

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد بوضياف - المسيلة

ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية
علوم التسيير
فرع: علوم تجارية
تخصص: مالية وتجارة دولية



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم تجارية
رقم:

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

إعداد الطالب:

- رماضنية خليل -

دور صناع السوق في تدفقاته التجارية الدولية والأسواق المالية الدولية

- دراسة حالة الأسواق الأوروبية -

2024-2004

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	أ.د/ فرحات عباس
مشرفا ومحررا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	أ.د/ عيسى بدرولي
مناقش	جامعة محمد بوضياف المسيلة	أ.د/ مصطفاوي الطيب

السنة الجامعية: 2025/2024

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِيْمِ
اللّٰهُمَّ اسْمُكْنِنِي فِي سَمَاءِكَ وَمُنْزِلِكَ
وَمُنْزِلِ الْمُرْسَلِينَ
وَمُنْزِلِ الْمُنْذَرِينَ
وَمُنْزِلِ الْمُنْذَرِينَ

١٤٣٨

شكراً وعرفان

نتقدّم بخالص عبارات الشكر وعظيم الامتنان إلى أستاذنا المشرف
الدكتور عيسى بدروني ، على ما قدّمه لنا من دعم علمي وتوجيهات
قيمة، كان لها الدور البارز في توجيهنا خلال مختلف مراحل هذا
البحث. لقد كان لأبوته العلمية، وصبره، وسعة صدره، الأثر الكبير في
تحاوز الصعوبات وتحقيق هذا العمل في صورته النهاية.

كما نتوجّه بجزيل الشكر والتقدير إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة
الأفضل، على تفضيلهم بقبول مناقشة هذه المذكرة، وعلى ما يبذلوه من
ملاحظات علمية ومداخلات بناءة، تغنى البحث

فلكلم منا جميّعاً كل التقدير والعرفان، سائلتين الله أن يجزيكم عننا خير
الجزاء.

إهدا

إلى من كان دوماً سنداً وعوناً،

إلى من آمن بي ووقف بجانبي في كل مراحل هذا المشوار،

أهدى لك هذه المذكرة تقديرًا وامتنانًا لما قدمته من دعم وتشجيع إلى أبي وأمي، نبض قلبي وسبب
نجاحي،

إلى إخوتي الأعزاء، أنتم العون والسنن بعد الله،

أهدى لكم هذه المذكرة عربون حب وامتنان، فبدعمكم يزهر الطريق

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

اهداء	
شكر و عرفان	
مقدمة	أ
الفصل الأول: الاطار النظري لصناعة السوق و التجارة الدولية	8
المبحث الأول - صناعة السوق وصانع السوق	8
المطلب الأول: مفهوم صانع السوق	8
المطلب الثاني : أنواع صانعي السوق	10
المطلب الثالث : أشكال إنشاء صانع السوق و تراخيصه	12
المبحث الثاني التجارة الدولية وأدواتها	14
المطلب الأول: التجارة الدولية	15
المطلب الثاني : أهمية التجارة الدولية	18
المطلب الثالث : أدوات سياسة التجارة الدولية	18
المبحث الثالث : الأثر الكلي لصناع السوق	21
المطلب الأول : أثر صناع السوق في تدفقات رؤوس الأموال	22
المطلب الثاني: تحسين السيولة وتيسير تدفقات المال	24
المطلب الثالث : المخاطر والتحديات لصناعة السوق عبر فئات الأصول المختلفة	26
أولاً : أنواع الأسواق	26
ثانياً : نموذج العمل والعمليات لصانعي السوق	28
ثالثاً : الأثر العالمي والجدل المحيط بصانعي السوق	29
خلاصة	36
الفصل الثاني : دراسة اثر صناع السوق في الأسواق المالية الدولية	38
المبحث الأول: دراسة تطورات السيولة الأسواق المالية الدولية	38
المطلب الأول: تطورات سيولة السوق	40
المطلب الثاني : تطورات السيولة في الأسواق النقدية	47
المطلب الثالث: المطلب الثالث: مخزونات صانعي السوق المؤشرات الكمية للسلوك التداولي والسيولة	50
البحث الثاني: صانعو السوق وتأثيرهم على سيولة السوق — نتائج دراسة ESRB	54
المطلب الأول : أثر صناع السوق في مستويات السيولة في منطقة اليورو (2020–2024)	55
المطلب الثاني : أثر صناع السوق على الإنتاجية الكلية للشركات في منطقة اليورو	57
المطلب الثالث : أثر صناع السوق على محافظ شركات التأمين ومستويات السيولة بعد تطبيق الحسومات في منطقة اليورو (2020–2024)	58
المبحث الثالث : أثر صناع السوق في التجارة الدولية	63
المطلب الأول: توفير السيولة وتسرير المعاملات الدولية	64

65.....	المطلب الثاني: استقرار الأسعار وتقليل التقلبات.
66.....	المطلب الثالث: تسهيل التحوط وإدارة المخاطر.....
67	خلاصة
68	خاتمة.....
70	قائمة المصادر والمراجع.....
	اللاحق.....
	ملخص:.....

جدول الأشكال

42	الرسم البياني رقم (1) فروق أسعار العرض والطلب نسبةً إلى السعر المتوسط
44	الرسم البياني (2) : نسبة أميهد في المنطقة الأوروبية 2004-2015
45	الرسم البياني (3) : فروق العرض والطلب على سندات الشركات
47	الرسم البياني (4) : الأسواق النقدية مقابل المشتقات
49	الرسم البياني (5) : صناديق الاستثمار في الاتحاد الأوروبي - صافي قيم الأصول

المقدمة

مقدمة

شهدت الأسواق المالية تطويراً جذرياً في بنيتها التنظيمية وأدوات عملها خلال العقود الأخيرة، نتيجةً للتقدم التكنولوجي المتتسارع، وزيادة تعقيد الأدوات المالية، وتغير طبيعة المستثمرين وتوجهاتهم. في خضم هذه التحولات، بُرِز صانعو السوق (Market Makers) كأحد الركائز الأساسية التي تقوم عليها كفاءة الأسواق الحديثة، وذلك نظراً لدورهم الحيوي في توفير السيولة، وضمان استقرار الأسعار، وتقليل فروقات العرض والطلب، خصوصاً في الأسواق التي تتسم بالنقلبات العالية أو انخفاض حجم التداول.

لقد أضحت وظيفة صانع السوق بمثابة العمود الفقري للعديد من البورصات العالمية، حيث يتکفل هؤلاء اللاعبون الماليون بإيجاد سوق نشط من خلال عرض أسعار الشراء والبيع بشكل مستمر، حتى في ظل نقص السيولة من قبل المستثمرين الطبيعيين. وبفضل هذا الدور، فإنهم يسهمون في تقليل الوقت اللازم لتنفيذ الأوامر وتحسين جودة التسعير، مما يؤدي إلى تعزيز ثقة المستثمرين وزيادة حجم التداول العام.

ومع التقدم التكنولوجي ودخول الخوارزميات والذكاء الاصطناعي في مجالات التداول، تطور مفهوم صانع السوق من كيانات بشرية تقليدية إلى منظومات تقنية متقدمة تُعرف بـ صانعي السوق الآليين (Automated Market Makers)، الذين يعملون وفق خوارزميات محددة لضبط الأسعار وتوفير السيولة في الوقت الحقيقي. وقد أصبح هؤلاء من الأعمدة الأساسية في الأسواق الرقمية واللامركزية، لاسيما في بروتوكولات التمويل اللامركزي (DeFi) المعتمدة على تقنية البلوك تشين.

ومن جهة أخرى، أفرزت الأسواق المالية المعاصرة فئات جديدة من صانعي السوق مثل "صانعي السوق المعينين" (Designated Market Makers)، الذين يُكلّفون من قبل البورصات للقيام بمهمة خاصة تمثل في ضمان توفر السيولة لأدوات مالية معينة وفق التزامات تنظيمية محددة، لضمان استقرار السوق وتقليل الفجوات السعرية. وتُعد هذه الفئة من أبرز الجهات التنظيمية الفاعلة في أسواق الأسهم العالمية، مثل بورصة نيويورك (NYSE).

وفي السياق ذاته، لم تكن أسواق العملات الرقمية بمنأى عن هذه التحولات، إذ نشأت فيها كيانات تُعرف بـ"صانعي السوق في العملات المشفرة"، وهم أطراف تعمل على توفير السيولة في البورصات الرقمية غير المركزية، مستخدمين تقنيات وآليات فريدة من نوعها، تتناسب مع طبيعة هذه الأسواق النامية، وتحدياتها المرتبطة بالتقلب العالي وضعف الأطر التنظيمية.

بناءً على ما سبق، تبرز الحاجة الماسة إلى دراسة موضوع صانعي السوق بمختلف أنواعهم، لا سيما في ظل تضاعف دورهم في تحقيق الكفاءة السوقية وتقليل المخاطر المرتبطة بالسيولة. كما أن تنوع الفئات العاملة ضمن هذا الإطار، وتدخل وظائفها، يفرضان إجراء تحليل مقارن يُبرز الفروقات الوظيفية والتقنية والتنظيمية بينها، وهو ما تسعى هذه الدراسة إلى معالجته من خلال مقاومةً أكاديمية ومنهجية شاملة، تعتمد على تحليل النماذج الواقعية والدراسات الحديثة، وتستهدف تقديم فهم عميق لدور صانعي السوق في العصر المالي الرقمي المعاصر.

إشكالية الدراسة

تُعد السيولة والاستقرار السعري من أبرز محددات كفاءة الأسواق المالية الحديثة، وتتدخل في تحقيقهما مجموعة من العوامل، من أهمها وجود صناع السوق الذين يُعدون محوراً رئيساً في دعم النشاط التداولي، وتقليل فجوات الأسعار، وتعزيز فعالية تنفيذ الأوامر، ومع تنوع أنواع صناع السوق وظهور نماذج جديدة مدفوعة بالتقنيات الحديثة، مثل صناع السوق الآليين وصناع السوق في أسواق العملات الرقمية، تبرز الحاجة الملحة إلى فهم دقيق لوظائف هذه الفئات المختلفة وتأثيرها المتباين على أداء الأسواق المالية.

وتكون الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة في طرح السؤال الآتي:

ما دور صناع السوق في تحسين أداء التجارة الدولية والأسواق المالية من حيث السيولة، والاستقرار السعري، وكفاءة التنفيذ؟

ويتفرع من هذا السؤال المركزي عدد من التساؤلات الفرعية التي تُساهم في بلورة الإشكالية وتحليل أبعادها، من بينها:

- ما مدى اختلاف الوظائف والآليات التشغيلية بين صناع السوق التقليديين، والمعينين، والآلين، وفاعلية الأسواق الرقمية؟
- كيف يسهم صناع السوق في تعزيز سيولة أدوات الدين، مثل السندات السيادية وسندات الشركات؟
- ما هو تأثير وجود صناع السوق على الاستقرار المالي في الأزمات، خاصة ضمن سياقات الأسواق الأوروبية كما تعكسها بيانات المسح الأوروبي (SESFOD)؟

فرضيات الدراسة

- توجد فروق جوهرية بين فئات صناع السوق (التقليدي، المعين، الآلي، الرقمي) من حيث الوظائف التي يضطلعون بها، والآليات التشغيلية، والإطار التنظيمي الحاكم لكل فئة.
- يسهم وجود صناع السوق بشكل ملموس في تعزيز سيولة أدوات الدين – ولا سيما السندات السيادية وسندات الشركات – عبر توفير أوامر بيع وشراء مستمرة في السوق الثانوي.
- يفضي تدخل صناع السوق إلى دعم الاستقرار المالي خلال فترات الأزمات، إذ يقلل من حدة التذبذبات السعرية ويعزز آليات التسعير العادل في الأسواق المنظمة، وبخاصة في الأسواق الأوروبية.

أهداف الدراسة

- توضيح المفهوم العام لصانعي السوق، وبيان تصنيفاتهم.
- تحليل دور كل نوع من صانعي السوق في الأسواق المالية.
- دراسة النماذج العالمية الرائدة مثل "أوبتيفر" لفهم أثر صانع السوق في الأسواق المتقدمة.
- استعراض التحديات والفرص المرتبطة بصناعة السوق في بيئة العملات الرقمية.

أهمية الدراسة

تبغ أهمية هذه الدراسة من كونها تتناول موضوعاً حيوياً في الاقتصاد المالي المعاصر، خاصة في ظل التحول الرقمي الكبير في أسواق التداول. كما تسلط الضوء على آليات غير تقليدية بدأت تحل محل النماذج الكلاسيكية في تنظيم السوق، مما يجعل هذه الدراسة مساهمة نوعية في الأدبيات المالية والاقتصادية.

أسباب اختيار الموضوع

الأسباب الذاتية:

- اهتمام الباحث بالمجالات المالية والتكنولوجية المعاصرة.
- الرغبة في فهم آليات التداول العميقه وآثارها على استقرار الأسواق.

الأسباب الموضوعية:

- حداثة الموضوع وقلة الدراسات العربية المتخصصة فيه.
- الأهمية المتزايدة لصانعي السوق في ظل تقلبات الأسواق العالمية والرقمية.

منهج الدراسة

تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي في هذه الدراسة، حيث يتم وصف وتحليل أنواع صانعي السوق، مع الاستناد إلى مصادر علمية وتقارير مؤسسات مالية عالمية. كما يتم دعم التحليل بنماذج تطبيقية واقعية لشركات ناشطة في هذا المجال.

الفصل الأول

الإطار النظري لصناعة السوق والتجارة الدولية

المبحث الأول صناعة السوق وصانع السوق

المطلب الأول: مفهوم صانع السوق

المطلب الثاني : أنواع صانعي السوق

المطلب الثالث : أشكال إنشاء صانع السوق و تراخيصه

المبحث الثاني التجارة الدولية وأدواتها

المطلب الأول: التجارة الدولية

المطلب الثاني : أهمية التجارة الدولية

المطلب الثالث : أدوات سياسة التجارة الدولية

المبحث الثالث : الأثر الكلي لصناع السوق

المطلب الأول : أثر صناع السوق في تدفقات رؤوس الأموال

المطلب الثاني: تحسين السيولة وتسييل تدفقات المال

المطلب الثالث : المخاطر والتحديات لصناعة السوق عبر فئات الأصول المختلفة

الفصل الأول: الاطار النظري لصناعة السوق و التجارة الدولية

يُعد هذا الفصل الأساس الذي تقوم عليه الدراسة، حيث يتناول المفاهيم النظرية والتأطيرية المتعلقة بـ صانع السوق، وذلك لفهم خلفياته الاقتصادية والمؤسساتية، ودوره في بناء أسواق مالية مرنّة ومنظمة. يبدأ الفصل بتعريف صانع السوق، وشرح أنواعه المختلفة، كالآليين والمُعينين وممارسي السوق في العملات الرقمية. كما يتم التطرق إلى دراسة حالة شركة "أوبتيفر" كمثال عملي على فاعلية النموذج.

ثم يتطرق الفصل إلى العلاقة بين صناع السوق والتجارة الدولية، ويشرح الأدوات المستخدمة في السياسة التجارية مثل الرسوم الجمركية والتدابير غير التعريفية، وكيف تساهم هذه الآليات في تشكيل بيئه السوق التي يتحرك فيها صانعو السوق. كما يناقش الفصل أثر تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وتأثير صناع السوق في توجيه هذه التدفقات.

في الشق الأخير من هذا الفصل، يتم التطرق إلى الأثر الكلي لـ صناع السوق على السوق المالية، بما يشمل تحسين السيولة وتسهيل العمليات المالية، مع معالجة للمخاطر البيئية والتنظيمية المرتبطة بهذه الممارسات، ثم يتم تحليل المخاطر والتحديات المحتملة.

المبحث الأول - صناعة السوق وصانع السوق

يهدف هذا المبحث إلى بناء أساس نظري دقيق لمفهوم صناعة السوق، وتحديد الجهات التي تلعب دور "صانع السوق" ضمن بيئات مالية مختلفة. من المهم في هذا الإطار فهم الخصائص التي تميز صانع السوق عن غيره من المتعاملين، وما الذي يجعله طرفاً مؤثراً في توفير السيولة وتعديل الأسعار. كما يتناول المبحث أنواع المختلفة من صانعي السوق، سواء في السياقات الكلاسيكية للأسواق المالية أو في البيئات الرقمية الناشئة مثل العملات المشفرة.

المطلب الأول: مفهوم صانع السوق

ينطلق هذا المطلب من توضيح المفاهيم الأساسية لـ صانع السوق، مبيناً الخلفيات النظرية التي نشأ منها، والوظائف التي يؤديها ضمن نظام السوق. كما يقدّم تصنيفات منهجية لـ صانعي السوق بحسب نوع الأصول أو طريقة التشغيل، ويعرف بـ صانع السوق الآلي والمُعين،

مع إعطاء لمحة عن صانعي السوق في عالم العملات المشفرة، والأنظمة الترخيصية المعتمدة بها.

1- مفهوم صناعة السوق

هي النشاط الذي يقوم على تقديم أسعار مستمرة لشراء وبيع أوراق مالية معينة بهدف زيادة سيولتها¹. ويتولى صانع السوق هذه المهمة من خلال عرض سعرين؛ سعر شراء وسعر بيع، مع الاحتفاظ بفارق سعر معقول يحقق له ربحاً مقابل توفير السيولة المطلوبة.

2- صانع السوق: هو الطرف المقابل لعميله، لا يعمل وسيطاً أو وصياً، بل يتحمل المخاطر المالية لمعاملاتهم وفق سياسات تضم موازنة أحجام التعاملات والتحوط عبر توفير السيولة ورأس المال، طبقاً لتقديراته الخاصة². وتعتمد العلاقة بين صانع السوق والعملاء أساساً على قوى العرض والطلب في السوق.³

يكون صانع السوق عادةً بنكاً، أو مؤسسة مالية، أو تحالفاً من بنوك ومؤسسات مالية تمتاز بإمكانات مالية ضخمة تمكّنها من الحفاظ على التوازن في السوق، بالتدخل بالشراء عندما تهبط أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، أو بالبيع عندما ترتفع الأسعار إلى مستويات مبالغ فيها.⁴

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 46 لسنة 2012م بشأن نظام صانع السوق، الإمارات العربية المتحدة، 2012، ص. 02.

² مفلح عياش، ”ما هو صانع السوق“، جريدة الاتحاد الاقتصادي، العدد الصادر في 14 شعبان 1428هـ/27 أغسطس 2007. اطلع عليه في 2025/05/04 <http://classic.easy-forex.com/en/Forex.online1.aspx>

³ عبد الرحمن إسماعيل، ”إصدار نظامي صانع السوق والبيع على المكشوف قبل نهاية 2011“، جريدة الاتحاد، 2011، متاح على: <http://www.alittihad.ae/details.php?id=92777&y=2011> اطلع عليه في 2025/05/03.

تكمّن أهمية صناع السوق في الحفاظ على توازن السوق المالي، لا سيما على أسمهم منتقاة تتمتع بتأثير مباشر على أسعار مؤشرات الأسواق، مما يقيّد التقلبات الحادة ويسهم في تحقيق توازن فعال ومستدام.

صانعو السوق هم وسطاء ماليون أو مؤسسات مالية يشاركون بنشاط في شراء وبيع الأوراق المالية أو الأدوات المالية الأخرى بأسعار معينة. ويلعبون دوراً بالغ الأهمية في توفير السيولة للأسواق من خلال ضمان وجود مشترين وبائعين باستمرار لمختلف الأصول.¹

تعود جذور مفهوم صناعة السوق إلى الممارسة الأساسية المتمثلة في موازنة العرض والطلب من خلال تحديد الأسعار الملائمة. في أوقات التقلبات السوقية، يتتحمل صانعو السوق عبء الحفاظ على الاستقرار وتوفير السيولة، مما يعرضهم لمخاطر كبيرة. ويتم تعويضهم أساساً من خلال الفارق بين سعر الشراء والبيع (السبيريد)، الذي يساعدهم على تعويض المخاطر التي يتحملونها.²

وقد تطور دور صانعي السوق بالتوازي مع تطور الأسواق المالية نفسها، حيث انتقلت من تجمعات غير رسمية إلى بورصات منظمة، ثم من التداول التقليدي المباشر إلى منصات إلكترونية متطرفة. هذا التحول أدى إلى تسريع التداول وزيادة الوصول إلى الأسواق، مما تطلب من صانعي السوق التكيف مع هذه التغييرات.³

المطلب الثاني : أنواع صانعي السوق

تشغل فئة صانعي السوق دوراً محورياً في تعزيز كفاءة الأسواق المالية من خلال توفير السيولة وتنقليل الفجوات بين العرض والطلب. وقد تطور هذا المفهوم ليشمل عدة نماذج مختلفة بحسب طبيعة السوق وأدوات التداول المعتمدة فيه، حيث يمكن تصنيف صانعي السوق إلى

¹ Madhavan, Ananth. Market Microstructure: A Survey. *Journal of Financial Markets* 3, no. 3 (2000): 205–258.

² O'Hara, Maureen. *Market Microstructure Theory*. Cambridge, MA: Blackwell Publishers, 1995.

³ Domowitz, Ian. "Electronic Trading in Futures Markets." *The Journal of Finance* 48, no. 4 (1993): 1549–1571

ثلاثة أنواع رئيسية: صانعو السوق الآليون، صانعو السوق المعينون، وصانعو السوق في أسواق العملات المشفرة.

1- صانعو السوق الآليون (Automated Market Makers - AMMs)

يُعد صانعو السوق الآليون أحد الابتكارات التقنية التي جاءت بها أسواق التمويل اللامركزي (DeFi)، حيث تعتمد هذه النماذج على خوارزميات رياضية تنظم عمليات تسعير الأصول وتوفير السيولة ضمن مجموعات يُطلق عليها "مجموعات السيولة" (liquidity pools). ويقوم مبدأ عمل هذه الآلية غالباً على استخدام نموذج تسعير ثابت، مثل المعادلة $x \times y = kx^y$ ، لضبط توازن الأسعار بين زوجين من الأصول.¹

يتميز هذا النوع بإتاحة الفرصة لأي مستخدم أن يصبح مزوداً للسيولة مقابل حواجز محددة، إلا أن ذلك لا يخلو من المخاطر، وعلى رأسها "الخسارة المؤقتة" (impermanent loss) التي قد يتعرض لها المزود في حال تغيير الأسعار بشكل كبير

2- صانعو السوق المعينون (Designated Market Makers - DMMs)

يُعرف هذا النموذج في البورصات التقليدية التي تعتمد هيكلًا مركزياً للتداول، مثل بورصة نيويورك (NYSE). وتكمن وظيفة صانعي السوق المعينين في ضمان وجود مستمر لعروض البيع والشراء للأوراق المالية المكلفين بها، مما يعزز من عمق السوق ويوفر استقراراً في الأسعار.²

ويمتاز هؤلاء الفاعلون باستخدام أنظمة تداول متقدمة تجمع بين الكفاءة البشرية والدقة الخوارزمية، مما يتيح لهم الاستجابة لเคลبات السوق في اللحظات الحرجية بسرعة وكفاءة.³

¹ 0x. "What is an automated market maker (AMM)."?

² Liquidity-provider.com. "Designated Market Maker (DMM) – What Role Does it Play."?

³ NYSE Market Model (NYSE.com).

3- صانعو السوق في العملات المشفرة (Crypto Market Makers)

يُعد صانعو السوق في مجال العملات الرقمية جزءاً أساسياً من بنية منصات التداول، سواء كانت مركبة أو لا مركزية. ويُمكن دورهم في تسهيل عمليات الشراء والبيع من خلال توفير عروض أسعار ثابتة نسبياً، مما يساعد في الحد من تقلبات السوق. إلا أن بعض الجهات التنظيمية، وعلى رأسها هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC)، وجهت اتهامات لبعض صانعي السوق الرقميين بالتللاع بأسعار الأصول، وهو ما أثار نقاشات حيوية حول ضرورة فرض ضوابط تنظيمية أكثر صرامة في هذا القطاع.¹

المطلب الثالث : أشكال إنشاء صانع السوق و تراخيصه

يتم ترخيص صانع السوق من قبل الجهات الرقابية للأسوق المالية بموجب شروط تختلف بين دولة وأخرى، لكنها تتعلق بالأساس برأس المال، والخبرة الفنية، ومعايير النزاهة، وطبيعة السوق.

و تتمثل أشكال إنشاء صانع السوق في :

- شركة مساهمة عامة: يساهم فيها بنوك الاستثمار وشركات الوساطة والشركات المدرجة، مع إمكانية انضمام مساهمين جدد بعد تأسيسهم وترخيصهم.
- صندوق استثمار مختص: يعمل كصانع سوق لأسهم محددة ومعتمدة، كما هو معمول به في الأسواق المالية العالمية.

بعد الحصول على الترخيص، يتلزم صانعو السوق بالتنافس في التسعير لتحقيق أفضل الأسعار بيعاً وشراءً. ويُجدر التتويه إلى أن تنفيذ أوامر البيع والشراء للمستثمرين يتم حصرياً من خلال الوسطاء المعتمدين، والذين يتصلون مباشرةً بنظام التداول، مع ضرورة التسويق المستمر بين هؤلاء الوسطاء وصناع السوق.

- توفير المعلومات لصانع السوق:

¹ SEC Press Release. "SEC Charges Three So-Called Market Makers."...

تُعد الشفافية عاملاً أساسياً، حيث يجب على إدارة الشركات التي تتداول أسهمها، وتخضع لعمليات صانع السوق، تزويد الأخير بجميع المعلومات المطلوبة. تشمل هذه المعلومات: البيانات المالية الختامية، هيكل الملكية وتفاصيله، تقارير الأداء، الخطط المستقبلية، التوقعات الإدارية والمالية، ومدى جاذبية الشركة الاستثمارية. هذا الأمر يساعد صانع السوق على الترويج الفعال لتلك الأسهم.

- قدرة صانع السوق على التسعير العادل: تتجلى هذه القدرة في تمكّن صانع السوق من اكتشاف السعر العادل الذي يعكس توازن قوى العرض والطلب. ويطلب ذلك توافر عدد كبير من الأسهم المطروحة للتداول، موزعة بشكل عادل لتجنب الاحتكار. كما يلزم صانع السوق بتحديد كميات الحد الأدنى للبيع والشراء والالتزام بها.

- الحيادية والعدالة في التسعير: لضمان النزاهة في التسعير، يُستحسن تشكيل لجنة خاصة داخل شركات صناع السوق تُعنى بتحديد أسعار البيع والشراء، وذلك بهدف تجنب أي تأثيرات أو ضغوط خارجية يمكن أن توجه الأسعار صعوداً أو هبوطاً لصالح بعض الشركات.

- الثقة المتبادلة: يُعد توافر الثقة المتبادلة بين صانع السوق والشركات التي يتم تداول أسهمها أمراً أساسياً لنجاح نشاط صناعة السوق، حيث يُشترط أن يثق كل طرف في قدرة الطرف الآخر على تحقيق مصالحه ضمن الإطار التنظيمي.¹

- إعداد البحوث والتحليلات: نظراً لغياب دور شركات الوساطة في إعداد البحوث والتحليلات للأسهم المتداولة، فإن مؤسسات صناع السوق يمكن أن تملأ هذا الفراغ من خلال توفير تحليلات فنية ومالية تساعد على دعم قرارات الاستثمار وتحقيق توازن في أسعار السوق.

- الشفافية والإفصاح: يتلزم صانع السوق بمزاولة نشاطه باحترافية ومسؤولية، مع ضرورة إبلاغ السوق وهيئة الأوراق المالية بأي تداول غير اعتيادي، وتقديم التقارير الدورية المتعلقة بأنشطة صناعة السوق، بالإضافة إلى التقارير الخاصة بالرقابة الداخلية.

¹ ياسر علي طارق، محمد رشاد حسين، قرارات صانع السوق في سوق الأوراق المالية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 15، جانفي، ص12-13.

- المعرفة الفنية والكوادر البشرية: يتوجب على العاملين لدى صانع السوق التمتع بمعرفة فنية متخصصة في الاقتصاد الكلي والجزئي، والتحليل المالي، وفهم أوضاع الشركات المدرجة. كما يُشترط أن يكون لدى صانع السوق قادر إداري وفني مؤهل علمياً وعملياً لمزاولة هذا النشاط.

- الملاءة المالية: يجب أن يلتزم صانع السوق بمعايير الملاءة المالية التي تحدّدها هيئة الأوراق المالية والبنك المركزي، مما يمكنه من شراء كميات كبيرة من الأسهم والاحتفاظ بها لفترات طويلة نسبياً.

- استكمال الإطار التنظيمي: يتطلب نجاح نشاط صناعة السوق وجود إطار تنظيمي متكامل يشمل إصدار تشريعات واضحة، وتعزيز نظام الإيداع والتحويل ونقل الملكية، والسماح بمزاولة أنشطة مثل البيع على المكشوف، واقتراض وإقراض الأوراق المالية، وفقاً للضوابط المعتمدة من هيئة الأوراق المالية.

- الرقابة والإشراف: تتولى هيئة سوق الأوراق المالية مهمة الرقابة الدورية والمفاجئة على الشركات المرخصة بمزاولة نشاط صناعة السوق، وذلك للتأكد من مدى التزامها بالقوانين واللوائح. وتملك الهيئة صلاحية توقيع العقوبات المناسبة في حال المخالفات، والتي قد تشمل: التبيه، الغرامات المالية، الإيقاف المؤقت أو النهائي للنشاط.¹

المبحث الثاني : التجارة الدولية وأدواتها

يشكل هذا المبحث امتداداً لفهم العلاقة بين الأسواق المالية الدولية والتجارة العالمية. فصناع السوق لا ينشطون في فراغ، بل يتفاعلون مع منظومة كاملة من العلاقات التجارية والسياسات الاقتصادية التي تحدد طبيعة تدفقات السلع والخدمات ورؤوس الأموال. سيتناول هذا المبحث العناصر المحورية للتجارة الدولية، من حيث مفاهيمها، دوافعها، وأدواتها، مع التركيز على التدابير السعرية والتنظيمية.

¹ ياسر علي طارق، محمد رشاد حسين، قرارات صانع السوق في سوق الأوراق المالية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 15، جانفي، ص12-13.

المطلب الأول: التجارة الدولية

يركّز هذا المطلب على إعطاء تعريف شامل للتجارة الدولية، مع توضيح الدوافع التي تقف وراء قيامها كجزء من استراتيجيات النمو الوطني، وكيف تؤثر على ميزان المدفوعات، أسعار الصرف، والوظائف الإنتاجية داخل الاقتصاد.

لقد ازدادت أهمية التجارة الدولية مع مرور الوقت نظراً لتوفّر فوائض في دول ونقصها في دول أخرى، وهي تقوم بمهمة تبادل الفائض ب حاجيات مطلوبة، وهذا ما استدعى في عصرنا الحالي ظهور التخصص الدولي، الذي لا يستهلك من إنتاجه إلا القليل، ويقوم بمبادلة فائض إنتاجه بما يحتاجه من إنتاج الآخرين.

ولا تقتصر أهمية التجارة الدولية على تبادل السلع فحسب، بل أيضاً في الحصول على هذه السلع والخدمات بتكليف أقل. لهذا نجد أن هناك العديد من التعريفات لهذا المصطلح، نذكر منها:

"يعبر المفهوم الشامل لمصطلح التجارة الدولية عن الصادرات والواردات السلعية والخدمية، وانتقال الأفراد، إضافة إلى تحرك رؤوس الأموال بكل استثماراتها، وكل هذا يتم وفق ضوابط محددة.¹

يمكن تعريف التجارة الدولية ببساطة بأنها عبارة عن تبادل السلع والخدمات بين الدول، وكذلك بين الشركات والأشخاص على المستوى الدولي، كما يمكن على نحو أعمق تعريفها بأنها منظومة العلاقات السلعية والنقدية التي تتكون من مجموع التجارة الدولية لبلدان العالم كافة. ويمكن أن يمارس التجارة الدولية الأشخاص الطبيعيون أو المعنويون، وكذلك الحكومات ومختلف الشركات العالمية.²

¹ أسامة مجذوب، الجات ومصر والبلدان العربية من هافانا إلى مراكش، الدار المصرية اللبنانية، الطبعة الأولى، 1991، ص 26.

² شيخي حفيضة، ترشيد السياسات التجارية من أجل الاندماج الإيجابي للجزائر في الاقتصاد العالمي "المنظمة العالمية للتجارة"، مذكرة ماجستير، جامعة وهران، 2011-2012، ص 11

المفهوم العام للتجارة الدولية في صورها الثلاثة، المتمثلة في انتقال السلع والأفراد ورؤوس الأموال، تنشأ بين أفراد يقيمون في وحدات سياسية مختلفة، أو بين حكومات ومنظمات اقتصادية مختلفة أيضًا. وللتعرف على هذه المعاملة، يجب معرفة ما يلي:

ضرورة التفرقة بين التجارة الدولية والتجارة الداخلية: تختلف التجارة الدولية عن التجارة الداخلية في بعض الجوانب الشكلية من خلال التعريف، إلا أن هدفها واحد، ألا وهو زيادة الإنتاج وإشباع الحاجات والرغبات من خلال تبادل السلع والخدمات. وفيما يلي بعض جوانب

الاختلاف بينها:¹

قدرة عوامل الإنتاج على التحرك: يعتقد الاقتصاديون الكلاسيك أن عوامل الإنتاج قد تنتقل بسهولة نسبية داخل الدولة، لأن عوائد عوامل الإنتاج داخل الدولة الواحدة تميل إلى التعادل، في حين يصعب حدوث ذلك على المستوى الدولي. فعلى سبيل المثال، إذا اختلفت أجور العمال بين منطقتين أو نشاطين إنتاجيين، فإن العمال ينتقلون من منطقة الأجر المنخفض إلى منطقة الأجر المرتفع، مما يتربّط عليه تساوي الأجور. أما على المستوى الدولي، فهناك حواجز كثيرة تحد من حرية انتقال عوامل الإنتاج من دولة لأخرى، وقد تمنعها، مثل الحواجز القانونية أو الثقافية أو الإعلامية.²

اختلاف النظم النقدية: من المعروف أن المقيمين في إقليمين مختلفين داخل دولة واحدة يمكنهم استخدام عملة نقدية واحدة، حيث لا توجد قيود على انتقال النقود داخل الدولة. أما على المستوى الدولي، فكل دولة نظامها النقدي وعملتها الوطنية الخاصة، مما يؤدي إلى اختلاف قيم المعاملات الخارجية ومشاكل في الصرف الأجنبي. كما أن بعض العملات لا

¹ أسامة مجذوب، الجات ومصر والبلدان العربية من هافانا إلى مراكش، الدار المصرية اللبنانية، الطبعة الأولى، 1991، ص 26.

² شيخي حفيظة، المرجع السابق، ص 11

تلقي قبولاً عاماً خارج حدود الدولة، مما يجعل المعاملات الدولية محفوفة بالمخاطر ، بخلاف المعاملات الداخلية.¹

ستنطرق إلى مجموعة من المفاهيم، منها:

- **مصطلح التجارة الدولية:** يشمل الصادرات والواردات المنظورة وغير المنظورة.
- **المعنى الواسع للتجارة الدولية:** يتضمن:
- الصادرات والواردات المنظورة (السلعية).
- الصادرات والواردات غير المنظورة (الخدمات).
- الهجرة الدولية.
- الحركات الدولية لرؤوس الأموال.

تُعد التجارة الدولية أحد فروع علم الاقتصاد، تختص بدراسة المعاملات الاقتصادية الدولية، متمثلة في حركة السلع والخدمات ورؤوس الأموال بين الدول المختلفة، فضلاً عن السياسات التجارية التي تطبقها الدول للتأثير في هذه الحركات.

كما تعرّف التجارة الدولية بأنها عمليات التبادل التجاري الخارجي، سواء في صورة سلع أو أفراد أو رؤوس أموال، بين أفراد يقطنون في وحدات سياسية مختلفة، بهدف إشباع أكبر عدد ممكن من الحاجات.

ويُعد أبسط تعريف لها أنها أحد أهم جوانب العلاقات الاقتصادية الدولية، لكونها تتعلق بحركة السلع المادية عبر الحدود السياسية، سواء كانت واردات أو صادرات، بالإضافة إلى حركة الخدمات، التي تُعد من الصادرات والواردات غير المنظورة.²

¹ العبد المنعم مبارك، محمود يونس، اقتصاديات النقد والصرف والتجارة الدولية، دار جامعية، الإسكندرية، 1996، ص 19-18.

² محمد أحمد السريتي، اقتصاديات التجارة الدولية، مؤسسة رؤية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2009، ص 8.

المطلب الثاني : أهمية التجارة الدولية

تُعد التجارة الدولية من أهم القطاعات الحيوية في أي مجتمع اقتصادي، سواء كان متقدماً أو نامياً. فهي تربط الدول والمجتمعات بعضها، وتساعد في توسيع القدرة التسويقية من خلال فتح أسواق جديدة أمام منتجات الدولة. زيادة رفاهية البلاد عبر تنويع مجالات الاستهلاك والاستثمار. تحقيق التخصص الأمثل للموارد الإنتاجية.

زيادة الدخل القومي، وبالتالي التأثير في حجم التجارة الدولية ونمطها. كما أن لها تأثيراً كبيراً على الميزان التجاري والرصيد من العملات الأجنبية. ويظهر أثرها بوضوح في الدول النامية، التي تعاني من ضعف متوسط الدخل، وتدني الإنتاجية، وقلة الاستثمارات، مما يؤدي إلى استمرار دائرة الفقر. لذا، يمكن للتجارة الدولية أن تكون وسيلة فعالة للخروج من هذه الدائرة من خلال:

زيادة الرفاهية الاقتصادية: نتيجة إشباع الحاجات من السلع والخدمات غير المتوفرة محلياً أو التي يمكن استيرادها بتكليف أقل من إنتاجها محلياً.

الاستغلال الأمثل للموارد: من خلال التخصص في إنتاج السلع التي تمتلك الدولة ميزة نسبية فيها، مما يعزز الكفاءة الاقتصادية.¹

المطلب الثالث: أدوات سياسة التجارة الدولية

1 الأدوات السعرية

- الرسوم الجمركية:

وهي عبارة عن ضريبة تفرضها الدولة على السلع عندما تجتاز حدودها، سواء كانت من صادرات أو واردات. فالرسم إذن ضريبة على انتقال السلع من الدولة أو إليها. ويظهر أن الرسم ينقسم إلى رسم على الصادرات ورسم على الواردات. أما رسم الصادرات فينطوي في

¹ جمال جويدان الجمل، التجارة الدولية، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان،الأردن، 2010، ص 12-13.

الواقع على رغبة الدولة التي تفرضه إما في توفير السلعة في الداخل حتى توفر حاجة الاستهلاك المحلي، أو في الحصول على مورد مالي.

والرسوم على الصادرات رسوم نادرة، غالباً ما تكون في البلاد المنتجة والمصدرة للمواد الأولية، باعتبار أن عبءها يقع على الخارج، بينما الغالب هو أن تفرض الرسوم على الواردات. وهناك

نوعان من الرسوم الجمركية :¹

- **الرسوم القيمة:**

تفرض بنسبة مئوية معينة من قيمة السلعة. ويكتفى اطلاع موظف الجمارك على الأوراق الدالة على قيمة السلعة حتى يحدد مبلغ الرسم المطلوب .

- **الرسوم النوعية:**

تفرض كمبلغ محدد على كل وحدة من وحدات السلعة، ويكتفى عندئذ اطلاع موظف الجمارك على نوع السلعة أو حجمها أو وزنها، بغض النظر عن قيمتها، حتى يحدد مبلغ الرسم المطلوب .

- **الإغراق:**

وهو أحد الوسائل التي تتبعها الدولة للتمييز بين الأثمان السائدة في الداخل والخارج، حيث تكون هذه الأخيرة منخفضة عن الثمن الداخلي للسلعة، مضافةً إليه نفقات وغيرها من التكاليف المرتبطة بانتقال السلعة من السوق الوطنية إلى السوق الأجنبية. وينقسم إلى ثلاثة أنواع:
أ. الإغراق العارض: والذي يُفسر بظروف استثنائية طارئة.

ب. الإغراق قصير الأجل والمؤقت: الذي ينتهي بتحقيق الغرض المنشأ من أجله.

ج. الإغراق الدائم: المرتبط بسياسة دائمة تستند إلى وجود احتكار في السوق الوطنية يتمتع بالحماية

¹ شيبة الريح أسامي، جامعة ابن خلدون تيارت، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية وتجارة دولية، "دور التجارة الإلكترونية في تعزيز حرية التجارة الدولية - دراسة حالة"، السنة الجامعية: 2022/2021، ص 36-37.

- الإعانت:

وتمثل مزايا نقدية أو عينية تقدمها الدولة للمصدرين حتى يتمكنوا من تصدير سلع معينة. فهذا النظام محاولة لكسب الأسواق الخارجية، عن طريق تمكين المنتجين أو المصدرين المحليين من البيع في الخارج بثمن لا يحقق لهم الربح، على أن تقدم لهم الدولة منحًا أو إعانت تعوضهم عن هذا الربح المفقود. وبهذا تحاول الدولة أن تدفع المنتجين للتخلي عن الربح السوفي، والحصول على ربح حكومي في صورة الإعانة

- تخفيض سعر الصرف: تقوم الدولة بتخفيض قيمة عملتها الوطنية بالنسبة للعملات الأجنبية لتحقيق عدة أهداف، منها تشجيع صادرات البلد وتقليل الواردات. وبهذا الإجراء يصبح ثمن السلع المحلية أقل من ثمن السلع الأجنبية مما يكسبها ميزة تنافسية، وفي نفس الوقت يرتفع ثمن السلع المستوردة أمام المحلية .¹

2- الأدوات الكمية

تسمى بالوسائل الكمية لأنها تؤثر في كمية أو حجم التبادل التجاري للدولة مع الخارج، ومنها:

- نظام الحصص:

يقصد به أن تضع الدولة حدًا أقصى للكمية أو للقيمة التي يمكن استيرادها من سلعة معينة خلال فترة زمنية معينة.

- تراخيص الاستيراد:

ويقصد بها تلك التراخيص أو التصاريح التي تُمنح للأفراد والهيئات لاستيراد سلعة معينة من الخارج، وتعتبر إحدى وسائل الرقابة المباشرة على التجارة الدولية .

3- الأدوات التنظيمية

وهي الوسائل والإجراءات التي تتدخل الدولة من خلالها لتنظيم قطاع التجارة الدولية بما يحقق أهدافها، وتشمل:

- المعاهدات التجارية:

¹ شيبة الريح أسامة، المرجع السابق ، ص 36-37.

اتفاقات تعقدتها الدولة مع غيرها من الدول من خلال أجهزتها الدبلوماسية لتنظيم العلاقات التجارية، وتشمل جوانب تجارية واقتصادية وأحياناً سياسية أو إدارية .

- الاتفاques التجارية:

معاهدات بين دولتين تُنظم المعاملات الخارجية بينهما من تصدير واستيراد، وطرق سداد الديون والمستحقات، بهدف زيادة المبادرات التجارية وتحقيق المصالح الاقتصادية أو السياسية المشتركة .

- اتفاques الدفع:

تنشر بين الدول التي تتبع نظام الرقابة على الصرف، وهي اتفاques تُنظم قواعد تسوية المدفوعات التجارية وغيرها، وفق أحكام يتقى عليها الطرفان .¹

- التكتلات الاقتصادية:

تظهر كنتيجة للقيود في العلاقات الاقتصادية الدولية، كمحاولة جزئية لتحرير التجارة بين مجموعة من الدول، وقد تختلف من حيث مستوى الاندماج بين الأطراف .

- الحماية الإدارية:

ويقصد بها مجموعة من الإجراءات التي تهدف إلى التشديد في تطبيق القوانين الجمركية، مثل اشتراط شهادة المنشأ، تحميل المستورد نفقات التفتيش، فرض تكاليف مرتفعة على تخزين أو نقل البضائع، أو التشدد في منع دخول بعض السلع بحجة الصحة العامة

المبحث الثالث - الأثر الكلي لصناع السوق

يتناول هذا المبحث الدور الشامل الذي يؤديه صانعو السوق على مستوى الاقتصاد الكلي. فوجودهم لا يقتصر على تسهيل المعاملات الفردية، بل يترك أثراً ممتدًا على استقرار النظام المالي العالمي، و يؤثر في تدفقات رأس المال، و تحقيق التوازن بين العرض والطلب. كما سيتم في هذا المبحث استعراض التأثيرات الاجتماعية والبيئية، والمخاوف التنظيمية.

¹ شيبة الريح أسامة ، مرجع سابق ، ص 36-37

المطلب الأول : أثر صناع السوق في تدفقات رؤوس الأموال

على الرغم من الصورة الجيدة التي يرسمها كثير من الخبراء والاقتصاديين عن عولمة الأسواق المالية وتدفقات رؤوس الأموال الدولية، والنتائج الإيجابية المنتظرة من ورائها، إلا أن تلك الصورة تظل ناقصة، بل مشوهة، ما لم يستكمل التحليل بإبراز المخاطر والأزمات والمشكلات المحتملة التي قد تترجم عن تلك التدفقات.

وفي هذا المحور، سيتم عرض الآثار الإيجابية والسلبية لتدفقات رؤوس الأموال الدولية، بالإضافة إلى بيان آثارها على اقتصاديات الدول النامية

1- الآثار الإيجابية لرؤوس الأموال الدولية

يرى أنصار رأس المال الأجنبي أنه يحقق مزايا عديدة يمكن إجمالها في النقاط التالية:
يمكن الانفتاح الدولي من الوصول إلى الأسواق العالمية، للحصول على ما تحتاجه من أموال لسد الفجوة في الموارد المحلية، أي قصور الادخار المحلي عن تمويل الاستثمارات، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي وبالتالي رفع معدل النمو الاقتصادي.¹

تسمح حركة الاستثمارات الأجنبية واستثمارات المحافظ بالابتعاد عن الاعتماد على القروض المصرفية الجارية، وبالتالي تحدّ من زيادة حجم الديون الخارجية.²
تسهم المنافسة بين الوكالء الاقتصاديين في تخفيض تكلفة التمويل.

تؤدي إجراءات تحرير وتحليل النظام المالي والمصرفي، وخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص، إلى الحد من ظاهرة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج.
تساعد الاستثمارات الأجنبية على تحويل التكنولوجيا إلى الدول المستقبلة.

2- الآثار السلبية لرؤوس الأموال الدولية

¹ بحث زينب، بن سعد نوال، العولمة المالية وأثرها على الأسواق المالية العربية، شهادة لisanس في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 2007، ص 26.

² بحث زينب، بن سعد نوال، المرجع نفسه ، ص 26.

شهدت العقود الأخيرة تصاعداً ملحوظاً في تدفقات رؤوس الأموال الدولية نحو الدول النامية، بداعي ما يُعرف بالعولمة الاقتصادية وتحرير الأسواق. وعلى الرغم من أن هذه التدفقات تحمل في ظاهرها وعداً بالتنمية الاقتصادية ونقل التكنولوجيا وزيادة فرص العمل، فإنها لا تخلو من آثار سلبية تمس السيادة الاقتصادية والاستقرار الاجتماعي والبيئي للدول المستقبلة لها.

تؤثر رؤوس الأموال الدولية على استقلالية السياسات الاقتصادية في الدول النامية، إذ تمارس الشركات متعددة الجنسيات ضغوطاً كبيرة للحصول على إعفاءات ضريبية وتشريعية خاصة. هذا الوضع يؤدي إلى ما يُعرف بـ"سباق التنازلات"، حيث تتنافس الدول على تقديم الامتيازات للمستثمرين الأجانب، مما يضعف من قدرة الدولة على تحقيق العدالة الاقتصادية¹. كما أن بعض تدفقات رؤوس الأموال، لا سيما القصيرة الأجل، تدرج ضمن ما يُعرف بـ"رؤوس الأموال الساخنة"، حيث تسعى إلى الربح السريع دون ارتباط طويل الأمد بالاقتصاد المحلي. هذه الأموال تؤدي إلى تقلبات حادة في أسعار الصرف وأسواق المال، وقد تقضي إلى أزمات اقتصادية مفاجئة عند سحبها بشكل جماعي، كما حدث في الأزمة المالية الآسيوية عام 1997.²

وفي جانب آخر، تستهدف الاستثمارات الأجنبية عادة قطاعات لا تسهم بشكل فعال في تعزيز القدرة الإنتاجية المحلية، بل قد تتنافس الصناعات الوطنية وتُضعفها، الأمر الذي يؤدي إلى تآكل القاعدة الإنتاجية، وفقدان فرص العمل، وزيادة الاعتماد على الشركات الأجنبية³. كما تُبقي الشركات متعددة الجنسيات في الغالب على التقنيات المتقدمة لديها دون نقلها إلى السوق المحلي، مما يُضعف فرص نقل التكنولوجيا والتعلم الصناعي لدى القوى العاملة المحلية⁴. وتظهر البيانات كذلك أن الاستثمارات الأجنبية غالباً ما تتركز في المناطق الحضرية

¹ Laura Alfaro et al., FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets, *Journal of International Economics* 64, no. 1 (2003): 89–112.

² Joseph Stiglitz, *Globalization and Its Discontents* (New York: W.W. Norton, 2002).

³ UNCTAD, *World Investment Report 2020: International Production Beyond the Pandemic* (Geneva: United Nations, 2020).

⁴ Heri Djulius, "Foreign Direct Investment and Technology Transfer: A Review," *International Journal of Economics and Financial Issues* 7, no. 6 (2017): 653–660.

الكبير، مما يؤدي إلى توسيع الفجوة التنموية بين المناطق الداخلية والطرفية، ويسهم في تفاقم التفاوت الاجتماعي إذا لم تُقابل هذه الظاهرة بسياسات تنموية عادلة.¹

ومن الآثار السلبية التي كثيرة ما يُغفل عنها، الأثر البيئي والاجتماعي لهذه التدفقات. ففي ظل ضعف التشريعات البيئية والرقابية في العديد من الدول النامية، تستغل بعض الشركات الأجنبية هذا الواقع لتمارس أنشطة إنتاجية ملوثة للبيئة أو تستنزف الموارد الطبيعية بصورة غير مستدامة، الأمر الذي يؤدي إلى تفاقم المشكلات البيئية ويُلقي بتكليفها على المجتمعات الفقيرة². كما أن ظروف العمل في بعض هذه المؤسسات الأجنبية لا تراعي الحد الأدنى من معايير الحماية العمالية، خاصة في الدول التي تضعف فيها النقابات أو تُقيّد فيها حرية التنظيم المهني.³

أما على مستوى نقل التكنولوجيا، فعلى الرغم من أن هذا الجانب يُعد من أبرز المبررات لجذب رؤوس الأموال الدولية، فإن الفائدة منه تظل محدودة في الدول التي تفتقر إلى القدرات المؤسسية والتعليمية والتقنية الكافية لاستيعاب التكنولوجيا المتقدمة. عليه، فإن الأثر التنموي للاستثمار الأجنبي يبقى مرهوناً بمدى جاهزية الدولة ومؤسساتها وقدرتها على توجيه هذه الاستثمارات بما يخدم أولوياتها الاقتصادية والاجتماعية.⁴

المطلب الثاني: تحسين السيولة وتسهيل تدفقات المال

يشرح هذا المطلب كيف يسهم صانعو السوق في تعزيز كفاءة الأسواق المالية عن طريق تقليل الفجوات السعرية وزيادة قدرة المستثمرين على الدخول والخروج من السوق بسهولة.

1- آليات تحسين السيولة

¹ Chuanli Huang et al., "Does Foreign Direct Investment Exacerbate Income Inequality? The Role of Institutions," *The Journal of International Trade & Economic Development* 30, no. 8 (2021): 1101–1121

² Allen Blackman, "Alternative Pollution Control Policies in Developing Countries," *Review of Environmental Economics and Policy* 4, no. 2 (2010): 234–253.

³ Thomas Oatley, *International Political Economy*, 6th ed. (New York: Routledge, 2019).

⁴ Rajneesh Narula and John H. Dunning, "Multinational Enterprises, Development and Globalization: Some Clarifications and a Research Agenda," *Oxford Development Studies* 38, no. 3 (2010): 263–287.

- **توفير السيولة** يُعد توفير السيولة الوظيفة الأساسية لصانعي السوق. والسيولة تعني مدى سهولة شراء أو بيع الأصول دون التأثير بشكل كبير على أسعارها. ومن خلال الاستمرار في عرض الشراء والبيع بأسعار محددة، يضمن صانعو السوق تنفيذ العمليات بسلامة وكفاءة.¹

تمنع هذه الاستثمارية حدوث فترات جمود في السوق، حيث قد لا يتمكن المشترون من العثور على بائعين والعكس صحيح. بدون صانعي السوق، قد تعاني الأسواق من فترات من شح السيولة، مما يؤدي إلى ارتفاع الفوارق السعرية وزيادة تكاليف التداول، واحتمالية حدوث تقلبات حادة بالأسعار.²

- **تحديد فروق الأسعار (السبريد)** يقوم صانعو السوق بتحديد الفارق بين سعر الشراء (الطل) وسعر البيع (العرض)، والذي يمثل هامش ربحهم مقابل المخاطر التي يتحملونها. وتتأثر هذه الفروقات بعوامل مثل تقلب الأصول، وحجم التداول، والمنافسة بين صانعي السوق

3.

كلما زادت تقلبات الأصل، كلما اتسعت الفروقات لتعويض المخاطر. وفي الأسواق ذات السيولة العالية والمنافسة القوية بين صانعي السوق، تكون الفروقات ضيقة، مما يعود بالنفع على جميع المشاركين من خلال تقليل تكاليف المعاملات.⁴

¹ Kyle, Albert S. "Continuous Auctions and Insider Trading." *Econometrica* 53, no. 6 (1985): 1315–1335.

² Glosten, Lawrence R., and Paul R. Milgrom. "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders." *Journal of Financial Economics* 14, no. 1 (1985): 71–100.

³ Stoll, Hans R. "The Supply of Dealer Services in Securities Markets." *The Journal of Finance* 33, no. 4 (1978): 1133–1151

⁴ Hasbrouck, Joel. *Empirical Market Microstructure: The Institutions, Economics, and Econometrics of Securities Trading*. New York: Oxford University Press, 2007.

٣- إدارة تدفقات الأوامر يدير صانعو السوق تدفق أوامر الشراء والبيع باستمرار، حيث يتوازنون بين المشترين والبائعين. ويقومون بتعديل أسعارهم استجابةً لظروف السوق للحفاظ على التوازن بين العرض والطلب.^١

تساهم هذه الإدارة النشطة في منع التقلبات الكبيرة للأسعار وتعزز الاستقرار العام للأسوق، مما يحافظ على ثقة المستثمرين بوظائف السوق.^٢

المطلب الثالث : المخاطر والتحديات لصناعة السوق عبر فئات الأصول المختلفة

تُعد صناعة السوق إحدى الركائز الأساسية في بنية الأسواق المالية الحديثة، إذ تساهم في تعزيز السيولة، تقليل فجوات التسعير، وتحقيق الكفاءة التشغيلية في تنفيذ الأوامر. ومع ذلك، تختلف طبيعة المخاطر والتحديات التي تواجه صناع السوق باختلاف فئات الأصول التي يعملون ضمنها، سواء كانت أسلهـماً، أدوات دين، مشتقـات مالية، أو أصولاً رقمـية، فـكل فـئة من هـذه الأصول تتطلب نـماذج تشـغيلـية وتنـظيمـية مـخصـصـة، وتـواجه ضـغوطـاً فـنيـة وـسوـقـية تـختلف من حيث درـجة التـقلب، عـمق السـوق، وـبـيـئة الرـقـابـية. ومن هـنا، تـبرـز الحاجـة إلى تـحلـيل دـقيق للمـخـاطـر المتـعدـدة التي تـحيـط بـصـنـاعـة السـوق، خـاصـة في ظـل التـوـسـع في أدـوات التـداول، وزـيـادة الـاعـتمـاد على الخـوارـزمـيات والتـكنـولـوجـيا المـالـيـة المـتـقدـمة

أولاً : أنواع الأسواق

١- الأسواق المالية التقليدية : في أسواق الأسهم والسنادات التقليدية، يضمن صانعو السوق توفر فرص تداول مستمرة من خلال عرض أسعار الشراء والبيع. وتحدد الأطر التنظيمية متطلبات لصانعي السوق مثل الحفاظ على أحجام أوامر متوازنة وتقديم أسعار تنافسية والحفاظ على وجود منظم في السوق.^٣

^١ Biais, Bruno, Pierre Hillion, and Chester Spatt. "An Empirical Analysis of the Limit Order Book and the Order Flow in the Paris Bourse." *The Journal of Finance* 50, no. 5 (1995): 1655–1689.

^٢ Easley, David, Nicholas M. Kiefer, and Maureen O'Hara. "One Day in the Life of a Very Common Stock." *Review of Financial Studies* 10, no. 3 (1997): 805–835.

^٣ Securities and Exchange Commission (SEC). "Market Maker Obligations." Accessed April 25, 2025. <https://www.sec.gov>.

لكي يحصل صانعو السوق على إعفاءات تنظيمية، يجب أن يثبتوا التزامهم بهذه المعايير مثل عضويتهم في منصات التداول وتعاملهم بصفتهم رئيسين في الأدوات المالية¹.

2 - أسواق السلع في أسواق السلع، تؤدي شركات التجارة الكبرى دور صانعي السوق مع امتلاكها قوة سوقية هائلة. على سبيل المثال، تحكم أربع شركات زراعية - "آرتشر دانييلز" Louis Dreyfus ، و"بونج ADM" ، و"كارغيل Cargill" ، و"لوي دريفوس" في حوالي 75-90% من تجارة الحبوب العالمية.²

وهذا التركيز يثير مخاوف كبيرة، إذ يرى النقاد أن هذه الشركات "تسبب دماراً للأسوق العالمية وتتجني أرباحاً من الكوارث البيئية والاجتماعية". وتضاهي إيراداتها السنوية بل وتتفوق في بعض الأحيان إيرادات البنوك الكبرى وشركات النفط، مما يبرز أهميتها الاقتصادية.³

3 - سوق العملات المشفرة تعتمد بورصات العملات المشفرة بشدة على صانعي السوق للحفاظ على نشاط منصاتها. يقوم صانعو السوق بملء دفاتر الطلبات بأوامر الشراء والبيع، مما يضمن قدرة المتداولين على تنفيذ الصفقات بسرعة وبأسعار عادلة.⁴

تُقلل مساهمة صانعي السوق من فروق الأسعار، مما يجعل التداول أكثر كفاءة، ويزيد من استقرار الأسعار أثناء فترات التقلب الشديد، مما يعزز الثقة وجذب المتداولين الجدد.⁵

¹ FINRA. "Market Maker Registration." Accessed April 25, 2025. <https://www.finra.org>.

² Clapp, Jennifer. Food. Cambridge: Polity Press, 2012.

³ Murphy, Sophia, David Burch, and Jennifer Clapp. Cereal Secrets: The World's Largest Grain Traders and Global Agriculture. Oxfam Research Reports, 2012.

⁴ CoinDesk. "What Is a Crypto Market Maker?" Accessed April 25, 2025. <https://www.coindesk.com>.

⁵ Binance Academy. "Market Makers in Crypto." Accessed April 25, 2025. <https://academy.binance.com>.

ثانياً : نموذج العمل والعمليات لصانعي السوق

1- توليد الأرباح يحقق صانعو السوق أرباحهم أساساً من خلال الفارق بين أسعار الشراء والبيع. وللتحفيز من المخاطر ، يستخدمون استراتيجيات تحوط متقدمة مثل التعامل بالمشتقات أو اتخاذ مراكز مضادة.¹

ويطلب نموذج عملهم إدارة دقيقة للمخاطر إلى جانب القدرة على الاستمرار في تقديم الأسعار تحت ظروف سوقية مختلفة.²

2- البنية التحتية التكنولوجية تحولت صناعة السوق إلى عملية مكثفة تقنياً. تطور شركات مثل "أوبتيفر" أنظمة تداول داخلية متقدمة تمكّنها من التفاعل مع أحداث السوق بسرعة فائقة³.

توظف هذه الشركات خوارزميات متقدمة تقوم بتحليل البيانات السوقية في الزمن الفعلي وتعديل عروض الأسعار تلقائياً وفقاً للظروف المتغيرة، مما جعل صناعة السوق مجالاً تسيطر عليه الأتمتة مع بقاء إشراف بشري ضروري.⁴

3- المتطلبات التنظيمية

يخضع صانعو السوق لمتطلبات تنظيمية صارمة تختلف حسب الولاية القضائية وفئة الأصل. عليهم التسجيل لدى الجهات الرقابية والامتثال لقواعد السوق لمنع التلاعب وضمان عدالة التداول.⁵

¹ Johnson, Timothy C. "Volatility, Liquidity, and Market Microstructure." In *Handbook of Financial Econometrics and Statistics*, edited by Cheng-Few Lee, 1221–1245. New York: Springer, 2015.

² Menkveld, Albert J. "High Frequency Trading and the New Market Makers." *Journal of Financial Markets* 16, no. 4 (2013): 712–740.

³ Optiver. "Our Technology." Accessed April 25, 2025. <https://www.optiver.com>.

⁴ Aldridge, Irene. *High-Frequency Trading: A Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems*. Hoboken, NJ: Wiley, 2013.

⁵ SEC. "Regulation of Market Makers." Accessed April 25, 2025. <https://www.sec.gov>.

في مقابل الالتزام بالتزاماتهم، قد يحصلون على بعض الإعفاءات التنظيمية بشرط إثبات استيفائهم للمعايير المطلوبة، مثل الحفاظ على أحجام أوامر مقارنة وتقديم أسعار تنافسية.¹

ثالثا : الأثر العالمي والجدل المحيط بصناعي السوق

يثير التركيز الكبير لأنشطة صناعة السوق مخاوف بشأن القوة السوقية واحتمال التلاعب. فعلى سبيل المثال، استحوذت شركة "غلينكور Glencore" على 55% من سوق الزنك العالمي و36% من سوق النحاس في عام 2010، بينما سيطرت "ويلمار Wilmar" على 45% من تجارة زيت النخيل العالمية عام 2015.²

ويحذر النقاد من أن هذه الهيمنة تمنح الشركات القدرة على التأثير في ديناميكيات الأسعار، لا سيما في بيئات أقل شفافية.³

1- المخاطر والتحديات

على الرغم من الفوائد الكبيرة التي يوفرها صناع السوق، إلا أن الاعتماد المتزايد عليهم يطرح تحديات ومخاطر لا يُستهان بها. من أبرز هذه التحديات هو تركيز دور صناعة السوق في أيدي عدد محدود من المؤسسات الكبرى، مما قد يؤدي إلى سلوكيات احتكارية أو تلاعب بالأسعار، خاصة في الأسواق التي تفتقر إلى الشفافية الكافية.⁴ كما أن التطورات التنظيمية بعد الأزمة المالية العالمية، ولا سيما تلك المرتبطة بتشديد متطلبات رأس المال والسيولة على البنوك، أدت إلى تراجع قدرة العديد من المؤسسات المالية الكبرى على أداء دور صانع السوق، مما زاد من هشاشة بعض الأسواق، وأدى إلى ارتفاع مستويات التقلب بشكل ملحوظ. في ظل

¹ MiFID II. "Market Maker Obligations in EU Financial Markets." Accessed April 25, 2025. <https://ec.europa.eu>.

² Blas, Javier, and Jack Farchy. *The World for Sale: Money, Power, and the Traders Who Barter the Earth's Resources*. Oxford: Oxford University Press, 2021

³ Clapp, Jennifer. "Food Traders in the Global Food System." In *Handbook of Critical Agrarian Studies*, edited by Haroon Akram-Lodhi et al., 227–244. London: Routledge, 2021

⁴ Committee on the Global Financial System, "Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications," Bank for International Settlements, CGFS Papers No 52, July 2022, accessed April 27, 2025, <https://www.bis.org/publ/cgfs5.2.pdf>.

هذه المخاطر ، يصبح من الضروري تعزيز القواعد التنظيمية لمنع إساءة استخدام الفوائد السوقية وضمان استمرارية المنافسة العادلة بين جميع اللاعبين¹

تُبرز الأزمات المالية أهمية إدارة مخاطر السيولة المرتبطة بدور صناع السوق، حيث قد تؤدي فجوات السيولة إلى تفاقم الأزمات بدلاً من احتوائها. في فترات الأزمات، قد يتوقف بعض صناع السوق عن توفير السيولة اللازمة، مما يُعطل عمل الأسواق المالية و يؤثر بشكل سلبي على التجارة الدولية.² من ناحية أخرى، يُمثل الاعتماد المتزايد على التكنولوجيا والخوارزميات تحدياً إضافياً، حيث قد تؤدي الأخطاء البرمجية أو الأعطال التقنية إلى تقلبات حادة و مفاجئة في الأسواق. كما أن نقص التنسيق التنظيمي بين الدول المختلفة قد يسمح بظهور ممارسات غير شفافة أو محفوفة بالمخاطر، مما يهدد استقرار التجارة الدولية ويزيد من صعوبة إدارة الأزمات المالية العابرة للحدود³

خلال الأزمات المالية، مثل الأزمة المالية العالمية في عام 2008، أظهرت الأسواق أن فعالية صناع السوق قد تراجعت بشكل ملحوظ، حيث يؤدي الخوف من المخاطر المرتفعة إلى إحجام صناع السوق عن توفير السيولة بنفس الوتيرة المعتادة.⁴ هذا التراجع في النشاط

¹ European Central Bank, "Gauging the interplay between market liquidity and funding liquidity," Financial Stability Review, May 30, 2023, accessed April 27, 2025, https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart830184261~01_202305b.en.html.

² Committee on the Global Financial System, "Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications," Bank for International Settlements, CGFS Papers No 52, July 2022, accessed April 27, 2025, <https://www.bis.org/publ/cgfs5.2.pdf>.

³ European Central Bank, "Gauging the interplay between market liquidity and funding liquidity," Financial Stability Review, May 30, 2023, accessed April 27, 2025, https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart830184261~01_202305b.en.html.

⁴ "Market Making Trading Strategies for 2024 | Secrets to Liquidity," Bookmap, September 13, 2024, accessed April 27, 2025, <https://bookmap.com/blog/the-secrets-of-market-making-liquidity-strategies-every-trader-must-know>.

يُفاقم من تقلص السيولة وارتفاع تكلفة التمويل، مما يزيد من صعوبة خروج الأسواق من دوامة الانكماش. ورغم ذلك، أظهر بعض صناع السوق مرونة ملحوظة من خلال استمرارهم في التداول رغم الظروف الصعبة، مما ساعد في الحد من تفاقم الأزمة واستعادة قدر من الاستقرار بمرور الوقت. لذلك، يُعد تعزيز متانة صناع السوق ودعم قدرتهم على الاستمرار في تقديم

¹ السيولة أثناء فترات الأزمات مسألة حيوية لاستقرار الأسواق

تطلب حماية استقرار الأسواق المالية وجود سياسات تنظيمية مدروسة تدعم التوازن بين تشجيع دور صناع السوق ومنع تركز القوة المفرط. ينبغي أن تفرض السلطات التنظيمية معايير شفافية أكثر صرامة لضمان الكشف عن ممارسات التداول وأساليب التسعير المُتبعة. كما يجب تعزيز مراقبة التداولات عالية التردد ومنع التلاعب السعري الناتج عن استراتيجيات خوارزمية غير شفافة.² إضافة إلى ذلك، من المهم دعم تنوع مقدمي خدمات السوق عبر تمكين المؤسسات غير المصرفية من دخول المجال، مما يقلل من الاعتماد على عدد محدود من اللاعبين. علاوة على ذلك، فإن تعزيز التعاون الدولي بين الهيئات التنظيمية يُعتبر أمراً ضرورياً لمنع التباينات التنظيمية التي قد تؤدي إلى التهرب من الرقابة، وبالتالي تهديد استقرار التجارة الدولية والنظام المالي العالمي ككل³

¹ Committee on the Global Financial System, "Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications," Bank for International Settlements, CGFS Papers No 52, July 2022, accessed April 27, 2025, <https://www.bis.org/publ/cgfs5.2.pdf>

² Committee on the Global Financial System, "Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications," Bank for International Settlements, CGFS Papers No 52, July 2022, accessed April 27, 2025, <https://www.bis.org/publ/cgfs5.2.pdf>

³ European Central Bank, "Gauging the interplay between market liquidity and funding liquidity," Financial Stability Review, May 30, 2023, accessed April 27, 2025, https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart830184261~01_202305b.en.html

يُعد صانعو السوق كيانات محورية، رغم كونهم غالباً غير مرئيين في النظام المالي العالمي. فهم يعملون كوسطاء رئيسيين من خلال توفير السيولة عبر الاستمرار في عرض أسعار البيع والشراء لمختلف الأدوات المالية. ومن خلال بحثي، وجدت أن صانعي السوق يتتنوعون بين مؤسسات مالية متخصصة مثل شركة "أوبتيفر Optiver" إلى شركات تجارة السلع العملاقة التي تسيطر على أجزاء كبيرة من تدفقات التجارة العالمية. تتمثل غايتهم الأساسية في تعزيز كفاءة الأسواق واستقرارها، على الرغم من أن تركيز قوتهم يثير مخاوف مشروعة حول احتمالات التلاعب بالأسواق وتأثيراتهم البيئية.¹

2 - الاعتبارات البيئية والاجتماعية

واجهت شركات تجارة السلع انتقادات بسبب تأثيراتها البيئية والاجتماعية. وتم وصفها بأنها "كيانات مطللة" تسبب أضراراً بيئية واجتماعية، حيث لا تتماشى بالضرورة أهدافها الربحية مع إدارة الموارد بشكل مستدام.²

- **الفوائد للنظام المالي** رغم هذه المخاوف، يوفر صانعو السوق فوائد حاسمة للنظام المالي العالمي. فهم يعززون كفاءة الأسواق من خلال توفير فرص تداول مستمرة وتقليل تكاليف المعاملات، ويساهمون في اكتشاف الأسعار بشكل أكثر دقة.³

وخلال الفترات العصيبة، يلعبون دوراً بالغ الأهمية في امتصاص احتلالات الأوامر المؤقتة، مما يمنع تقلبات الأسعار المفرطة ويحافظ على استقرار الأسواق.⁴

¹ Harris, Larry. *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. New York: Oxford University Press, 2003.

² Oxfam International. "Commodity Trading: What is at Stake?" Accessed April 25, 2025. <https://www.oxfam.org>.

³ Pagano, Marco. "Trading Volume and Asset Liquidity." *Quarterly Journal of Economics* 104, no. 2 (1989): 255–274.

⁴ Madhavan, Ananth. "Market Microstructure: A Survey." *Journal of Financial Markets* 3, no. 3 (2000): 205–258.

- الآثار السلبية لتدفقات رؤوس الأموال الدولية

رغم المزايا المتوقعة لتدفقات رؤوس الأموال، إلا أنها قد تترك آثاراً سلبية ملحوظة، خاصة في الاقتصادات النامية، ومن أهم هذه الآثار:

المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال: فعند النظر في مكونات تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية، وخاصة في عقد التسعينيات، نلاحظ تعاظماً سريعاً لحجم تدفق رؤوس الأموال الخاصة.

غالباً ما يتجسد الاستثمار الأجنبي في شكل طاقات إنتاجية جديدة، أو تملك لطاقات قائمة، خاصة إن كانت هذه الطاقات مندمجة مع نشاطات الشركة الأم في الخارج. لذا، فإن عملية تصفيية المشروع أو إغلاقه قد تكون صعبة وتستغرق وقتاً طويلاً.

تؤدي حركة رأس المال الأجنبي، سواء في الدخول أو الخروج، إلى اضطرابات اقتصادية داخلية، وذلك لما تسببه من تأثيرات مفاجئة على الاستقرار الاقتصادي الكلي. فعلى سبيل المثال، تؤدي الاستثمارات قصيرة الأجل، حين تدخل بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ، إلى زيادة عدم الاستقرار الاقتصادي، مما يخلق ضغوطاً تضخمية وتقلبات في أسعار الصرف

1.

- تحسين السيولة وتسهيل تدفقات المال

يُعد صناع السوق من الركائز الجوهرية لدعم كفاءة الأسواق المالية، حيث يضطلعون بدور رئيسي في تحسين السيولة عبر توفير عروض مستمرة للشراء والبيع، مما يؤدي إلى ضمان وجود طرف مقابل دائم للراغبين في تنفيذ صفقاتهم دون الحاجة إلى انتظار مطول أو مواجهة تذبذبات سعرية مفرطة. بفضل هذا الدور، تقلص الفجوات السعرية بين العرض

¹ رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية: دراسة اقتصادية، العدد الثاني، دورية مركز البحوث والدراسات الإنسانية البصيرة، مؤسسة ابن خلدون، الجزائر، ص 36.

والطلب، مما يساهم في استقرار الأسعار وتحفيز المستثمرين على زيادة تداولاتهم بثقة أكبر.¹ كما أن وجود صناع السوق يعزز من تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود، مما يدعم التكامل المالي العالمي ويساعد على تحفيز النمو الاقتصادي في الأسواق الناشئة والمتقدمة على حد سواء. ومن ناحية أخرى، فإن استمرار صناع السوق في توفير السيولة خلال فترات التقلبات أو الأزمات الاقتصادية، يسهم بشكل فعال في الحفاظ على استقرار الأسواق ومنعها من الدخول في حالة من الجمود، التي قد تفاقم الأزمات الاقتصادية والمالية²

- استقرار أسعار الصرف وأثره على التجارة الدولية

يلعب استقرار أسعار الصرف دوراً حاسماً في تسهيل حركة التجارة الدولية، حيث يمكن الشركات والمستثمرين من اتخاذ قرارات تجارية واستثمارية أكثر دقة وأقل مخاطرة. فعندما تكون أسعار الصرف مستقرة، يمكن للمتعاملين توقع الكلفة الحقيقية للسلع والخدمات عبر الحدود، مما يعزز من فعالية سلاسل الإمداد العالمية. بالمقابل، يؤدي عدم استقرار العملات إلى خلق حالة من عدم اليقين تؤثر سلباً على التوسيع التجاري، وتدفع الشركات إلى اللجوء إلى أدوات التحوط المكلفة أو تقليل أنشطتها الخارجية. وتظهر الدراسات أن الاختلالات الكبيرة في أسعار الصرف تقلل من حجم التجارة بنسبة تقدر بحوالي 1% من الإجمالي العالمي، مما يمثل خسائر كبيرة، خاصة للدول النامية التي تعتمد بشكل كبير على التصدير. وفي المقابل، فإن الدول التي ترتبط بآليات ثابتة أو شبه ثابتة لسعر الصرف تتمتع ببيئة تجارية أكثر استقراراً

¹ "Market Making Trading Strategies for 2024 | Secrets to Liquidity," Bookmap, September 13, 2024, accessed April 27, 2025, <https://bookmap.com/blog/the-secrets-of-market-making-liquidity-strategies-every-trader-must-know>.

² Committee on the Global Financial System, "Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications," Bank for International Settlements, CGFS Papers No 52, July 2022, accessed April 27, 2025, <https://www.bis.org/publ/cgfs5.2.pdf>.

وأقل تعرضاً لصدمات العملة، مما يحفز على زيادة التبادل التجاري ويقلل الحاجة إلى سياسات حمائية مثل فرض الرسوم الجمركية الوقائية أو دعم الصادرات بشكل مصطنع.¹

- دعم التمويل التجاري وتقليل مخاطر الائتمان

يسهم صناع السوق بشكل كبير في دعم عمليات التمويل التجاري عبر توفير سيولة كافية تُمكّن المصدرين والمستوردين من الحصول على تمويل ميسر لإتمام صفقاتهم الدولية. من خلال خلق بيئة سوقية مرنّة وتنافسية، يساعد صناع السوق على خفض كُلفة رأس المال المرتبطة بالتمويل التجاري وتقليل الفجوات التمويلية التي قد تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على وجه الخصوص. بالإضافة إلى ذلك، تُمكّن الأدوات المالية المتقدمة، مثل العقود الآجلة والخيارات والمشتقات، التجار من التحوط ضد تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة، مما يقلل من المخاطر الائتمانية التي قد تؤثر على استمرارية تدفق السلع والخدمات عبر الحدود. وبفضل هذه الأدوات، تصبح العمليات التجارية أقل عرضة للصدمات المالية، مما يعزز من مرونة النظام المالي العالمي ككل.

¹ United Nations Conference on Trade and Development, "Exchange Rates, International Trade and Trade Policies," UNCTAD Discussion Paper No. 57, 2011, accessed April 27, 2025, https://unctad.org/system/files/official-document/itcdtab57_en.pdf.

خلاصة

من خلال استعراض الإطار النظري لصناعة السوق، تبيّن أن صانع السوق ليس مجرد وسيط مالي، بل هو عنصر جوهري في الحفاظ على كفاءة الأسواق، واستقرارها، وتدفق السيولة فيها. فقد كشف هذا الفصل عن تعدد الأنواع التي يندرج تحتها صناع السوق، بدءاً من التقليديين إلى الآليين، وصولاً إلى من ينشطون في فضاءات العملات الرقمية. كما أوضح الفصل أن دور صانع السوق لا يقتصر على عمليات التداول، بل يمتد إلى تشكيل بنية السوق وتنظيمها، والمساهمة في الحد من فجوات السيولة، وتحقيق توازن مستمر بين الطلب والعرض، ما يجعله ركيزة في الأسواق الناضجة والناشئة على حد سواء.

من جانب آخر، أظهر تحليل أدوات السياسة التجارية وأثر تدفقات رؤوس الأموال مدى الترابط بين الأسواق المالية والتجارة الدولية، حيث يشكل صانع السوق حلقة وصل فعالة تساهُم في تشريع التبادل التجاري، وتسييل المعاملات العابرة للحدود.

كما ناقش الفصل التحديات التي يواجهها صانعو السوق، بما فيها المخاطر الناجمة عن عدم استقرار الأسواق، أو غياب الأطر التنظيمية الملائمة، أو حتى التحديات البيئية والاجتماعية، ما يستدعي تدخلاً سياسياً وتشريعياً مستمراً لضبط عمل هؤلاء الفاعلين. بناءً على ذلك، يُعد الإطار النظري أرضية حاسمة لفهم الآثار المتتالية على أداء صناع السوق، وتمهيداً ضرورياً للانتقال إلى الفصل التطبيقي الذي يعني بتقسيم وتحليل الأثر الواقعي لدورهم في الأسواق المالية الدولية، مع اعتماد بيانات عملية وتحليل تجريبي عميق.

الفصل الثاني:

دراسة اثر صناع السوق في الأسواق

المالية الدولية والأوربية

الفصل الثاني : دراسة اثر صناع السوق في الأسواق المالية الدولية

المبحث الأول: دراسة تطورات السيولة الأسواق المالية الدولية

المطلب الأول: تطورات سيولة السوق

المطلب الثاني : تطورات السيولة في الأسواق النقدية

المطلب الثالث: مخزونات صانعي السوق المؤشرات الكلية للسلوك التداولي والسيولة

المبحث الثاني: صانعو السوق وتأثيرهم على سيولة السوق — نتائج دراسةESRB

المطلب الأول : أثر صناع السوق في مستويات السيولة في منطقة اليورو (2020-2024)

المطلب الثاني : أثر صناع السوق على الإنتاجية الكلية للشركات في منطقة اليورو

المطلب الثالث : أثر صناع السوق على محافظ شركات التأمين ومستويات السيولة بعد تطبيق الحسومات في منطقة اليورو (2020-2024)

المبحث الثالث : أثر صناع السوق في التجارة الدولية

المطلب الأول: آليات توفير السيولة وتسريع المعاملات الدولية

المطلب الثاني: إجراءات استقرار الأسعار وتقليل التقلبات

المطلب الثالث: وسائل تسهيل التحوط وإدارة المخاطر

الفصل الثاني : دراسة اثر صناع السوق في الأسواق المالية الدولية

يتناول هذا الفصل الجانب التطبيقي من الدراسة، حيث يتم الانتقال من الإطار النظري إلى التحليل التجاري للبيانات. يعتمد الفصل على مصادر واقعية تشمل دراسات حالة وتقارير دولية، مع تحليل بيانات من الهيئة الأوروبية للمخاطر النظامية (ESRB).

يبدأ الفصل بتحليل تطورات سيولة السوق عبر أنواع متعددة من الأدوات المالية، مثل السندات السيادية وسندات الشركات وأسواق المشتقات. ثم يستعرض الفصل النتائج الإحصائية المتعلقة بتأثير سلوك صناع السوق على السيولة السوقية، قبل أن يقدم تفسيرًا نقدياً للنتائج ويستعرض انعكاسات تلك الآثار على الإنتاجية ومحفظ شركات التأمين خلال الأزمات الممتدة من 2004 إلى 2024.

المبحث الأول: دراسة تطورات السيولة في الأسواق المالية الدولية بعد الأزمة

تشير سيولة السوق، في معناها الأوسع، إلى مدى سهولة شراء أو بيع الأصول المالية دون التأثير بشكل مفرط على الأسعار. ومن المهم الإشارة إلى أن ليس كل الأصول المالية تتمتع بنفس درجة السيولة ضمن هذا المفهوم. ومن منظور الاستقرار المالي، فإن الأهم هو الكيفية التي تسهم بها سيولة السوق في كفاءة الأسواق المالية، ومدى قدرتها على الاستجابة للضغوط المالية.

تُعد سيولة السوق مفهوماً مستقلاً ولكنه يرتبط ارتباطاً وثيقاً بسيولة التمويل¹. وتعتبر الأسواق المالية السائلة ضرورية لأي نظام مالي ي العمل بكفاءة، كما أنها عنصر أساسي في توفير التمويل القائم على السوق. فالقدرة على تداول الأوراق المالية الصادرة عن الحكومات والمؤسسات المالية

¹ Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2008). Market Liquidity and Funding Liquidity.

وغير المالية بشكل آمن وموثوق تُشَهِّم في تمويل الاستثمارات داخل الاقتصاد الحقيقي، مما يدعم النمو الاقتصادي والاستقرار المالي.

في الآونة الأخيرة، تصاعدت المخاوف بشأن تدهور السيولة في بعض الأسواق داخل الاتحاد الأوروبي. وعلى الرغم من أن هذه المخاوف تتركز بشكل رئيسي في سوق سندات الشركات الأوروبية، فإنها تمتد أيضًا إلى أسواق أخرى مثل التسنيد، وسندات الحكومة، وسوق الصرف الأجنبي¹. وتُعد ندرة السيولة في السوق عاملاً قد يُفَاقِم من تداعيات أي إعادة تقييم مفاجئة لهوامش المخاطر، مما قد يؤدي إلى آثار نظامية واسعة النطاق. فإذا اعتبرت سيولة السوق غير كافية لامتصاص الارتفاعات المفاجئة في العرض أو الطلب على أوراق مالية معينة، فقد يشكل ذلك تهديداً للاستقرار المالي ويُسْتَدِعِي اتخاذ إجراءات وقائية على مستوى السياسة الاحترازية الكلية².

ويُعتقد أن عدداً من العوامل التنظيمية والتنافسية والتكنولوجية قد قلل من استعداد صانعي السوق وقدرتهم على العمل كجهات مقابلة لتلبية الاحتياجات الفورية للتداول. أولاً، يُنظر بشكل متزايد إلى تقديم السيولة باعتباره مركز ربح مستقل بدلاً من كونه خدمة تقدّم للعملاء وتضيف إلى القيمة المؤسسية للبنوك وشركات الوساطة. ثانياً، أدت التغييرات التنظيمية إلى ارتفاع تكاليف إدارة المخزون لبعض الأدوات المالية، وهو ما قد يشجع مزودي السيولة على التركيز على الأدوات الأكثر تجانساً في الأسواق السائلة³.

¹ انظر على سبيل المثال: صندوق النقد الدولي(IMF, 2015)، بنك التسويات الدولية(BIS, 2016)، السلطات الأوروبية للرقابة(ESAs, 2016)، بنك إنجلترا (2015)، وشهادة محافظ الاحتياطي الفيدرالي جيروم باول في 14 أبريل 2016.

² BIS (2014).

³ الأوراق المالية المتGANSAة تشمل غالباً سندات الحكومة، والأسهم ذات القيمة السوقية الكبيرة، والمشتققات الموحدة، بينما تُعد سندات الشركات والأسهم الصغيرة والأوراق المالية المدعومة بالأصول غير متGANSAة.

يقدم هذا التقرير أدلة جديدة حول عرض خدمات السيولة من قبل صانعي السوق في أوروبا، استناداً إلى عملية جمع بياناتنفذها المجلس الأوروبي للمخاطر النظامية.(ESRB) وقد ركزت التحليلات التجريبية المتعلقة بسيولة السوق حتى الآن بشكل أساس على الأسواق الأمريكية، بينما تشمل عملية جمع البيانات التي أجراها المجلس 13 بنكاً من البنوك الكبرى العاملة في أنشطة صناع السوق في أوروبا، وتتضمن جزئين: كمي ونوعي. يشمل الجزء الكمي بيانات حول مخزونات صانعي السوق، ومتوسط حجم التداول، وحجم أنشطة صناع السوق.¹

المطلب الأول: تطورات سيولة السوق

يقدم هذا القسم ملخصاً موجزاً للحالة الراهنة لسيولة السوق الثانية، معتمداً على مؤشرات مستمرة من السوق، مع التركيز على السندات السيادية وسندات الشركات ضمن سوق السندات الأوروبية. كما يتضمن تحليلاً للعلاقات القائمة مع أسواق المشتقات والمشكلات المحتملة في أسواق النقد.

لا يوجد مقياس موحد مُتفق عليه لتقييم السيولة في جميع الأسواق. بل توجد عدة مؤشرات متربطة يمكن تصنيفها ضمن أربع فئات رئيسية:

مؤشرات تكاليف المعاملات مثل فروق الأسعار بين العرض والطلب وتكاليف التداول الكاملة. المؤشرات القائمة على الحجم مثل حجم التداول ومعدل الدوران.

المؤشرات القائمة على الأسعار مثل تقديرات علاوة السيولة والفارق بين السندات الحديثة والقديمة (on-the-run vs off-the-run).

مؤشرات أثر السوق مثل نسبة أميهود.² (Amihud ratios)

¹ قام بإعداد هذا التقرير فريق الخبراء التابع للمجلس الأوروبي للمخاطر النظامية حول سيولة السوق.

² نسبة أميهود هي مقياس شائع لتقدير أثر السوق على السعر، وقد تم تطويره بواسطة Amihud لتقدير الانخفاض في الأسعار المرتبط بحجم المبيعات.

تشير المؤشرات المتاحة لسيولة السوق في أسواق الدخل الثابت إلى إشارات متباعدة فبينما لا تظهر المؤشرات القائمة على الأسعار تراجعاً كبيراً في سيولة سوق السندات الحكومية مقارنة بفترة ما قبل الأزمة، توحى بعض المؤشرات القائمة على الكمية بوجود تراجع، كما تشير البيانات المستندة إلى الاستبيانات إلى تدهور ملحوظ، وتشير المعلومات المستقاة من فروق الأسعار بين العرض والطلب ومن الاستبيانات إلى تدهور في ظروف السيولة في السوق الثانوية لسندات الشركات عقب الأزمة المالية العالمية. كذلك، ظهرت بعض المؤشرات على تراجع توفر التمويل من خلال أسواق إعادة الشراء (repo)، رغم أن الاستطلاعات الحديثة لأسواق الاتحاد الأوروبي تظهر اتجاهًا نحو الاستقرار.¹

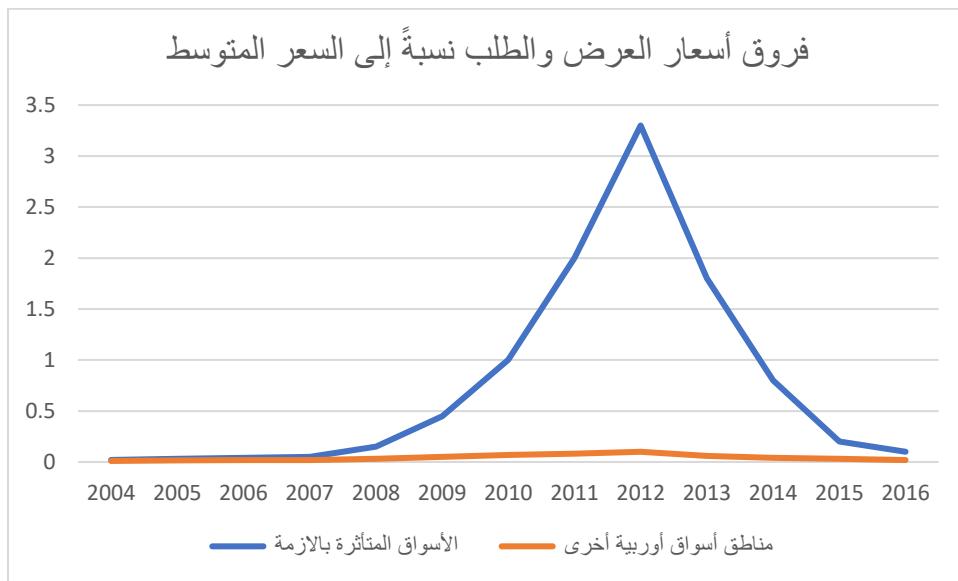
1- أسواق السندات السيادية

تشير المؤشرات القائمة على الأسعار والكمية والاستطلاعات إلى أن سيولة السوق الثانوية في أسواق السندات السيادية بمنطقة اليورو أصبحت أدنى مقارنة بفترة ما قبل الأزمة، ولكنها أفضل من مستوياتها أثناء ذروة أزمة البنوك والديون السيادية. على الرغم من اتفاق جميع المؤشرات على انخفاض السيولة مقارنة بفترة ما قبل الأزمة، إلا أن درجة هذا الانخفاض تختلف حسب المؤشر المستخدم. تشير المؤشرات القائمة على الأسعار، مثل فروق العرض والطلب ونسبة أميهود، إلى تراجع طفيف. بينما تُظهر المؤشرات القائمة على الكمية، مثل نسب الدوران ومتوسط حجم الصفقة، تراجعاً أكثر وضوحاً، وتدل الاستطلاعات على تراجع كبير في مختلف أسواق السندات السيادية.

أما بالنسبة للمؤشرات الفردية في أسواق السندات السيادية بمنطقة اليورو، فقد انخفضت فروق الأسعار بين العرض والطلب نسبةً إلى أسعار منتصف السوق بشكل ملحوظ منذ ذروة الأزمة،

¹ انظر: البنك المركزي الأوروبي (ECB, 2015c) والجمعية الدولية لأسواق رأس المال. (ICMA, 2015)

لكنها لا تزال أعلى بكثير من مستويات ما قبل الأزمة (انظر الرسم البياني 1). وقد تخل التحسن التدريجي في الظروف بعض الفترات التي شهدت اضطرابات في السوق.



الرسم البياني رقم (1) فروق أسعار العرض والطلب نسبةً إلى السعر المتوسط¹

تُعد نسبة أميهود مقياساً لتقدير أثر التداول على الأسعار، حيث يتم حسابها من خلال نسبة العائدات المطلقة إلى حجم التداول المطلق ضمن فترة زمنية معينة لأداة مالية محددة، ثم يُحسب المتوسط على مدى أفق زمني أطول أو مجموعة من الأوراق المالية. وتشير النسبة الأعلى إلى تأثير أكبر على الأسعار نتيجة التداول، مما يعني أن السوق أقل سيولة.²

¹ https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/20161005_market_liquidity_market_making.en.pdf

² نسبة أميهود هي مقياس شائع لتقدير أثر السوق على السعر، وقد تم تطويره بواسطة Amihud لتقدير الانخفاض في الأسعار المرتبط بحجم المبيعات.

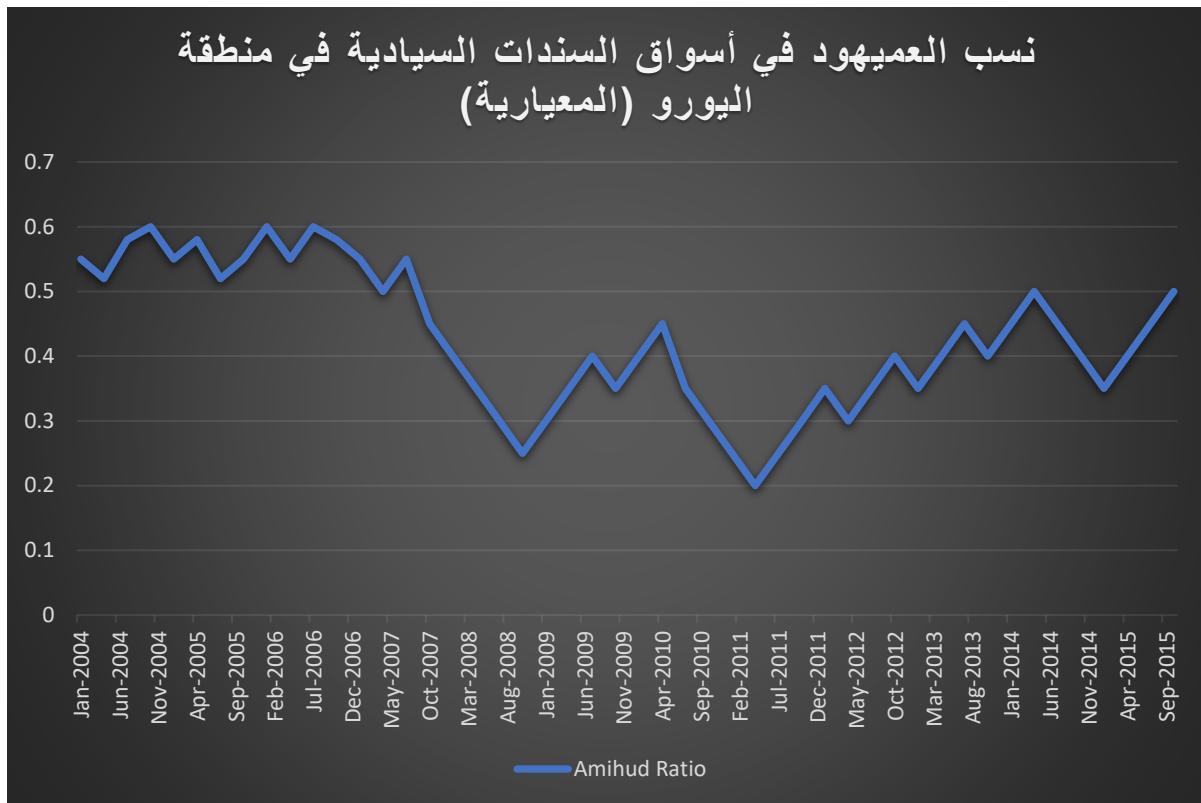
من المهم مراعاة مدى صلاحية اعتبار فترة ما قبل الأزمة، مثل عام 2007، معياراً صالحًا لتحليل السيولة، إذ إن مستويات السيولة آنذاك ربما كانت مدفوعة برافعة مالية مفرطة لم تكن مستدامة على المدى الطويل. وقد تبين خلال الأزمة أن تلك السيولة كانت مجرد "وهم"، حيث لم تكن متوفرة في الأوقات التي كانت الحاجة إليها في أشدها.¹

يشير ضعف السيولة (Illiquidity) إلى أن السيولة يمكن أن تتلاشى بسرعة خلال فترات التوتر الشديد في الأسواق. ومؤخرًا، ازدادت تقلبات فروق الأسعار بين العرض والطلب في السندات السيادية لمنطقة اليورو، واتسعت هذه الفروق خلال أحداث السوق في أوائل عام 2016. وفي بعض الأسواق، كان هذا الاتساع في فروق الأسعار خلال عام 2016 أكبر من مثيله في الحلقات السابقة. تكشف تحليلات المكونات الرئيسية (Principal Component Analysis) عن وجود درجة كبيرة من التوازي في العوامل التي تقود بعد "الضيق" (tightness) في السيولة عبر أسواق السندات الثانوية في منطقة اليورو، وهو ما يثير القلق من احتمال تدهور السيولة في جميع الأسواق في وقت واحد، أي في اللحظات التي تكون فيها الحاجة إليها أكبر ما يكون².

¹ يثار جدل حول مدى ملاءمة اعتبار مستويات السيولة قبل الأزمة المالية معياراً موضوعياً، نظراً لاعتمادها على ممارسات غير مستدامة مثل الرفع المالي المفرط ينظر https://ba-odegaard.no/teach/notes/liquidity_estimators/amihud_estimator/amihud_lectures.pdf.

Amihud (2002) proposes a measure of illiquidity

² انظر: المربع 4 من تقرير "السيولة السوقية وصناعة السوق"، ESRB



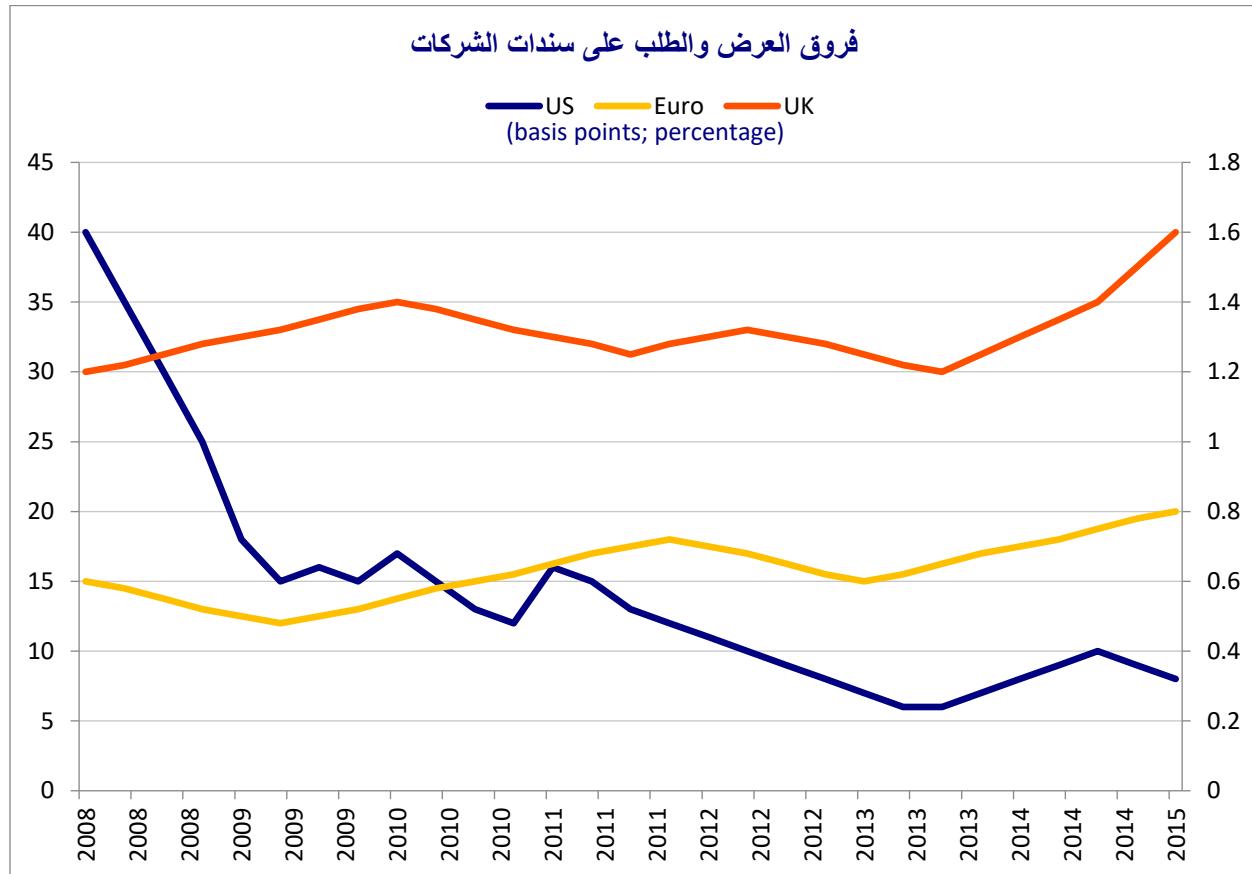
الرسم البياني 2 : نسبة أميهود في المنطقة الأوروبية 2004-2015

المصدر : من اعداد الطالب بناء على المعلومات الموجودة في تقرير "السيولة السوقية وصناعة السوق" ¹. ESRB.

نسب الدوران في أسواق السندات السيادية في منطقة اليورو لا تزال دون مستويات ما قبل الأزمة في العديد من البلدان (انظر الرسم البياني 2)، كما أن متوسط حجم الصفقة المتداولة في أكبر نظام تداول بين الوسطاء (MTS) لسندات حكومات منطقة اليورو لا يزال أدنى قليلاً من مستويات ما قبل الأزمة، على الرغم من تعافيه بعد بدء برنامج البنك المركزي الأوروبي لشراء القطاع العام في مارس 2015. تظهر مؤشرات بديلة للسيولة مثل نسب أميهود ومعاملات كفاءة السوق نمطاً

¹ https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/20161005_market_liquidity_market_making.en.pdf

مشابهاً، مما يشير إلى تدهور في ظروف السيولة في بعض أسواق السندات السيادية خلال الأشهر الأولى من عام 2016



الرسم البياني (3) : فروق العرض والطلب على سندات الشركات

2- أسواق سندات الشركات

تشير المعلومات المستقة من فروق الأسعار بين العرض والطلب، واستطلاعات آراء صناع السوق بالإضافة إلى المعلومات الاستخباراتية السوقية، إلى تدهور في ظروف السيولة في السوق الثانوية بعد اندلاع الأزمة المالية العالمية¹. وتتبع فروق الأسعار لسندات الشركات في منطقة

¹ للحصول على ملخص حول الأدلة المتاحة التي تدعم هذا التوجه، انظر دراسة شركة PricewaterhouseCoopers بعنوان "دراسة السيولة في الأسواق المالية العالمية"، أغسطس 2015.

اليورو اتجاهًا مشابهًا لنظيراتها السيادية؛ فهي حالياً أعلى قليلاً من المستويات المسجلة قبل الأزمة المالية، لكنها أضيق بكثير من المستويات المسجلة خلال ذروة الأزمة العالمية وأزمة ديون منطقة اليورو .

على الرغم من أن معظم مؤشرات السيولة المستندة إلى السوق لا تُظهر تدهوراً جوهريًا في ظروف السيولة خلال الأوقات العاديَّة، فإن المعلومات المستندة إلى الاستطلاعات تشير إلى تدهور ملحوظ في السيولة وأداء السوق عبر مجموعة واسعة من أسواق منطقة اليورو. أفاد المشاركون في استطلاع البنك المركزي الأوروبي بشأن شروط الائتمان في تمويل الأوراق المالية باليورو والمشتقات غير المدرجة في البورصة (SESFOD) بتدور مستمر في السيولة الخاصة بسندات الشركات خلال عام 2015، وتوقعوا تدهوراً إضافياً في العام التالي¹.

يشير المحللون في السوق إلى انخفاض نسب الدوران وحدوث تباين في السيولة بين الأوراق المالية "الجديدة" و"القديمة" (on-the-run مقابل off-the-run). وتعتمد سيولة السوق في سوق سندات الشركات بدرجة أكبر على رغبة صناع السوق في الاستجابة للاختلالات المؤقتة. وتشير المؤشرات إلى تراجع ثقة هؤلاء في قدرتهم على توفير السيولة خلال فترات الضغط، كما ورد في الاستطلاعات.

3- الاستطلاع الأوروبي (SESFOD) وأسواق النقد مقابل المشتقات

يشير استطلاع البنك المركزي الأوروبي بشأن شروط الائتمان في تمويل الأوراق المالية والمشتقات² (SESFOD) بعض القلق، إذ يُظهر أن ثقة صناع السوق في قدرتهم على توفير السيولة خلال فترات الضغط قد تراجعت. وإضافة إلى ذلك، ومنذ اندلاع الأزمة المالية،

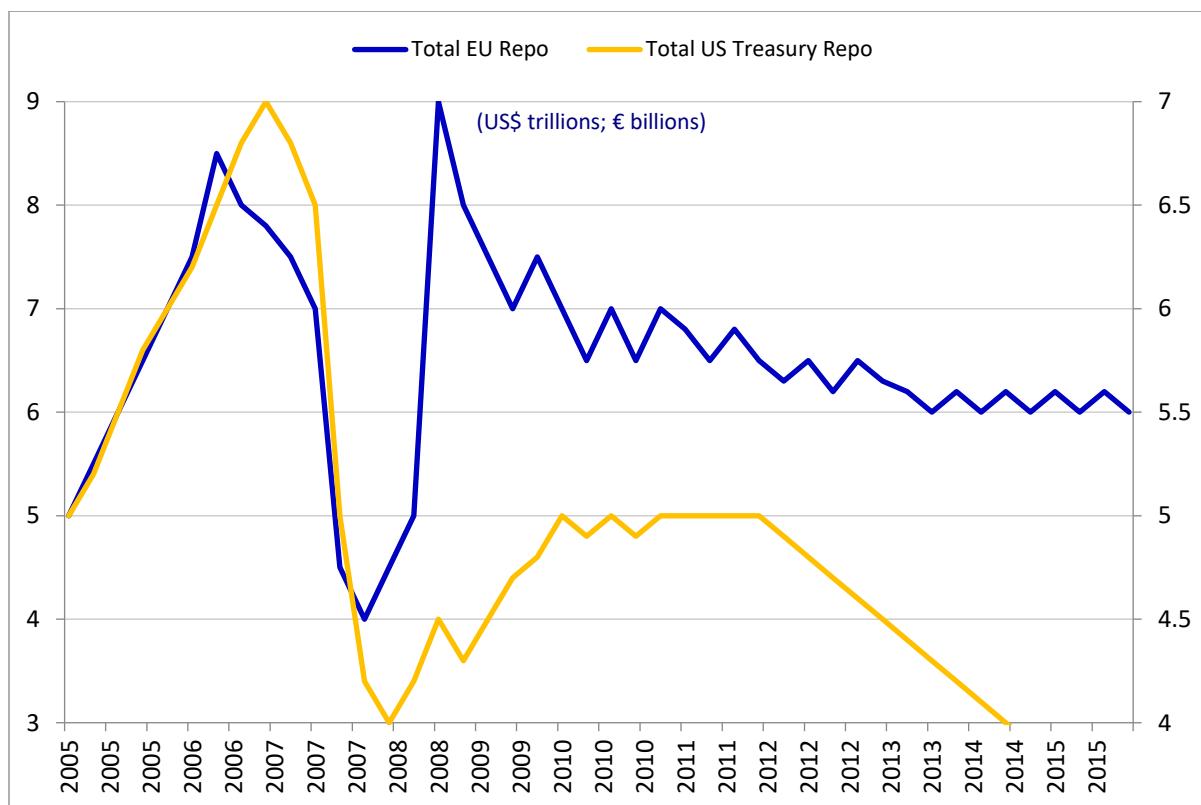
¹ انظر استطلاع SESFOD، مارس 2016.

² SESFOD – "Survey on credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and OTC derivatives markets." ، البنك المركزي الأوروبي، مارس 2016.

خفضت المؤسسات المالية النقدية في منطقة اليورو (MFIs) حيازاتها من سندات الشركات في منطقة اليورو بمقدار الثلث.

لم تُختبر بعد مرونة السيولة السوقية في بيئة ما بعد الأزمة بشكل كامل، نظراً لأن فترات تقلبات السوق منذ ذلك الحين كانت قصيرة الأمد. ويُحتمل أن يكون أحد أسباب التباين في كيفية إدراك السيولة مرتبطة بكون المؤشرات المستندة إلى البيانات المتاحة متحيزة نحو الأوامر التي نفذت بنجاح، دون أن تأخذ في الحسبان عدد الطلبات المتكررة للحصول على عروض أسعار (quotes) اللازمة لتنفيذ تلك الأوامر.

المطلب الثاني : تطورات السيولة في الأسواق النقدية



الرسم البياني (4) : الأسواق النقدية مقابل المشتقات¹

¹ https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/20161005_market_liquidity_market_making.en.pdf

1- الأسواق النقدية مقابل المشتقات

تشير بعض الظواهر السعرية غير المعتادة والمستمرة بين الأدوات النقدية والمشتقة إلى احتمال تراجع السيولة في السوق الثانوية، أو في الأسواق المرتبطة مثل أسواق الريبو (repo). وتُظهر هذه الظواهر السعرية تباعًا ملحوظاً كان يمكن - في الظروف السابقة - أن يعالج عبر عمليات المراجحة من قبل المستثمرين ذوي الرافعـة المالية مثل صناديق القيمة في الدخل الثابت.

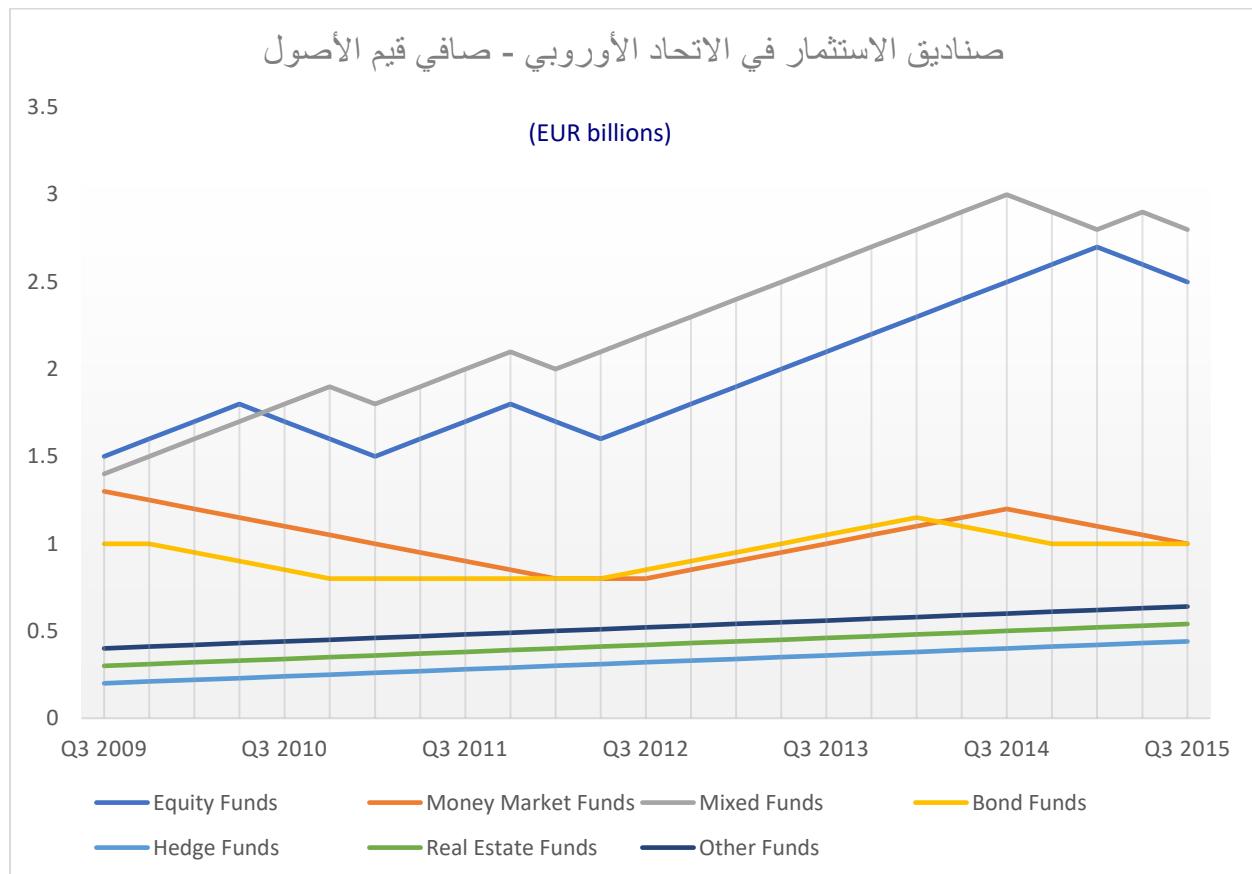
على سبيل المثال، عبر أسواق الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة والمملكة المتحدة، ظهرت مؤخرًا فروقات بين العوائد على السندات الحكومية ونظيراتها من عقود المبادلة (swaps) المتطابقة في الأجل. فالعوائد على السندات الحكومية الألمانية أصبحت أدنى من تلك الخاصة بعقود المبادلة المطابقة للأجل، في حين أن العكس تماماً هو الصحيح في الأسواق الأمريكية والبريطانية (انظر الرسم البياني 5).

2- مراكز السوق في أدوات الدخل الثابت وأسواق الريبو¹

تُعد بعض الكيانات، مثل صناديق المعاشات والتأمين، والمتداولين المعتمدين على القيمة النسبية (relative value traders)، بحاجة إلى التمويل لاستغلال فرص المراجحة وتصحيح الأخطاء السعرية في السوق. وقد انخفضت القيمة الإجمالية للمعاملات في أسواق الريبو في كل من الولايات المتحدة وأوروبا منذ عام 2007 بنسبة تقارب 20% و40% على التوالي، رغم أن الدراسات الاستقصائية الحديثة لأسواق الاتحاد الأوروبي تُظهر اتجاهًا نحو الاستقرار في الآونة الأخيرة.¹

¹ مصطلح "Repo" هو اختصار Repurchase Agreement ، ويُترجم إلى "اتفاقية إعادة الشراء". وهو عقد مالي يُستخدم عادةً في الأسواق المالية، حيث يبيع أحد الأطراف أصولاً (غالباً سندات حكومية) لطرف آخر مع الاتفاق على إعادة شرائها لاحقاً بسعر أعلى، مما يشكل أداة اقتراض قصيرة الأجل.

وأنسجاماً مع ظهور هذه الظواهر السعرية غير المعتادة، لوحظ منذ منتصف عام 2014 ارتفاع في تكلفة الاقتراض في أسواق الريبو لأجل (term repo) في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، وذلك بالمقارنة مع معدلات الفائدة الخالية من المخاطر. وخلال الفترة ذاتها، اتسعت الفروق بين أسعار العرض والطلب (bid-ask spreads)، مما يشير إلى ارتفاع في تكلفة الوساطة المالية ضمن سوق التمويل المضمون (secured funds market).



الرسم البياني (5) : صناديق الاستثمار في الاتحاد الأوروبي - صافي قيم الأصول¹

¹ https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/20161005_market_liquidity_market_making.en.pdf

3- تغير في الطلب على السيولة

جرت تطورات السيولة السوقية في سياق تغيرات في هيكل الطلب على السيولة. فمن جهة الطلب، هناك قلق متزايد من أن يؤدي الدور المتضخم لصناديق الاستثمار في الوساطة المالية إلى أن تكون عاملًا مضخمًا للمخاطر في حال حدوث أزمة نظامية مستقبلية وفي هذا السياق، تبرز قضيتان رئيسيتان قد تؤثران في دور صناديق الاستثمار وأثرها خلال الأزمات النظامية:

النمو في الأصول المدارة: شهدت صناديق الاستثمار في الاتحاد الأوروبي نمواً كبيراً في الأصول التي تديرها خلال السنوات الأخيرة، حيث بلغ إجمالي الأصول في الربع الرابع من عام 2015 نحو 12.7 تريليون يورو. وينظر أن الأصول المدارة قد تضاعفت تقريباً منذ نهاية عام 2009

تحوّل في هيكل المحافظ الاستثمارية: تتجه العديد من الصناديق نحو الاستثمار في أصول أقل سيولة، مع الاستثمار في تقديم إمكانية الاسترداد اليومي للمستثمرين، مما يخلق خللاً محتملاً في السيولة (liquidity mismatch)

المطلب الثالث: مخزونات صانعي السوق المؤشرات الكمية للسلوك التداولي والسيولة
 يعرض هذا القسم النتائج المستخلصة من التمرن الكمي الذي أجراه المجلس الأوروبي للمخاطر النظامية (ESRB)، إضافة إلى استبيان نوعي موجه لصانعي السوق. شمل جمع البيانات الفئات التالية من الأصول: السندات السيادية، وسندات الشركات، وسندات المغطاة، والأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABS).

أظهرت نتائج الجزء الكمي من التمرن مؤشرات متباعدة بشأن تطورات أنشطة صانعي السوق. فقد شمل التحليل المخزونات الإجمالية والصادفية المجمعية لصانعي السوق الأوروبيين، بالإضافة إلى متوسط حجم الصفقة وقيمة التداول — وهي معلومات نادراً ما تتتوفر. وقد انخفضت المخزونات الإجمالية والصادفية بشكل ملحوظ بالنسبة لسندات الشركات، بينما إما ارتفعت أو

ظلت مستقرة في فئات الأصول الأخرى. أما من حيث حجم التداول الكلي، فقد بقي نسبياً في حالة استقرار، في حين أن متوسط حجم الصفقة انخفض في جميع فئات الأصول، وهو ما يُعد إشارة محتملة إلى تدهور في سيولة السوق.

وبوجه عام، يرى المشاركون في الاستبيان النوعي أن صانعي السوق يساهمون بشكل كبير في تعزيز سيولة السوق وفي ضمان كفاءة أدائها. ومع ذلك، أوضحت البنوك المُجيبة أن تراجع السيولة السوقية، وتنظيمات ما بعد الأزمة، بالإضافة إلى تغيرات في البيئة السوقية العامة، قد أدت إلى تقليص أو حتى توقف أنشطتهم في مجال صناعة السوق. وأشار المجيبون، على وجه الخصوص، إلى أن إطار رأس المال والسيولة الوارد ضمن اللوائح التنظيمية CRD IV/CRR ، MiFID II/MiFIR ، تُعد من العوامل التي تعيق قدرتهم ورغبتهم في أداء دور صانعي السوق.¹

1- الأدلة حول مخزونات صانعي السوق وسلوكهم التداولي

يفطي الجزء الكمي من البيانات معلومات حول المخزونات المحافظ عليها للتداول، ومتوسط حجم الصفقة، وحجم أنشطة صانعي السوق. ويلاحظ أن البيانات بعد عام 2010 تُعد أكثر تمثيلاً وموثوقية مقارنة بتلك التي سبقتها.²

المخزونات الإجمالية والصفافية

بشكل عام، تُعبر المراكز الصافية للمخزونات عن مستوى المخاطرة الذي يكون صانعو السوق مستعدين أو قادرين على تحمله. بينما يعكس حجم المخزونات الإجمالية (سواء قصيرة أو طويلة

¹ يشير MiFID II/MiFIR إلى الإطار الأوروبي التنظيمي الذي يهدف إلى تحسين الشفافية والكفاءة في الأسواق المالية، بينما يحدد CRD IV/CRR المتطلبات المتعلقة برأس المال والسيولة لدى البنوك.

² تمت الإشارة إلى أن البيانات بعد عام 2010 أصبحت أكثر دقة، نظراً لتحسين نطاق التغطية وعدد المجيبين من صانعي السوق.

الأجل) قدرة صانعي السوق على اتخاذ مراكز شرائية أو بيعية قد يتم التحوط لها داخلياً أو من خلال أدوات مالية أخرى.

في هذا السياق، تشير عملية "التجميع" إلى دمج جميع السندات من نوع معين ضمن مجموعة واحدة، بغض النظر عن الجهة المصدرة، أو تاريخ الإصدار، أو حجم الإصدار، أو ما إذا كانت حديثة (off-the-run) أم قديمة (on-the-run)، أو تصنيفها الائتماني. وفي بعض الحالات، يتم التمييز بين السندات عالية العائد وتلك من الدرجة الاستثمارية. وإذا لم تكن السيولة السوقية تتطور بشكل متجانس عبر جميع أنواع السندات ضمن نفس الفئة، فقد يُخفي التجميع مثل هذه الفروقات. ومع ذلك، تجدر الإشارة إلى أن هذا القصور شائع في معظم الدراسات التي تتناول سيولة السوق، ويعود سببه إلى محدودية البيانات المتوفرة.¹

على الأقل، قام ثلاثة من صانعي السوق بالإبلاغ عن بياناتهم لكل ربع سنة ونوع سند مشمول في التقرير. وقد تم ربط البيانات بشكل تسلسلي باستخدام الأرقام المقدمة من صانعي السوق الذين واصلوا تقديم بياناتهم في كل ربع.

تجدر الإشارة إلى أنه إذا تم تحوط المركز الطويل من خلال اتفاقية إعادة شراء (repo) أو باستخدام مشتقات مالية، فإن صانع السوق قد يتحمل مستوى مخاطرة مختلف عما تعكسه البيانات الصافية. ومع ذلك، كانت اتفاقيات الريبو والمشتقات خارج نطاق هذا التمرين الخاص بجمع البيانات.²

¹ يعتبر تجميع البيانات إحدى نقاط الضعف المنهجية في معظم الدراسات الخاصة بسيولة السوق، ويُستخدم عادةً كحل لتجاوز النقص في التفاصيل الفردية.

² تُعد أدوات الريبو والمشتقات عناصر مهمة في تحوط مراكز السوق، لكن لم يتم تضمينها ضمن هذا التحليل، ما قد يؤثر على تفسير البيانات الصافية للمخزونات.

2- تطورات المخزونات كمؤشر على سيولة السوق

بوجه عام، يُعد انخفاض في المخزونات الإجمالية أو الصافية دلالة على تراجع سيولة السوق، نتيجة لانخفاض قدرة أو رغبة صانعي السوق في الاحتفاظ بالأصول ضمن محافظهم.¹

تُظهر فئات الأصول المختلفة أنماطاً متباعدة في تطورات مخزونات صانعي السوق. فعلى سبيل المثال، تُبيّن البيانات في أن المخزونات الصافية المجمعة من السندات الحكومية الأوروبية ظلت مستقرة عند حوالي 100 مليار يورو. ومع ذلك، فإن هذا الاستقرار يخفي انخفاضاً تدريجياً في القيم المطلقة للمخزونات الطويلة والقصيرة على حد سواء. وإذا ما أخذ في الاعتبار النمو في حجم الإصدارات (أي التوسيع في السوق ككل)، يتضح أن المخزون الصافي النسبي قد انخفض بالفعل.

أما بالنسبة للسندات المغطاة، فتُظهر البيانات أن المخزونات قد ارتفعت، حيث تضاعفت المخزونات الصافية من نحو 10 مليارات يورو في عام 2013 إلى نحو 20 مليار يورو في عام ويمكن تفسير الزيادة الكبيرة في المخزونات الطويلة منذ مطلع عام 2014 جزئياً بتوقع برنامج البنك المركزي الأوروبي لشراء السندات المغطاة. وقد أدى هذا التوقع إلى زيادة الإصدارات، ما دفع صانعي السوق إلى الاعتقاد بإمكانية بيع هذه السندات لاحقاً، وهو ما شجّعهم على الاحتفاظ بها ضمن محافظهم.

بالنسبة للأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABS)، فإن تطور المخزونات يتخد شكل منحني "U" ، حيث لم تستعد مستويات عام 2008 إلا مؤخراً، ومثل السندات المغطاة، بدأت مخزونات ABS بالارتفاع في عام 2013، وبلغت في عام 2015 مستوى يقارب نفس حجم

¹ يُشير مصطلح "المخزونات الصافية" إلى صافي المراكز المفتوحة لدى صانع السوق، وهو ما يعكس مدى استعداده لتحمل المخاطر. أما "المخزونات الإجمالية" فتشمل المراكز الطويلة والقصيرة معًا، بغض النظر عن التحوط الداخلي.

السندات المغطاة. ونظراً لصعوبة البيع على المكتشوف في حالة ABS ، فإن المراكز القصيرة كانت هامشية خلال كامل فترة الدراسة.

أما سندات الشركات الأوروبية، فتُظهر اتجاهًا واضحًا نحو التراجع في المخزونات . ويشمل هذا التراجع كلاً من السندات الصادرة عن شركات مالية وغير مالية) وبالمقارنة مع السندات الحكومية، فإن سندات الشركات أصعب في الاقتراض والبيع على المكتشوف، وهو ما يفسر النسبة المحددة للمراكز القصيرة فيها. وبوجه عام، هناك انخفاض في كل من المخزونات الطويلة الإجمالية والمخزونات الصافية.

ومع ذلك، من الصعب الفصل بين أثر انخفاض الإصدارات الجديدة ورغبة صانعي السوق في الاحتفاظ بالمخزونات. ويلاحظ أن الإصدارات من قبل الشركات المالية كانت منخفضة بشكل خاص خلال النصف الثاني من فترة الدراسة.¹

تشير تقارير صادرة عن مشاركين في السوق ومصادر أخرى) انظر BIS ، 2014 (إلى احتمال حدوث ما يُعرف بـ"الانقسام" في السيولة خلال السنوات الأخيرة، حيث لوحظ تراجع أكبر في السيولة في الأدوات المالية الأقل سيولة، في حين لم يُسجل تغير كبير — أو لم يُسجل أصلًا — في الأدوات الأكثر سيولة.²

المبحث الثاني: صانعوا السوق وتأثيرهم على سيولة السوق — نتائج دراسة ESRB

تشكل سيولة السوق عنصراً حاسماً في كفاءة الأسواق المالية واستقرارها، ويعُد صانعوا السوق من أبرز الفاعلين في توفير هذه السيولة، خاصة في الأوقات التي يشح فيها التداول الطبيعي. وقد

¹ تم رصد ضعف ملحوظ في وتيرة إصدار سندات الشركات المالية خاصةً بعد عام 2013، مما يجعل تحليل تأثير انخفاض السيولة أكثر تعقيداً.

² تشير الوثائق إلى وجود تباين واضح في تدهور السيولة بين الأدوات السائلة وغير السائلة.

سلطت دراسة المجلس الأوروبي للمخاطر النظامية (ESRB) الضوء على هذا الدور من خلال تحليل عميق لبيانات تشغيلية نادرة حول سلوك صانعي السوق في أسواق السندات الأوروبية، بما في ذلك المخزونات المالية وتفاصيل الصفقات. ميّزت الدراسة نفسها بالاعتماد على معطيات غير متاحة لل العامة، مما مكّن من تقديم رؤية تحليلية شاملة تجمع بين المنهج الكمي (مثل تتبع تغيرات الحجم والسعر) والمنهج النوعي (التحليل السلوكي ودراسة الأنماط المؤسسية)، وهو ما وفر أساساً قوياً لفهم التفاعلات الدقيقة بين صانعي السوق والسيولة.

المطلب الأول: أثر صناع السوق في مستويات السيولة في منطقة اليورو (2020-2024)

من أبرز الإيجابيات التي تميز بها هذا البحث، هو تركيزه على الدور الحيوي الذي يقوم به صانعو السوق في حالات عدم التوازن، وبيانه لكيفية تأثير قراراتهم بمحددات السوق ومتغيراته النظامية. كما أن الجمع بين التحليل الكمي والنوعي وفر مقاربة متعددة الأبعاد لرصد تفاعلات السوق بدقة، لكن وبالرغم من ذلك، فإن الدراسة لم تتطرق بشكل كافٍ إلى عدد من العوامل الحديثة المؤثرة في بنية السوق.

أول هذه النواقص هو تجاهل التطورات التكنولوجية، مثل الخوارزميات المتقدمة والتداول عالي التردد (HFT)، والتي أحدثت تغييرات جذرية في نماذج صنع السوق، وأدت في كثير من الأحيان إلى تهميش الدور التقليدي لصانع السوق البشري. ثانياً، لم تُفرق الدراسة بشكل مفصل بين أنواع السندات المختلفة، مثل سندات الدرجة الاستثمارية (Investment Grade) والسندات مرتفعة العائد (High Yield)، رغم التفاوت الكبير في سيولتها وهيكלה السعر. كما أن التحليل افتقر إلى الرابط الصريح بين نشاط صانعي السوق ومؤشرات الأداء الكلي للسوق الأوروبي، مثل مؤشرات الثقة أو فروق العائد السيادي، وهو ما كان من شأنه أن يعزز الفهم السياقي للأداء السيولة في هذه الأسواق.

بهدف تعميق الفهم وتحسين نتائج هذا البحث، يمكن تطويره في عدّة اتجاهات تحليلية وتطبيقية أولاً، من الضروري إدخال البُعد التكنولوجي في تحليل بيئة صناعة السوق، خاصة في ظل التحول إلى التداول الإلكتروني واعتماد نماذج خوارزمية لتحليل السوق والتنفيذ الآلي للصفقات. يجب تحليل كيفية تراجع حضور صانعي السوق التقليديين لصالح أنظمة تداول أسرع ولكن أقل التزاماً بتوفير السيولة المستمرة، مما أدى في بعض الأحيان إلى تفاقم أزمات السيولة لا سيما في لحظات الانهيار المفاجئ (flash crashes).

ثانياً، من المهم دراسة أثر الإطار التنظيمي الأوروبي الجديد، وخاصة MiFID II، على قرارات صانعي السوق، مثل متطلبات الإفصاح الفوري والشفافية، والتي جعلت الاحتفاظ بالمخزونات أكثر كلفة وأعلى مخاطرة. هذا يدفع الكثير من صانعي السوق إلى تقلص دورهم تدريجياً، ما يؤدي إلى تقلص عمق السوق وقدرته على امتصاص الصدمات.

ثالثاً، يمكن تعزيز الدراسة بإضافة تحليل ديناميكي لمخاطر السيولة، من خلال مقارنة فترات النشاط العالي في السوق (مثل إصدارات الديون السيادية الكبيرة أو تدخلات البنك المركزي) بفترات الركود، لفهم كيف يغير صانعو السوق استراتيجياتهم في مواجهة التقلبات. كما يمكن استخدام بيانات زمنية (Time-Series) للحظة التغيرات السلوكية في ظل الأزمات المالية أو اضطرابات سوقية محددة.

أخيراً، من المفيد مقارنة الحالة الأوروبية مع أسواق أكثر نضجاً مثل السوق الأمريكية أو البريطانية، حيث تبنت هذه الأسواق استراتيجيات مختلفة في التعامل مع التغيرات التنظيمية والتكنولوجية. هذه المقارنة ستساعد على تقديم توصيات سياساتية مدققة، من شأنها تعزيز فعالية الدور الذي يقوم به صانعو السوق في الاتحاد الأوروبي. وتشمل هذه التوصيات مثلاً تطوير آليات تحفيزية لصناع السوق، أو توفير إطار تنظيمية مرنة تراعي التوازن بين الشفافية والسيولة.

المطلب الثاني: أثر صناع السوق على الإنتاجية الكلية للشركات في منطقة اليورو

تلعب صناع السوق دوراً حيوياً في دعم كفاءة الأسواق المالية، من خلال توفير السيولة، وتضييق هامش العرض والطلب، وتقليل تكاليف التداول، مما يسهم في تحسين عملية تعير الأصول وتمويل الشركات بشكل أكثر استقراراً¹. وقد أظهرت البيانات الحديثة المتعلقة بالشركات المدعومة من مؤسسات الأسهم الخاصة في منطقة اليورو أن وجود صناع السوق النشطين يرتبط بتحقيق مستويات أعلى من الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج (TFP) مقارنة بالشركات التي لا تستفيد من هذا الدعم.²

يسهم صناع السوق في تخفيض تكلفة رأس المال من خلال تعزيز ثقة المستثمرين بوجود سيولة كافية لتداول الأسهم، ما يتيح للشركات – ولا سيما تلك المدعومة من الأسهم الخاصة – فرصةً أوسع لتنفيذ استراتيجيات النمو والتحول الرقمي والتوسيع التشغيلي³. هذه الاستراتيجيات تؤدي في نهاية المطاف إلى مكاسب ملموسة في الإنتاجية، كما هو موضح في الفروقات بين الشركات المدعومة وغير المدعومة في قطاعات مثل الصناعات، المواد، والخدمات الاستهلاكية.⁴

علاوة على ذلك، يساهم صناع السوق في تحسين آليات الحكومة من خلال تعزيز انضباط السوق، إذ يؤدي الإفصاح الدوري والمتابعة المستمرة من قبل المتعاملين المؤسسيين إلى تشجيع

¹ Madhavan, A. (2000). Market Microstructure: A Survey. *Journal of Financial Markets*, 3(3), 205–258.

² European Central Bank (2023). Private equity in the euro area: trends, challenges and policy considerations.

³ Pagano, M., & Röell, A. (1996). Transparency and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading. *The Journal of Finance*, 51(2), 579–611

⁴ ECB Staff Working Paper Series No. 2744, “Private Equity and Corporate Productivity,” 2023.

الشركات على تحسين كفاءتها التشغيلية، الأمر الذي ينعكس على نتائجها في مؤشرات الإنتاجية الكلية.¹

في السياقات التي تتوفر فيها بيئة مالية ديناميكية يقودها صناع السوق الفعالون، تكون الشركات المدعومة من الأسهم الخاصة أكثر قدرة على إعادة هيكلة مواردها والاستثمار في التكنولوجيا والمعرفة التنظيمية. هذا النوع من التفاعل بين التمويل المتتطور والإدارة الاستراتيجية المدعومة، يخلق تأثيراً مضاعفاً على مستويات الإنتاجية، خصوصاً في الشرائح الدنيا من السوق التي تكون في أمس الحاجة إلى تحول هيكي.²

- دراسة حالة: شركة "أوبتيفر Optiver" ودورها في صناعة السوق الحديثة

تُعد شركة "أوبتيفر (Optiver)" واحدة من أبرز النماذج المعاصرة لشركات صناعة السوق الآلي، حيث تأسست في مدينة أمستردام عام 1986، لتصبح خلال العقود اللاحقة فاعلاً أساسياً في البورصات العالمية، من ضمنها بورصة ناسداك (Nasdaq) وبورصة يوركس (Eurex)، وهي من أكثر البورصات تعقيداً من حيث حجم التداول وأدواته.³

تعتمد "أوبتيفر" على بنية تحتية تكنولوجية متقدمة للغاية، تسمح بتنفيذ الأوامر خلال أجزاء من الثانية (نانو الثانية)، وهو ما يمكّنها من الاستجابة الفورية للتقلبات السعرية والمساهمة في تحقيق تسعير أكثر عدالة وكفاءة⁴. ويُعتبر هذا النهج العملي في التداول جزءاً من نموذج

¹ O'Hara, M. (2003). Liquidity and Price Discovery. *Journal of Finance*, 58(4), 1335–1354.

² OECD (2021). Enhancing Productivity in the Euro Area: Investment and Innovation Strategies.

³ Optiver. "Who We Are." <https://www.optiver.com>

⁴ Aldridge, Irene. *High-Frequency Trading: A Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems*. Wiley, 2013.

"ال التداول عالي التردد (High-Frequency Trading – HFT)" ، الذي يُعد من أكثر الأساليب تطوراً في الأسواق الحديثة.¹

لا تقتصر وظيفة "أوبتيفر" على توفير السيولة فقط، بل تتعداها إلى تعزيز ثقة المستثمرين، وتحسين الشفافية، ودعم الانضباط التمويلي للأسواق، وهي أهداف توسم لبيئة استثمارية مستدامة وعادلة². كما تُشتمل بشكل فعال في تقليل الفجوات السعرية، وتقليل الانزلاقات الناتجة عن التنفيذ البطيء، ما يعزز كفاءة السوق الكلية.³

في جانب إدارة المخاطر، تعتمد الشركة على نماذج قياس متقدمة، مثل نموذج الخسارة المتوقعة (Expected Shortfall) ونموذج القيمة عند الخطر (Value at Risk)، بالإضافة إلى أنظمة مراقبة خوارزمية تقوم على الذكاء الاصطناعي⁴. وقد ساعد هذا المستوى من الدقة على تقليل مخاطر الإفلاس السريع (Flash Crash) الذي يُعد من التحديات الكبرى لصناعة السوق الآلية.⁵

كما تعمل "أوبتيفر" ضمن إطار تنظيمي متعدد الجنسيات، يخضع لرقابة هيئات مثل هيئة الأوراق المالية الأوروبية (ESMA) ولجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC)، إضافة إلى توافقها مع متطلبات توجيه الأسواق المالية الأوروبي MiFID II.⁶

¹ Zhang, Frank. "High-Frequency Trading, Stock Volatility, and Price Discovery". Social Science Research Network (SSRN), 2010.

² IOSCO. Market Liquidity and Transparency in Electronic Markets. International Organization of Securities Commissions, 2022.

³ Menkeld, Albert J. "High-Frequency Trading and the New-Market Makers". Journal of Financial Markets, Vol. 16, No. 4, 2013, pp. 712–740.

⁴ Jorion, Philippe. Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk. McGraw-Hill, 2007.

⁵ Kirilenko, Andrei et al. "The Flash Crash: High-Frequency Trading in an Electronic Market". Journal of Finance, 2017.

⁶ European Securities and Markets Authority (ESMA). "MiFID II and Market Structures". <https://www.esma.europa.eu>

تشير الدراسات إلى أن تدخلات شركات مثل "أوبتيفر" في أسواق أدوات الدين - خاصة السندات السيادية وسندات الشركات - تؤدي إلى زيادة السيولة، وتقليل تكلفة الاقتراض، وهو ما يؤثر بشكل مباشر على قدرة الدول والشركات على تمويل أنشطتها التنموية.¹

ومن المهم الإشارة إلى أن مساهمتها لا تقتصر على الأسواق الغربية، بل تمتد إلى أسواق آسيا وأستراليا، حيث تُعد أحد أبرز المشاركين في بورصة سيدني (ASX) وغيرها من البورصات الناشئة، مما يسلط الضوء على طبيعتها العابرة للحدود وأهميتها النظامية عالمياً.²

المطلب الثالث: أثر صناع السوق على محافظ شركات التأمين ومستويات السيولة بعد تطبيق الحسومات في منطقة اليورو (2020-2024)

شهدت شركات التأمين في منطقة اليورو تغيرات هيكيلية واضحة في توزيع أصولها الاستثمارية، لا سيما فيما يتعلق باستثماراتها في حصص صناديق الاستثمار المختلفة بين عامي 2020 و2024. وقد ترافق ذلك مع تغير تدريجي في مستويات السيولة المتاحة وفقاً لمقاييس الأصول السائلة عالية الجودة (HQLA)، مما يشير إلى تأثير متزايد لصناع السوق في تعزيز أو تعديل سلوك تلك الشركات ضمن البيئة المالية الأوسع.³

تشير البيانات إلى زيادة تراكمية كبيرة في استثمارات شركات التأمين في حصص صناديق الاستثمار، وبشكل خاص في صناديق السندات التي ارتفعت من 0 في الربع الأول من عام 2020 إلى نحو 83.9 مليار يورو بنهاية عام 2024، وهو ما يعكس ميلاً متزايداً نحو أدوات

¹ European Central Bank (ECB). The Role of Market Makers in Bond Market Liquidity. ECB Working Paper Series, 2020.

² Australian Securities and Investments Commission (ASIC). "Market Structure and Participants". نقارير هيئة الأسواق المالية الأسترالية.

³ European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). Trends in the European Insurance Sector, 2024.

الدين¹. كما ارتفعت حصص صناديق الأصول بشكل ملحوظ، من 0 إلى أكثر من 307.8 مليار يورو خلال الفترة نفسها.²

يرتبط هذا التحول بإستراتيجية إدارة الأصول في الشركات، والتي تتأثر بدور صناع السوق في تعزيز سيولة الأصول عبر الأسواق الثانوية، مما يجعلها أكثر جذبًا للمؤسسات المالية الخاضعة لمتطلبات تنظيمية صارمة، مثل شركات التأمين³. توافر هذه السيولة يتيح للشركات حرية أكبر في إعادة توزيع محافظها، مما يدعم قدرتها على التمويل وتحقيق عوائد محسنة ضمن حدود المخاطر المقبولة.

من ناحية أخرى، تُظهر بيانات السيولة —عند تطبيق الحسومات التنظيمية— انخفاضاً تدريجياً في نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول، من حوالي 46.2% في الربع الأول من 2021 إلى 42.06% في نهاية 2024⁴. ويعكس هذا الاتجاه ضغوطاً تنظيمية ومخاطر السوق المحتملة التي أثرت على القيمة الصافية للأصول عند التقييم بأسعار السوق بعد الحسم.

وتبرز أهمية صناع السوق في هذا السياق، حيث يُسهمون في تقليل التقلبات السعرية في أدوات السيولة مثل HQLA ، بما في ذلك الصناديق التي تحتفظ بها الشركات التأمينية ضمن أصولها قصيرة الأجل. فعلى الرغم من انخفاض النسبة الإجمالية للأصول السائلة، إلا أن مستوى المحفظة به عبر صناديق الاستثمار بقي ثابتاً نسبياً بين 9.5% إلى 10.4%， ما يدل

¹ ECB Data. Insurance Corporations' Holdings of Investment Fund Shares, Q1 2020–Q4 2024.

² Ibid., Breakdown by Equity Fund Shares.

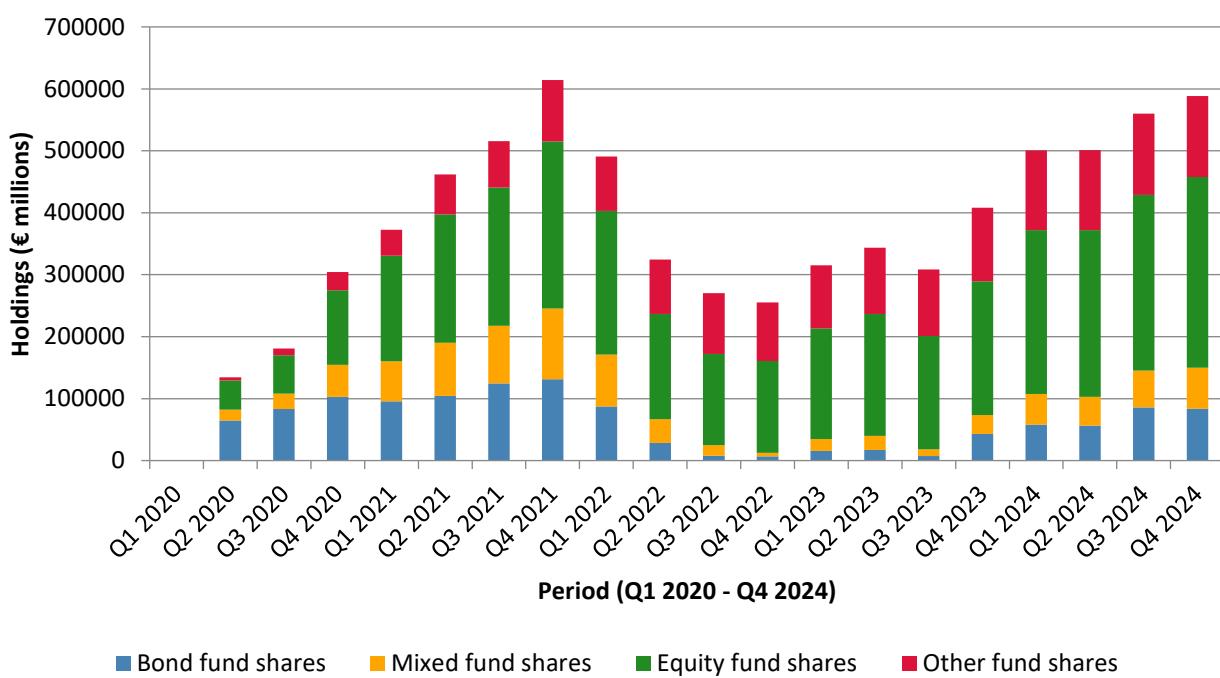
³ Madhavan, A. (2000). Market Microstructure: A Survey. Journal of Financial Markets, 3(3), 205–258.

⁴ ECB. Broader Measure of Liquid Assets with Haircuts, Q1 2021–Q4 2024.

على قدرة هذه الصناديق —بمساندة صناع السوق— على الحفاظ على جاذبيتها رغم الضغوط السوقية.¹

إن الأداء المتوازن بين تعظيم العائد والسيطرة على السيولة يعكس استقادة شركات التأمين من الديناميكية التي يوفرها صناع السوق، الذين يؤمنون بحركة فعالة للأدوات المالية دون تعطيل آلية التسعير أو تهديد استقرار المحافظ الاستثمارية طويلة الأجل.² من هذا المنطلق، يمكن النظر إلى وجود صناع السوق كعامل استقرار مؤسسي داخل النظام المالي الأوروبي، لا سيما في الفترات التي تتسم بالتحول واللايقات الاقتصادية.

أثر صناع السوق على محافظ شركات التأمين ومستويات السيولة بعد تطبيق الحسومات في منطقة اليورو (2020-2024)



¹ Ibid., HQLA Held via Investment Fund Shares.

² Kyle, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, 53(6), 1315–1335.

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على البيانات في

<https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/index.en.html>:

شهدت شركات التأمين في منطقة اليورو تغيرات هيكلية واضحة في توزيع أصولها الاستثمارية، لا سيما فيما يتعلق باستثماراتها في حصص صناديق الاستثمار المختلفة بين عامي 2020 و2024. وقد ترافق ذلك مع تغير تدريجي في مستويات السيولة المتاحة وفقاً لمقاييس الأصول السائلة عالية الجودة(HQLA) ، مما يشير إلى تأثير متزايد لصناع السوق في تعزيز أو تعديل سلوك تلك الشركات ضمن البيئة المالية الأوسع.¹

تشير البيانات إلى زيادة تراكمية كبيرة في استثمارات شركات التأمين في حصص صناديق الاستثمار ، وبشكل خاص في صناديق السندات التي ارتفعت من 0 في الربع الأول من عام 2020 إلى نحو 83.9 مليار يورو بنهاية عام 2024، وهو ما يعكس ميلاً متزايداً نحو أدوات الدين². كما ارتفعت حصص صناديق الأسهم بشكل ملحوظ، من 0 إلى أكثر من 307.8 مليار يورو خلال الفترة نفسها.³

يرتبط هذا التحول بإستراتيجية إدارة الأصول في الشركات، والتي تتأثر بدور صناع السوق في تعزيز سيولة الأصول عبر الأسواق الثانوية، مما يجعلها أكثر جذباً للمؤسسات المالية الخاضعة لمتطلبات تنظيمية صارمة، مثل شركات التأمين⁴. توافر هذه السيولة يتيح للشركات

¹ European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). Trends in the European Insurance Sector, 2024.

² ECB Data. Insurance Corporations' Holdings of Investment Fund Shares, Q1 2020–Q4 2024.

³ Ibid., Breakdown by Equity Fund Shares.

⁴ Madhavan, A. (2000). Market Microstructure: A Survey. Journal of Financial Markets, 3(3), 205–258.

حرية أكبر في إعادة توزيع محافظها، مما يدعم قدرتها على التوسيع وتحقيق عوائد محسنة ضمن حدود المخاطر المقبولة.

من ناحية أخرى، تُظهر بيانات السيولة — عند تطبيق الحسومات التنظيمية — انخفاضاً تدريجياً في نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول، من حوالي 46.2% في الربع الأول من 2021 إلى 42.06% في نهاية 2024¹. ويعكس هذا الاتجاه ضغوطاً تنظيمية ومخاطر السوق المحتملة التي أثرت على القيمة الصافية للأصول عند التقديم بأسعار السوق بعد الحسم.

وتبرز أهمية صناع السوق في هذا السياق، حيث يُسهمون في تقليل التقلبات السعرية في أدوات السيولة مثل HQLA ، بما في ذلك الصناديق التي تحتفظ بها الشركات التأمينية ضمن أصولها قصيرة الأجل. فعلى الرغم من انخفاض النسبة الإجمالية للأصول السائلة، إلا أن مستوى HQLA المحافظ عليه عبر صناديق الاستثمار بقي ثابتاً نسبياً بين 9.5% إلى 10.4%، ما يدل على قدرة هذه الصناديق — بمساعدة صناع السوق — على الحفاظ على جاذبيتها رغم الضغوط السوقية.²

المبحث الثالث: أثر صناع السوق في التجارة الدولية

أصبح صانع السوق (Market Maker) أحد الأعمدة المحورية في البنية الحديثة لأسواق المالية، وامتد تأثيره ليشمل مختلف جوانب التجارة الدولية، لا سيما في ظل الانفتاح الاقتصادي وتنامي التبادل التجاري العالمي.

تتجلى أهمية صانع السوق كذلك في إدارة المخاطر المرتبطة بتقلبات الأسواق الدولية، إذ يتتيح أدوات تحوط فعالة ومتخصصة لمواجهة تقلبات أسعار الصرف أو السلع، مما يعزّز من ثقة الشركات في الإقدام على عقود تجارية طويلة الأجل. بناءً عليه، يتناول هذا المبحث مظاهر

¹ ECB. Broader Measure of Liquid Assets with Haircuts, Q1 2021–Q4 2024.

² Ibid., HQLA Held via Investment Fund Shares.

تأثير صناع السوق من خلال ثلاثة مطالب رئيسية، هي: آليات توفير السيولة وتسريع المعاملات الدولية، ثم إجراءات استقرار الأسعار وتقليل التقلبات، وأخيراً وسائل تسهيل التحوط وإدارة المخاطر.

المطلب الأول: آليات توفير السيولة وتسريع المعاملات الدولية

يُعدّ تجزئة الصفقات الكبيرة آلية استراتيجية حيوية في دور صانع السوق، حيث تتيح الأنظمة المبرمجة تقسيم الحجم الكلي للصفقة إلى دفعات صغيرة تُتّفَذ بشكل متسلسل وفق شروط سوقية محددة. يتم تحديد حجم كل دفعه بناءً على عمق دفتر الأوامر (order book) والحد الأقصى لانزلاق السعر المسموح به، مما يضمن تنفيذ كل جزء من الصفقة بأسعار قريبة من السعر المرجعي دون توليد ضغط بيعي أو شرائي مفاجئ يرفع التكاليف على الأطراف المتعاملة أو يسلّخها عن الأسعار المتوقعة¹. وعند دمج هذه الآلية مع نظم التعلم الآلي التي تتتبّأ بحالة السيولة في اللحظات التالية، يصبح بالإمكان تعديل سرعة تنفيذ الدفعات وحجمها ديناميكياً، ما يرفع من كفاءة التنفيذ ويقلل من المخاطر المرتبطة بتنفيذ الصفقات الكبيرة.

في المحور الثاني، يتعين على صانع السوق المحافظة على عروض أسعار شراء (bid) وبيع (ask) مستمرة وبفجوات سعرية ضيقة طوال ساعات التداول، سواء في السوق الرئيسية أو في آليات التداول الإلكتروني ما بعد الإغلاق (after-hours trading). يساعد ذلك في تلافي فترات انعدام السيولة التي تعيق الشركات والمستثمرين من إتمام عمليات التحويل الدولية أو تنفيذ أوامرهم في الوقت المناسب². كما يعتمد الأمر على توفير واجهات برمجية (APIs) عالية الكفاءة لتمكين العملاء المؤسسيين من ربط أنظمتهم مباشرة بمنصات التداول، مما يسهل إطلاق الأوامر تلقائياً عند بلوغ شروط سعرية معينة دون تدخل بشري يستغرق وقتاً أطول.

¹ مروانى رومايسة، المالية والتجارة الدولية. الجزائر: دار الكتب العلمية، 2007.

² سعيد أحسن. تقييات التجارة الدولية. جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2، 2022.

من جهة ثالثة، تُعد البنية التقنية المتطرفة أساسياً لخفض زمن الاستجابة (latency) في تنفيذ الأوامر، حيث يمكن أن يؤدي تأخير ميلي ثانية واحدة إلى خسائر كبيرة في بيعات التداول عالية التردد. لذلك، يجب على صانع السوق الاستثمار في خوادم منخفضة التأخير ومحطات تداول قريبة جغرافياً من مراكز البيانات الرئيسية (colocation)، إضافة إلى اعتماد بروتوكولات شبكة محسنة تدعم التحكم بالتدفق (flow control) وتوازن الأحمال (load balancing) لمنع انهيار النظام عند ارتفاع ضغط المعاملات¹. كذلك، يساهم اختبار الضغط الدوري (stress testing) لمحاكاة سيناريوهات الذروة في الوقوف على نقاط الضعف التقنية ومعالجتها قبل وقوع أي أزمات فعلية، ما يعزز ثقة العملاء ويضمن استمرارية توفير السيولة

المطلب الثاني: إجراءات استقرار الأسعار وتقليل التقلبات

يلعب صانع السوق دوراً استباقياً في امتصاص صدمات العرض والطلب، وذلك عبر ضبط موازنة المخزون الاحتياطي لديه (inventory) والاستجابة السريعة للتغيرات العمق السعرى في دفتر الأوامر. فعندما يلاحظ صانع السوق فائضاً مفاجئاً في أوامر البيع، يقوم بشراء الكمية الزائدة بسعر قريب من السعر المرجعي لاستيعاب الصدمة ومنع هبوط السعر بشكل حاد، والعكس عند زيادة طلب الشراء². تعكس هذه الاستراتيجية مفهوماً ديناميكياً لإدارة المخزون، حيث تُعدل كميات الشراء والبيع باستمرار بناءً على مؤشرات السيولة الفعلية والمتوخة.

أما تقليل الفجوة بين سعرى العرض والطلب (spreads)، فيعتبر أداة أساسية لضمان عدالة التداول وكفاءة السعر. إذ تحدد صانعى السوق حدّاً أدنى للسيولة المتاحة والتزاماً بفجوات سعرية ضيقة لا تتجاوز نسباً محددة من السعرى السوقى، ما يقلل التكلفة الكلية للمعاملة على المستثمرين ويحد من إمكانية استغلال فروقات الأسعار لمكاسب غير مبررة³. وقد ثبت أن حدود

¹ سموك نوال. أطروحة دكتوراه: تأثير الاقتصاد الجزائري بالانفتاح التجارى وتأثير منظمة التجارة العالمية. جامعة الجزائر 3، 2019 ، ص 160

² عبد القادر حلبي، محاضرات معتمدة في نظريات التجارة الدولية. جامعة الجلفة، 2022، ص 26

³ قرطام، السيدة كمال على. "أثر التجارة الدولية على التوظيف في القطاع الصناعي مع التطبيق على الاقتصاد المصري (1990-2020)". مجلة العلوم الاقتصادية والمالية، 2021، ص 19

الفجوات السعرية تزيد من جاذبية السوق أمام المشاركين الكبار والصغار على حد سواء، مما يرفع من حجم التداول ويسهم في استدامة السيولة.

وأخيراً، تُفعَّل آليات “الإيقاف المؤقت (circuit breakers)” عند تجاوز تحركات الأسعار مستويات محددة مُسبقاً، فتوقف التداول تلقائياً لعدة دقائق مع إعادة تقييم الأوضاع السوقية. تنقسم هذه الآليات عادة إلى مستويات، فعند تجاوز انخفاض أو ارتفاع السعر نسبة 7% خلال جلسة واحدة تُوقف التداول لمدة 15 دقيقة، وعند بلوغ 13% تُستأنف العملية مؤقتاً ثم تُوقف مجدداً إذا وصلت إلى 20%， وهو ما يتيح للمشاركين وقتاً لهدوء الأعصاب وتخفيف الاندفاع العاطفي في اتخاذ القرارات¹. تساعد هذه الإجراءات في منع دوامات البيع أو الشراء المفرطة، وضمان عودة السوق إلى حالة من التوازن قبل استئناف النشاط بالكامل.

المطلب الثالث: وسائل تسهيل التحوط وإدارة المخاطر

يُعَد توسيع تشكيلة المشتقات المالية المتاحة أحد أبرز الأدوات التي يراعيها صانع السوق لمساعدة المؤسسات على التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار. فتتضمن هذه التشكيلة عقوداً مستقبلية (Futures) تسمح بتثبيت سعر شراء أو بيع أصل معين في تاريخ مستقبلي محدد، وعقود الخيارات (Options) التي تمنح حامليها الحق - دون الالتزام - في تنفيذ الصفقة بسعر متوقع عليه، بالإضافة إلى مقاييس العملات (FX swaps) التي تتيح تبادل تدفقات نقدية بعملتين مختلفتين لفترة زمنية معينة، مما يمكن الشركات من التحكم في تكاليف التمويل وأسعار صرف العملات الأجنبية².

كما أن الاعتماد على نماذج تسعير شاملة يعتبر حجر الأساس لضمان دقة المنتجات التحوطية وكفاءتها. إذ تُدمج هذه النماذج متغيراتٍ رئيسية مثل الانزلاق السعري (slippage) الذي يصف الفرق بين السعر المتوقع وسعر التنفيذ الفعلي، وتكاليف التمويل (funding

¹ عابي وليد، أطروحة دكتوراه علوم. جامعة فرجات عباس سطيف، 2020، ص 150.

² سعيد أحسن، نقنيات التجارة الدولية. جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2، 2022 ، ص 69

(costs) المرتبطة بحياة المراكز المفتوحة في المشتقات¹. من خلال محاكاة سيناريوهات متعددة لتقلبات السوق وتغيرات معدلات الفائدة، تتيح هذه النماذج تصنيف المخاطر وتقدير التكلفة الحقيقية للتحوط، ما يقلل من فجوة التسعير ويعزّز شفافية المعاملات.

يلجأ صانع السوق إلى تقديم خدمات استشارية مالية متخصصة عبر وحدات داخلية أو عبر شراكات مع خبراء خارジين؛ حيث يقوم فريق من المحللين بتقييم محافظ العملاء من خلال تحليل هيكلية الأصول والالتزامات، وتحديد نقاط الضعف في التعرض لمخاطر أسعار الصرف والفائدة والسلع². ثم يُعدّ الاستشاريون توصيات استراتيجية تشمل تخصيص الأدوات التحوطية الأمثل، وتوقيت الدخول في الصفقات، وتحديد مستويات وقف الخسارة وجني الأرباح، بما يتماشى مع أهداف العميل ومستوى تحمله للمخاطر.

¹ سموك نوال، أطروحة دكتوراه: تأثير الاقتصاد الجزائري بالانفتاح التجاري وتأثير منظمة التجارة العالمية. جامعة الجزائر 3، 2019، ص 63

² إنتاجية والتشغيل على التجارة الدولية آثر تحرير. جامعة مستغانم، 2021، ص 96 .

خلاصة

إن تحقيق التوازن بين تعظيم العائد من جهة، والسيطرة على السيولة من جهة أخرى، يمثل أحد التحديات المحورية التي تواجهها شركات التأمين في سياق إدارتها لمحفظتها الاستثمارية. ويعُد هذا التوازن مؤشراً على مدى كفاءة تلك الشركات في التعامل مع ديناميكية الأسواق المالية، والاستفادة من الأدوات والآليات المتاحة لتحقيق أهدافها الاستراتيجية والمالية. وفي هذا السياق، تبرز الأهمية المتزايدة لدور صناع السوق، الذين يسهمون بشكل فعال في تعزيز سيولة الأصول المالية، ويؤمنون بحركة انسابية للأدوات الاستثمارية دون الإخلال بآليات التسعير العادل، أو التسبب في تقلبات حادة قد تهدد استقرار المحفظ طويلاً الأجل.¹

من هذا المنطلق، يمكن النظر إلى صناع السوق ليس فقط كمشاركين فاعلين في العمليات المالية اليومية، بل كركائز مؤسسية للاستقرار ضمن النظام المالي الأوروبي. فهم يوفّرون عنصراً وقائياً ضد حالات الذعر المالي المفاجئة، ويساعدون في امتصاص الصدمات الناتجة عن تحركات غير متوقعة في السوق، مما يضفي على الأسواق درجة أعلى من المرونة والقدرة على التكيف. وبالتالي، فإن وجودهم يُعد عاملاً محورياً في دعم استقرار النظام المالي الكلي، لا سيما خلال الفترات التي تتسم بالتقلبات العالية وعدم اليقين الاقتصادي، والتي غالباً ما تتطلب استجابات دقيقة وسريعة للحفاظ على ثقة المستثمرين واستمرارية التدفقات المالية.

¹ Kyle, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, 53(6), 1315–1335.

خاتمة

الخاتمة

في ختام هذه الدراسة، وبعد تحليل عميق لمفهوم صناع السوق وأنواعهم المختلفة، يمكن القول إن صناع السوق يمثلون عنصراً جوهرياً في تحقيق كفاءة الأسواق المالية، سواء على مستوى السيولة أو استقرار الأسعار أو كفاءة تنفيذ الأوامر. وقد كشفت الدراسة عن أدوار متباعدة لصناع السوق باختلاف تصنيفاتهم، ما بين التقليديين، والمعيّنين، والآليين، وصناع السوق في الأسواق الرقمية، الأمر الذي يعكس تعقيد المنظومة المالية الحديثة وثراء أدواتها.

أولاً: نتائج الفرضيات

أظهرت نتائج التحليل أن هناك فروقات جوهرية بين أنواع صناع السوق من حيث الوظائف، والآليات التشغيلية، والتنظيمية؛ إذ يتسم صناع السوق التقليديون بدورهم الكلاسيكي في عرض الأسعار وتوفير السيولة، بينما يتولى المعيّنين مسؤوليات تنظيمية ضمن التزامات محددة. أما صناع السوق الآليون فيعتمدون على الخوارزميات والذكاء الاصطناعي، في حين أن نظارءهم في الأسواق الرقمية يعملون ضمن بيئات لامركزية تعتمد تقنية البلوك تشين.

كما أكدت الدراسة أن صناع السوق يساهمون بشكل واضح في تعزيز سيولة أدوات الدين، بما في ذلك المسندات السيادية وسندات الشركات، من خلال دورهم النشط في الأسواق الثانوية وتوفيرهم الدائم لأوامر البيع والشراء.

أوضحت النتائج أن وجود صناع السوق يسهم في تحقيق الاستقرار المالي خلال الأزمات، لا سيما في الأسواق الأوروبية المنظمة، حيث ساعد تدخلهم في تقليل حدة التذبذبات السعرية ودعم آليات التسعير العادل، كما ورد في بيانات المسح الأوروبي (SESFOD). وتبين أن تدخلات صناع السوق أدت إلى تحولات هيكلية في أنماط السيولة ومراكز التداول، خاصة في أدوات الدخل الثابت وأسواق الريبو، حيث أوجدت هذه التدخلات مسارات جديدة لتنظيم التدفقات المالية وتوزيع المخاطر.

كما ثبت أن لصناعة السوق تأثيراً مباشراً على سيولة محافظ شركات التأمين، وقد تأثر هذا التأثير مؤخراً بالتغييرات التنظيمية الجديدة التي فرضها الاتحاد الأوروبي، مما استدعي من هذه الشركات تعديل استراتيجياتها الاستثمارية والتحوطية.

ثانياً: إجابات الأسئلة الفرعية

اتضح أن الاختلافات بين صناعة السوق لا تقتصر فقط على الأدوار التقنية، بل تمتد إلى البنى التنظيمية والسياسات المؤسسية، مما يجعل كل فئة ذات أهمية وظيفية ضمن بيئه معينة. كما أن إسهامهم في أدوات الدين بين قدرتهم على سد الفجوات السوقية وتوفير مرونة تسعيرية في أصول غالباً ما تعاني من انخفاض في النشاط التداولي.

في أوقات الأزمات، لعب صناعة السوق دوراً بارزاً في استقرار الأسواق المالية الأوروبية، خاصة من خلال تمسكهم بتوفير الأسعار رغم تقلبات السوق.

من جهة أخرى، أثبتت الدراسة أن تدخلاتهم أحدثت تغيرات بنوية في بنية السوق، من حيث طبيعة السيولة المطلوبة والوسائل المستخدمة في إدارة المراكز المالية.

وأخيراً، فإن صناعة السوق باتوا يؤثرون بشكل ملموس على محافظ شركات التأمين، التي أصبحت تتفاعل مع متطلبات السيولة والتغيرات التنظيمية بمرونة أكبر.

ثالثاً: الإجابة عن الإشكالية الرئيسية

انطلاقاً من المعطيات التي عرضتها الدراسة، يتبيّن أن صناعة السوق، بتنوع أنواعهم، يلعبون أدواراً تكاملاً وأساسية في دعم كفاءة الأسواق المالية، عبر توفير السيولة المستمرة، واستقرار الأسعار، وتحقيق فعالية في تنفيذ أوامر البيع والشراء. كما تختلف طبيعة هذه الأدوار باختلاف النوع المؤسسي والتكنولوجي لصانع السوق، مما يؤكد أهمية التمييز بين هذه الفئات عند تصميم السياسات المالية والتنظيمية في الأسواق.

رابعاً : التوصيات

و في نهاية البحث نقوم بذكر التوصيات التالية :

- وضع قواعد تنظيمية مخصصة لكل فئة من صناع السوق (تقليدي، معين، آلي، رقمي).
- فرض معايير إلزامية للإفصاح عن نماذج التسعير، رأس المال، وإدارة المخاطر الخوارزمية.
- تبني بروتوكولات اتصال سريعة (Low-Latency) لتحسين دقة التسعير وتقليل الانزلاق السعري.
- بناء آلياتربط مباشرة مع شبكات البلوك تشين، مع ضمان الأمان والتوافق التشغيلي.
- إجراء اختبارات إجهاد دورية تشمل سيناريوهات تقلبات حادة وأعطال تقنية.
- استخدام نماذج متقدمة مثل *Expected Shortfall* بجانب *Value at Risk* لتقدير المخاطر.
- تطوير مشتقات مالية متخصصة بالتعاون مع شركات التأمين، وفقاً لمتطلبات Solvency II.
- إنشاء منصات تدريبية لمديري المحافظ حول استخدام أدوات التحوط المركبة وقياس الأداء المعدل بالمخاطر.
- إلزام البورصات بنشر بيانات فورية حول عمق السوق وأداء تنفيذ الأوامر.
- دعم مبادرات البيانات المفتوحة لتمكين تحليل السيولة ومخاطر السوق.

قائمة المصادر

والمراجع

المصادر و المراجع

أولاً: المصادر العربية

الكتب:

- أسماء مجذوب .الجات ومصر والبلدان العربية من هافانا إلى مراكش .القاهرة: الدار المصرية اللبنانية، الطبعة الأولى، 1991.
- العبد المنعم مبارك، ومحمود يونس .اقتصاديات النقود والصرف والتجارة الدولية . الإسكندرية: دار جامعية، 1996.
- جمال جويدان الجمل .التجارة الدولية .عمان: مركز الكتاب الأكاديمي، 2010.
- محمد أحمد السريتي .اقتصاديات التجارة الدولية .الإسكندرية: مؤسسة رؤية للطباعة والنشر ،2009.

الوثائق الرسمية:

- هيئة الأوراق المالية والسلع .قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 46 لسنة 2012م بشأن نظام صانع السوق .الإمارات العربية المتحدة، 2012.

المقالات الصحفية:

- عبد الرحمن إسماعيل. "إصدار نظامي صانع السوق والبيع على المكتشف قبل نهاية 2011 "جريدة الاتحاد، 9 أكتوبر 2011
- مفلح عياش. "ما هو صانع السوق "جريدة الاتحاد الاقتصادي، 27 أغسطس 2007

ثانياً : الرسائل والأطروحتات

- الشيخي حافيضة. "ترشيد السياسات التجارية من أجل الاندماج الإيجابي للجزائر في الاقتصاد العالمي: المنظمة العالمية للتجارة." مذكرة ماجستير، جامعة وهران، 2012-2011.
- ثنية الريح أسامة، ومعطي عبد الحق .دور التجارة الإلكترونية في تعزيز حرية التجارة الدولية - دراسة حالة .مذكرة ماستر، جامعة ابن خلدون تيارات، كلية العلوم الاقتصادية، 2022/2021.
- بحرة زينب، وبن سعد نوال .العلوم المالية وأثرها على الأسواق المالية العربية . شهادة ليسانس، جامعة عمار ثيجي، الأغواط، 2007.

ثالثاً: الدوريات العربية

- الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية. العدد 15، جانفي، ص12-13.
- رمزي زكي. "المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية: دراسة اقتصادية ."دورية مركز البحوث والدراسات الإنسانية البصيرة، الجزائر، العدد الثاني، ص 36.

رابعاً: المراجع الأجنبية

كتب:

- O'Hara, Maureen. *Market Microstructure Theory*. Cambridge, MA: Blackwell Publishers, 1995.
- Hasbrouck, Joel. *Empirical Market Microstructure: The Institutions, Economics, and Econometrics of Securities Trading*. New York: Oxford University Press, 2007.
- Harris, Larry. *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. New York: Oxford University Press, 2003.
- Aldridge, Irene. *High-Frequency Trading: A Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems*. Hoboken, NJ: Wiley, 2013.
- Clapp, Jennifer. *Food*. Cambridge: Polity Press, 2012.
- Blas, Javier, and Jack Farchy. *The World for Sale: Money, Power, and the Traders Who Barter the Earth's Resources*. Oxford: Oxford University Press, 2021

كتب ومؤتمرات:

- Johnson, Timothy C. "Volatility, Liquidity, and Market Microstructure." In *Handbook of Financial Econometrics and Statistics*, edited by Cheng-Few Lee, 1221–1245. New York: Springer, 2015.
- Clapp, Jennifer. "Food Traders in the Global Food System." In *Handbook of Critical Agrarian Studies*, edited by Haroon Akram-Lodhi et al., 227–244. London: Routledge, 2021

مقالات علمية:

- Madhavan, Ananth. "Market Microstructure: A Survey." *Journal of Financial Markets* 3, no. 3 (2000): 205–258.
- Kyle, Albert S. "Continuous Auctions and Insider Trading." *Econometrica* 53, no. 6 (1985): 1315–1335.
- Glosten, Lawrence R., and Paul R. Milgrom. "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders." *Journal of Financial Economics* 14, no. 1 (1985): 71–100.
- Stoll, Hans R. "The Supply of Dealer Services in Securities Markets." *The Journal of Finance* 33, no. 4 (1978): 1133–1151
- Biais, Bruno, Pierre Hillion, and Chester Spatt. "An Empirical Analysis of the Limit Order Book and the Order Flow in the Paris Bourse." *The Journal of Finance* 50, no. 5 (1995): 1655–1689.
- Easley, David, Nicholas M. Kiefer, and Maureen O'Hara. "One Day in the Life of a Very Common Stock." *Review of Financial Studies* 10, no. 3 (1997): 805–835.
- Menkveld, Albert J. "High Frequency Trading and the New Market Makers." *Journal of Financial Markets* 16, no. 4 (2013): 712–740.
- Domowitz, Ian. "Electronic Trading in Futures Markets." *The Journal of Finance* 48, no. 4 (1993): 1549–1571
- Gould, Martin D., et al. "Limit Order Books." *Quantitative Finance* 13, no. 11 (2013): 1709–1742.
- Pagano, Marco. "Trading Volume and Asset Liquidity." *Quarterly Journal of Economics* 104, no. 2 (1989): 255–274.
- Pagano, M., and Röell, A. (1996). "Transparency and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading." *The Journal of Finance*, 51(2): 579–611
- O'Hara, M. (2003). "Liquidity and Price Discovery." *Journal of Finance*, 58(4): 1335–1354.

خامسًا: المصادر الإلكترونية والتقارير الدولية

موقع إلكتروني:

- Easy-Forex. "Market makers and the role of Easy-Forex Ltd." <http://classic.easy-forex.com/en/Forex.online1.aspx>. اطلع عليه في 2014/08/04.
- Optiver. "About Us." Accessed April 25, 2025. <https://www.optiver.com>.
- CoinDesk. "What Is a Crypto Market Maker?" Accessed April 25, 2025. <https://www.coindesk.com>.

- Binance Academy. "Market Makers in Crypto." Accessed April 25, 2025. <https://academy.binance.com>.
- SEC. "Market Maker Obligations." Accessed April 25, 2025. <https://www.sec.gov>.
- FINRA. "Market Maker Registration." Accessed April 25, 2025. <https://www.finra.org>.
- MiFID II. "Market Maker Obligations in EU Financial Markets." Accessed April 25, 2025. <https://ec.europa.eu>.
- Bookmap. "Market Making Trading Strategies for 2024 | Secrets to Liquidity." September 13, 2024. Accessed April 27, 2025. <https://bookmap.com/blog/the-secrets-of-market-making-liquidity-strategies-every-trader-must-know>.
- Oxfam International. "Commodity Trading: What is at Stake?" Accessed April 25, 2025. <https://www.oxfam.org>.

تقارير ومؤسسات دولية:

- Committee on the Global Financial System. *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications*. BIS, CGFS Papers No 52, July 2022. <https://www.bis.org/publ/cgfs52.pdf>.
 - European Central Bank. *Gauging the interplay between market liquidity and funding liquidity*. Financial Stability Review, May 30, 2023. <https://www.ecb.europa.eu>.
 - United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). *Exchange Rates, International Trade and Trade Policies*. Discussion Paper No. 57, 2011 https://unctad.org/system/files/official-document/itcdtab57_en.pdf.
 - European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). *Trends in the European Insurance Sector*, 2024.
 - OECD. *Enhancing Productivity in the Euro Area: Investment and Innovation Strategies*, 2021
- صندوق النقد الدولي، بنك إنجلترا، BIS، و ESAs. تقارير و توصيات بين 2014-2016.

الملاحق



Financial Stability Review

May 2025



Date	Bond fund shares	Mixed fund shares	Equity fund shares	Other fund shares	
Q1 2020	0	0	0	0	
Q2 2020	646214	17446.52	47206.25	5182.78	
Q3 2020	83473.14	24585.52	61715.48	11206.23	
Q4 2020	10301156	51605.38	120498.36	28989.74	
Q1 2021	958618	64270.13	170372.61	41875.83	
Q2 2021	104368.15	85657.9	207360.93	6428197	
Q3 2021	124320	93032.66	223323.81	74678.26	
Q4 2021	131432.37	113955.25	269748.32	9906115	
Q1 2022	87149.57	83813.75	231987.96	87810.48	
Q2 2022	28409.6	38545.51	169833.19	87503.42	
Q3 2022	7668.93	16942.31	147609.93	98000.81	
Q4 2022	6810.63	5545.47	148473.83	94496.21	
Q1 2023	15827.1	19034.09	178363.41	101867.83	
Q2 2023	17333.39	2244115	196748.46	106956.09	
Q3 2023	7348	10549.23	182907.34	107595.33	
Q4 2023	42984.05	30484.23	215717.5	119095.21	
Q1 2024	57872.01	49425.41	264896.99	128254.12	
Q2 2024	56317.97	46742.36	268693.94	129530.96	
Q3 2024	85840.36	59566.34	283268.97	131378.11	
Q4 2024	83956.13	65710.6	307848.04	131092.02	

Chart Analysis:

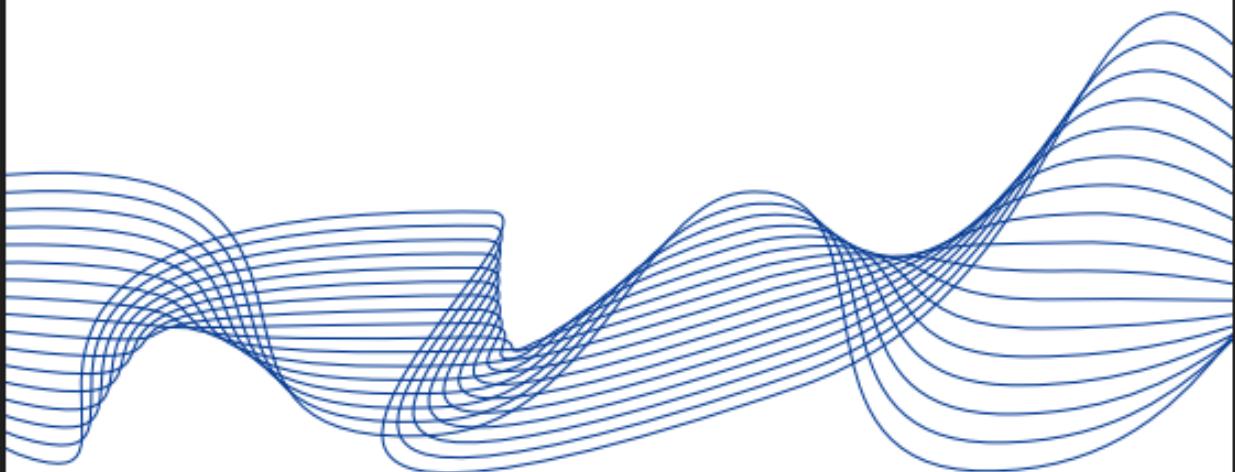
Left Chart: Shows cumulative changes in insurance corporations' holdings of investment fund shares by type

Right Chart: Shows percentage changes in liquid assets holdings when applying regulatory haircuts

Data Period: Q1 2020 - Q4 2024 (left chart), Q1 2021 - Q4 2024 (right chart)

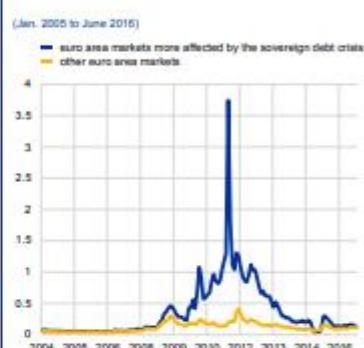
Market liquidity and market-making

October 2016



illiquidity, suggesting that liquidity can quickly disappear during rapid bouts of market tension. More recently, volatility in bid-ask spreads for euro area sovereign bonds increased and spreads widened amid the market events in early 2016. For certain markets, the widening of spreads in 2016 was more substantial than in previous episodes. A principal component analysis depicts a strong commonality in forces driving the "tightness" dimension of liquidity across euro area secondary bond markets. This analysis raises concerns that liquidity may deteriorate simultaneously across markets right when it is most needed.¹⁰

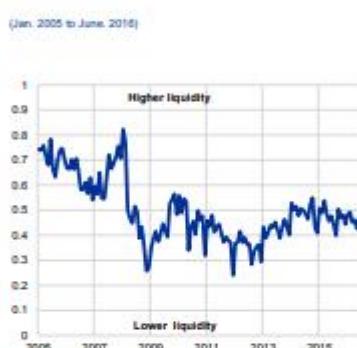
**Chart 1
Bid-ask spreads relative to mid-point**



Source: Iboxx.

Notes: Indicators are normalized based on a cumulative distribution function. Normalized indicators range from 0 to 1, where 1 indicates high liquidity. Markets covered include Austria, Belgium, Finland, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Netherlands, Portugal and Spain. Those more affected by the sovereign debt crisis include Greece, Ireland, Italy, Portugal and Spain.

**Chart 2
Turnover ratios in euro area sovereign bond markets (normalised)**



Source: MTS.

Notes: Indicators are normalized based on a cumulative distribution function over individual ISINs (where granular data were available for the equivalent indicator, otherwise at country level). Normalized indicators range from 0 to 1, where 1 indicates high liquidity. Markets covered include Austria, Belgium, Finland, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Netherlands, Portugal and Spain.

Turnover ratios are also below their pre-crisis level for many euro area sovereigns (see Chart 2) and the average deal size traded on the largest inter-dealer trading system for euro area government bonds (MTS) is slightly below pre-crisis levels, despite having rebounded after the start of the ECB's public sector purchase programme in March 2015. Alternative liquidity measures such as Amihud ratios and market efficiency coefficients display a similar pattern and suggest deteriorating liquidity conditions in some sovereign bond markets in the first few months of 2016 (see Chart 3).

¹⁰ See Box 4 of the ECB's May 2015 Financial Stability Review.

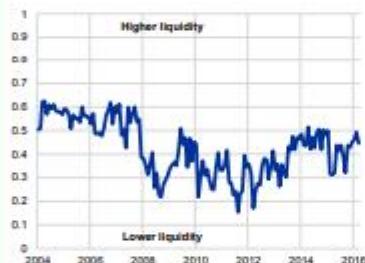


Corporate bond markets

Information gathered from bid-ask spreads, surveys of market-makers (including those described in Section 4) and market intelligence point to a deterioration in liquidity conditions in the secondary market following the onset of the global financial crisis.¹¹ Bid-ask spreads for euro area corporate bonds display a similar trend to their sovereign counterparts: they are currently slightly above levels observed prior to the onset of the financial crisis, but are markedly tighter than levels observed at the heights of the global financial and euro area sovereign debt crises (see Chart 4).

Chart 3
Amihud ratios in euro area sovereign bond markets (normalised)

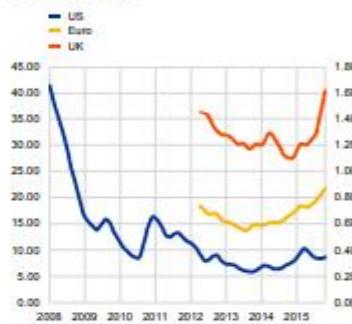
(Jan. 2005 to June 2016)



Source: MTS
Note: Indicators are normalised based on a cumulative distribution function over individual ISINs (where granular data were available for the equivalent indicator, otherwise at country level). Normalised indicators range from 0 to 1, where 1 indicates high liquidity. Markets covered include Austria, Belgium, Finland, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Netherlands, Portugal and Spain.

Chart 4
Bid-ask spreads on corporate bonds

(basis points; percentage)



Source: MarketAxess
Note: TRAX bid-ask spread index (BASI) for EU; for the UK index, bid-ask spreads are as a percentage of the price; for the US index, they are absolute differences in yields.

Though most market-based liquidity indicators do not signal a material deterioration in liquidity conditions in normal times, survey-based information suggests a marked deterioration in liquidity and functioning across a broad range of euro area markets. Respondents to the ECB's survey on credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and over-the-counter derivatives markets (SESFOD) consistently reported a worsening of liquidity conditions for corporate bonds in 2015 and anticipate a further deterioration this year.¹² Market analysts report a decline in turnover ratios and bifurcation of conditions for on-the-run and off-the-run securities. Market liquidity in the corporate bond market depends to a greater extent on the willingness of market-makers to respond to temporary imbalances. Indications of reduced confidence among market-makers in their ability to provide liquidity during periods of stress (as expressed in the

¹¹ Numerous reports suggest a decline in market liquidity across multiple asset classes. For a summary of the available evidence supporting this view, see PricewaterhouseCooper's August 2015 "Global financial markets liquidity study".

¹² See the March 2016 SESFOD survey.



ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل الأدوار المختلفة التي يؤديها صناع السوق في الأسواق المالية الدولية، مع التركيز على تأثيرهم في تعزيز السيولة وتحقيق الاستقرار السعري وتحسين كفاءة التداول. تم تصنيف صناع السوق إلى أنواع متعددة مثل صناع السوق الآليين والمُعيَّنين والمشغلين في أسواق العملات الرقمية، وذرِّسُ أثرهم في الأسواق المختلفة مثل أسواق السندات السيادية وسندات الشركات والأسواق النقدية والمشتقات. وقد أظهرت النتائج المستندة إلى بيانات المجلس الأوروبي للمخاطر النظامية (ESRB) والاستطلاع الأوروبي (SESFOD) أن صناع السوق يساهمون بفاعلية في دعم السوق، خاصة خلال فترات التقلبات. كما تبين أن تحركات المخزونات التي يحقظون بها تشكّل مؤشراً حساساً لتطور السيولة. تسلط الدراسة الضوء على الأهمية المتزايدة لصناع السوق في بنية السوق المالية الحديثة، وتدعو إلى تعزيز الأطر التنظيمية لمواكبة هذا التطور.

الكلمات المفتاحية: صناع السوق، السيولة، الأسواق المالية، أدوات الدخل الثابت، الأسواق النقدية، السندات السيادية، شركات التأمين، الاستقرار السعري، ESRB، SESFOD.

Abstract: This study aims to analyze the various roles performed by market makers in international financial markets, focusing on their impact on liquidity enhancement, price stability, and trading efficiency. Market makers are categorized into different types, including automated market makers, designated market makers, and those operating in crypto markets. The study evaluates their influence across sovereign bond markets, corporate bonds, money markets, and derivatives. Findings, based on data from the European Systemic Risk Board (ESRB) and the Survey on the Access to Finance of Enterprises (SESFOD), show that market makers play a crucial role in supporting market liquidity, especially during periods of volatility. Their inventory behaviors serve as sensitive indicators of liquidity conditions. The study underscores the growing importance of market makers in modern financial market structures and recommends regulatory adaptation to support their role while ensuring financial stability.

Keywords: Market Makers, Liquidity, Financial Markets, Fixed-Income Instruments, Money Markets, Sovereign Bonds,



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد بوضياف بالمسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم التجارية



تصريح شرفي

بالالتزام بمعايير الأمانة والنزاهة العلمية في إعداد مذكرة الماستر

أنا الممضى أسفله:

الطالب (ة): و صاحبة حيل المولود بتاريخ: 11/08/2002

الحامل لبطاقة التعريف الوطنية أو (رخص) رقم: 211566498

الصادرة بتاريخ 04/06/2025 عن بلدية آدم

للسجل (ة) بالسنة الثانية ماستر شعبة: العلوم التجارية، تخصص: تجارة و تجارة دولية

خلال السنة الجامعية: 2024/2025

والمعد (ة) مذكرة الماستر التي تحمل عنوان: دور صناع السوق في
ترقیات التجارة السلوکیة والاسواقیة احوالۃ المراقبة
(دراسة حالة الاصوات الاوروبیة)

أصرح بشرفي أنني التزمت بمعايير الأمانة والنزاهة العلمية المطلوبة في إنجاز مذكرة الماستر

بالعنوان المذكور أعلاه

حرر بتاريخ:

التوقيع والبصمة

