



AFCM
ARAB FEDERATION OF
CAPITAL MARKETS

صانعو السوق مقابل مزوّد السيولة

نحو إطار شامل للبورصات العربية

سبتمبر 2026

جدول المحتويات

01

المقدمة والهدف

- 1.1 الخلفية والمبررات
- 1.2 هدف ورقة العمل

02

المفاهيم والتعريفات

- 2.1 صانعو السوق
- 2.2 مزودو السيولة
- 2.3 السمات المميزة

03

التحليل المقارن: صانعو السوق مقابل مزودى السيولة

- 3.1 الاختلافات والتداخلات الوظيفية
- 3.2 مزايا كل نموذج وعيوبه
- 3.3 الآثار المترتبة على سيولة السوق وتقلباته وثقة المستثمرين

04

دراسات الحالات العالمية وأفضل الممارسات

- 4.1 الولايات المتحدة
- 4.2 أوروبا
- 4.3 منطقة آسيا والمحيط الهادئ
- 4.4 الدروس المستفادة للبورصات العربية

05

الوضع الراهن في المنطقة العربية

- 5.1 لمحة عامة عن منهجية استبيان اتحاد أسواق المال العربية
- 5.2 جداول النتائج والتعليقات التحليلية
- 5.3 أبرز النتائج المستخلصة من البورصات العربية
- 5.4 الفجوات والفرص المحددة

06

الإطار المقترح لصانعي السوق ومزودى السيولة في البورصات العربية

- 6.1 نموذج التشغيل والحوكمة
- 6.2 حوافز صانعي السوق والتزاماتهم
- 6.3 الجوانب الاقتصادية لتوفير السيولة
- 6.4 اتفاقيات مزودى السيولة مع الجهات المصدرة: الهيكل والضمانات
- 6.5 مؤشرات الأداء الرئيسية (KPIs) ومتطلبات إعداد التقارير
- 6.6 تقييم الأثر والرقابة

07

خارطة طريق التنفيذ

- 7.1 الأجل القصير (من سنة إلى سنتين)
- 7.2 الأجل المتوسط (من ثلاث إلى خمس سنوات)
- 7.3 الأجل الطويل (أكثر من خمس سنوات)

08

الخاتمة والتوصيات المتعلقة بالسياسات

تعتمد كفاءة الأسواق المالية وقدرتها على الصمود بصورة أساسية على توافر السيولة المستمرة. ففي غياب السيولة الكافية، يواجه المستثمرون اتساعاً في فوارق أسعار العرض والطلب، وارتفاعاً في تكاليف المعاملات، وزيادة في تقلبات الأسعار. وتؤدي هذه المعوقات في نهاية المطاف إلى الحد من المشاركة، وإضعاف الثقة، والإخلال بعملية اكتشاف الأسعار. وقد تصدّت البورصات والجهات التنظيمية حول العالم لهذا التحدي من خلال تطوير نماذج منظمة لصانعي السوق ومزوّدي السيولة. وعلى الرغم من أن المفهومين يشتركان في هدف واحد يتمثل في تحسين جودة السوق، إلا أنهما يختلفان من حيث آليات التشغيل، والعلاقات التعاقدية، وتوزيع الحوافز والالتزامات.

تقترح ورقة العمل هذه إطاراً شاملاً لصانعي السوق ومزوّدي السيولة، مصمماً بما يتلاءم مع احتياجات البورصات العربية. ويستند هذا الإطار إلى أفضل الممارسات الدولية، ولاسيما المبادئ التي وضعتها المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، والتي اعتمدت على نطاق واسع في الأسواق المتقدمة، مع معالجة الفجوات والتحديات الخاصة التي تواجهها الأسواق المالية العربية. ويميّز التحليل بوضوح بين صانعي السوق، الذين يتعاقدون مباشرة مع البورصة، ومزوّدي السيولة، الذين يتعاقدون مع الجهات المصدرة المدرجة. كما يتناول النموذجين من حيث مزاياهما وعيوبهما النسبية، ومدى ملاءمتهما لفئات الأصول المختلفة.

واستناداً إلى أدلة عملية، تتضمن الورقة نتائج استبيان أطلقه اتحاد أسواق المال العربية وشمل البورصات الأعضاء. ويقدم الاستبيان لمحة عن الواقع الراهن لتوفير السيولة في المنطقة، من خلال رصد وجهات النظر المتعلقة بالممارسات القائمة، والتحديات، والتوقعات بشأن الإصلاح. وتُظهر هذه النتائج تنوع الأساليب المتبعة، إلى جانب القضايا الهيكلية المشتركة التي تعوق تعميق السيولة في الأسواق.

وتتضمن الورقة أيضاً استعراضاً لدراسات حالات عالمية، مع استخلاص الدروس من البورصات الرائدة في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا. وتوضح هذه الأمثلة الظروف التي أسهمت في نجاح أطر صانعي السوق ومزوّدي السيولة، فضلاً عن المخاطر المحتملة التي ينبغي للبورصات العربية تجنبها. وتختتم المناقشة باقتراح إطار منسق لصانعي السوق ومزوّدي السيولة في المنطقة العربية، يشمل الحوافز والالتزامات ومؤشرات الأداء وخارطة طريق للتنفيذ.

ومن خلال طرح هذا الإطار، تهدف الورقة إلى تزويد واضعي السياسات والجهات التنظيمية والبورصات في العالم العربي بمخطط عملي لتعزيز قدرة الأسواق على الصمود، وتضييق فوارق أسعار العرض والطلب، وتهيئة بيئة تداول أكثر عمقاً وسيولة. ولا تقتصر أهمية هذه الإصلاحات على تحقيق الكفاءة الفنية فحسب، بل تمثل أيضاً شرطاً أساسياً لجذب الاستثمارات الدولية ودمج أسواق المال العربية في النظام المالي العالمي.

1. المقدمة والهدف

1.1 الخلفية والمبررات

تُعَدّ السيولة شريان الحياة لأي سوق مالية، إذ تتيح للمشاركين الدخول في المراكز والخروج منها من دون التسبب في تحركات سعرية حادة، كما تضمن تسعير الأوراق المالية بكفاءة استجابة للمعلومات المتاحة. غير أن السيولة لا تنشأ تلقائياً، بل تتطلب مشاركة فاعلة من الوسطاء المستعدين لاستيعاب الاختلالات قصيرة الأجل بين العرض والطلب. وفي معظم الأسواق المتقدمة، جرى إضفاء الطابع المؤسسي على هذا الدور من خلال تعيين صانعي السوق ومزوّدي السيولة، الذين يعملون بموجب ترتيبات تعاقدية مع البورصات أو الجهات المصدرة.

وفي المنطقة العربية، وعلى الرغم من التقدم الملحوظ المحقق خلال السنوات الأخيرة، لا تزال السيولة تمثل تحدياً مستمراً. فما زالت العديد من البورصات تسجل معدلات دوران تداول منخفضة نسبياً، ونشاط تداول مركزاً، وعمقاً محدوداً في سجلات الأوامر. ولا يؤثر ذلك في جاذبية هذه الأسواق للمستثمرين المؤسسيين والأجانب فحسب، بل يحدّ أيضاً من قدرتها على دعم الجهات المصدرة المحلية وتكوين رأس المال. ومن ثمّ، أدرك واضعو السياسات أهمية تطوير برامج منظمة لتعزيز السيولة، إلا أن الأساليب المعتمدة حالياً لا تزال متفرقة وغير مكتملة في كثير من الحالات.



1.2 هدف ورقة العمل

يتمثل الهدف الأساسي لهذه الورقة في اقتراح إنشاء إطار شامل لصانعي السوق ومزوّدي السيولة في البورصات العربية. ويسعى هذا الإطار إلى مواءمة الممارسات المحلية مع المعايير الدولية، ولا سيما المبادئ التي وضعتها المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، مع مراعاة هياكل الأسواق والبيئات التنظيمية في المنطقة. وتهدف الورقة، على وجه التحديد، إلى:

- توضيح الفروق المفاهيمية بين صانعي السوق ومزوّدي السيولة.
- تقييم مزايا كل نموذج وعيوبه، بما في ذلك تأثيره في السيولة وتقلبات السوق وثقة المستثمرين.
- استعراض التجارب العالمية لتحديد أفضل الممارسات التي يمكن تكيفها مع احتياجات البورصات العربية.
- عرض الأدلة العملية المستخلصة من استبيان اتحاد أسواق المال العربية، بهدف قياس الوضع الراهن لتوفير السيولة في المنطقة ومقارنته مرجعياً.
- اقتراح إطار منظم يتضمن حوافز والتزامات ومؤشرات أداء محددة.
- تقديم خارطة طريق للتنفيذ تسترشد بها البورصات والجهات التنظيمية عند اعتماد هذه الإصلاحات.

ومن خلال معالجة هذه الأهداف، تطمح الورقة إلى الإسهام ليس فقط في النقاش الأكاديمي، بل أيضاً في تصميم السياسات وتنفيذها عملياً في الأسواق المالية العربية.

2. المفاهيم والتعريفات

يشكّل الفهم الواضح لأدوار صانعي السوق ومزوّدي السيولة أساساً ضرورياً قبل الشروع في التحليل المقارن. وعلى الرغم من أن المفهومين يتمحوران حول الهدف الأساسي المتمثل في تعزيز السيولة، فإنهما يختلفان بصورة جوهرية من حيث موقعهما المؤسسي، وترتيباتهما التعاقدية، وهياكل الحوافز الخاصة بهما.

2.1 صانعو السوق



يكون صانعو السوق عادةً من أعضاء التداول في البورصة، ويبرمون معها اتفاقيات رسمية لتقديم عروض أسعار مستمرة في جانبي البيع والشراء لأوراق مالية محددة طوال جلسة التداول. ويتمثل دورهم في ضمان تمكّن المشترين والبائعين من تنفيذ معاملاتهم بأقل قدر من التأخير وضمن فوارق سعرية معقولة، بما يساهم في خفض تكاليف المعاملات وتعزيز كفاءة السوق. وفي مقابل تحمّل هذا الالتزام، يحصل صانعو السوق غالباً على حوافز تداول قد تتخذ شكل حسومات، أو تخفيضات في الرسوم، أو ترتيبات تفضيلية أخرى.

وتتمثل السمة الأساسية لصانعي السوق في ارتباطهم تعاقدياً بالبورصة نفسها. ويتيح هذا الترتيب المؤسسي للبورصة فرض التزامات، مثل المحافظة على حد أدنى لأحجام عروض الأسعار، وحد أقصى لفوارق أسعار العرض والطلب، والحضور المستمر في السوق خلال ساعات التداول. وبذلك، يؤدي صانعو السوق دوراً في تحقيق الاستقرار ضمن منظومة السوق، من خلال استيعاب الاختلالات المؤقتة في الأوامر والحد من حدة التقلبات. ويؤثر أدائهم بصورة مباشرة في ثقة المستثمرين وفي مدى إدراكهم لعدالة بيئة التداول.

2.2 مزوّدو السيولة

على الرغم من أن مزوّدو السيولة (صانع السوق المعيّن) يشتركون مع صانعي السوق في الهدف النهائي المتمثل في تعزيز سيولة السوق، فإنهم يعملون وفق نموذج تعاقد مختلف. فبدلاً من التعاقد مع البورصة، يبرمون اتفاقيات مع الجهات المصدرة المدرجة التي تسعى إلى ضمان انتظام التداول في أوراقها المالية. وتشمل مهمة مزوّد السيولة عادة دعم السيولة في سهم الجهة المصدرة من خلال تقديم عروض شراء وبيع منتظمة، واستيعاب الاختلالات المؤقتة بين العرض والطلب، وتقليص علاوات السيولة أو الخصومات المرتبطة بها.

ونظراً إلى أن عقود مزوّدو السيولة تُبرم بمبادرة من الجهات المصدرة، فإنهم يتمتعون غالباً بمرونة أكبر في تحديد نطاق أنشطتهم. وقد يركزون بصورة أكثر تحديداً على أوراق مالية معيّنة، بدلاً من الوفاء بالتزامات تشمل البورصة بأكملها. وتستفيد الجهات المصدرة، بدورها، من خفض مخاطر السيولة المرتبطة بأوراقها المالية، الأمر الذي قد يحسّن تقييماتها ويجذب شريحة أوسع من المستثمرين. ومع ذلك، قد ينشأ عن هذا النموذج تضارب محتمل في المصالح، إذ قد يعطي مزوّدو السيولة الأولوية لاحتياجات الجهة المصدرة على حساب الاعتبارات الأوسع للسوق.

2.3 السمات المميّزة

وعليه، فإن التمييز بين صانعي السوق ومزوّدي السيولة ليس تمييزاً مفاهيمياً فحسب، بل هو تمييز مؤسسي أيضاً. فصانعو السوق يخدمون البورصة ككل ويضمنون تطبيق معايير السيولة على مستوى السوق، في حين يخدم مزودو السيولة جهات مُصدّرة بعينها، مع التركيز على الديناميكيات التفصيلية لأوراق مالية محددة. ويُعدّ النموذجان متكاملين؛ إذ يتعايشان في العديد من الأنظمة القانونية ضمن إطار متعدد المستويات، صُمّم لتعظيم كل من السيولة النظامية وجودة السوق الخاصة بكل جهة مُصدّرة.



3. التحليل المقارن: صانعو السوق مقابل مزوّدي السيولة

3.1 الاختلافات والتداخلات الوظيفية

يشارك صانعو السوق ومزوّدو السيولة في الهدف المتمثل في خفض تكاليف المعاملات وتحقيق الاستقرار في تكوين الأسعار، إلا أن الدورين يختلفان من حيث ارتباطهما المؤسسي ونطاق التزاماتهما. ويعمل صانعو السوق في إطار علاقة تعاقدية مباشرة مع البورصة، ولذلك يُعهد إليهم بدعم معايير السيولة على مستوى السوق بالنسبة إلى الأوراق المالية المكلفين بها. وتخضع أنشطتهم لقواعد صريحة تتعلق بفوارق أسعار العرض والطلب، والحد الأدنى لأحجام عروض الأسعار، والالتزام بتقديم عروض أسعار مستمرة خلال ساعات التداول.

أما مزوّدو السيولة، فيبرمون ترتيبات تعاقدية مع الشركات المُصدّرة، ويركّزون عادةً على ضمان تداول أكثر انتظاماً في أوراق مالية محددة، بما يخدم مصالح الجهة المُصدّرة ومستثمريها. وفي حين يخضع صانعو السوق لالتزامات قابلة للإنفاذ من جانب البورصة ويحصلون غالباً على حوافز تقدّمها البورصة، يعتمد مزوّدو السيولة على التمويل المقدّم من الجهة المُصدّرة أو على هياكل التعويض المتفق عليها معها، ولذلك يتمتعون بمرونة أكبر في تصميم العقود.

وعلى الرغم من هذه الاختلافات، تتداخل وظائف صانعي السوق ومزوّدي السيولة عملياً؛ إذ يقدّم كلاهما عروض أسعار في جانبي الشراء والبيع، ويستوعب الاختلافات المؤقتة بين العرض والطلب، ويؤدي دور الطرف المقابل المهم للمستثمرين الراغبين في التنفيذ الفوري لمعاملاتهم. ويعني هذا التداخل العملي في أدوارهما أن البنية التحتية المصممة جيداً للسوق يمكنها الاستفادة من نقاط القوة المتكاملة لكلا النهجين؛ وذلك من خلال الاستعانة بصانعي السوق لضمان مستوى أساسي من السيولة في مختلف أنحاء منصة التداول، والاستعانة بمزوّدي السيولة لتعزيز السيولة في الأوراق المالية الأقل سيولة أو ذات الأهمية الاستراتيجية.

الجدول رقم 1: مقارنة وظيفية بين صانعي السوق ومزوّدي السيولة

السمة	صانع السوق	مزود السيولة
الطرف المتعاقد	البورصة	الجهة المُصدّرة
نطاق الالتزام	على مستوى السوق أو بحسب فئة الأوراق المالية	ورقة مالية محددة أو سهم الجهة المُصدّرة
الحوافز	حسومات مقدّمة من البورصة، أو تخفيضات في الرسوم، أو أولوية في التنفيذ	تعويض ممول من الجهة المُصدّرة ومصمم وفقاً للاتفاقية
الرقابة	المراقبة والإنفاذ من جانب البورصة	الإشراف من جانب الجهة المُصدّرة، وغالباً ما يكون مصحوباً بمتطلبات للإفصاح
الهدف الرئيسي	ضمان السيولة النظامية والاستقرار	دعم سيولة الأوراق المالية الفردية وقابليتها للتداول

3.2 مزايا كل نموذج وعيوبه

يتمتع كل نموذج بنقاط قوة محددة، تقابلها بعض المفاضلات. ويستفيد نموذج صانع السوق من إشراف البورصة ومن الالتزامات الموحدة، بما يتيح توفير مستويات دنيا متوقعة من السيولة ويسهل إنفاذ الالتزامات من خلال الجزاءات التي تفرضها البورصة أو إعادة معايرة الحوافز. ونظراً إلى اندماج صانعي السوق ضمن هيكل الرقابة الخاص بالبورصة، يمكن لوجودهم أن يعزز نزاهة السوق ويمنح الثقة للمستثمرين الخارجيين الذين يقدرّون دعم السيولة القائم على قواعد واضحة وشفافة.

ومن ناحية أخرى، قد تحدّ الالتزامات التعاقدية والموحّدة من قدرة صانعي السوق على تحمّل المخاطر، ولا سيما خلال فترات التقلبات الحادة أو عند ارتفاع تكاليف الاحتفاظ بالمخزون. ويوفر نموذج مزوّد السيولة مرونة أكبر ومواءمة أوثق مع أهداف الجهة المصدّرة، بما يتيح وضع ترتيبات مخصصة تعكس الخصائص الفريدة لأوراق مالية بعينها. وقد تكون هذه القدرة على التخصيص مفيدة بوجه خاص للجهات المصدّرة ذات القيمة السوقية الصغيرة أو لقطاعات الإدراج الجديدة التي قد لا تكون فيها البرامج الشاملة على مستوى البورصة فعّالة.

ومع ذلك، قد تؤدي الطبيعة القائمة على مبادرة الجهة المصدّرة لاتفاقيات مزوّد السيولة إلى نشوء حالات محتملة من تضارب المصالح وإلى ضعف الضمانات النظامية؛ نظراً إلى أن التزامات مزوّد السيولة تحكمها عادةً عقود تجارية وليس قواعد البورصة، ومن ثم قد تكون آليات الرقابة عليها أقل مباشرة. وعلاوة على ذلك، قد يثير الاعتماد على تمويل الجهة المصدّرة لتوفير السيولة مخاوف تتعلق بالمخاطر الأخلاقية، إذا توقعت الجهات المصدّرة من مزوّد السيولة الدفاع عن أسعار أسهمها بصرف النظر عن الأسس الاقتصادية والمالية الكامنة وراءها.

يمكن الحدّ من هذه المخاطر من خلال وضع ضمانات واضحة، تشمل التسجيل الإلزامي لدى البورصة للاتفاقيات المبرمة بين الجهات المصدّرة ومزوّد السيولة، والإفصاح عن الشروط الأساسية للعقود، وحظر توجيه الجهة المصدّرة أي تعليمات تتعلق بسلوك التداول، والفصل بين أهداف توفير السيولة وأي تأثير محتمل في الأسعار، واعتماد هياكل تعويض ترتبط بجودة السيولة بدلاً من أداء سعر السهم.

الجدول رقم 2: مزايا صانعي السوق ومزوّد السيولة وعيوبهم

الجانِب	صانعو السوق	مزوّدو السيولة
المزايا	- التزامات شفافة تخضع لإشراف البورصة - توفير سيولة منتظمة للأوراق المالية المكلفين بها - تضييق فوارق أسعار العرض والطلب وتحسين عملية اكتشاف الأسعار - تعزيز الاستقرار النظامي وثقة المستثمرين	- المرونة وإمكانية تكييف الترتيبات مع احتياجات الجهة المصدّرة - الفاعلية بالنسبة إلى الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة والإدراجات الجديدة - خفض مخاطر السيولة وخصومات التقييم - استكمال برامج صانعي السوق
العيوب	- ارتفاع تكلفة الوفاء بالالتزامات في الأسواق غير السائلة أو شديدة التقلب - احتمال تراجع المشاركة إذا كانت الحوافز ضعيفة - الحدّ من إمكانية التكيّف مع الخصائص الفريدة للجهات المصدّرة نتيجة توحيد الالتزامات	- احتمال تضارب المصالح مع الجهات المصدّرة - ضعف الرقابة مقارنةً بالبرامج التي تقودها البورصة - اقتصار التأثير على أوراق مالية محددة بدلاً من امتداده إلى السوق ككل

3.3 الآثار المترتبة على سيولة السوق وتقلباته وثقة المستثمرين

يترتب على الاختيار بين صانعي السوق ومزوّد السيولة آثار مهمة في جودة السوق. فمن شأن برنامج قوي لصانعي السوق تديره البورصة أن يضيق فوارق أسعار العرض والطلب ويزيد عمق سجلات الأوامر داخل البورصة، بما يسهّل تنفيذ الصفقات الأكبر حجماً ويخفض تكاليف التنفيذ بالنسبة إلى المستثمرين المؤسسيين. ويسهم هذا التحسن الهيكلي في السيولة في الحد من التقلبات قصيرة الأجل وتحسين عملية اكتشاف الأسعار، من خلال ضمان أن تعكس الأسعار المرصودة التفاعل الفاعل بين المتداولين المطلعين وغير المطلعين.

وتُظهر التجارب الدولية أن البرامج المصممة جيداً لصانعي السوق ومزوّد السيولة يمكن أن تحقق تحسينات قابلة للقياس في جودة السوق، ولا سيما عندما تقترن بالالتزامات بحوافز مناسبة ورقابة شفافة. وقد أظهرت الدراسات التطبيقية المتعلقة بترتيبات صانعي السوق المعيّنين في الأوراق المالية للشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة والمتوسطة تحسناً في مستويات السيولة، وانخفاضاً في مخاطر السيولة، وآثاراً إيجابية في تقييم الجهات المصدرة المشاركة.

فعلى سبيل المثال، خلصت دراسة تناولت شركات مدرجة في بورصة يورونكست وتستعين بصانعي سوق معيّنين إلى أن هذه العقود أسهمت في تحسين السيولة وخفض مخاطرها، وحققت للشركات المشاركة متوسط عائد تراكمي غير عادي بلغ نحو 3.5%. وتشير تجارب أخرى في الأسواق أيضاً إلى أن ترتيبات صناعة السوق المنظمة ارتبطت، في بعض الحالات، بانخفاض فوارق أسعار العرض والطلب بنسبة تراوحت بين 20% و40%. كما أسهم تعيين مزوّد السيولة للأوراق المالية الأقل سيولة أو أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة، في بعض الحالات، في زيادة أحجام التداول إلى ما يتراوح بين ضعفين وثلاثة أضعاف المستويات المسجلة قبل إطلاق البرنامج.



ولا ينبغي اعتبار هذه الأرقام نتائج تلقائية، إذ يعتمد حجم التحسن على الورقة المالية، وهيكّل السوق، وتصميم الحوافز، والمنافسة بين المشاركين، وجودة الرقابة. ومع ذلك، توضح هذه النتائج ضرورة ألا يقتصر تقييم برامج صانعي السوق ومزوّد السيولة على مدى وفاء المشاركين بالتزامات تقديم عروض الأسعار، بل ينبغي أن يشمل أيضاً مدى تحقيقهم تحسينات قابلة للقياس في فوارق الأسعار، ودوران التداول، والعمق، وجودة التنفيذ، ومشاركة المستثمرين.

ومن ناحية أخرى، يمكن لمزوّد السيولة، عندما تُصمّم ترتيباتهم بصورة سليمة وشفافة، سد الفجوات في قطاعات السوق التي لا تحظى بخدمات كافية من صانعي السوق، ودعم ثقة المستثمرين بالجهات المُصدرة على المدى الأطول من خلال ضمان حد أدنى من استمرارية التداول. غير أن افتقار ترتيبات مزوّد السيولة إلى الشفافية، أو النظر إليها باعتبارها آليات دفاعية لحماية الجهات المُصدرة بدلاً من كونها ترتيبات حقيقية لتعزيز السيولة، قد يؤدي إلى تشويه الإشارات السعرية وإضعاف ثقة المستثمرين.

وفي نهاية المطاف، تتحقق أكثر النتائج قدرةً على الصمود عندما تشجّع البورصات إنشاء منظومة مختلطة تضم صانعي السوق ومزوّد السيولة، وتكون مدعومة بقواعد واضحة، وحوافز شفافة، ونتائج قابلة للقياس، ورقابة موثوقة تعمل على مواءمة الحوافز الخاصة مع الأهداف العامة لجودة السوق.

الجدول رقم 3: تأثير صانعي السوق مقارنةً بمزوّد السيولة

البُعد	صانعو السوق	مزوّدو السيولة
السيولة	- ضمان تقديم عروض أسعار مستمرة في جانبي الشراء والبيع للأوراق المالية المكلفين بها - تضييق فوارق الأسعار وزيادة عمق سجل الأوامر - توفير السيولة النظامية عبر مختلف فئات الأصول	- دعم التداول في أوراق مالية محددة، ولا سيما الأوراق المالية للشركات الصغيرة أو ذات التداول المحدود - خفض خصومات السيولة الخاصة بالجهة المُصدرة - تعزيز قابلية الأوراق المالية الأقل نشاطاً للتداول
التقلبات	- تحقيق الاستقرار في الأسواق خلال فترات الاختلال - استيعاب صدمات العرض والطلب قصيرة الأجل - الحدّ من التحوّلات السعرية الحادة في الأوراق المالية النشطة	- الحدّ من التقلبات على مستوى الجهة المُصدرة - تعزيز انتظام التداول في الأسهم الأقل سيولة - فاعلية أقل في مواجهة الصدمات التي تشمل السوق بأكمله
ثقة المستثمرين	- تعزيز الثقة من خلال توفير سيولة شفافة وقائمة على قواعد واضحة - جذب المؤسسات بفضل القدرة على التنبؤ بعمليات التنفيذ	- تحسين الثقة بجهات مُصدرة محددة - جذب مستثمري التجزئة والمستثمرين المتخصصين - الاعتماد على مستوى الإفصاح والرقابة

4. دراسات الحالات العالمية وأفضل الممارسات

4.1 الولايات المتحدة: صانعو السوق المعيّنون وتوفير السيولة آلياً

تطوّرت صناعة السوق في الولايات المتحدة ضمن بيئة تنافسية متعدّدة منصات التداول، يعمل فيها صانعو السوق المعيّنون ومزوّدو السيولة القائمون على التداول عالي التردد إلى جانب مجمّعات السيولة الإلكترونية. وقد أسهم الجمع بين الالتزامات التي تحددها البورصات، وأنظمة المطابقة الإلكترونية المتقدمة، والرقابة التنظيمية الصارمة في توفير سجلات أوامر عميقة وذات سيولة مرتفعة لأسهم الشركات الكبرى.

كما أتاح التركيز التنظيمي على الشفافية، ولا سيما من خلال أنظمة شريط الأسعار الموحد وتقارير ما بعد التداول، قياس عمليات توفير السيولة بدقة أكبر، ومكّن الجهات التنظيمية من معايرة الحوافز والجزاءات بفاعلية.

◀ من أبرز الدروس المستفادة من التجربة الأمريكية أهمية اعتماد مؤشرات أداء شفافة، وتوافر القدرة على إنفاذ الالتزامات المتعلقة بتقديم عروض الأسعار من دون الإخلال باستقرار السوق.



الجدول رقم 4: السمات الرئيسية للنموذج الأمريكي

العنصر	الممارسات في الولايات المتحدة
صانعو السوق	• صانعو السوق المعيّنون في بورصة نيويورك¹ (DMMs) الذين يخضعون لالتزامات رسمية بتقديم عروض الأسعار • ضمان أسواق عادلة ومنظمة خلال فترات التقلب • الخضوع للرقابة المباشرة من جانب البورصات
مزوّدو السيولة	• شركات التداول الإلكتروني، مثل Citadel و Virtus • التنافس عبر منصات تداول متعددة باستخدام الخوارزميات • المساهمة بنسبة كبيرة في حجم التداول
الحوافز	• حسومات رسوم وفق نموذج «صانع السيولة-مستهلك السيولة» (Maker-Taker) • تخفيض الرسوم مقابل تقديم عروض أسعار نشطة • منح صانعي السوق المعيّنين أولوية في تدفق الأوامر
الرقابة	• الإشراف التنظيمي من جانب هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) وهيئة تنظيم القطاع المالي (FINRA) • الرقابة والجزاءات التي تفرضها البورصات

¹ صانعو السوق المعيّنون (DMMs) هم شركات تداول متخصصة تعيّن بها بورصة نيويورك (NYSE) للمحافظة على أسواق منظمة في أوراق مالية محددة.

4.2 أوروبا: برامج السيولة والتوازن التنظيمي

أثبتت التجربة الأوروبية أهمية برامج الحوافز المُعَايرة بعناية والقواعد المنسقة بين منصات التداول. وتطبق البورصات الأوروبية مجموعة متنوعة من آليات تعزيز السيولة، تشمل الرسوم القائمة على نموذج "صانع السيولة-مستهلك السيولة" (Maker-Taker)، والإعفاء من الرسوم لمزود السيولة المعيّنين، وآليات المزادات المنظمة لصناديق المؤشرات المتداولة والأوراق المالية الأقل سيولة. كما شددت الجهات التنظيمية الأوروبية على ضرورة منع تضارب المصالح وضمان الوصول العادل إلى برامج السيولة.

تشمل أبرز الدروس المستفادة للبورصات العربية فاعلية الحوافز القائمة على الرسوم عندما تقتصر بضمانات تنظيمية، إضافة إلى فوائد تنسيق معايير البرامج للحد من التجزؤ والتعقيد بالنسبة إلى المشاركين في السوق الذين يزاوون أنشطتهم عبر الحدود.

الجدول رقم 5: السمات الرئيسية للنموذج الأوروبي

العنصر	الممارسات في أوروبا
صانعو السوق	• تعيين عدة شركات لكل ورقة مالية • ربط الالتزامات بفوارق أسعار العرض والطلب وعمق السوق • التركيز على صناديق المؤشرات المتداولة والمشتقات المالية
مزودو السيولة	• اتفاقيات لتوفير السيولة برعاية الجهات المُصدرة • الإفصاح الإلزامي عن العقود • مراجعة البورصات لشروط العقود
الحوافز	• حسومات وتخفيضات في الرسوم • حوافز نقدية مرتبطة بمؤشرات الأداء الرئيسية • معاملة تفضيلية لرأس المال في بعض الحالات
الرقابة	• المبادئ التوجيهية الصادرة عن الهيئة الأوروبية للأوراق المالية والأسواق (ESMA)² • والرقابة التي تمارسها الجهات التنظيمية الوطنية • النشر العلني للتقارير المتعلقة بمؤشرات الأداء الرئيسية • فرض جزاءات في حال عدم الوفاء بالالتزامات

² الهيئة الأوروبية للأوراق المالية والأسواق (ESMA) هي الجهة التنظيمية المعنية بالأسواق المالية على مستوى الاتحاد الأوروبي، وتتولى إصدار المعايير الفنية والمبادئ التوجيهية الهادفة إلى تنسيق الأنظمة المالية في مختلف أنحاء أوروبا

4.3 آسيا والمحيط الهادئ: النماذج الهيكلية والابتكارات في هيكل السوق

ظهرت في أسواق آسيا والمحيط الهادئ مجموعة من النماذج الهيكلية التي تجمع بين العقود المبرمة مع البورصات، واتفاقيات السيولة المبرمة بمبادرة من الجهات المُصدرة³، والتقنيات المتطورة المستخدمة لدعم السيولة. وقد عملت أسواق، مثل هونغ كونغ وسنغافورة، على تكييف برامج صانعي السوق لديها بما يتناسب مع خصائص قاعدة مستثمريها، من خلال فرض التزامات أكثر صرامة بشأن تقديم عروض الأسعار للأوراق المالية ذات السيولة المرتفعة، واعتماد ترتيبات أكثر مرونة للجهات المُصدرة الناشئة.

وتُظهر هذه الأسواق إمكانية تطبيق النهج الهيكلية على نطاق واسع من الأوراق المالية، شريطة وجود أطر حوكمة قوية ومواءمة الحوافز مع نتائج أداء قابلة للقياس.

بالنسبة إلى البورصات العربية، تشير هذه التجارب إلى أن الجمع بين المرونة والرقابة القوية يتيح تكييف البرامج مع مختلف قطاعات السوق من دون المساس بنزاهة السوق بوجه عام.

الجدول رقم 6: السمات الرئيسية لنموذج آسيا والمحيط الهادئ

العنصر	الممارسات في آسيا والمحيط الهادئ
صانعو السوق	- إلزامية تعيين صانعي السوق لصناديق المؤشرات المتداولة في بورصة هونغ كونغ (HKEX) وبورصة سنغافورة (SGX) - فرض التزامات تتعلق بالأوراق المالية للشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة - اشتراط تقديم عروض أسعار بصورة مستمرة
مزودو السيولة	- عقود لتوفير السيولة ممولة من الجهات المُصدرة لأسهم الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة - الإفصاح عنها من خلال الإبداعات المقدمة إلى البورصة - التوسع في تطبيقها ضمن صناديق الاستثمار العقاري المتداولة (REITs) والأسواق المتخصصة
الحوافز	- دعم مالي مباشر لصناديق المؤشرات المتداولة - إعفاء مزودي السيولة النشطين من الرسوم - عقود قائمة على الأداء
الرقابة	- الرقابة على مستوى البورصة - نشر بطاقات تقييم الأداء للعموم - تنسيق وثيق بين الجهات التنظيمية



³ يُقصد بـ اتفاقيات السيولة المبرمة بمبادرة من الجهات المُصدرة ترتيبات دعم السيولة التي تبادر إليها وتمولها الجهة المُصدرة، أي الشركة المدرجة، بدلاً من البورصة.

4.4 الدروس المستفادة للبورصات العربية

تشير دراسات الحالات العالمية، مجتمعةً، إلى عدد من الدروس العملية المهمة للبورصات العربية. أولاً، تعزّز شفافية الالتزامات والحوافز مصداقية البرامج، وتتيح للجهات التنظيمية قياس مدى فاعليتها. ثانياً، يمكن للنهج متعدد المستويات، الذي يجمع بين التزامات صانعي السوق على مستوى البورصة واتفاقيات مزوّد السيولة المبرمة بمبادرة من الجهات المُصدّرة، أن يعظّم كلاً من السيولة النظامية وجودة السوق الخاصة بكل جهة مُصدّرة.

ثالثاً، يُعدّ قياس الأداء وإنفاذ الالتزامات عاملين أساسيين؛ إذ يجب ربط الحوافز بنتائج قابلة للتحقق، تجنباً لدعم أنشطة غير فعّالة. وأخيراً، يساهم التنسيق العابر للحدود لقواعد البرامج، حيثما كان ذلك ممكناً، في تقليل التعقيد بالنسبة إلى المشاركين الإقليميين والدوليين، ويساعد على جذب مستويات أكبر من السيولة.

كما تُظهر التجارب العالمية ضرورة تقييم برامج السيولة استناداً إلى أدلة مقارنة قبل التطبيق وبعده، من خلال قياس التغيرات في فوارق أسعار العرض والطلب، ودوران التداول، وعمق السوق، والتقلبات، وجودة التنفيذ.



الجدول رقم 7: الدروس المستفادة للبورصات العربية

المجال	الدروس الرئيسية
التصميم	• الجمع بين صانعي السوق لتوفير السيولة النظامية ومزوّد السيولة لدعم الجهات المُصدّرة • تعزيز الأطر متعددة المستويات لقدرة السوق على الصمود
الحوافز	• فاعلية الحسومات والدعم المالي عند ربطهما بمؤشرات الأداء الرئيسية • اعتماد حوافز مؤقتة لتجنّب الاعتماد المستمر عليها
الرقابة	• ضرورة التنسيق بين البورصات والجهات التنظيمية • تعزيز المصداقية من خلال نشر تقارير الأداء للعموم
القدرة على التكيف	• إمكانية تطبيق الأنظمة الهجينة عبر مختلف فئات الأصول • أهمية المرونة بالنسبة إلى أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة وصناديق المؤشرات المتداولة

5. الوضع الراهن في المنطقة العربية

5.1 لمحة عامة عن منهجية استبيان اتحاد أسواق المال العربية

أطلق اتحاد أسواق المال العربية استبياناً شمل البورصات الأعضاء بهدف تقييم وضع الأطر التنظيمية لصانعي السوق ومزوّدي السيولة في المنطقة العربية. وتناول الاستبيان مدى توافر هذه البرامج، وعدد المشاركين فيها وأنواعهم، والحوافز المقدّمة لهم، والالتزامات المفروضة عليهم، وآليات الرقابة، ومؤشرات الأداء الرئيسية (KPIs) المعتمدة لقياس أدائهم.

وشملت الردود مجموعة متنوعة من البورصات. غير أن عدداً من الأسواق، من بينها بورصة عمّان، وبورصة بيروت، وسوق دمشق للأوراق المالية، وبورصة فلسطين، وبورصة تونس، أفادت بأن ترتيبات صانعي السوق ومزوّدي السيولة «غير منطبقة» ضمن سياقها الراهن. ويُعزى ذلك عادةً إلى محدودية نشاط السوق، أو وجود قيود هيكلية، أو كون السوق لا يزال في مرحلة مبكرة من التطور لم تنضج فيها أطر توفير السيولة بعد.

وبناءً عليه، يركّز التحليل أدناه على البورصات التي اعتمدت هذه الأطر أو تعمل على تطويرها، وهي: سوق أبوظبي للأوراق المالية، وسوق دبي المالي، وبورصة البحرين، وبورصة قطر، وبورصة مسقط، وتداول السعودية، والبورصة المصرية، وبورصة الكويت، وبورصة الدار البيضاء.

5.2 جداول النتائج والتعليقات التحليلية

أ - وجود برامج صانعي السوق ومزوّدي السيولة

البورصة	برنامج صانع السوق	برنامج مزوّد السيولة
سوق أبوظبي للأوراق المالية	نعم	نعم
بورصة البحرين	نعم	نعم
بورصة الدار البيضاء	نعم (عقد بين الوسيط والجهة المُصدّرة)	لا (نموذج تعاقد مع البورصة)
سوق دبي المالي	نعم	نعم
البورصة المصرية	نعم	لا
بورصة الكويت	نعم	لا
بورصة مسقط	نعم	نعم
بورصة قطر	نعم	نعم
تداول السعودية	نعم	لا

التحليل:

تكشف البيانات عن وجود تباين إقليمي. فمن جهة، تبرز أسواق الخليج، مثل سوق أبوظبي للأوراق المالية، وسوق دبي المالي، وبورصة البحرين، وبورصة قطر، وبورصة مسقط، بوصفها أسواقاً رائدة إقليمياً، إذ اعتمدت أطر عمل لكل من صانعي السوق ومزوّد السيولة. ويضمن هذا النهج المزدوج استمرارية توفير السيولة في ظروف السوق العادية وخلال فترات الضغوط. كما يعكس أولوية واضحة على مستوى السياسات لتعزيز ثقة المستثمرين واستقطاب التدفقات الاستثمارية الدولية.

ومن جهة أخرى، اعتمدت البورصة المصرية وبورصة الكويت وسوق تداول السعودية برامج لصانعي السوق، لكنها لم تستكملها بعد بأطر رسمية لمزوّد السيولة. ويكتسب ذلك أهمية خاصة في حالة السوق المالية السعودية، نظراً إلى مكانتها بوصفها أكبر أسواق المنطقة وأكثرها سيولة؛ إذ يشير غياب برنامج رسمي لمزوّد السيولة إلى الاعتماد على صانعي السوق وحدهم، مما قد يؤدي إلى عدم حصول بعض الأدوات المالية على دعم كافٍ للسيولة. أما بورصة الدار البيضاء، فتعكس نهجاً أقدم وأقل مركزية يعتمد على عقود ثنائية بين الوسطاء والجهات المصدرة، بدلاً من الترتيبات التي تقودها البورصة.

◀ يبرز هذا التباين واقعاً أوسع يتمثل في أنه، بينما تعمل بعض البورصات الخليجية على مواءمة أطرها مع المعايير العالمية المستلهمة من مبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، لا تزال أسواق أخرى تعمل ضمن أطر جزئية أو متفرقة.

ب - عدد المشاركين المعيّنين

البورصة	مزودو السيولة	صانعو السوق
سوق أبوظبي للأوراق المالية	6	4
بورصة البحرين	2	3
بورصة الدار البيضاء	لا ينطبق	3
سوق دبي المالي	5	5
البورصة المصرية	لا ينطبق	1
بورصة الكويت	لا ينطبق	9
بورصة مسقط	2	2
بورصة قطر	4	4
تداول السعودية	لا ينطبق	5

التحليل:

يعكس نطاق المشاركة كلاً من حجم السوق وتصميم الإطار التنظيمي. ويضم كل من سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي وسوق تداول السعودية خمسة مشاركين من صانعي السوق و/أو مزوّدي السيولة، بما يحقق توازناً بين ضمان مستوى كافٍ من المنافسة وإبقاء الرقابة ضمن نطاق يمكن إدارته. وتتميز بورصة قطر وبورصة البحرين بتعيين كل من صانعي السوق ومزوّدي السيولة، مما يعكس توجهاً نحو تنويع أدوار توفير السيولة.

في المقابل، يثير اعتماد البورصة المصرية على صانع سوق واحد بعض المخاوف. إذ ترتفع مخاطر التركز، وقد تتأثر السيولة بصورة حادة في حال انسحاب هذا المشارك. ويحدّ ذلك من قدرة السوق على الصمود وقد يقلل من جاذبيته للمستثمرين الأجانب. وفي الطرف الآخر، يعكس وجود تسعة صانعي سوق في بورصة الكويت مشاركة طوعية واسعة، وإن كانت من دون مزوّدي سيولة. وعلى الرغم من أن ارتفاع عدد المشاركين قد يساهم في زيادة عمق السوق، فإن النماذج الطوعية تثير مخاوف بشأن اتساق المشاركة ومدى الالتزام بالمتطلبات المحددة. أما بورصة مسقط، فتتبنى نهجاً وسطياً، مع عدد أقل من المشاركين، لكنه موزع بصورة متوازنة بين صانعي السوق ومزوّدي السيولة. ويظهر ذلك أن البورصات الأصغر حجماً قادرة أيضاً على إنشاء أطر متكاملة من الناحية الهيكلية.

باختصار، تعمل الأسواق الخليجية على بناء مجموعات تنافسية من المشاركين، في حين تواجه أسواق أخرى إما محدودية في عدد المشاركين، كما في البورصة المصرية، أو اعتماداً مفرطاً على النماذج الطوعية، كما في بورصة الكويت.

ج - أنواع صانعي السوق

البورصة	نوع صانعي السوق
سوق أبوظبي للأوراق المالية	معيّنون
بورصة البحرين	معيّنون على أساس طوعي
بورصة الدار البيضاء	معيّنون
سوق دبي المالي	معيّنون
البورصة المصرية	معيّنون
بورصة الكويت	طوعيون
بورصة مسقط	معيّنون وطوعيون
بورصة قطر	طوعيون
تداول السعودية	معيّنون، وطوعيون، ومتداولو الترددات العالية

التحليل:

تعتمد غالبية البورصات، ومنها سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي والبورصة المصرية وبورصة الدار البيضاء، على نموذج صانعي السوق المعيّنين، بما يضمن قابلية إنفاذ الالتزامات تعاقدياً. ويوفر ذلك قدراً أكبر من الوضوح والقدرة على التنبؤ، ويتماشى مع أفضل الممارسات العالمية. في المقابل، تعتمد بورصة الكويت وبورصة قطر بدرجة كبيرة على الهياكل الطوعية. وعلى الرغم من أن هذا النهج يقلل من عوائق الانضمام إلى برامج صناعة السوق، فإنه قد يجعلها أكثر عرضة للتراجع؛ إذ قد يقلص المشاركون الطوعيون أنشطتهم خلال فترات التقلب، مما يضعف قدرة السوق على الصمود. أما بورصة مسقط، فتتبنى نهجاً هجيناً يجمع بين صانعي السوق المعيّنين والطوعيين، بما يحقق توازناً بين توسيع قاعدة المشاركين وضمان قابلية إنفاذ الالتزامات.

وتبرز تداول السعودية بوصفها الحالة الأكثر تميزاً، إذ تجمع بين صانعي السوق المعيّنين والطوعيين ومتداولي الترددات العالية. ويعكس ذلك نموذجاً متقدماً يشبه النماذج المعتمدة في الأسواق الدولية الرئيسية، حيث يؤدي المتداولون الخوارزميون ومتداولو الترددات العالية دوراً محورياً في توفير السيولة. إلا أن هذا النموذج يتطلب أيضاً أنظمة قوية للرقابة وإدارة المخاطر، ويبدو أن تداول السعودية تتمتع بموقع جيد يمكنها من توفيرها.

◀ يوضح هذا التنوع أن الأسواق العربية تعتمد فلسفات تنظيمية مختلفة؛ إذ تعطي بعض البورصات الخليجية الأولوية للهياكل المنظمة وقابلية إنفاذ الالتزامات، في حين تميل أسواق أخرى إلى تبني قدر أكبر من المرونة.

ج - الحوافز

البورصة	الحوافز المقدمة لمزوّدي السيولة	الحوافز المقدمة لصانعي السوق
سوق أبوظبي للأوراق المالية	لا توجد حوافز	حسومات على الرسوم
بورصة البحرين	حسومات على العمولات	حسومات على العمولات
بورصة الدار البيضاء	لا توجد حوافز	لا توجد حوافز (تتحمل الجهة المُصدرة التكلفة)
سوق دبي المالي	خيار النفاذ المباشر إلى السوق	حسومات على الرسوم
البورصة المصرية	لا توجد حوافز	الاستفادة من فارق سعري العرض والطلب
بورصة الكويت	لا ينطبق	حسومات على الرسوم
بورصة مسقط	حسومات على الرسوم	حسومات على الرسوم لمدة سنة قابلة للتجديد
بورصة قطر	حسومات على الرسوم	حسومات على الرسوم
تداول السعودية	حوافز نقدية	حسومات على الرسوم

التحليل:

تتفاوت الحوافز المقدّمة في مختلف أنحاء المنطقة. ويعتمد سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي حسومات على الرسوم، وهي ممارسة عالمية شائعة تهدف إلى تشجيع تقديم عروض الأسعار بصورة منتظمة. كما تقدم بورصة البحرين وبورصة قطر هذه الحوافز لكل من صانعي السوق ومزوّدي السيولة، مما يعكس مواءمة أقوى مع الأطر الدولية. وتضيف بورصة مسقط عنصراً قائماً على الأداء، إذ تقدم حسومات لمدة محددة، ثم تراجع الترتيبات بعد مرور سنة، بما يعزز المساءلة.

وتتميز تداول السعودية بتقديم حوافز نقدية لمزوّدي السيولة، وهي ممارسة نادرة على المستويين الإقليمي والعالمي، بما يبرز مرونتها في تكيف النماذج مع احتياجات السوق المحلية. في المقابل، تقدم بورصة الدار البيضاء والبورصة المصرية حوافز محدودة أو لا تقدم حوافز مدعومة من البورصة، وتعتمدان بدلاً من ذلك على الجهات المصدرة أو ظروف السوق لضمان استمرارية المشاركة. ويحد ذلك من جاذبية المشاركة، وقد يفسر انخفاض عدد المشاركين في هذين السوقين.

◀ يبرز غياب الاتساق الإقليمي في تصميم الحوافز تحدياً رئيسياً على مستوى السياسات، إذ قد تواجه البورصات التي لا توفر حزم حوافز جاذبة صعوبة في استقطاب صانعي السوق أو الاحتفاظ بهم، ولا سيما في ظل التنافس على اجتذاب المشاركين الدوليين.

هـ - الالتزامات المتعلقة بتقديم عروض الأسعار

البورصة	الالتزامات مزوّدي السيولة	الالتزامات صانعي السوق
سوق أبوظبي للأوراق المالية	لا ينطبق	الحد الأدنى لمدة تقديم عروض الأسعار المطلوبة، الحد الأقصى لتساع هامش السعر، الحد الأدنى للقيمة، الحد الأقصى للمراكز المسموح بها
بورصة البحرين	الالتزامات نفسها المطبقة على صانعي السوق	مدة الحضور في السوق، وفارق الأسعار، وحجم عروض الأسعار
بورصة الدار البيضاء	لا ينطبق	وتيرة تقديم عروض الأسعار والحد الأدنى للحجم
سوق دبي المالي	الالتزامات نفسها المطبقة على صانعي السوق	فارق الأسعار، ومدة الحضور في السوق، وحجم عروض الأسعار
البورصة المصرية	لا ينطبق	فارق أسعار وحجم عروض منظّمان
بورصة الكويت	لا ينطبق	الحد الأدنى لمدة الحضور والحد الأقصى لفارق الأسعار
بورصة مسقط	الالتزامات نفسها المطبقة على صانعي السوق	تقديم عروض الأسعار بصورة مستمرة
بورصة قطر	الالتزامات نفسها المطبقة على صانعي السوق	فارق الأسعار، وحجم عروض الأسعار، ومدة الحضور في السوق
تداول السعودية	لا ينطبق	فارق الأسعار، وحجم عروض الأسعار، ومدة الحضور في السوق

التحليل:

يُظهر الاستبيان نمطاً واضحاً من الالتزامات المنظّمة في الأسواق الخليجية. إذ يفرض سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي وبورصة قطر وتداول السعودية متطلبات تتعلق بالحد الأقصى لفارق أسعار العرض والطلب، والحد الأدنى لحجم عروض الأسعار، ومدة الحضور في السوق، بما يضمن توفير دعم موثوق للسيولة. وتذهب بورصة مسقط إلى أبعد من ذلك، إذ تشترط تقديم عروض الأسعار بصورة مستمرة طوال جلسة التداول، وهو التزام صارم يعزز موثوقية توفير السيولة.

وتضمن بورصة البحرين المساواة بين صانعي السوق ومزوّدي السيولة، من خلال فرض الالتزامات نفسها على كلا الطرفين، بما يعزز الاتساق في تطبيق البرنامج. في المقابل، تعتمد البورصة المصرية على جداول تنظيمية ثابتة قد تفتقر إلى المرونة اللازمة للتكيّف مع ديناميكيات السوق الآنية. أما بورصة الدار البيضاء وبورصة الكويت، فتفرضان التزامات أخف، تركز على الحضور ووتيرة تقديم عروض الأسعار بدلاً من مؤشرات الأداء الصارمة.

تظهر نتيجةً لذلك منظومة متباينة؛ إذ تعتمد الأسواق الخليجية معايير قوية وقابلة للإنفاذ، في حين تتأخر أسواق أخرى بأطر أخف أو أقل قدرة على التكيّف. ويحد هذا التفاوت من إمكانيات التنسيق الإقليمي ويجعل مواءمة الممارسات العابرة للحدود أكثر صعوبة.

و - الرقابة

البورصة	منهج الرقابة
سوق أبوظبي للأوراق المالية	أنظمة مراقبة السوق
بورصة البحرين	التحقق من الحضور في السوق
بورصة الدار البيضاء	أدوات مراقبة السوق
سوق دبي المالي	الرقابة اليدوية
البورصة المصرية	الترخيص ومراجعة الأداء
بورصة الكويت	الرقابة الداخلية
بورصة مسقط	المراقبة الآنية وإعداد التقارير
بورصة قطر	الرقابة عبر النظام
تداول السعودية	المراقبة اليومية من خلال نظام التداول

التحليل:

تتراوح أطر الرقابة بين النماذج اليدوية والقائمة على الامتثال، وأنظمة المراقبة الآنية المتقدمة. ويستخدم سوق أبوظبي للأوراق المالية وبورصة الدار البيضاء وبورصة مسقط أنظمة لمراقبة السوق، فيما تجمع بورصة مسقط بين المراقبة الآنية والتقارير الدورية، بما يعكس التزاماً بالمراقبة المستمرة. أما اعتماد تداول السعودية على البيانات المستمدة من نظام التداول، فيمثل نهجاً متقدماً وآلياً يتناسب مع حجم السوق ومستوى تطوره.

في المقابل، يعتمد سوق دبي المالي جزئياً على عمليات التحقق اليدوية، التي قد تتطلب موارد كبيرة وتكون أقل كفاءة. وتركز البورصة المصرية على الترخيص، والالتزامات، والمراجعات المستمرة للبيانات، والمراقبة الآنية لعمليات التداول، بدلاً من الرقابة المباشرة على السوق. أما بورصة الكويت، فتستخدم أنظمة رقابة داخلية توفر قدرًا من المرونة، لكنها قد تفتقر إلى الشفافية والتوحيد القياسي.

◀ يعكس هذا التباين مجدداً فجوة الرقمنة بين الأسواق العربية؛ إذ تستثمر بعض البورصات الخليجية في تقنيات المراقبة، بينما تظل أسواق أخرى معتمدة على أساليب أكثر تقليدية أو تجزؤاً.

ز - مؤشرات الأداء الرئيسية

البورصة	مؤشرات الأداء الرئيسية
سوق أبوظبي للأوراق المالية	التزامات الامتثال، ونسبة التواجد البالغة 80%، واتساع هامش السعر، والحد الأدنى للقيمة، ومدة التحديث الخاصة بهم
بورصة البحرين	اتساع فارق أسعار العرض والطلب، وقيمة الأوامر، والحد الأقصى للمراكز
بورصة الدار البيضاء	مدة الحضور في السوق، وحجم التداول، والحد الأقصى للمراكز
سوق دبي المالي	فارق أسعار العرض والطلب، وحجم التداول، ومدة الحضور في السوق
البورصة المصرية	الترخيص والالتزامات التشغيلية
بورصة الكويت	الحضور في السوق بنسبة 80% والحد الأقصى لفارق الأسعار
بورصة مسقط	فارق أسعار العرض والطلب، ومدة تحديث الأوامر، والحضور في السوق
بورصة قطر	فارق أسعار العرض والطلب، وحجم عروض الأسعار، ومدة الحضور في السوق
تداول السعودية	فارق أسعار العرض والطلب، وحجم عروض الأسعار، ومدة الحضور في السوق

التحليل:

تكشف مؤشرات الأداء الرئيسية عن مستوى آخر من التباين بين الأسواق. إذ يتابع سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي وبورصة قطر وتداول السعودية مؤشرات تشمل اتساع فوارق أسعار العرض والطلب، وأحجام الأوامر، ومدة الحضور في السوق، بما يعكس توافقاً مع المعايير العالمية المعتمدة لقياس أداء السيولة. كما تضيف بورصة البحرين وبورصة الدار البيضاء حدوداً قصوى للمراكز، بما يوسع نطاق القياس ليشمل التعرض للمخاطر.

وتعتمد بورصة مسقط مدة تحديث الأوامر مؤشراً للأداء، بما يبرز سرعة الاستجابة باعتبارها معياراً رئيسياً، وهو نهج متقدم بالنسبة إلى بورصة أصغر حجماً. أما بورصة الكويت، فتطبق معايير أكثر مرونة، مثل اشتراط الحضور في السوق بنسبة 80%، بما يعكس طبيعة نموذجها الطوعي. وتتميز البورصة المصرية بتركيزها على الترخيص والمعايير التشغيلية بدلاً من مؤشرات الأداء، وهو ما يشير إلى نهج تنظيمي بالدرجة الأولى بدلاً من نهج تحركه اعتبارات السوق.

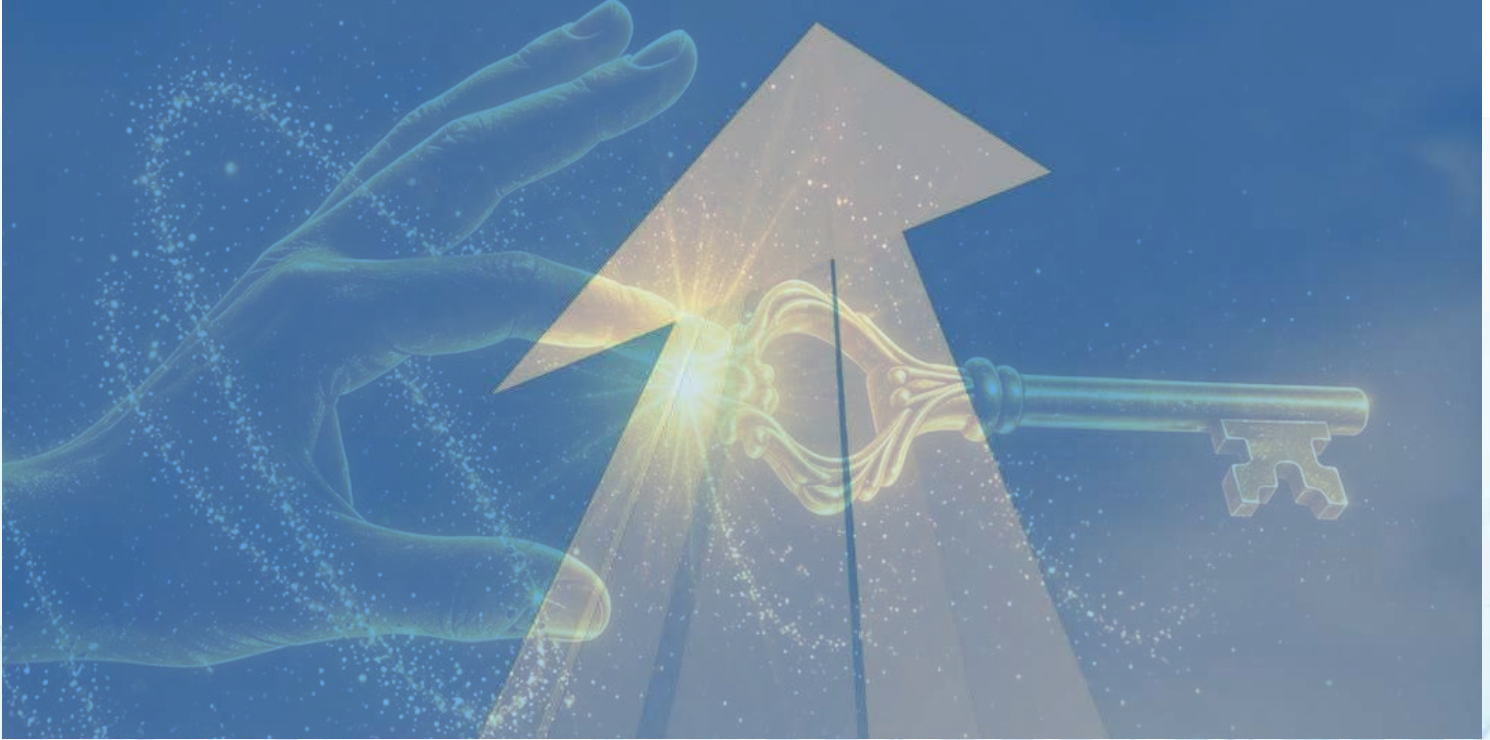
❖ يؤدي غياب التنسيق بين مؤشرات الأداء الرئيسية إلى صعوبة إجراء المقارنات المرجعية. ففي حين تركز بعض البورصات الخليجية بدرجة كبيرة على الأداء، تعتمد أسواق أخرى بصورة أكبر على الامتثال، مما يحد من إمكانية المقارنة بينها على مستوى المنطقة.



5.3 أبرز النتائج المستخلصة من البورصات العربية

يسلّط الاستبيان الضوء على مسار متفاوت السرعة في تطور أطر توفير السيولة في أسواق المال العربية. فمن جهة، تتجه البورصات الخليجية، ولا سيما سوق أبوظبي للأوراق المالية، وسوق دبي المالي، وبورصة البحرين، وبورصة قطر، وبورصة مسقط، وتداول السعودية، بصورة مطردة نحو التقارب مع أفضل الممارسات الدولية. وقد اعتمدت هذه الأسواق برامج منظمة لصانعي السوق، كما أدخل عدد منها ترتيبات لمزوّد السيولة لاستكمال تلك البرامج. وتستند أطرها إلى ما يلي:

- **توسيع قاعدة المشاركين:** تضم هذه الأسواق عادةً ما بين أربعة وخمسة من صانعي السوق المعيّنين، إضافة إلى مزوّد السيولة في بعض الحالات، بما يحد من مخاطر التركّز ويعزّز المنافسة.
 - **التزامات رسمية:** تفرض البورصات الخليجية متطلبات قابلة للإنفاذ تتعلق بالمحافظة على فوارق أسعار العرض والطلب، والحدّ الأدنى لمدة الحضور في السوق، وحجم الأوامر، مما يقربها من المعايير المتوافقة مع مبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO).
 - **مراقبة الأداء:** تستخدم بورصات، مثل سوق أبوظبي للأوراق المالية وبورصة مسقط وتداول السعودية، أنظمة مراقبة السوق والبيانات المستمدة من أنظمة التداول لمتابعة الامتثال آنياً.
 - **حواجز منظّمة:** تُستخدم حسومات الرسوم وتخفيضات العمولات على نطاق واسع، فيما تقدم تداول السعودية حوافز نقدية لمزوّد السيولة، بما يعكس نهجاً مبتكراً.
 - **مؤشرات أداء كمية:** تعتمد الأسواق الخليجية بصورة متزايدة مؤشرات لقياس معدلات الامتثال، واتساع فوارق أسعار العرض والطلب، وأحجام الأوامر، بما يرسّخ تقييماً للأداء يستند إلى مقاييس كمية.
- وتشير هذه الخصائص، مجتمعةً، إلى أن الأسواق الخليجية تبرز بوصفها رائدة إقليمياً في مجال توفير السيولة، وترسي معايير مرجعية يمكن للأسواق الأصغر والأقل تطوراً أن تسعى إلى بلوغها.





في المقابل، اعتمدت مجموعة ثانية من البورصات، تضم البورصة المصرية وبورصة الكويت وبورصة الدار البيضاء، أطر توفير السيولة بصورة جزئية فقط. إذ تعتمد بصورة رئيسية على برامج صانعي السوق من دون وجود برامج موازية لمزوّدي السيولة، أو تعمل وفق نماذج أكثر مرونة وأقل قابلية للإنفاذ. وتتمثل أبرز التحديات التي تواجهها فيما يلي:

- **محدودية عدد المشاركين:** تضم البورصة المصرية، على سبيل المثال، صانع سوق معيّنًا واحدًا فقط، مما يثير مخاوف تتعلق بالتركيز وهشاشة السوق.
- **الترتيبات الطوعية:** تعتمد بورصة الكويت وبورصة قطر المشاركة الطوعية ضمن أطرها، وهو ما يوسّع نطاق المشاركة، لكنه قد يؤدي إلى عدم اتساقها خلال فترات التقلبات.
- **محدودية الحوافز:** تقدم البورصة المصرية وبورصة الدار البيضاء حوافز مباشرة محدودة أو لا تقدمان أي حوافز، مما يقلل من جاذبية المشاركة.
- **فجوات الرقابة:** لا تزال الرقابة تعتمد على الامتثال أكثر من اعتمادها على التكنولوجيا، بما يحد من الشفافية وفعالية الإنفاذ.
- **وأخيراً، يؤكد الاستبيان أن عدداً من البورصات لا يزال في مراحل أولية، من دون وجود أطر رسمية لصانعي السوق أو مزوّدي السيولة. ويعكس ذلك ما يلي:**
- **قيود هيكلية،** مثل انخفاض القيمة السوقية، وضعف السيولة، ومحدودية تنوع المنتجات.
- **قيود مؤسسية،** حيث قد لا تكون القدرات التنظيمية أو التقنية مهيأة بعد لدعم برامج متقدمة لتوفير السيولة.
- **خصائص قاعدة المستثمرين،** إذ تؤدي محدودية أحجام التداول وتركّز المشاركة إلى إضعاف الحوافز اللازمة لإطلاق برامج منظّمة لتوفير السيولة.

وباختصار، تعكس النتائج حالةً من التجزؤ والتفاوت في مستويات النضج. فبينما تعمل الأسواق الخليجية على الاقتراب من المعايير العالمية، لا تزال أسواق إقليمية أخرى في مراحل انتقالية أو أقل تطوراً. ويفرض هذا المسار المتفاوت تحديات على التكامل الإقليمي والاستثمار العابر للحدود وتنسيق الممارسات، لكنه يبرز في الوقت نفسه فرصاً واضحة لنقل المعرفة، وبناء القدرات، ومواءمة السياسات، بقيادة البورصات الأكثر تقدماً.

5.4 مزوّدو السيولة

الفجوات:

- غياب أطر رسمية لصانعي السوق ومزوّدو السيولة في عدد من الأسواق الأصغر حجماً.
- الاعتماد المفرط على صانعي السوق من دون وجود مزوّدو سيولة في بعض الأسواق الكبرى، مثل تداول السعودية والبورصة المصرية وبورصة الكويت.
- تجزؤ برامج الحوافز وعدم اتساقها، بما يحد من جاذبية المشاركة.
- وجود تفاوت كبير في الالتزامات وأدوات الرقابة وتصميم مؤشرات الأداء الرئيسية.
- محدودية التنسيق الإقليمي، بما يقلل من فرص التكامل بين الأسواق.

الفرص:

- إمكانية اضطلاع البورصات الخليجية بدور الأسواق المرجعية إقليمياً، من خلال تبادل الخبرات والمعارف مع البورصات الأخرى.
- إمكانية اعتماد البورصات الأصغر حجماً نهجاً مرحلياً يبدأ بالنماذج الطوعية، ثم ينتقل تدريجياً إلى الأطر القائمة على تعيين المشاركين.
- من شأن تنسيق مؤشرات الأداء الرئيسية ومعايير الرقابة أن يعزز الشفافية ويدعم الاستثمار العابر للحدود.
- يمكن أن يساهم استحداث أطر لمزوّدو السيولة في الأسواق التي تفتقر إليها في تعزيز عمق السيولة وقدرة الأسواق على الصمود بصورة كبيرة.



6. الإطار المقترح لصانعي السوق ومزوّدي السيولة في البورصات العربية

تواجه البورصات العربية فجوات مستمرة في السيولة. ولذلك، يجب أن يعالج أي إطار قوي كلاً من السيولة النظامية على مستوى السوق واحتياجات الجهات المُصدرة الخاصة. ويوفر الهيكل المزدوج، الذي يعمل فيه صانعو السوق بموجب ترتيبات مع البورصات ويتعاقد فيه مزوّدو السيولة مع الجهات المُصدرة، المرونة اللازمة لتحقيق كلا الهدفين.

6.1 نموذج التشغيل والحوكمة

يجمع نموذج التشغيل الموصى به للبورصات العربية بين مزايا صانعي السوق المعيّنين من جانب البورصة ومزوّدي السيولة المتعاقدين مع الجهات المُصدرة، وذلك ضمن هيكل متعدد المستويات يهدف إلى تعزيز عمق السوق، مع الحفاظ على الشفافية والحد من تضارب المصالح.

في المستوى الأول، تنشئ البورصات برامج لصانعي السوق تشمل الأوراق المالية التي تستوفي معايير موضوعية تتعلق بالسيولة والقيمة السوقية. ويطلب من صانعي السوق العاملين بموجب عقود مع البورصة الوفاء بحد أدنى من الالتزامات المتعلقة بتقديم عروض الأسعار، على أن تعالج هذه الالتزامات بحسب فئة الورقة المالية وحجم تداولها. كما يخضع صانعو السوق لتدابير إنفاذ تتخذها البورصة، تشمل الغرامات أو التعليق أو الاستبعاد من البرنامج في حال استمرار عدم الامتثال.

وفي المستوى الثاني، يجوز للجهات المُصدرة إبرام اتفاقيات مع مزوّدي السيولة عندما تكون هناك حاجة أو رغبة في الحصول على دعم إضافي للسيولة. غير أنه يتعين تسجيل هذه الاتفاقيات لدى البورصة وإخضاعها لقواعد الإفصاح التي تكفل مواءمة الحوافز وتحد من احتمالات وجود حالات تضارب مصالح غير معلنة. ويحدد إطار الحوكمة توزيعاً واضحاً للمسؤوليات بين البورصات والجهات التنظيمية والمشاركين في السوق. كما يفرض تقديم تقارير موحدة من صانعي السوق ومزوّدي السيولة، بما يتيح الرقابة الفعّالة ويعزز الشفافية.

باختصار، يبدأ الإطار بالحوكمة؛ فالبورصات هي الجهة الطبيعية لتعيين صانعي السوق والإشراف عليهم، بينما تعتمد الجهات المُصدرة على مزوّدي السيولة للحصول على دعم موجه لأوراق مالية محددة. وتشرف الجهات التنظيمية على المنظومة ككل لضمان توافيقها مع متطلبات حماية المستثمرين والمعايير الدولية.

- ينبغي للبورصات تعيين صانعي السوق بموجب عقود قابلة للإنفاذ، ومراقبة السيولة النظامية على مستوى السوق.
- يجب تسجيل العقود المبرمة بين الجهات المُصدرة ومزوّدي السيولة لدى البورصة والإفصاح عنها لضمان الشفافية.

الجدول رقم 8: نموذج التشغيل المقترح

الجهة	خصائص الحوكمة	لدور
البورصة	عقود قابلة للإنفاذ، وتقارير دورية حول مؤشرات الأداء الرئيسية، والمواءمة مع مبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)	تعيين صانعي السوق وتحديد الالتزامات ومراقبة الأداء
الجهة المُصدرة	تسجيل العقود لدى البورصة والإفصاح عنها	التعاقد مع مزوّدي السيولة لأوراق مالية محددة
الجهة التنظيمية	رقابة مستقلة ومراجعات دورية	الإشراف على نزاهة البرامج

6.2 حوافز صانعي السوق والتزاماتهم

يجب أن يوازن أي برنامج موثوق لصانعي السوق بين الالتزامات والحوافز المجدية المرتبطة بالأداء. وقد تتخذ الحوافز شكل حسومات على الرسوم، أو منح الأولوية في مطابقة الأوامر، أو تقديم دعم مالي مباشر في الأسواق التي تكون فيها السيولة الأولية محدودة بوجه خاص. ومع ذلك، ينبغي أن تتسم جميع الحوافز بالشفافية وأن تكون مشروطة باستيفاء مؤشرات أداء رئيسية محددة مسبقاً، مثل الحد الأقصى لفارق أسعار العرض والطلب، والحد الأدنى لحجم عروض الأسعار، والنسبة المئوية من ساعات التداول التي يتم خلالها الحفاظ على عروض الأسعار.

وينبغي تصنيف الالتزامات إلى فئات أصول مختلفة تعكس خصائص سيولة الأوراق المالية؛ إذ يمكن إخضاع أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة لمتطلبات أكثر صرامة مقابل حوافز أقل، في حين قد تحصل الأوراق المالية للشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة أو المدرجة حديثاً على حوافز أكبر لفترة محدودة للمساعدة على إنشاء سوق نشطة لها. كما ينبغي أن تشمل الآليات الإنفاذ جزاءات متدرجة، وأن تكون الحوافز قابلة للاسترداد في حالات التلاعب المتعمد بالسوق أو عدم الوفاء بالالتزامات.

كما ينبغي لأطر صناعة السوق أن تحدد بوضوح كيفية التعامل مع التزامات تقديم الأسعار في ظل ظروف السوق الاستثنائية أو الضاغطة. ويجوز تخفيف هذه الالتزامات في حالات وقف التداول، أو الانقطاعات الناجمة عن التقلبات الحادة، أو تفعيل قواطع التداول، أو في أي ظروف أخرى يتعذر فيها تقديم أسعار بصورة منظمة ومعقولة. وينبغي أن يخضع أي إعفاء لمعايير واضحة ومحددة مسبقاً، ولإشراف السوق، وأن يطبق بصورة متسقة على جميع صناع السوق.

- ▶ باختصار، يؤدي صانعو السوق دوراً محورياً في توفير السيولة النظامية، وتعتمد فاعليتهم على تحقيق التوازن بين الالتزامات المحددة بوضوح والحوافز المجدية.
- ينبغي أن تشمل الالتزامات تقديم عروض أسعار مستمرة في جانبي الشراء والبيع، والالتزام بحدود فوارق الأسعار، والحد الأدنى لأحجام عروض الأسعار.
- ينبغي أن تتخذ الحوافز شكل حسومات على رسوم التداول، أو الأولوية في قائمة انتظار الأوامر، أو دعم مالي مؤقت للأوراق المالية محدودة السيولة.
- يجوز تخفيف التزامات تقديم الأسعار، وفقاً لقواعد محددة مسبقاً، خلال ظروف السوق الاستثنائية أو الضاغطة.

6.3 الجوانب الاقتصادية لتوفير السيولة

ينبغي لأي إطار ناجح لصانعي السوق ومزودي السيولة أن يقر بأن توفير السيولة لا يمثل التزاماً تنظيمياً أو تعاقدياً فحسب، بل هو أيضاً نشاط اقتصادي. إذ يخصص صانعو السوق ومزودو السيولة رأس المال والتكنولوجيا وقدرات الميزانية العمومية وموارد إدارة المخاطر من أجل توفير إمكانية التنفيذ الفوري لبقية المستثمرين. وتعتمد رغبتهم في تقديم عروض الأسعار بصورة مستمرة على مدى كفاية العائد الاقتصادي المتوقع من هذا النشاط لتعويض المخاطر والتكاليف التي يتحملونها.

وتشمل أبرز عناصر التكلفة والمخاطر: مخاطر المخزون، ومخاطر التقلبات، ومخاطر الاختيار المعاكس، وتكاليف التمويل، وتكاليف اقتراض الأوراق المالية، وتكاليف التكنولوجيا والاتصال، ومتطلبات رأس المال التنظيمي. وإذا كانت الالتزامات المتعلقة بتقديم عروض الأسعار صارمة بصورة مفرطة مقارنة بفارق الأسعار الممكن تحقيقه، وحجم التداول، وحزمة الحوافز المقدمة، فقد يمثل المشاركون للمتطلبات من الناحية الفنية في ظروف السوق العادية، لكنهم قد يقلصون نشاطهم خلال فترات الضغوط أو يعزفون عن المشاركة كلياً.

لذلك، ينبغي للبورصات معايير حدود فوارق الأسعار، والحد الأدنى لأحجام عروض الأسعار، ومتطلبات الحضور في السوق، وفقاً لخصائص السيولة والمخاطر الخاصة بكل ورقة مالية. وينبغي أن تكون الالتزامات قابلة للتطبيق من الناحية الاقتصادية، ولا سيما بالنسبة إلى الأوراق المالية للشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة، أو المدرجة حديثاً، أو شديدة التقلب. كما ينبغي تصميم الحوافز على نحو يردم الفجوة بين المنفعة العامة الناتجة عن تحسين السيولة والتكلفة الخاصة التي يتحملها مزود السيولة.

ولا ينبغي أن يقتصر السؤال الرئيسي على مستوى السياسات على ما إذا كان المشاركون قادراً على تقديم عروض أسعار ضمن فارق سعري محدد، بل يجب أن يشمل أيضاً مدى قدرته على القيام بذلك بصورة مستدامة مع إدارة المخزون، والتقلبات، والتمويل، والاقتراض، والتكنولوجيا، وتكاليف رأس المال. ويتطلب ذلك إجراء مشاورات منتظمة مع المشاركين في السوق وإعادة معايير الالتزامات والحوافز دورياً استناداً إلى ظروف السوق الفعلية.

الجدول رقم 9: العوامل الاقتصادية الرئيسية المؤثرة في توفير السيولة

العامل الاقتصادي	الآثار المترتبة على السياسات	أهميته
مخاطر المخزون	السماح بوضع حدود للمخاطر، وإدارة المراكز، واعتماد أحجام واقعية لعروض الأسعار	قد يراكم صانع السوق أو مزود السيولة مراكز غير مرغوب فيها أثناء استيعاب الاختلالات في الأوامر
مخاطر التقلبات	السماح بتوسيع فوارق الأسعار أو تعديل الالتزامات خلال فترات التقلب	تؤدي التغيرات السريعة الحادة إلى زيادة تكلفة تقديم عروض الأسعار بصورة مستمرة
مخاطر الاختيار المعاكس	معايرة الحوافز بما يعوّض مخاطر عدم تكافؤ المعلومات	قد يتداول مزودو السيولة في مواجهة مستثمرين يمتلكون معلومات أفضل
تكلفة التمويل	ينبغي أن تعكس الحسومات أو أشكال الدعم تكلفة رأس المال المخصص	يتطلب توفير السيولة رأس مال وقدرة كافية في الميزانية العمومية
تكلفة اقتراض الأوراق المالية	دعم أطر إقراض واقتراض الأوراق المالية حيثما كان ذلك مناسباً	قد يتطلب توفير السيولة في جانب البيع إمكانية اقتراض الأسهم وإقراضها
تكلفة التكنولوجيا والاتصال	النظر في تخفيض الرسوم، أو دعم تكاليف الاتصال، أو تقديم حوافز مرتبطة بالبيانات	يتطلب تقديم عروض الأسعار بفاعلية أنظمة وبيانات وبنية اتصال مناسبة
رأس المال التنظيمي	مواءمة الالتزامات مع كثافة رأس المال التي تتطلبها النشاط	تؤثر متطلبات رأس المال في القدرة على تخصيص الموارد لأنشطة صناعة السوق

6.4 اتفاقيات مزودي السيولة مع الجهات المصدرة: الهيكل والضمانات

يمكن لاتفاقيات مزودي السيولة المبرمة مع الجهات المصدرة أن تشكل مكملاً فاعلاً للبرامج التي تقودها البورصات، متى جرى تنظيمها ضمن ضمانات مدروسة بعناية. وينبغي إلزام الجهات المصدرة ومزودي السيولة بالإفصاح عن الشروط الجوهرية لترتيبات توفير السيولة، بما في ذلك مستويات التعويض، ومدة الاتفاقية، وأي شروط للحصرية.

ولضمان إسهام أنشطة مزودي السيولة في دعم الأداء الحقيقي للسوق، ينبغي أن تتجنب الاتفاقيات الترتيبات التي تربط تعويض مزود السيولة مباشرة بمستويات الأسعار المطلقة، وأن تركز بدلاً من ذلك على مؤشرات أداء، مثل المحافظة على عروض أسعار في جانبي الشراء والبيع، وتحقيق تحسينات قابلة للقياس في فوارق الأسعار وعمق السوق، والالتزام بقواعد سلوكية واضحة وشفافة. كما ينبغي أن تتمتع البورصات بصلاحيات مراجعة شروط عقود مزودي السيولة وتعديلها، عند الضرورة، لضمان اتساقها مع مبادئ نزاهة السوق وحماية المستثمرين.

ينبغي أن تحدد اتفاقيات مزودي السيولة دورهم بوضوح، وأن يقتصر هذا الدور على تحسين قابلية الأوراق المالية للتداول من خلال تقديم عروض الأسعار في جانبي الشراء والبيع، وتعزيز عمق سجل الأوامر، وضمان استمرارية التنفيذ، وذلك وفق قواعد واضحة ومحددة مسبقاً. وينبغي ألا يكلف مزودو السيولة أو يشجعوا أو يحصلوا على تعويضات بهدف دعم سعر سهم الجهة المصدرة أو تثبيته أو الدفاع عنه أو التأثير فيه.

كما ينبغي حظر قيام الجهات المُصدرة بتوجيه مزوّد السيولة بشأن توقيت الأوامر أو اتجاهها أو حجمها أو أسعارها. ويتعين على مزوّد السيولة اتخاذ قرارات التداول بصورة مستقلة، استناداً إلى ظروف السوق وحدود المخاطر والتزاماتهم التعاقدية المتعلقة بتوفير السيولة. ويجب أن تقتصر أي اتصالات بين الجهات المُصدرة ومزوّد السيولة على المسائل الإدارية والتعاقدية وإعداد التقارير، وألا تتضمن تعليمات للتداول أو أهدافاً مرتبطة بالأسعار.

ينبغي ربط تعويضات مزوّد السيولة بمؤشرات موضوعية لجودة السيولة، مثل فوارق أسعار العرض والطلب، وعمق سجل الأوامر، والمساهمة في دوران التداول، وجودة التنفيذ، والامتثال للالتزامات المتفق عليها. ويجب ألا ترتبط هذه التعويضات بمستوى سعر سهم الجهة المُصدرة، أو أدائه، أو قيمتها السوقية، أو أهداف التقييم الخاصة بها.

ولتعزيز الشفافية ونزاهة السوق، ينبغي إيداع الاتفاقيات المبرمة بين الجهات المُصدرة ومزوّد السيولة لدى البورصة وإخضاعها لمتطلبات الإفصاح المناسبة. كما ينبغي أن تتمتع البورصات والجهات التنظيمية بصلاحيّة مراجعة عقود مزوّد السيولة، ومراقبة أنشطتهم التداولية، وطلب تقارير دورية، والتدخل عندما تبدو تلك الأنشطة غير متسقة مع نزاهة السوق أو شبيهة بالدعم الاصطناعي للأسعار.

❖ باختصار، يكمل مزوّد السيولة دور صانعي السوق من خلال ضمان استمرار قابلية الأوراق المالية الأقل سيولة للتداول. ومع ذلك، يجب أن تخضع ترتيبات مزوّد السيولة لضمانات واضحة لتجنب تضارب المصالح ومنع أي انطباع بوجود دعم اصطناعي للأسعار.

- ينبغي إيداع الاتفاقيات المبرمة بين الجهات المُصدرة ومزوّد السيولة لدى البورصة، مع الإفصاح بالشكل المناسب عن نطاقها ومدتها والأوراق المالية المشمولة بها وطبيعة التعويضات.
- ينبغي أن يعمل مزوّد السيولة باستقلالية عن الجهات المُصدرة، وألا يتلقوا منها تعليمات تتعلق بتوقيت الصفقات أو اتجاهها أو حجمها أو أسعارها.
- يجب ربط التعويضات بتحسينات قابلة للقياس في جودة السيولة، مثل فوارق الأسعار وعمق السوق وجودة التنفيذ، بدلاً من ربطها بأداء سعر السهم أو أهداف التقييم.
- ينبغي للبورصات والجهات التنظيمية مراقبة أنشطة مزوّد السيولة لضمان اتساق دعم السيولة مع نزاهة السوق، وعدم تشابهه مع عمليات تثبيت الأسعار أو التلاعب بالسوق.



الجدول رقم 10: الهيكل المقترح لاتفاقيات مزوّد السيولة

العنصر	الممارسة الموصى بها
العقد	نموذج موحد يُودع لدى البورصة
التعويض	تموّل الجهة المُصدّرة ويرتبط بمؤشرات الأداء الرئيسية لجودة السيولة
الإفصاح	نشر ملخص للعموم يتضمن شروط الاتفاقية ونطاقها ومدتها والأوراق المالية المشمولة وطبيعة التعويض
الرقابة	مراقبة البورصة للامتثال والأنشطة التداولية
ضمانات منع تضارب المصالح	يجب أن يعمل مزوّد السيولة باستقلالية عن الجهات المُصدّرة، ولا يجوز للجهات المُصدّرة توجيه تعليمات بشأن اتجاه التداول أو توقيته أو حجمه أو سعره؛ وينبغي ربط التعويض بجودة السيولة بدلاً من أداء سعر السهم؛ كما ينبغي للبورصة مراجعة الاتفاقية ومراقبة تنفيذها

6.5 مؤشرات الأداء الرئيسية ومتطلبات إعداد التقارير

ينبغي اختيار مؤشرات الأداء الرئيسية لبرامج صانعي السوق ومزوّد السيولة بما يتيح قياس جودة توفير السيولة واستمراريتها. وتشمل المؤشرات الموصى بها المتوسط المرجّح زمنياً لفارق أسعار العرض والطلب المعلنة خلال فترات محددة، ومتوسط العمق عند أفضل مستويات سجل الأوامر، والنسبة المئوية من وقت التداول التي تتوافر خلالها عروض أسعار نشطة في جانبي الشراء والبيع، ونسب تنفيذ الأوامر المعروضة، والمساهمة في دوران التداول بوصفها نسبة مئوية من إجمالي حجم التداول المنفذ.

وينبغي أن تفرض آليات إعداد التقارير تقديم بيانات مؤشرات الأداء الرئيسية يومياً أو أسبوعياً، إلى جانب نشر تقارير شهرية وربع سنوية مجمّعة تتيح للمشاركين في السوق تقييم فاعلية البرامج. ولأغراض الرقابة التنظيمية، ينبغي أن تحتفظ البورصة بإمكانية الوصول إلى بيانات التداول التفصيلية على مستوى كل تغير سعري، وأن تكون قادرة على إعادة بناء سجلات الأداء التاريخية لكل صانع سوق ومزوّد سيولة. كما يجب تحديد مؤشرات الأداء الرئيسية بدقة لتجنب أي غموض في القياس، وإتاحة إجراء مقارنات متسقة بين البورصات.

باختصار، توفر مؤشرات الأداء الرئيسية معايير موضوعية ضرورية لقياس الفاعلية. وينبغي تقييم صانعي السوق ومزوّد السيولة ضمن إطار متوازن لا يقتصر على السيولة المعروضة، مثل فارق الأسعار والحجم ومدة الحضور، بل يشمل أيضاً السيولة المنفذة، مثل حجم التداول الفعلي، وتنفيذ الأوامر غير المبادرة، والمساهمة في دوران التداول، والحد من الأثر السعري.

- ينبغي تقييم صانعي السوق استناداً إلى مدى مساهمتهم في السيولة النظامية المعروضة.
- ينبغي لمزوّد السيولة إثبات تحقيق تحسينات قابلة للقياس مقارنةً بمستوى الأداء الأساسي للجهة المُصدّرة، بما في ذلك التحسن في فوارق الأسعار وعمق السوق وجودة التنفيذ.

الجدول رقم 11: نماذج لمؤشرات الأداء الرئيسية

فئة مؤشر الأداء	مزودو السيولة	صانعو السوق
فارق أسعار العرض والطلب المعلن	تحقيق انخفاض مقارنةً بالمستوى الأساسي للجهة المصدرة	البقاء ضمن الحدود التي تحددها البورصة
الحضور في السوق	المحافظة على مدة الحضور المتفق عليها وفقاً لخصائص سيولة الجهة المصدرة	المحافظة على عروض أسعار في جانبي الشراء والبيع خلال ساعات التداول المطلوبة
العمق	تحسين العمق مقارنةً بالمستوى الأساسي المسجل قبل إبرام الاتفاقية	الالتزام بالحد الأدنى لحجم الأوامر عند أفضل سعري شراء وبيع، وعند مستويات مختارة من سجل الأوامر
الأثر السعري	تقليص الأثر السعري مقارنةً بالفترة السابقة لتعيين مزود السيولة	خفض تكلفة التنفيذ والأثر في السوق بالنسبة إلى الأوامر الأكبر حجماً
الأداء خلال فترات الضغوط	دعم السيولة خلال حالات الاختلال غير الاعتيادي في الأوامر	استمرارية تقديم عروض الأسعار خلال فترات التقلب
جودة الامتثال	الوفاء بالعقد من دون دعم الأسعار أو الخضوع لتأثير الجهة المصدرة	الوفاء بالالتزامات من دون تقديم عروض أسعار تلاعبية أو شكلية

6.6 تقييم الأثر والرقابة

يُعدّ وجود نظام قوي للرقابة وتقييم الأثر أمراً أساسياً لضمان تحقيق برامج صانعي السوق ومزودي السيولة للمنافع المستهدفة من دون التسبب في آثار جانبية غير مقصودة. وينبغي أن تجمع الرقابة بين أدوات المراقبة الآلية والمراجعات اليدوية الدورية، وأن ترتبط بسياسة إنفاذ واضحة وشفافة.

ينبغي أن يشمل تقييم الأثر قياس خط أساس قبل تنفيذ البرنامج، وإجراء تقييمات دورية متتالية تراعي التغيرات في فوارق أسعار العرض والطلب، وعمق السوق، والتقلبات، ودوران التداول، ومشاركة المستثمرين. كما ينبغي أن تدرس التقييمات ما إذا كانت الحوافز تؤدي إلى تشوهات، مثل وضع طبقات من عروض الأسعار أو تقديم عروض شكلية تسحب خلال فترات الضغوط. وينبغي أن تلتزم البورصات بنشر ملخصات لتقييمات الأثر بهدف المحافظة على الثقة وإتاحة التطوير البناء للسياسات بمرور الوقت.

باختصار، تضمن الرقابة تمتع برامج السيولة بالمصداقية والفاعلية. إذ تتابع البورصات الالتزام بالمتطلبات آتياً، بينما تقيّم الجهات التنظيمية نزاهة البرامج بصورة دورية. كما تعد الشفافية من خلال إعداد التقارير ونشرها عنصراً أساسياً لبناء الثقة.

- ينبغي للبورصات نشر تقارير ربع سنوية حول مؤشرات الأداء الرئيسية للعموم.
- ينبغي للجهات التنظيمية إجراء مراجعات سنوية وإعادة معايرة الالتزامات أو الحوافز عند الحاجة.

ولتفعيل عملية التقييم، يمكن للبورصات اعتماد مجموعة من المؤشرات السابقة واللاحقة للتنفيذ، تغطي مختلف جوانب السيولة، كما هو موضح أدناه.

الجدول رقم 12: مقاييس تقييم أثر برامج صانعي السوق ومزوّدي السيولة

مجال الأثر	الغرض	القياس المقترح
فارق أسعار العرض والطلب	قياس الانخفاض في تكاليف المعاملات	قياس التغيّر في متوسط فوارق الأسعار المعلنة والفعليّة قبل تعيين صانع السوق أو مزوّد السيولة وبعده
عمق السوق	قياس قدرة السوق على استيعاب الأوامر الأكبر حجماً	متوسط القيمة المتاحة عند أفضل سعري شراء وبيع وعند المستويات الخمسة الأولى من سجل الأوامر
جودة التنفيذ	قياس مدى فاعلية السيولة المعروضة والاستفادة منها	نسبة تنفيذ الأوامر، وتنفيذ الأوامر غير المبادرة، ومتوسط تكلفة التنفيذ
التقلبات	قياس مدى إسهام السيولة في تعزيز استقرار السوق	قياس التغير في التقلبات خلال جلسة التداول والأثر السعري
مشاركة المستثمرين	قياس مستوى الثقة الأوسع في السوق	عدد الحسابات النشطة، ومشاركة المستثمرين المؤسسيين، ونشاط المستثمرين الأجانب

الخلاصة

يقترح هذا القسم إطاراً مزدوج المستوى لتوفير السيولة في البورصات العربية، يجمع بين صانعي السوق المعيّنين من جانب البورصات ومزوّدي السيولة المتعاقدين مع الجهات المصدّرة. ويتولى صانعو السوق الوفاء بالتزامات ذات طابع نظامي، تشمل تقديم عروض أسعار مستمرة في جانبي الشراء والبيع، وضبط فوارق الأسعار، والمحافظة على حد أدنى من العمق، مقابل حوافز مثل رسوم الرسوم والأولوية في تدفق الأوامر.

أما مزوّدو السيولة، فيدعمون الجهات المصدّرة بصورة فردية من خلال عقود شفافة تودع لدى البورصات، على أن ترتبط تعويضاتهم بتحسينات قابلة للقياس في فوارق الأسعار ودوران التداول، بدلاً من ارتباطها بمستويات الأسعار. ويعتمد الإطار على تحديد أدوار حوكمة واضحة للبورصات والجهات المصدّرة والجهات التنظيمية، وتوحيد مؤشرات الأداء الرئيسية، ونشر التقارير بشفافية. كما تضمن الرقابة القوية إسهام كلا النموذجين بفاعلية ومصداقية في تعزيز قدرة السوق على الصمود، وثقة المستثمرين، والمواءمة مع مبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية.



7. خارطة طريق التنفيذ

يعتمد نجاح إطار صانعي السوق ومزوّدي السيولة في البورصات العربية على التنفيذ المرحلي. فمن خلال التدرج في التنفيذ على المديين القصير والمتوسط ثم الطويل، تستطيع البورصات اختبار البرامج وتحسينها وتوسيع نطاقها، بالتوازي مع بناء الثقة لدى المشاركين في السوق.

7.1 الإجراءات قصيرة الأجل (من سنة إلى سنتين)

في المرحلة الأولى من التنفيذ، ينبغي للبورصات التركيز على إعداد نماذج تعاقدية موحّدة لصانعي السوق ومزوّدي السيولة، ووضع تعريفات واضحة لمؤشرات الأداء الرئيسية، وإطلاق برامج تدريبية تشمل مجموعة مستهدفة من الأوراق المالية التي تمثل مختلف قطاعات السوق.

وينبغي للجهات التنظيمية إصدار إرشادات بشأن التزامات الإفصاح المتعلقة باتفاقيات مزوّدي السيولة، وإرساء الأساس القانوني لصلاحيات البورصات في مجال الرقابة. كما يُعد بناء القدرات أمراً بالغ الأهمية خلال هذه المرحلة، بما يشمل الاستثمار في البنية التحتية للمراقبة وتدريب موظفي البورصات على قياس الأداء وإنفاذ اللوائح. وينبغي مراقبة البرامج التجريبية عن كثب وإجراء التعديلات اللازمة بسرعة استجابة للنتائج العملية وملاحظات المشاركين في السوق.

الجدول رقم 13: الأولويات قصيرة الأجل

المجال	الإجراءات
البرامج	إطلاق برامج تدريبية تشمل مجموعة مختارة من أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة وصناديق المؤشرات المتداولة
بناء القدرات	تدريب موظفي البورصات على مراقبة السوق وإعداد التقارير المتعلقة بمؤشرات الأداء الرئيسية
الحوكمة	إصدار عقود موحّدة لصانعي السوق ومزوّدي السيولة تتضمن متطلبات إفصاح واضحة



7.2 الإجراءات متوسطة الأجل (من 3 إلى 5 سنوات)

خلال المدى المتوسط، ينبغي توسيع نطاق البرنامج ليشمل مجموعة أكبر من الأوراق المالية، وتحسين هياكل الحوافز استناداً إلى النتائج المستخلصة من البرامج التجريبية. كما ينبغي تشجيع التنسيق الإقليمي بين البورصات العربية بهدف مواءمة معايير البرامج والحد من التعقيدات التي يواجهها المشاركون في السوق عند ممارسة أنشطتهم عبر الحدود.

وينبغي للبورصات والجهات التنظيمية نشر تقييمات الأثر والعمل مع المشاركين في السوق على مراجعة الشروط التعاقدية ومنهجيات القياس وتطويرها بصورة مستمرة. كما ينبغي الاستفادة من الاستثمارات التقنية المنفذة على المدى القصير لأتمتة إعداد تقارير مؤشرات الأداء الرئيسية وإجراءات الإنفاذ، وتحديث الإطار التنظيمي بما يعكس الدروس المستفادة خلال مرحلتَي التجربة والتوسع.



الجدول رقم 14: الأولويات متوسطة الأجل

المجال	الإجراءات
التوسع	توسيع نطاق برامج صانعي السوق ومزوّدَي السيولة ليشمل أسهم الشركات ذات القيمة السوقية المتوسطة والمشتقات المالية
الحوافز	تعديل الحسومات والرسوم استناداً إلى نتائج مؤشرات الأداء الرئيسية
التنسيق الإقليمي	مواءمة المعايير بين البورصات العربية من خلال اتحاد أسواق المال العربية

7.3 الأهداف طويلة الأجل (الأكثر من 5 سنوات)

على المدى الطويل، ينبغي للبورصات العربية أن تسعى إلى إضفاء الطابع المؤسسي على برامج صانعي السوق ومزوّد السيولة، من خلال توفير آليات تمويل مستقرة وتحقيق قابلية التشغيل البيئي على المستوى الإقليمي حيثما كان ذلك ممكناً. وينبغي أن يتمثل الهدف في إنشاء أسواق أكثر عمقا وسيولة، وقادرة على جذب مستويات كبيرة من الاستثمارات المؤسسية والدولية.

وتشمل الأولويات طويلة الأجل أيضاً التطوير المستمر لقدرات مراقبة السوق، ومواصلة البحث في تطورات البنية الجزئية للسوق، والنظر في إمكانية استحداث آليات متقدمة لتوفير السيولة، مثل الحوافز المركزية لتقديم عروض الأسعار لصناديق المؤشرات المتداولة والمشتقات المالية. ويُقاس نجاح الأهداف طويلة الأجل من خلال التحسن المستدام في فوارق أسعار العرض والطلب، وعمق السوق، ومعدلات دوران التداول، وتنوع قاعدة المستثمرين.

الجدول رقم 15: الأولويات طويلة الأجل

المجال	الإجراءات
إضفاء الطابع المؤسسي	إدماج برامج صانعي السوق ومزوّد السيولة ضمن القواعد الدائمة للبورصات
التكامل العالمي	استقطاب مزوّد السيولة الدوليين والمستثمرين المؤسسيين الأجانب
قابلية التشغيل البيئي إقليمياً	تطوير مجمّعات سيولة مشتركة بين الأسواق لصناديق المؤشرات المتداولة والإدراجات المزدوجة

الخلاصة

على المدى القصير، ينبغي للبورصات إطلاق برامج تجريبية تشمل أوراقاً مالية مختارة، مدعومة بعقود موحّدة وقدرات معززة لمراقبة السوق. أما على المدى المتوسط، فينبغي التركيز على توسيع نطاق التغطية ليشمل مزيداً من فئات الأصول، وإعادة معايرة الحوافز استناداً إلى الأداء، ومواءمة القواعد من خلال التنسيق الإقليمي تحت مظلة اتحاد أسواق المال العربية. وعلى المدى الطويل، ينبغي أن تصبح أطر توفير السيولة جزءاً دائماً من القواعد التنظيمية للبورصات، وأن تستقطب المشاركين الدوليين، وتدعم قابلية التشغيل البيئي إقليمياً من خلال الأوراق المالية المدرجة عبر أسواق متعددة وصناديق المؤشرات المتداولة، بما يعزز مكانة البورصات العربية كأسواق قادرة على المنافسة عالمياً وتتمتع بالمرونة والقدرة على الصمود.



8. الخاتمة والتوصيات المتعلقة بالسياسات

تُعَدُّ السيولة أساس كفاءة أسواق المال وقدرتها على الصمود. ففي غيابها، يواجه المستثمرون فوارق واسعة بين أسعار العرض والطلب، وفرصاً محدودة للتداول، وتكاليف تنفيذ أعلى. وبالنسبة إلى البورصات العربية، لا تمثل معالجة تحديات السيولة إصلاحاً تقنياً فحسب، بل تعد أيضاً أولوية استراتيجية لاستقطاب المستثمرين المؤسسيين، والاندماج في الأسواق العالمية، ودعم التنمية الاقتصادية المحلية. وتؤكد الأدلة المعروضة في هذه الورقة أهمية إنشاء إطار منظم لصناعي السوق ومزوّد السيولة، يجمع بين أفضل الممارسات الدولية وواقع الأسواق الإقليمية.

يوفر النموذج المزدوج المستوى المقترح، الذي يتعاقد بموجبه صانعو السوق مع البورصات ومزوّدو السيولة مع الجهات المصدرة، نهجاً متوازناً لتعزيز كل من السيولة النظامية وعمق السوق الخاص بالجهات المصدرة. إذ يساهم صانعو السوق في تعزيز الاستقرار من خلال المحافظة على عروض أسعار مستمرة وتضييق فوارق أسعار العرض والطلب عبر مختلف فئات الأصول، بينما يضمن مزوّدو السيولة استمرار قابلية الأوراق المالية للجهات المصدرة الأصغر حجماً أو الأقل سيولة للتداول، وتعزيز حضورها في السوق وثقة المستثمرين بها. ويمكن لهذين الدورين، معاً، إحداث تحول في واقع السيولة في الأسواق العربية، شريطة إخضاعهما لحوكمة سليمة وحواجز مناسبة ورقابة فعّالة.

ويبرز تحليل دراسات الحالات العالمية العناصر الرئيسية التي ينبغي للبورصات العربية اعتمادها، والمتمثلة في الهيكل المزدوج للنظام الأمريكي، الذي يجمع بين الالتزامات المحددة والمنافسة في توفير السيولة، وتركيز النموذج الأوروبي على الشفافية والتوازن التنظيمي، والمرونة والنهج الهجينة المتبعة في منطقة آسيا والمحيط الهادئ. وتشير الدروس المستفادة من هذه الأسواق إلى ضرورة تنسيق الالتزامات، واعتماد حوافز قائمة على الأداء، وضمان الشفافية في برامج السيولة التي تقودها البورصات وتلك التي تبادر إليها الجهات المصدرة.

ولا تقل أهمية عن ذلك الأدلة العملية المستمدة من الأسواق العربية نفسها. إذ يكشف استبيان اتحاد أسواق المال العربية أن برامج السيولة الحالية لا تزال متجزئة، مع تفاوت في تطبيق مؤشرات الأداء الرئيسية، واختلاف مستويات مشاركة البورصات، ومحدودية التنسيق بين الأنظمة القانونية والتنظيمية. ومن خلال مواءمة القواعد مع مبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) وتنسيقها إقليمياً، يمكن للبورصات العربية الانتقال من الحلول الجزئية إلى إنشاء إطار إقليمي متماسك يستقطب المستثمرين المحليين والدوليين على حد سواء.

وتؤكد التوصيات المتعلقة بالسياسات المنبثقة من هذه الدراسة أربعة مجالات ذات أولوية:

- **تصميم الإطار:** اعتماد نظام متعدد المستويات يخضع فيه صانعو السوق للمساءلة أمام البورصات، ويعمل فيه مزوّدو السيولة بموجب عقود شفافة مع الجهات المصدرة ومسجلة لدى البورصة.
- **الحوافز والالتزامات:** تحقيق التوازن بين الالتزامات الصارمة المتعلقة بتقديم عروض الأسعار والحوافز القائمة على الأداء، بما يضمن مكافأة المشاركين على مساهماتهم الحقيقية والمستدامة اقتصادياً في توفير السيولة، بما في ذلك السيولة المنفذة، بدلاً من الاكتفاء بالحضور في سجل الأوامر.
- **الرقابة والشفافية:** وضع مؤشرات أداء رئيسية موحدة تشمل السيولة المعروضة والمنفذة، وإنفاذ الالتزامات من خلال المراقبة الآنية، ونشر تقارير أداء مجمعة لتعزيز الثقة في السوق.
- **التنسيق الإقليمي:** العمل من خلال اتحاد أسواق المال العربية على مواءمة معايير البرامج بين البورصات العربية، والحد من التعقيدات التي يواجهها المشاركون عبر الحدود، وتشجيع إنشاء مجمعات سيولة إقليمية، ولا سيما لصناديق المؤشرات المتداولة والإدراجات المزدوجة.

وعلى المدى الطويل، لن يقتصر أثر الإطار المصمم جيداً لصانعي السوق ومزوّدو السيولة على تضييق فوارق أسعار العرض والطلب أو زيادة دوران التداول، بل سيساهم في بناء الثقة في البورصات العربية، وتعزيز عملية اكتشاف الأسعار، وتقوية قدرتها على مواجهة التحديات. والأهم من ذلك، أنه سيعزز قدرة الأسواق العربية على المنافسة بفاعلية أكبر على الصعيد العالمي، واستقطاب التدفقات الاستثمارية المؤسسية، ودعم الأهداف الأوسع للتنويع الاقتصادي وتطوير أسواق المال في المنطقة.

تأليف

د. فادي قانصو

الأمين العام

اتحاد أسواق المال العربية

البريد الإلكتروني: fadi.kanso@arab-exchanges.org

شارع سعيد فريخة، مبنى ساحة الحازمية، الطابق الرابع، الحازمية – لبنان

الموقع الإلكتروني: www.arab-exchanges.org

مساهمة

صقر اصلان

الرئيس التنفيذي لعمليات البورصة

سوق أبوظبي للأوراق المالية

رئيس لجنة تطوير قواعد العمل وأسواق المال

اتحاد أسواق المال العربية

البريد الإلكتروني: AsllanS@adx.ae

برج لاند مارك، شارع الحصن - المركزية الغربية، الكورنيش - أبوظبي

الموقع الإلكتروني: www.adx.ae/ar-AE

مساهمة

جو هاشم

محلل أبحاث أول

اتحاد أسواق المال العربية

البريد الإلكتروني: joe.hachem@arab-exchanges.org

شارع سعيد فريخة، مبنى ساحة الحازمية، الطابق الرابع، الحازمية – لبنان

الموقع الإلكتروني: www.arab-exchanges.org

تصميم

أحمد الإزمرلي

المدير الفني

اتحاد أسواق المال العربية

البريد الإلكتروني: ahmad.ezmerly@arab-exchanges.org

شارع سعيد فريخة، مبنى ساحة الحازمية، الطابق الرابع، الحازمية – لبنان

الموقع الإلكتروني: www.arab-exchanges.org



AFCM
ARAB FEDERATION OF
CAPITAL MARKETS