصادر في 24 يوليو 2018 نصت ( لا يستفيد موفر السيولة من التسهيلات الممنوحة لصانع السوق فيما يتعلق بالآتي:  
أ- بيع الورقة المالية على المكشوف بدون ضمان .  
ب- الإعفاءات المقررة لصانع السوق من بعض الأفضاحات .  
ج - الإعفاء المقرر لصانع السوق من كل أو بعض عمولات التداول (...). نُشرت هذه الضوابط على الموقع سوق دبي المالي .

[www.sca.gov.ae](http://www.sca.gov.ae)

(58) - د . همام القوصي , ضبط نشاط صانع السوق ومزود السيولة خلال التداول الخوارزمي , مصدر سابق , ص16.  
(59) - عرفت المادة الأولى من ضوابط موفر السيولة في سوق أبو ظبي والصادر في 2018/2/27 بإنه (صانع سوق متعاقد مع مصدر ورقة مالية مدرجة بالسوق بغرض توفير السيولة على تلك الورقة وفقاً لأحكام هذا النظام) , نُشرت هذه الضوابط على موقع سوق أبو ظبي للأوراق المالية [www.adx.ae.Arabic.pages](http://www.adx.ae.Arabic.pages) .

(60) - أكدت على هذا المبدأ (ف/2-م/10) من ضوابط موفر السيولة في سوق أبو ظبي فقد نصت ( لا يجوز أن يكون موفر السيولة صانعاً للسوق على نفس الورقة المالية ) , الضوابط أعلاه .

(61) - نظمت دولة قطر كل من نشاط صانع السوق بالقرار المرقم (4) لسنة 2017 وكذلك نشاط موفر السيولة بالقرار المرقم (3) لسنة 2012 والمنشور على موقع هيئة قطر لأسواق الأوراق المالية [www.qfma.org.qa](http://www.qfma.org.qa)

كذلك نظم سوق أبو ظبي للأوراق المالية النشاطين معاً وتم نشرهما على الموقع الإلكتروني للسوق تاريخ الزيارة 10 / 11 / 2020.

[www.adx.ae.Arabic.pages](http://www.adx.ae.Arabic.pages)

هناك ثمة شروط يجب أن تتوفر في الأشخاص الراغبين بالعمل في مجالات الأوراق المالية , أشارت إليها القوانين المنظمة لنشاط صانع سوق الأوراق المالية, منها ما يتعلق بشكل هذا الشخص , ومنها ما يتعلق برأس المال المطلوب , وهو ما سوف نتناوله في فقرتين وكالاتي.

**أولاً : أن يكون صانع السوق شخصاً معنوياً**

إشترطت القوانين المنظمة لنشاط صانع السوق إن يكون شخصاً معنوياً , وأن يتخذ شكل الشركة لأمكانية مزاوله نشاط صناعة السوق داخل سوق الأوراق المالية .

إن المشرع العراقي وإن لم يُنظم نشاط صانع السوق كما أسلفنا, إلا إنه ومن خلال تنظيمه لبعض الأنشطة داخل سوق الأوراق المالية قد أشار إلى هذا الشرط , ففي معرض تنظيمه لنشاط الوسيط المالي وكذلك الحافظ الأمين نلاحظ تأكيداً على ذلك .

فكما ذكرنا في موضع سابق عند تعريف الوسيط بأنه يجب أن يكون شخصاً معنوياً , وكذلك فيما يتعلق بالحافظ الأمين الذي عُرف بأنه (الشخص المعنوي المرخص له من قبل الهيئة لمزاولة نشاط الحفظ الأمين والقيام بأعمال حفظ وتحويل الأوراق المالية من حساب المستثمر لديه إلى حساب المستثمر لدى الوسيط وبالعكس ودفع الإلتزامات المترتبة على تداولها نيابة عن مستثمريها) (62) , ولقد أُشترطت المادة (الثانية) من التعليمات المنظمة لنشاط الحافظ الأمين في سوق العراق للأوراق المالية أن يكون الحافظ الأمين شخصاً معنوياً وأن يتخذ أحد الأشكال الآتية:-

(أ- مصرف عراقي مجاز ويُشترط حصول موافقة البنك المركزي العراقي لممارسة هذا النشاط.

ب- شركة عراقية مساهمة متخصصة بتقديم الخدمات المالية .

ج- فرع لمصرف أجنبي شرط أن يكون مرخصاً من المصرف الأم لمزاولة هذا النشاط ويُشترط حصول موافقة البنك المركزي العراقي) , وعليه يمكن أن يكون الشخص المعنوي بحسب القانون العراق أما شركة مساهمة أنشأت بموجب قانون الشركات أو مصرف مجاز من قبل البنك المركزي العراقي سواء أكان هذا المصرف عراقي أو فرع لمصرف أجنبي .

ولما تقدم نقترح على المشرع العراقي أن يشترط أن يتخذ الأشخاص الراغبين بممارسة نشاط صانع السوق أن تتخذ شكل شركة مساهمة إذا ما قرر المشرع العراقي تنظيم هذا النشاط .  
ويبدو إن هذا الشرط غاية بالأهمية فقد أكدت عليه القوانين المقارنة لإمكانية مزاوله الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية , ومنها نشاط صانع السوق .

**أما في القانون الكويتي** فعلى الرغم من إن تعريف صانع السوق الوارد ذكره في قانون هيئة أسواق المال وكذلك اللائحة التنفيذية جاء خالياً من بيان شكل صانع السوق إلا إن اللائحة التنفيذية أشارت على إن صانع السوق يجب أن يتخذ شكل الشركة المساهمة , ففي الملحق رقم (1) من الكتاب الخامس والمتعلق بمتطلبات رأس المال والشكل القانوني للأشخاص (63) , المرخص لهم بمزاولة الأنشطة داخل سوق الأوراق المالية الكويتي .

(62) - التعليمات رقم ( 17 ) لسنة 2012 المتعلقة بنشاط الحافظ الأمين في سوق العراق للأوراق المالية والمنشور على الموقع الإلكتروني لمركز الإيداع العراقي, تم زيارة الموقع في 2020/11/20

(63) - تمت الإشارة إليه في موضع سابق تحت عنوان الملحق رقم (1) في نهاية الرسالة .

في حين إن القانون المصري , ومن خلال قرار وزير الإستثمار المصري رقم(293) لسنة 2007 المتعلق بإضافة نشاط صانع السوق لأنشطة الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية المنصوص عليها في المادة (27) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل فلاحظ إن المادة (29) من القانون سوق رأس المال المصري قد أشرتت أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل الشركة المساهمة أو شركة توصية بالأسهم لإمكانية الحصول على الترخيص الذي يُمكنها من مزاوله النشاط داخل سوق الأوراق المالية . ما يُفهم بأن صانع السوق يجب أن يكون شخصاً معنوياً .

بينما أشار قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية على أن يكون الترخيص للشركات المنصوص عليها بالبند (ب) من المادة (27) من قانون رأس المال بمزاوله نشاط صانع السوق وفقاً للضوابط الآتية :- ( ... 2- أن يكون أكثر من 50% من مساهمات الشركة في شركات مرخص لها من الهيئة بالعمل في أنشطة متصلة بمجال الأوراق المالية ...) (64).

إما القانون الأمريكي , وفي سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) فإنه إشتتت أن يكون صانع السوق شخصاً معنوياً ويتضح ذلك من تعريفه صانع السوق بأنه (عضو مؤسستاتي يخضع لمتطلبات معينة ...) والذي تمت الإشارة إليه مسبقاً .

وعليه فإن حصر نشاط صانع السوق بالشخص المعنوي دون الطبيعي له العديد من المزايا , ذلك إن الشخص المعنوي سواء أكان شركة مختصة بصناعة السوق أو مصرفاً مختصاً , يسمح عادةً بتكوين رؤوس الأموال الكبيرة التي تساعد في نجاح مهمة صانع السوق والتي قد يعجز الشخص الطبيعي عن تكوينها بمفرده (65) , كذلك عملية صناعة السوق غالباً ما تكون محفوفة بالمخاطر وعليه فإن رأس المال هو خير ضمانة للمتعاملين والسوق مع هذه الشركات, إضافة لذلك فإن الأشخاص المعنوية كالشركات تمتاز بالتنظيم الإداري والفني العالي الذي يمكنها من أنجاز أعمالها بأفضل صورة . إن حصر نشاط صناعة السوق بالشركات المساهمة , سوف يجعلها تحت رقابة جهات عدة , كرقابة الهيئة العامة للشركة ورقابة مسجل الشركات ومراقب الحسابات وغيرها .

#### ثانياً : توفير الحد الأدنى من رأس المال

يترتب على ممارسة أي نشاط من الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية جملة من الإلتزامات وهذه الإلتزامات تتطلب ضمانات للإيفاء بها (66) , ومن بين هذه الأنشطة نشاط صانع سوق الأوراق المالية , لذلك نلاحظ أن التشريعات تتطلب توافر حد معين من رأس المال لدى الشركات العاملة في مجال صناعة السوق قبل الترخيص لها بمزاوله هذا النشاط أو حتى الأنشطة الأخرى.

ففي التشريع العراقي نستخلص أهمية شرط توافر الحد الأدنى من رأس المال من خلال نشاط الوسيط وكذلك الحافظ الأمين في سوق الأوراق المالية . فقد أشتتت توفير مبلغ معين كحد أدنى لرأس مال الشركة الراغبة بمزاوله

(64) - نصت (ف/2 - م/1) قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية المصري رقم (1200) لسنة 2018 المتعلق بتعديل قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (256) لسنة 2014 بشأن شروط وإجراءات الترخيص بممارسة نشاط صانع السوق , المنشور على موقع الهيئة العامة للرقابة المالية الإلكتروني تاريخ الزيارة في 2020 /11/20

[www.FRA.gov.eg](http://www.FRA.gov.eg).

(65) - د. عبد الباسط كريم مولود , تداول الأوراق المالية , دراسة مقارنة , منشورات الحلبي الحقوقية , طبعة أولى , بيروت - لبنان , 2009, ص174.

(66) - د. عبد الباسط كريم مولود , مصدر سابق , ص184 .

هذين النشاطين. فالوسيط المالي يجب أن لا يقل رأس مال الشركة طالبة الترخيص عن مبلغ معين , وهذا المبلغ حددته إدارة سوق العراق للأوراق المالية في معرض أجازتها لخمس شركات وساطة بموجب كتابها المرقم 4/1716 في 2009/12/17 بمبلغ لا يقل عن (100) مليون دينار عراقي<sup>(67)</sup> , ونرى بأن هذا المبلغ هو مبلغ قليل , ونقترح على المشرع جعله مليارين دينار لما لشركات الوساطة من دور مؤثر في سوق الأوراق المالية ما يساعده في تحقيق أهداف وجود شركات الوساطة في السوق .

بينما نصت الفقرة (2) من المادة الثانية من تعليمات الحافظ الأمين على إنه (يشترط لترخيص نشاط الحفظ الأمين للأوراق المالية ما يأتي ... 2- أن لا يقل رأس المال المدفوع لمزاولة هذا النشاط عن (50) مليار دينار (...)<sup>(68)</sup> . وهذا المبلغ الكبير يدل على حجم الإلتزامات الملقاة على ممارسة هذا النشاط . أما في التشريعات المقارنة والتي نظمت نشاط صانع السوق فقد إستلزمت توافر الحد الأدنى من رأس المال كأحد شروط الترخيص .

فبالنسبة للقانون الكويتي يتطلب الترخيص لمزاولة نشاط صانع السوق أن يكون الحد الأدنى من رأس مال الشركة لا يقل عن (10) مليون دينار كويتي , فقد نصت المادة الأولى من الكتاب الخامس المتعلق بمتطلبات رأس المال والشكل القانوني للأشخاص المرخص لهم على (يكون الحد الأدنى لرأس المال المدفوع ... 9- صانع السوق عشرة مليون دينار (10) مليون دينار كويتي)<sup>(69)</sup> .

وما يجدر ذكره إن هيئة السوق أكدت على مبدأ غاية بالأهمية وهو ما يعرف (محفظه صانع السوق)<sup>(70)</sup> , وهي البوتقة الضامنة لوجود خزين كافي من الأموال النقدية في محفظة صانع السوق , فقد أكدت الهيئة أنه (يجوز للبورصة أن تضع الحد الأدنى لقيمة المبالغ النقدية في محفظة صانع السوق اللازمة للترخيص بممارسة نشاط صانع السوق)<sup>(71)</sup> , ومن الجدير بالذكر إن القانون الكويتي لا يُجيز استخدام محفظة صانع السوق في الأنشطة الأخرى التي يمكن أن تزولها الشركة صانعة السوق , بعبارة أخرى أن الأموال الموجودة في المحفظة هي أموال مخصصة لصناعة السوق لا غير .ومن خلال النصين, علينا التمييز بين رأس مال الشركة كأحد شروط تأسيس الشركة والترخيص , وبين المحفظة التي يجب أن تُخصص لصناعة السوق وبهذا فإن المشرع الكويتي أجاز لهيئة السوق تحديد الحد الأدنى من الأموال النقدية في محفظة صانع السوق , أي أنه جعلها مسألة تقديرية للهيئة من خلال أبتدائه بكلمة يجوز .

أما القانون المصري فقد نُظِم نشاط صانع السوق بموجب قرار وزير الإستثمار المصري بالرقم (293) لسنة 2007 , كما أسلفنا وقد بيّن القرار الحد الأدنى لرأس مال الشركة الراغبة بمزاولة نشاط صانع السوق بمبلغ

(67) - حددت آلية تنفيذ التعليمات المتعلقة بإجازة خمس شركات وساطة جديدة لسنة 2009 الحد الأدنى لرأس مال الشركة الراغبة بمزاولة أعمال الوساطة بمبلغ (100) مليون دينار عراقي .

(68) التعليمات رقم ( 17 ) لسنة 2012 المتعلقة بنشاط الحافظ الأمين في سوق العراق للأوراق المالية.

(69) - الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية الكويتية رقم (72) لسنة 2015 للمزيد ينظر : الملحق رقم (1) في نهاية الرسالة .

(70) - أشار الكتاب الأول من اللائحة التنفيذية المرقمة (72) لسنة 2015 والخاص بالتعريفات على إن المقصود بمحفظة صانع السوق هي (حساب يتضمن نقداً أو أوراق مالية بنسب تحدها البورصة وتخصص لمزاولة نشاط صانع السوق) .

(71) - (ف/11- م /4) الفصل الأول من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية الكويتية الملحقة بقانون هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية رقم (22) لسنة 2015



عشرة مليون جنيه مصري و أشرت القانون أن يكون مدفوعاً بالكامل، في حين أشرت القرار رقم (14) لسنة 2007 الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية<sup>(72)</sup>، بأن يكون الحد الأدنى لرأس مال الشركة العاملة في صناعة السوق مبلغ لا يقل عن عشرة مليون جنيه سواء كان مُصدراً أو مدفوعاً. إن القانون المصري إشرت على الشركات صناعة السوق (تخصيص مبلغ نقدي لا يقل عن عشرة ملايين جنيه مصري لكل ورقة مالية تقوم بصناعة سوقها)<sup>(73)</sup>. وعليه فإن هذا المبلغ يتصاعد كلما كانت الشركة تعمل على صناعة سوق أكثر من ورقة. وفي الوقت الذي أجاز القانون للشركات العاملة في مجالات الأوراق الأوراق المالية بممارسة أكثر من نشاط إلا إنه إشرت على الشركات صناعة السوق فصل نشاط صانع السوق عن الأنشطة الأخرى التي تزولها و إمسك حسابات وسجلات منفصلة لهذا النشاط<sup>(74)</sup>.

ويجب علينا إن نُفرق بين الشركات المسجلة في سجل الشركات ، والعاملة في سوق الأوراق المالية قبل نفاذ قرار وزير الإستثمار المرقم (293) لسنة 2007 المتعلق بإضافة نشاط صانع السوق لإنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والتي يشترط لتسجيلها توفر الحد الأدنى من رأس المال وهو عشرة ملايين جنيه ، وهذه الشركات عليها تخصيص مبلغ نقدي لا يقل عن عشرة ملايين جنيه لكل ورقة مالية تصنع سوقها ، وبين الشركات الراغبة في صناعة السوق بعد نفاذ هذا القرار والتي أستوجب القانون توافر الحد الأدنى لرأس المال المطلوب كشرط للتأسيس ، وبين المبلغ المخصص للتخصيص لها بصناعة السوق .

على كل حال يجب أن لا يفهم بأن على الشركات صناعة السوق أن تستخدم مبلغ العشرة مليون بأجمعه في صنع سوق الورقة المالية خلال جلسات التداول اليومية ، ذلك إن القانون وضع نسب محددة يمكن من خلالها أن يتحرك صانع السوق لتنفيذ إلتزاماته في صناعة السوق في موقف يقترب من موقف القانون الكويتي وإن اختلفت هذه النسب وطريقة تنفيذها وهو ما سوف نحاول بيانه في تنفيذ إلتزامات صانع السوق .

أما موقف القانون الأمريكي فإنة يُلزم صُناع السوق المالية أن تحدد تفاصيل المقدرة المالية ومن ضمنها توفير الحد الأدنى من الأموال النقدية التي يستخدمها صانع السوق في صناعة سوق الأوراق المالية ، فنجد في كتاب صناعة السوق الذي أصدره سوق نيويورك (NASD) في مارس سنة 2020 ، قد فُرضت قاعدة أطلق عليها مطلب المديونية الأجمالي والتي تلزم صانع السوق ( الحفاظ على الحد الأدنى من صافي رأس المال ، الذي هو أكبر من 100,000 دولار ، أو 2,500 لكل ورقة مالية مسجل عليها كصانع سوق ، ما لم يكن الأمر يجعل من السوق غير متوازن بحيث يجعل القيمة السوقية للورقة 5 دولار وفي هذه الحالة يكون صافي المبلغ لا يقل عن 1000 دولار لكل ورقة مالية )<sup>(75)</sup> ، وهذا ما ينسجم والمتطلبات المنصوص عليها في المادة ( Sec

(72) - قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية والمتعلق بمعايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المُعدّل بقرار الهيئة المرقم (77) لسنة 2017 المنشور على موقع الهيئة الإلكتروني .

[www.efsa.gov.eg](http://www.efsa.gov.eg)

(73) - المادة (ف/2- م/1) من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية المرقم (265) والصادر في 2014/3/27 بشأن شروط وإجراءات الترخيص بممارسة نشاط صانع السوق للشركات المنصوص عليها .

(74) - (ف/4- م/1) من قرار رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (1200) لسنة 2018 بشأن تعديل قرار رئيس الهيئة المرقم (265) لسنة 2014 .

(56) - ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

Market Maker NYSE March 2020 part (1) (a) ( Market Maker subject to the Aggregate Indebtedness Requirement must maintain minimum net capital that is the greater of :\$ 1000,000 or \$2,500 for

15/C/3-1) من قانون هيئة الأوراق المالية والأسواق الأمريكية , (أما صناع السوق الخاضعين لصافي متطلبات رأس المال البديل , عليهم الإحتفاظ بحد أدنى من صافي رأس المال على أن يكون أكبر 250,000 أو 2% من مبلغ المديونية الكلية) (76) , تماشياً مع المتطلبات الواردة في المادة (15/C/3-1) (Sec). وبهذا نلاحظ إن سوق نيويورك قد حدد المبلغ الأدنى لرأس المال المطلوب بشكل عام , كما حدد النسب المخصصة لكل ورقة مالية يصنع سوقها .

### الفرع الثاني

#### أجراءات ترخيص صناعة سوق الأوراق المالية

لمزاولة أي نشاط داخل سوق الأوراق المالية , ومنها نشاط صانع السوق يستلزم القيام بإجراءات معينة , تفرضها القوانين واللوائح المنظمة لعمل السوق الهدف منها ضبط نشاطات الشركات العاملة في مجالات الأوراق المالية , ويأتي في مقدمة هذه الإجراءات ضرورة الحصول على الترخيص من الجهات المعنية لمزاولة ذلك النشاط , كذلك الإجراءات الواجب إتباعها في حال رفض الترخيص , وهو ما سوف نبينه في الفقرتين وكالاتي:-

#### أولاً : إجراءات منح الترخيص والجهة المختصة بها

لا خلاف في إن على الشركات الراغبة بمزاولة أي نشاط داخل سوق الأوراق المالية , يتوجب عليها القيام بالإجراءات الخاصة للحصول على الترخيص من الجهات المعنية في السوق لأمكانية مزاولة هذا النشاط .

**ففي القانون العراقي** نلاحظ إن المشرع العراقي وفي معرض تنظيمه لنشاط الوسيط المالي وكذلك الحافظ الأمين إشتراط الحصول على رخصة السوق , وعلى الرغم من أنه في القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية قد عُرف الوسيط بإنه ( الشخص المخول من قبل مجلس المحافظين ... ) (77) , أي إنه إشتراط الحصول على الترخيص من قبل مجلس المحافظين , كذلك التعليمات المحدثة أشارت على إن الترخيص يصدر للوسيط المالي من قبل الهيئة والمجلس , ونستخلص ذلك من خلال تعريفها للوسيط المالي على إنه (الشركة المرخصة من قبل الهيئة والمجلس لممارسة أعمال الوساطة المالية في الأوراق المالية ... ) (78) . إلا إنه لم يبين الألية التي يمكن من خلالها الحصول على رخصة الوسيط المالي , أما في ما يتعلق بنشاط الحافظ الأمين فقد أشارت المادة (3) من التعليمات الخاصة بهذا النشاط على ( يقدم طلب الترخيص لمزاولة نشاط الحفظ الأمين للأوراق المالية إلى السوق لغرض إقراره ورفعهِ للهيئة لغرض المصادقة ... ) (79) , ألا إنها الأخرى لم تتعرض لباقي الإجراءات كمدة بقاء الطلب لدى الجهات المختصة للموافقة أو الرفض , كذلك أمكانية الطعن بالقرار والجهة التي يتم الطعن أمامها وغير ذلك من الإجراءات التنظيمية الأخرى إلا أنه وفي معرض الترخيص لخمس شركات وساطة في سوق العراق

each security that it is registered as a Market Maker , unless a security in which it makes a market has a market value of \$5 or less , in which event the amount of net capital shall be not less than \$1000 for each security) .www.nyse.com

(76) - ورد النص باللغة الإنكليزية على النحو الآتي :

- Market Maker NYSE March 2020 part (1) (b)(...\$250,000 or 2% of aggregate indebtedness)

(77) - القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 العراقي .

(78) - (ف/22) من التعريفات الواردة في التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية في العراق تحديثات 2015

(79) - تعليمات الحافظ الأمين رقم 17 لسنة 2012 في أسواق العراق للأوراق المالية

للأوراق المالية<sup>(80)</sup> , فقد أصدرت هيئة الأوراق المالية تعليمات بَبَيّنَت الألية التي يتم من خلالها تقديم طلب الترخيص للعمل في الوساطة المالية , وبموجب التعليمات الصادرة عن الهيئة بهذا الشأن فقد نصت على إنه ( تُقدم طلبات الحصول على إجازة شركات الوساطة المالية إلى سوق العراق للأوراق المالية)<sup>(81)</sup> , وذلك وفقاً لنموذج مُعد سلفاً من إدارة سوق العراق للأوراق المالية بهذا الخصوص , يتضمن الطلب معلومات متعلقة بالشخص طالب الترخيص تتمثل ( إسم الشركة , مركزها الرئيسي , عنوانها , مكان فروعها إن وجدت , إسم مديرها المفوض), بعد تقديم الطلب مرفقاً معه كافة البيانات والمستندات المطلوبة إلى مجلس المحافظين في السوق , يقوم المجلس بدراسة الطلب للتأكد من توافر جميع الشروط المطلوبة , بعدها يُصدر قراره بالمصادقة أو الرفض . وما يؤخذ على هذه التعليمات إنها الأخرى لم تتطرق للمدة التي يبقى فيها الطلب أمام المجلس للبت فيه على الرغم من أهمية تحديدها , كذلك لم تشترط أن يكون قرار الرفض مسبباً , ولم تحدد الجهة التي يمكن اللجوء إليها للطعن بقرار المجلس شأنها شأن القانون المؤقت وكذلك التعليمات المحدثة .

تجدد الإشارة إلا إن مشروع قانون الأوراق المالية لسنة 2008 قد نظم آلية تقديم الطلب بشيء من التفصيل<sup>(82)</sup>. ونقترح أن ينظم المشرع العراقي ألية الحصول على ترخيص مزاوله الأنشطة داخل السوق بدأً من كيفية تقديم الطلب والجهة المختصة بإستلام الطلبات وكذلك تحديد المدة التي يبقى فيها الطلب أمام اللجنة للبت فيه على أن يكون قرار الرفض مسبباً , وضرورة بيان الجهة التي يتم التظلم أو الطعن أمامها . وفي التشريعات المقارنة التي نظمت نشاط صانع السوق فإنها أكدت على ضرورة الحصول على الرخصة اللازمة لمزاولة نشاط صناعة السوق من الجهات المختصة .

**ففي القانون الكويتي يُقدم طلب الترخيص لمزاولة أي نشاط من أنشطة الأوراق المالية , ومنها نشاط صانع السوق , عن طريق الشخص نفسه أو من يُمثله قانوناً أو من قبل المؤسسين بالنسبة للشركة تحت التأسيس وفقاً**

(80) - تعليمات إجازة خمس شركات وساطة جديدة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2009 , والتي أقرتها هيئة الأوراق المالية بموجب قرارها المرقم 4/1716 في 2009/12/17 .

(81) - (1/م) من التعليمات المتعلقة بإجازة خمس شركات وساطة جديدة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2011.

(82) - تضمن مشروع قانون الأوراق المالية العراقي لسنة 2008 الألية التي من خلالها يتم تقديم طلب الحصول على الرخصة لمزاولة أنشطة الأوراق المالية , فقد نُصمت هذه الألية في القسم الثاني من هذا القانون فقد نصت ا الفقرة (أ) من المادة (47) على (يجب أن يُقدم للهيئة طلب الحصول على رخصة وسيط أو مضارب أو متعهد تغطية أو متعهد تغطية بأفضل الجهود ...), كما تضمنت الفقرة (ب) من المادة نفسها على ماذا يشتمل الطلب :- (1- أسم طالب الرخصة وإسمه التجاري 2- نوع الشركة

3- مكان العمل الرئيسي لطالب الرخصة ومكتبه الرئيسي وفروعه , إن وجدت .

4- عنوان السكن وعنوان العمل لكافة الأشخاص الحاليين أو المتوقعين المنتسبين لطالب الرخصة وللمالكين ملكية نفعية لما نسبته 10% أو أكثر من طالب الرخصة .

5- طبيعة عمل طالب الرخصة والمدة الزمنية التي قام خلالها بهذا العمل .

6- الإفصاح عن أي جريمة أو جنحة أدين بها طالب الرخصة أو أي من الأشخاص الحاليين أو المتوقعين المنتسبين لطالب الرخصة وللمالكين ملكية نفعية لما نسبته 10% أو أكثر من طالب الرخصة .

7- أي معلومات إضافية تراها الهيئة ضرورية لإثبات إستيفاء طالب الرخصة للمتطلبات المالية والتشغيلية للترخيص ( . في حين أُلزمت الفقرة (د) منها على الهيئة البت بقرار قبول أو رفض الطلب خلال 45 يوماً من تاريخ إستلام الطلب , لكنها لم تشترط أن يكون قرار الرفض مسبباً وإن أجازت لصاحب الشأن طلب جلسة إستماع لأقواله وفق أحكام المادة (72) من مشروع القانون هذا . المنشور على الموقع

للمنموذج المعد لذلك<sup>(83)</sup>، ويجب أن يتضمن طلب الترخيص المعلومات والمستندات التي أشارت إليها المادة (1-5) الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية<sup>(84)</sup> وهي :-

1- أسم مقدم طلب الترخيص ، وعنوانه ، ورقم الهوية إذا كان شخصاً طبيعياً أو رقم السجل التجاري إذا كان شخصاً اعتبارياً .

2- خطة عمل تحتوي على جميع التفاصيل المبينة بالملحق رقم (5)<sup>(85)</sup>، ( نموذج طلب الترخيص) من هذا الكتاب .

3- تحديد أنشطة الأوراق المالية التي يرغب مقدم الطلب بمزاولةها .

4- بيان رأس المال المصدر والمدفوع للشركة التي ستقوم بمزاولة النشاط محل الطلب .

5- بيان عن المساهمين الذين تصل ملكيتهم إلى نسبة 5% أو أكثر في رأس مال الشركة التي ستقوم بمزاولة النشاط ... الخ) من المستندات الأخرى .

ومن خلال النص أعلاه فإن القانون الكويتي لم يُحدد الجهة المختصة بإستلام الطلبات ، إلا إنه يمكن لنا القول بأن هيئة السوق هي المعنية بذلك بدلالة المادة (1-7) من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية والتي نصت على ( تدرس الهيئة طلب الترخيص ، ولها أن تُخطر طالب الترخيص بضرورة تقديم أي معلومات أو مستندات إضافية ... )<sup>(86)</sup> . علماً أن مدة الترخيص هي ثلاث سنوات ، فقد نصت المادة (12) من الفصل الأول الكتاب الخامس من اللائحة على (يظل ترخيص مزاولة نشاط الأوراق المالية سارياً لمدة ثلاث سنوات من تاريخ منحه ، ويجوز تجديد الترخيص لمدة أو مدد مماثلة بناءً على طلب ...).

وتجدر الإشارة إلا إن الترخيص بمزاولة أنشطة الأوراق المالية تختلف عن التسجيل لصناعة سوق ورقة مالية، ذلك إن التسجيل يبقى ساري المفعول لمدة سنة واحدة يمكن تجديدها لمدة مماثلة<sup>(87)</sup> ، وعلى الهيئة وخلال ثلاثة أشهر من تاريخ إستلام الطلب مستوفياً كافة البيانات والمستندات المطلوبة أن تثبت فيه أما بالقبول أو الرفض<sup>(88)</sup> ، وهو ما سوف نبينه لاحقاً.

**أما في القانون المصري :-** فإن الجهة المختصة بإصدار التراخيص هي الهيئة العامة للرقابة المالية ، ونستخلص ذلك من خلال نص المادة الأولى من القرار المرقم (487) لسنة 2019 فقد نصت على أن ( تتقدم

<sup>(83)</sup> - نموذج طلب تسجيل نشاط صانع سوق في سوق الكويت ، تحت عنوان الملحق رقم (4) في نهاية الرسالة .

<sup>(84)</sup> - اللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015 الملحقة بقانون هيئة أسواق المال المرقم (7) لسنة 2010 المعدل

<sup>(85)</sup> - نموذج رقم (5) المتعلقة بطلب ترخيص مزاولة أنشطة أوراق مالية والمشار إليها في قسم الملاحق تحت عنوان ملحق رقم (5) في نهاية هذه الرسالة .

<sup>(86)</sup> - (ف/7-م/1) الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية الكويتية رقم (72) لسنة 2015 بإمكان الهيئة طلب تقديم أي معلومات أو مستندات للتأكد من توافر بعض الأمور الضرورية لمزاولة النشاط ( أ- القدرة والكفاءة المطلوبة لمزاولة النشاط محل الطلب . ب- الموارد الكافية لمزاولة النشاط محل طلب الترخيص ... الخ ) .

<sup>(87)</sup> - نصت (ف/1-م/41) من الفصل الأول من الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية على ( يُسجل صانع السوق لمزاولة نشاطه على ورقة مالية مُعينة لمدة سنة قابلة للتجديد ، ولا يحق له طلب إعفائه من مزاولة نشاطه على هذه الورقة خلال الثلاثة أشهر الأولى من بعد مزاولته لنشاطه عليها ... ) .

<sup>(88)</sup> - (ف/9-م/1) من الفصل الأول الكتاب الخامس من اللائحة التنفيذية ( تُثبت الهيئة في طلب الحصول على الترخيص خلال ثلاثة شهور من تاريخ إستلام الطلب مستوفياً جميع المعلومات والمستندات المبينة في المادة (1-5) ... ) ، تم الإشارة إلى هذه المستندات في الملحق رقم (5) والمشار إليها تحت عنوان رقم (6) في قسم الملاحق في نهاية الرسالة .

الشركة المرخص لها من الهيئة العامة للرقابة المالية بمزاولة نشاط صانع السوق للبورصة للقيّد بسجل العضوية...<sup>(89)</sup>، وقد بينت المادة الثانية من القرار المرقم (265) لسنة 2014<sup>(90)</sup>، المستندات المطلوبة بما يلي:-

1- هيكل مساهمات الشركة ونسخة حديثة من السجل التجاري لكل شركة من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية التي تساهم فيها .

2- الوحدة الإدارية المختصة بممارسة نشاط صانع السوق بالهيكل التنظيمي للشركة .

3- مايفيد توافر شروط الخبرة والكفاءة في القائمين على إدارة النشاط ...

4- أدلة العمل لنشاط صانع السوق موضعاً بها الدورة المستندية والحسابات والسجلات الخاصة بالنشاط .

5- إجراءات الرقابة الداخلية التي تحول دون تسريب المعلومات التي تتصل بعلم الشركة بمناسبة ممارسة نشاط صانع السوق ...الخ ) من المستندات .

بعدها تقوم الهيئة بدراسة الطلب وتصدر قرارها خلال فترة محددة ، وقد خُددت هذه المدة من خلال نص المادة الثالثة من القرار أعلاه ( تُصدر الهيئة قرارها بالبت في طلب الترخيص خلال 60 يوماً على الأكثر من تاريخ تقديم الأوراق مستوفاة إليها ، وفي حال رفض الطلب يجب أن يكون القرار مسبباً ... ) .

وتجدر الإشارة أن القانون المصري لم يحدد مدة الترخيص مما يفهم بأنها تضل سارية المفعول طالما كان الشخص المرخص محتفظ بشروط الترخيص .

علماً إن آلية مزاولة نشاط صانع السوق تستوجب الحصول على عضوية السوق، فقد أشارت المادة الأولى من القرار المرقم (487) لسنة 2019 بإن (تتقدم الشركة المرخص لها من الهيئة العامة للرقابة المالية بمزاولة نشاط صانع السوق للبورصة بطلب للقيّد بسجل العضوية وفقاً لقواعد العضوية والعقود المبرمة بينها وبين البورصة على أن ترفق بطلبها المستندات المبينة بالملحق رقم (3) من ملاحق قواعد العضوية ...)<sup>(91)</sup> . إذن على الشركة التقدم بطلب للقيّد بسجل العضوية في السوق<sup>(92)</sup> ، ويرفق بالطلب المستندات المرفقة بالملحق المعد لذلك ، وهو موقف مشابه لموقف القانون العراقي الذي أشتراط على الوسيط الحصول على عضوية السوق<sup>(93)</sup>، بينما نلاحظ إن القانون الكويتي لم يتطرق لضرورة الحصول على عضوية السوق ، ويبدو من ذلك إن مجرد الحصول على ترخيص الهيئة لمزاولة نشاطه في مجال الأوراق المالية فإنه يصبح عضواً في السوق .

<sup>(89)</sup> - القرار المتعلق بتعديل المادة (3) والمادة رقم (6) من القرار رقم (3) لسنة 2019 بشأن قواعد عمل صانع السوق على الأوراق

المالية المقيدة بالبورصة المصرية المنشور على موقع الألكتروني للبورصة المصرية وفق نموذج قيد الأعضاء المشار إليه في قسم

[www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg)

الملحق بالرقم (7) في نهاية الرسالة

<sup>(90)</sup> - عدلت المادة الأولى فقط من هذا القرار بموجب القرار المرقم (1200) لسنة 2018 بشأن شروط وإجراءات الترخيص بممارسة نشاط صانع السوق منشور على الموقع الألكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية

[www.FRA.gov.eg](http://www.FRA.gov.eg)

<sup>(91)</sup> - القرار المتعلق بتعديل المادة (3) والمادة رقم (6) من القرار رقم (3) لسنة 2019 بشأن قواعد عمل صانع السوق على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية .

<sup>(92)</sup> - نصت المادة (19) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل على (تمسك كل بورصة سجلاً تقيد به الشركات المرخص لها بالعمل في مجال الأوراق المالية التي تباشر نشاطها بها ، ويتم القيد مقابل رسم مقداره عشرة آلاف جنيه و إشترك سنوي مقداره 1% من رأس مال الشركة بحد أقصى خمسة آلاف جنيه ) .

<sup>(93)</sup> - (ف/أ - م/5) من القسم الخامس من القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية العراقي رقم (74) لسنة 2004 .

أما القانون الأمريكي فإنه لم يُجز لأي شخص سواء كان طبيعياً أو معنوياً مزاولاً العمل كوسيط أو تاجر في أسواق ، إلا إذا كان مرخصاً ، كوسيط أو تاجر ، وقد جاء التأكيد على ذلك في قانون تداول الأوراق المالية والأسواق الأمريكي لسنة 1934 (SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934)، وذلك بموجب أحكام الفصل الخامس عشر (SEC:15/a/1) فقد نص على ( لا يجوز قانوناً للشخص سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً ، أن يزاول الأعمال كوسيط أو تاجر مالم يكن مستثنى متى كان عضواً في هيئة صناعة الأوراق الوطنية للإستفادة منها أو أي وسيلة أو أداة من النظام المشترك بين الولايات مالم يتم تسجيل هذا الوسيط أو التاجر وفقاً للفقرة (b) من هذا القسم )<sup>(94)</sup> . تتم إجراءات الترخيص بحسب القانون الأمريكي من خلال تقديم طلب إلى هيئة الأوراق والأسواق الأمريكية (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION – SEC) ، يرفق مع الطلب جميع الوثائق والمستندات المتعلقة بالشخص الراغب بالعمل كوسيط أو تاجر والأشخاص المرتبطين به وهو ما نصت عليه الفقرة (Sec:15/2/1/b) ، حيث جاء فيها (يجوز الترخيص كوسيط أو تاجر عن طريق تقديم طلب الترخيص وفق الشكل المطلوب ، وإن يكون مرفقاً بالمعلومات والوثائق المتعلقة بالوسيط أو التاجر أو بالأشخاص المرتبطين معهم )<sup>(95)</sup> .

فيقوم الشخص الراغب بالتسجيل ( الترخيص ) بملء النموذج المعد لهذا الغرض من قبل هيئة السوق ، والذي يتضمن البيانات الخاصة بالشخص طالب الترخيص ، والمستندات التي يستلزمها الترخيص<sup>(96)</sup> . بعدها تقوم الهيئة بدراسة الطلب للتأكد من مدى جدارة وإمكانات مُقدم الطلب لمزاولة النشاط محل طلب الترخيص ، على أن تقوم الهيئة بإصدار قرارها خلال فترة معينة قانوناً وهي مدة (45) يوماً من تاريخ تقديم الطلب وللهيئة الحق في تمديد هذه المدة إذا رأت هناك أسباب تستوجب التمديد شرط موافقة مقدم الطلب على التمديد ، فقد جاء النص على ذلك في المادة نفسها (... يجوز للهيئة أن تحدد حسب الضرورة أو المصلحة العامة أو لحماية

<sup>(94)</sup> - ورد النص باللغة الإنكليزية على النحو الآتي :

Sec 15 /a/1 ( It shall be unlawful for any broker or dealer which is either a person other than a natural person or a natural person not associated with a broker or dealer which is a person other than a natural person (other than such a broker or dealer whose business is exclusively intrastate and who does not make use of any facility of a national securities exchange) to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to effect any transactions in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security (other than an exempted security or commercial paper, bankers' acceptances, or commercial bills) unless such broker or dealer is registered in accordance with subsection (b) of this section) .

<sup>(95)</sup> - ورد النص باللغة الإنكليزية على النحو الآتي :

- Sec/ 15 . (b)(1) A ( broker or dealer may be registered by filing with the Commission an application for registration in such form and containing such information and associated with such documents concerning such broker or dealer and any persons broker or dealer as the Commission).

<sup>(96)</sup> - على عدنان جبير جبر ، الرقابة على المرخص له عن عملية غسل الأموال في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة ، رسالة ماجستير في القانون الخاص ، كلية القانون ، جامعة بابل ، 2019 ، ص 42 .

المستثمرين في غضون خمسة وأربعون يوماً من تاريخ تقديم الطلب أو ضمن مدة أطول من ذلك إذا وافق عليها مُقدم الطلب...<sup>(97)</sup>.

ثانياً : نتيجة طلب الترخيص وألية الطعن فيه

بعد أن تتقدم الشركة بطلب للحصول على الترخيص الذي يمكنها من مزاوله نشاطها في الأوراق المالية , تقوم الجهة المختصة بإستلام الطلبات بدراستها ومن ثم إصدار قرارها , أن القانون ألزم هذه الجهات بأن يكون قرارها مسبباً في حالة الرفض وهو أمر غاية بالأهمية للوقوف على أسباب الرفض .

ففي التشريع العراقي لم يتضمن القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية رقم (74) لسنة 2004 كذلك التعليمات الخاصة بتداول الأوراق المالية لسنة 2015 , الألية إلتى يصدر من خلالها الطلب ولا حتى كيفية الطعن بنتيجة الطلب إذا ما تم رفضه, إلا إنها نُظمت في مشروع قانون الأوراق المالية , كما أسلفنا .

أما في التشريعات المقارنة , فإنها نُظمت بشكل أفضل وأوسع مما هي عليه بالقانون العراقي . وفي القانون الكويتي يُفترض بهيأة السوق إن تُصدر قرارها المتعلق بالطلب خلال مدة ثلاث أشهر وفي حالة رفض الطلب يجب أن يكون الرفض مسبباً .

إن القانون الكويتي وإن لم يُصرح بإمكانية التظلم أو الطعن بالقرار, وهو ما يُعتبر نقصاً تشريعياً كان المفروض على المشرع الكويتي تلافيه, ولكن بالرجوع الى اعمال ومهام مجلس التأديب المنصوص عليه في الفصل السادس من الكتاب الثاني من اللائحة التنفيذية فقد نصت المادة الأولى ( يُنشأ مجلس تأديب او اكثر في الهيئة, يتشكل من ثلاثة اعضاء برئاسة قاضي يندبهُ مجلس القضاء الاعلى وعضوين من ذوي الخبرة في الشؤون المالية والاقتصادية والقانونية , وتكون مدة العضوية في مجلس التأديب ثلاث سنوات قابلة للتجديد ويتولى مجلس التأديب النظر في الأمور الأتية ...2- للفصل في التظلمات المرفوعة من قرارات البورصة ولجنة النظر في المخالفات فيها ويعتبر مجلس التأديب في الهيئة عند نظر التظلمات في قرارات اللجنة بمثابة هيئة إستئنافية ويكون فصله فيها نهائياً ... )<sup>(98)</sup> .

وبحسب النص ممكن لمجلس التأديب نظر التظلمات من قبل أصحاب العلاقة مباشرةً على القرارات الصادرة من هيئة السوق , كذلك من الممكن نظر التظلمات الصادرة من اللجنة المشكلة داخل مجلس التأديب وفي هذه الحالة تكون فيها قرارات مجلس التأديب بمثابة قرارات الهيئة الأستئنافية فيكون الفصل فيها نهائياً . وعلى ذلك فقد نصت المادة الثانية من الفصل السادس من الكتاب الثاني في اللائحة على(يُشكل بقرار من المجلس لجنة لتلقي الشكاوى والتظلمات تتكون

من ثلاث أعضاء على الأقل من ذوي الخبرة المالية والإقتصادية والقانونية يكون من بينهم رئيساً ونائباً لرئيس اللجنة وذلك لمدة سنتين ... كما تتلقى التظلمات بشأن القرارات التي تصدرها الهيئة...<sup>(99)</sup> , ويُفهم من ذلك إن بالإمكان التظلم أولاً أمام اللجنة ثم التظلم من قرارات اللجنة أمام مجلس التأديب ثانياً . والملاحظ أن القانون

(78) - ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الأتي :

by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. Within forty-five days of the date of the filing of such application (or within such longer period as to which the applicant consents) .

<sup>(98)</sup> - المادة الأولى من الكتاب السادس لللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015

<sup>(99)</sup> - المادة الثانية من الكتاب السادس لللائحة التنفيذية رقم (72) لسنة 2015

الكويتي لم يُلزم مجلس التأديب بفترة زمنية معينة للبت بالتظلم، وبتصورنا كان الأجدر أن تُحدد المدة ولا تُترك لأهواء المجلس لاسيما وأن المشرع الكويتي قد فصلَ في تنظيم إجراءات الترخيص.

أما القانون المصري فإنه الآخر إشتراط أن يكون قرار رفض طلب الترخيص مسبباً، وأجاز لذوي الشأن التظلم على هذه القرارات، خُصص الباب الخامس من قانون سوق رأس المال المصري لتسوية المنازعات التي قد تقع في سوق الأوراق المالية، وتكفلت المادة (50) من هذا القانون ببيان كيفية التظلم والجهة المختصة بنظر التظلمات فقد نصت (تشكل بقرار من الوزير لجنة التظلمات برئاسة أحد نواب رئيس مجلس الدولة وعضوية إثنين من مستشاري مجلس الدولة يختارهم المجلس وأحد شاغلي وظائف مستوى الإدارة العليا بالهيئة يختاره رئيساً وأحد ذوي الخبرة يختاره الوزير)<sup>(100)</sup>. كذلك أشارت المادة (137) من اللائحة التنفيذية على (يجوز التظلم من قراري رفض التأسيس، أو طلب الترخيص إلى لجنة التظلمات المنصوص عليها في الباب الخامس من القانون خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إخطار أو علم صاحب الشأن... وعلى اللجنة البت بالتظلم خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تقديمه أو من تاريخ تقديم الإيضاحات، ويكون قرار اللجنة بالبت في التظلم نهائياً وناقداً ولا تقبل الدعوى بطلب الغاء قرار طلب التأسيس أو طلب الترخيص قبل التظلم منه)<sup>(101)</sup>.

وعليه قد تم تنظيم آلية تشكيل لجنة التظلمات في الباب السادس من اللائحة التنفيذية. لذلك على أصحاب الشأن التقدم بالظن على قرار الهيئة المتعلق بالترخيص خلال 15 يوم من تاريخ صدور القرار أو العلم به وبتصورنا هي مدة معقولة ومناسبة للقيام بإجراءات التظلم، وخيراً فعل المشرع المصري عندما ألزم اللجنة بمدة خمسة عشر يوماً للبت بالتظلم حتى لا تبقى المنازعات لفترة طويلة تستنفذ الوقت والمال.

وفي القانون الأمريكي فعلى الهيئة المختصة بإستلام الطلبات البت في نتيجة الطلب خلال 45 يوماً كما أسلفنا.

إن القانون الأمريكي أعطى لهيئة الأوراق المالية والأسواق الأمريكية (SEC) صلاحية إصدار قرار الترخيص لمزاولة النشاط محل الطلب، أو رفضه، وللهيئة أن تقرر تمديد مدة 45 يوماً لغرض إستكمال الإجراءات إلى 90 يوماً إذا وجدت أسباب تسترعي هذا التمديد، على إن يُخطر طالب الترخيص بأسباب التمديد، كذلك لها الصلاحية بالتمديد لمدة أطول ولكنها مشروطة بموافقة مُقدم الطلب، وهو ما نصت عليه الفقرة (Sec / B/1/b) والتي جاء فيها (وفي نهاية هذه الإجراءات للهيئة أن تقرر تسجيل الطلب أو رفض الطلب، أو قد تقرر تمديد المدة لإستكمال الإجراءات إلى تسعين يوماً إذا وجدت أسباب معقولة للتمديد، على أن يُنشر سبب التمديد، أو لفترة أطول من ذلك إذا وافق مُقدم الطلب على ذلك...)<sup>(102)</sup>.

<sup>(100)</sup> - قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) لسنة 1992 المعدل.

<sup>(101)</sup> - اللائحة التنفيذية المصرية رقم (135) لسنة 1993.

(83) - ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي:

Sec (15)/B /1/b (... At the conclusion of such proceedings, the Commission, by order, shall grant or deny such registration. The Commission may extend the time for conclusion of such proceedings for up to ninety days if it finds good cause for such extension and publishes its reasons for so finding or for such longer period as to which the applicant consents...).



إن القانون الأمريكي أجاز لمقدم الطلب في حال تم رفض طلبه من قبل الهيئة الوقوف على أسباب الرفض وله في سبيل ذلك طلب عقد جلسة لسماع أقواله ورده على أسباب الرفض. فقد نصت المادة (Sec /15-B) ( أو يكون قرار الهيئة رفض طلب الترخيص وبيان أسباب الرفض ويجب أخطار طالب الترخيص بأسباب الرفض وعقد جلسة لسماع أقواله , على أن تختتم الجلسة خلال 120 يوماً من تاريخ إيداع طلب الترخيص ويمكن لها تمديد هذه المدة 90 يوماً إذا وجدت سبباً وجيهاً وفي هذه الحالة يجب أن يوافق مُقدم الطلب على التمديد)<sup>(103)</sup> .

هذا ومن الجدير بالذكر إن منح الترخيص لا يكفي لممارسة الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية, إلا إذا أصبح الوسيط أو التاجر عضواً في جمعية أوراق مالية أو عضواً في جمعية تداول الأوراق المالية الوطنية ( National securities exchange ) , وهو ما نصت عليه ( Sec 15-B ) والتي جاء فيها ( ... ولا يكون أمر منح التسجيل نافذاً إلا إذا أصبح الوسيط أو التاجر عضواً في جمعية مسجلة للأوراق المالية أو أصبح الوسيط أو التاجر عضواً في جمعية الأوراق المالية الوطنية ... )<sup>(104)</sup> .

وبعد أن إستعرضنا موقف القوانين المقارنة والإشارة إلى أبرز نقاط الإختلاف فيما بينها , كألية تقديم الطلب , والمدة التي يبقى الطلب فيها لدى الهيئة لدراسته , فقد وجدناها في القانون الكويتي ثلاثة أشهر , وفي القانون المصري 60 يوماً , وفي القانون الأمريكي 45 يوماً من الممكن أن تمتد بحسب قرار الهيئة المختصة . كما لاحظنا إن الجهة المختصة بإصدار الرخصة بحسب القانون الكويتي هي هيئة السوق , وفي القانون المصري الهيئة العامة للرقابة المالية , أما القانون الأمريكي فإن الجهة المختصة بمنح التسجيل ( الرخصة ) هي هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية ( SEC ) , على إن جميع القوانين أجمعت على أن قرارها المتضمن رفض الطلب يجب إن يكون مسبباً .

ولما تقدم نقترح على المشرع العراقي في حال أراد تنظيم نشاط صانع السوق أن يجعل من فترة دراسة الطلب 30 يوماً, ويجعل من هيئة السوق الجهة صاحبة الحق في إصدار التراخيص , وأن يكون الترخيص ساري المفعول طالما كان المرخص محتفظ بمتطلبات الترخيص .

(84) - ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

Sec 15 (B) ( institute proceedings to determine whether registration should be denied.

Such proceedings shall include notice of the grounds for denial under consideration and opportunity for hearing and shall be concluded within one hundred twenty days of the date of the filing of the application for registration. At the conclusion of such proceedings, the Commission, by order, shall grant or deny such registration. The Commission may extend the time for conclusion of such proceedings for up to ninety days if it finds good cause for such extension and publishes its reasons for so finding or for such longer period as to which the applicant consents...)

(85) - ورد النص باللغة الأنكليزية على النحو الآتي :

Sec 15 (B) (...The order granting registration shall not be effective until such broker or dealer has become a member of a registered securities association, or until such broker or dealer has become a member of a national securities exchange...)

## الخاتمة

من خلال دراستنا لموضوع مفهوم صانع سوق الأوراق المالية , تبين لنا أهمية الدور الذي يقوم به صانع سوق الأوراق المالية سواء ما يتعلق بالمحافظة على حالة التوازن بين العرض والطلب أو ما يتعلق بأهمية دوره في إعطاء سعر عادل للورقة المالية التي يصنع سوقها .  
وتوصلنا في نهاية البحث إلى جملة من النتائج والمقترحات وكما يأتي .

## أولاً : النتائج

- 1- نظراً لأهمية الدور الذي يقوم به سوق الأوراق المالية ولما يتضمنه تداول الأوراق المالية في هذا السوق من المصالح والحقوق فقد تدخل المشرع لحماية هذا النشاط من خلال وضع القوانين الخاصة لتنظيم أليات التداول للأنشطة بصورة عامة ونشاط صانع السوق بصورة خاصة .
- 2- صانع السوق هو ( شركة مرخصة من قبل هيئة السوق للعمل داخل سوق الأوراق المالية , مختصة بصناعة سوق ورقة مالية معينة أو أكثر , تعمل على توفير السيولة اللازمة لهذه الورقة وتحقيق التوازن بين العرض والطلب وإعطاء سعر عادل للورقة المالية , مقابل السماح لها بتحقيق هامش ربح يمثل الفرق بين سعري الشراء والبيع ) .
- 3- إن صانع السوق وفقاً للإتجاه السائد في قوانين أسواق الأوراق المالية هو شخصاً معنوياً مرخصاً له العمل في أسواق المال لصناعة سوق ورقة مالية معينة أو أكثر .
- 4- يتشابه صانع السوق في بعض الجوانب مع كل من الوسيط المالي وكذلك مزود السيولة , مع ذلك هناك العديد من نقاط الاختلاف بين نشاط صانع السوق وهذه الأنشطة .
- 5- لكي يكتسب صانع السوق وصفه كصانع سوق يجب أن تتوفر فيه جملة من الشروط لعل من أبرزها أتخاذ شكل الشخص المعنوي وتوافر حد أدنى من رأس المال المطلوب للترخيص , كذلك يجب عليه القيام ببعض الإجراءات المتعلقة بالترخيص لمزاولة هذا النشاط .

## ثانياً : المقترحات

- 1- نقترح على المشرع العراقي إصدار قانون جديد خاص بسوق الأوراق المالية , وذلك لما يشوب القانون المؤقت رقم (74) سنة 2004 من الغموض والقصور في بعض نصوصه .
- 2- نتمنى من المشرع العراقي تنظيم نشاط صانع السوق لما لهذا النشاط من أهمية في إحلال الوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة بالسوق والعمل على أستقرار أسعار الأوراق المالية والحد من تقلبات الأسعار .
- 3- نقترح على المشرع العراقي عند تنظيم نشاط صانع السوق أن يتخذ الشخص الراغب بمزاولة هذا النشاط شكل الشخص المعنوي ويفضل أن يكون على شكل شركة مساهمة لما تمتاز به هذه الشركات من تنظيم عالي وملاءة مالية وتعدد جهات الرقابة عليها .
- 4- وضع نصوص صريحة واضحة فيما يتعلق بإجراءات الترخيص لهذا النشاط والجهة المختصة بمنح الترخيص والتي يفضل منحها لهيئة الأوراق المالية , كذلك إلزام الجهة المختصة بأستلام الطلبات بمدة زمنية كأن تكون 30 يوماً للبت بالطلب وأن يكون قرارها بالرفض مسبباً مع بيان الجهة المختصة بتلقي التظلمات والطعون بقرارات تلك الهيئة .

## المصادر

## أولاً : الكتب

- 1- د. أشرف الضبع , تسوية عمليات البورصة , دار النهضة العربية , بلا سنة طبع , مصر .
- 2- د. ثروت حبيب , شرح القانون التجاري المصري , الجلاء الجديد , مصر , 2000 .
- 3- د. سمير عبد الحميد رضوان , أسواق الأوراق المالية ودرورها في تمويل التنمية الإقتصادية الطبعة الأولى , المعهد العالي للفكر العربي , مصر , 1996 .
- 4- د. عبد الباسط كريم مولود , تداول الأوراق المالية , دراسة مقارنة , منشورات الحلبي الحقوقية , الطبعة الأولى , بيروت , 2009 .
- 5- د. عصام أحمد البهيجي , الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية , ار الجامعة العربية , الطبعة الأولى , مصر , 2009 .
- 6- د. مبارك بن سلمان آل فواز , الأسواق المالية من منظور إسلامي , مركز النشر العلمي , الطبعة الأولى , جامعة الملك عبد العزيز , جدة , 2010 .
- 7- د. محمد حسن عبد المجيد الحداد , السمسرة في سوق الأوراق المالية , دار الكتب القانونية , القاهرة , 2012 .
- 8- د. منير إبراهيم هندي , الأوراق المالية وأسواق رأس المال , منشأة المعارف , الأسكندرية , 1993 .

## ثانياً: الرسائل الجامعية :

- 1- سليم جابو , تحليل حركة الأسهم في بورصة الأوراق المالية , مذكرة ماجستير في علوم التسيير , كلية العلوم التجارية والإقتصادية , جامعة قاصدي مرباح , ورقلة الجزائر , 2012 .
- 2- علي عدنان جبير جبر , الرقابة على المرخص له في عملية غسيل الأموال في سوق الأوراق المالية , دراسة مقارنة , رسالة ماجستير مقدمة إلى مجلس كلية القانون جامعة بابل , 2019 .
- 3- مدحت حسن نصر حسن أبو الذهب , دور صناع السوق في الحد من تقلبات أسواق الأوراق المالية في مصر , رسالة ماجستير في الإقتصاد , كلية التجارة جامعة الزقازيق , 2009 .
- 4- همام القوصي , النظام القانوني لعمليات التداول في سوق الأوراق المالية , إطروحة دكتوراه في القانون , كلية الحقوق جامعة حلب , 2017 .

## ثالثاً : البحوث والتقارير العلمية

- 1- د. أحمد عقيل الخطيب , دور صناع السوق , الملتقى السنوي الخامس لجمعية الأقتصاد السعودية , 2005 .  
[www.sea.org.sa](http://www.sea.org.sa)
- 2- د. أحمد مداني , نحو نموذج لنظام صناع السوق لأسواق الأوراق المالية ومتطلبات تطبيقه في الجزائر , 2016  
[www.asip.cerist.dz](http://www.asip.cerist.dz)
- 3- د. رمضان الشراح , صناع السوق التجربة الكويتية لسنة 2016  
[www.unioninvest.org](http://www.unioninvest.org)

4- د. نغم حسين نعمة , أليات ودور صناع السوق في سوق العراق للأوراق المالية , نموذج مقترح , مجلة الدراسات العليا والمحاسبات المالية

<https://doi.org.10.34093/jafs.v13i45.313>

5- د. همام القوصي , ضبط نشاط صانع السوق ومزود السيولة , خلال التداول الخوارزمي عالي التردد , نموذج بورصة الكويت مقارنة مع البورصة المصرية وسوق نيويورك

[www.jilrc.com](http://www.jilrc.com)

#### رابعاً : القوانين العراقية والعربية

1- قانون أسواق العراق للأوراق المالية المؤقت رقم 74 لسنة 2004 .

<http://www.isx-iq.net>

2- تعليمات تداول الأوراق المالية في سوق العراق تحديثات 2015 .

<http://www.isx-iq.net>

3- قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال الكويتية وتنظيم الأوراق المالية المعدل.

<http://www.kuwaitcma.org>

4- اللائحة التنفيذية رقم 72 لسنة 2015 لقانون سوق رأس المال الكويتية .

<http://www.kuwaitcma.org>

5- قواعد تداول الأوراق المالية في بورصة الكويت لسنة 2019 .

6- قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 المعدل .

<http://www.egx.com.eg>

7- اللائحة التنفيذية رقم 135 لسنة 1993 الملحقه بقانون سوق راس المال المصري .

<http://www.fra.gov.eg>

#### خامساً: القوانين الأجنبية

1- Securities Exchange Act 1934

<https://www.sec.gov>

2- The New-York Stock Exchange(NYSE)

<https://www.nyse.com>

3- New-York Stock Exchange(Market Maker) 1917

<https://www.nyse.com>

4- NASDAQ Stock Exchange 2018

<https://www.nasdaq.com>