



هيئة الأوراق المالية والسلع
SECURITIES & COMMODITIES AUTHORITY

ملخص تقرير

Development and Regulation
of Institutional Investors
in Emerging Markets

إعداد: سامي حطاب

أخصائي علاقات دولية

تقرير عن تطور الاستثمار المؤسسي في الاسواق الناشئة والتشريعات التي تحكمه

مقدمة:

قامت لجنة الأسواق الناشئة Emerging Markets Committee التابعة للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية International Organization of Securities Commissions (IOSCO) بدراسة عن تطور الاستثمار المؤسسي في الاسواق الناشئة والتشريعات التي تحكمه. وقد قامت اللجنة بتشكيل فريق عمل لتحليل الاستثمار المؤسسي في الاسواق الناشئة والتحديات والعقبات التي تحد من زيادة هذا الاستثمار. إضافة الى تقديم مجموعة من التوصيات التي يمكن ان تساعد الجهات الرقابية في زيادة الاستثمار المؤسسي في أسواقها الخاصة.

وتأتي أهمية هذه الدراسة نتيجة للدور الكبير الذي يلعبه الاستثمار المؤسسي في تطوير الاسواق المالية الناشئة. كما ان وجود عدد كبير من المستثمرين المؤسسين في الاسواق يساهم في تدني التذبذب في الاسواق ويساهم في توجيه الموارد المالية بشكل فعال الى الشركات ذات الحاجة لهذا التمويل. كما يساهم الاستثمار المؤسسي في الضغط على الشركات وادارتها لتحسين الحاكمية المؤسسية فيها والشفافية.

كما اظهرت الدراسة، والتي تم القيام بها بناء على استبيان تم توزيعه على الهيئات الاعضاء في لجنة الاسواق الناشئة بمنظمة الايوسكو، بأن هناك اختلاف بين الاسواق الناشئة من حيث درجة التطور في التشريعات التي تحكم الاستثمار المؤسسي إضافة الى ان بعض الاسواق فيها الاستثمار المؤسسي هو الغالب في حين ان بعضها لا يزال الاستثمار الفردي هو السائد فيها.

وبناء على ما تقدم، فإن هذا التقرير سيركز على القضايا الرئيسية والتحديات التي تواجه تطوير الاستثمار المؤسسي في الاسواق الناشئة. كما سيوضح التقرير ان زيادة الاستثمار المؤسسي بحاجة الى جهود كبيرة من الجهات الرقابية والاسواق وان هذه الجهات عليها وضع خطط لتطوير الاستثمار المؤسسي بحيث يتم تطبيقها بشكل تدريجي مع المحافظة على الاستقرار المالية وسلامة الاسواق.

وقد قام فرق العمل الذي قام بإعداد هذا التقرير بوضع عدد من التوصيات التي قد تساعد الجهات الرقابية في تطوير الاستثمار المؤسسي فيها وقد تم تقسيم هذه التوصيات الى ستة محاور تتعلق ببيئة الاقتصاد الكلية وكفاءة الأسواق، وطرح المنتجات والابتكار في الادوات المالية، وقنوات التوزيع وتعليم المستثمرين، وانفتاح السوق وسهولة الدخول اليه، ورأس المال البشري والنزاهة المهنية، والاطار الرقابي والاستقرار المالي. وفيما يلي ملخص لهذه التوصيات.

التوصيات

نتيجة التطورات التي تشهدها اسواق رأس المال وزيادة الحاجة الى وجود جهات تستطيع ادارة الاصول بحرفية عالية كان على الاسواق الناشئة ان تسعى وبشكل رئيسي لزيادة قاعدة المستثمرين المؤسسين فيها. وعلى هذه الاسواق توفير مجموعة من المتطلبات اللازمة لتطوير قاعدة المستثمرين وزيادة مساهمتهم في السوق. صناع القرار والجهات الرقابية عليهم تحديد الدور الذي سيقوم به كل من المستثمر المؤسسي وأسواق المال، آخذين بعين الاعتبار الظروف القانونية والاقتصادية والسياسية التي تعيشها الأسواق.

ومن الجدير بالذكر أن لكل سوق ظروفه التي تحكمه والتي تختلف من سوق لآخر، وبالتالي، فليس هناك ما يعرف باسم حل يناسب الجميع "One size fits all". لذا، فإن على الجهات الرقابية أن المحافظة على التوازن بين التجديد في النظام المالي وبين

متطلبات الاستقرار المالي، بما يساهم بإيجاد بيئة ملائمة لتطور وزيادة نشاط المستثمرين المؤسسيين.

ومن ثمّ فمن الضروري أن تكون خطط تطوير قاعدة المستثمرين المؤسسيين طويلة الاجل، إلا أن التطبيق يجب أن يكون على مراحل. ونظرا لان تغير السياسات المتعلقة بالاستثمار المؤسسي قد يؤدي الى نتائج غير متوقعة لذا فانه مراقبة تطبيق الخطة ومراجعتها باستمرار. يجب على الجهات الرقابية أن تضع في حسابها ان تغير السياسات المتعلقة بالاستثمار المؤسسي قد يخلق نوع من الارتباك وزيادة في الأعباء على عاتق المشاركين في الصناعة نتيجة للالتزام بهذه السياسات. ولذلك فان على الجهات الرقابية وصناع القرار أن يبدأو بتطبيق هذه السياسات بشكل محدود ثم يراقبون مدي تأثيرها وبالتالي يتخذون ما يتناسب حيالها سواءً من تعديلات أو خلافه قبل أن يتم تطبيقها بشكل واسع.

كما يجب ان تكون كافة خطط تطوير السياسات متاحة وفي متناول جميع المشاركين في السوق. ويجب ان يكون هناك مشاركة في اعداد هذه الخطط من قبل القائمين على صناعة الخدمات المالية، القطاع الخاص، وكذلك أصحاب المصالح الآخرين الذين يمكن ان يساهموا في التوعية وشفافية وافصاح عن هذه الخطط بما تحويه من دلالات ارشادية وتوجيهات.

لقد تم إعداد التوصيات المبينة ادناه بناءً على ما توصلت إليه الأبحاث ونتائج الاستبيان الذي تم توزيعه والدراسات الاكاديمية المستقلة، وتغطي هذه التوصيات نطاقا واسعا يشمل : بيئة الاقتصاد الكلية وكفاءة الأسواق، طرح المنتجات، والتجديد والتحديث المالي، قنوات التوزيع، وتعليم المستثمرين، وأيضا آلية التواصل وانفتاح الأسواق، رأس المال البشري ، وإطار العمل الرقابي والاستقرار المالي.

1. بيئة الاقتصاد الكلية وكفاءة الأسواق:

• اتخاذ القرارات بناءً على معطيات البيئة الاقتصادية والسياسية:

تعتبر البيئة الاقتصادية والسياسية المشجعة أحد العوامل المحورية لتطوير الاستثمار المؤسسي كما أنها تعتبر أيضاً من الأمور التي بطبيعتها مرغوبة من قبل أي حكومة. ولاشك أن مثل هذه الأمور لا يمكن السيطرة أو التمكن منها جميعاً بدرجة واحدة ولذلك على الجهات الرقابية اختيار التوقيت المناسب لطرح مبادراتهم لتطوير. ومما لا شك فيه أن البيئات المحفزة سياسياً واقتصادياً مع توقعات مستقبلية إيجابية تمثل أوقاتاً مناسبة للجهات الرقابية لطرح مبادراتهم لتطوير الاستثمار المؤسسي. وعلى العكس تماماً، فإن أي بيئة أو ظروف غير مستقرة سياسياً أو اقتصادياً من شأنها أن تمثل عائقاً أمام جذب المستثمرين المؤسسين. كما أن على الجهات الرقابية أن تقوم بتعديل مبادراتها وفقاً للظروف المحيطة وأن تتصف بالحكمة والحذر عند طرح مبادراتها الرئيسية.

• توفير ضمانات الحماية القانونية لحقوق الملكية:

من سمات السوق الجيد التنظيم والرقابة أن يضمن الحماية القانونية لحقوق وللممتلكات ولحقوق الملكية المترتبة عليها، أي احترام حقوق الملكية. وعليه، يجب وضع قواعد ونظم واجراءات قانونية عادلة، وإيجاد آليات إنفاذ ناجزة تكفل احترام الملكية الخاصة وحقوق الملكية بشكل عام.

• وضع معايير حوكمة الشركات مناسبة:

تركز حوكمة الشركات على حقوق المساهمين والمعاملة بالتساوي بينهم، الإفصاح عن المعلومات، وواجبات أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية. وعليه، فإن على كافة الشركات المدرجة في سوق المال أن توفر الشفافية والإفصاح الشامل وبالوقت المناسب عن كافة المعلومات الجوهرية، كما أن

الحوكمة السليمة المناسبة تعني دعم كفاءة ونزاهة الأسواق بما يبث مزيد من ثقة المستثمرين.

● توفير آليات صنع السوق:

إن الأدوات المالية التي لا تحظى باهتمام المستثمرين والمحللين لا يجري عليها تداولات ملموسة، وبالتالي، فمن الصعوبة بمكان للمستثمرين المؤسسيين أن يقوموا بشراء وبيع مثل هذه الأدوات بأحجام كبيرة. وبالتالي فوجود آليات صانعي السوق سوف يعمل على تقليل الفجوة بين كل من سعر العرض وسعر الطلب وبالتالي اجراء تداولات بأحجام كبيرة من قبل المستثمرين المؤسسيين.

● توسيع مدى التذبذب السعري المسموح به:

إن تحديد المدى الذي تتحرك خلاله الأسعار ارتفاعا وانخفاضا في اليوم الواحد يمكن أن يحقق التأثير في تخفيض التذبذب في السوق من خلال التعليق المؤقت لنشاطات التداول عند تحقيق هذه الحدود للتحركات السعرية (التذبذب). ولكنه على الجانب الآخر، فإن وجود الحدود السعرية من شأنه أن يؤثر سلبا على دقة الأسعار بالسوق ويحد من قدرة المستثمرين المؤسسيين على التعامل مع معلومات السوق بصورة فورية وسريعة وعكس هذه المعلومات على الاسعار. وعليه فمن المستحسن مع تطورات ونضوج السوق أن يتم تمديد واتساع حدود ومدى التذبذب السعري المسموح به أو إزالتها كلية.

● تخفيض تكاليف عمليات التداول لتحسين مستويات السيولة بالسوق:

بإمكان الجهات الرقابية تخفيض تكاليف عمليات التداول من خلال تخفيض التكلفة الضمنية (الفرق بين أسعار العرض والطلب)، وعمولات التداول والرسوم المستحقة عنها وكذلك الضرائب المترتبة على هذه العمليات. فلو أن مثل هذا التخفيض تم بصورة صحيحة ، فإن من شأنه زيادة المشاركين والمتعاملين بالأسواق وبالتالي زيادة حجم السيولة وزيادة عمق الاسواق. ولاشك

أن تبني استراتيجيات استثمارية مساعدة مثل استراتيجيات حيادية ونزاهة الأسواق سوف يؤدي ثماره جنباً إلى جنب مع النتائج المترتبة على تخفيض التكلفة.

• تشجيع التعامل في المشتقات لتخفيض تذبذب الأسواق:

تقدم منتجات المشتقات للمستثمرين المؤسسيين القدرة على التحوط ضد المخاطر بطريقة محددة وموقوتة زمنياً دونما التأثير على الأصول المملوكة من قبلهم. كما يمكن أن تساهم المشتقات في تحسين إدارة النقد والسيولة. إن التعامل الصحيح والسليم مع عقود المشتقات من شأنه أن يقلل ويحد من تذبذب ويزيد من عوائد المستثمرين. إن على الجهات الرقابية أن تقوم بتبني سياسات من شأنها أن تشجع المستثمرين المؤسسيين نحو مزيد من التعامل في عقود ومنتجات المشتقات. إلا أنه يجب أن يكون هناك نظام لإدارة المخاطر إضافة إلى وجود نظام شامل للرقابة وللتقارير بحيث يتعامل بشكل فعال مع أي حالات تلاعب أو انتهاك أو مخالفات لقواعد التعامل مع عقود المشتقات ومنتجاتها.

2. طرح المنتجات والابتكار في الأدوات المالية:

• تبسيط إجراءات الطرح والتوسع في وسائل العروض:

من أجل تطوير أسواق الأسهم والسندات وزيادة قاعدة الاستثمار المؤسسي يجب على الجهات الرقابية في الأسواق الناشئة أن تعمل على تسهيل وتبسيط إجراءات الطرح الأولى لكل من الأسهم والسندات وتبسيط وتسهيل إجراءات الطرح والتخلص من كثير من الإجراءات والمستندات غير الضرورية والتي تمثل عائق أمام عمليات الطرح. كما أن التوسع في تنوع أساليب الطرح سوف يؤدي إلى تطوير ودعم المستثمرين المؤسسيين في الأسواق الناشئة. وفي هذا الخصوص، فقد نجحت الأسواق المتقدمة في تطوير وتسريع إجراءات طرح الأوراق المالية وجعلها أقل تكلفة أمام المستثمرين المؤسسيين. ومن الممكن أن

يتم ذلك من خلال اتباع نظم وأساليب متنوعة مثل نظم الطرح الخاص التقليدية، ونظم الطرح للمستثمرين المؤسسين، وأيضا نظم الطرح الخليطة بحيث يتم طرح الاوراق المالية بأكثر من طريقة. إن تقديم نظم طرح مختلفة وقواعد افصاح خاصة بالشركات الصغيرة من الممكن أن يؤدي إلي زيادة في عرض المنتجات الاستثمارية. المصدرين الأجانب وخاصة من الشركات المتعددة الجنسيات والخاضعة للنظم القانونية والرقابة المحلية يجب السماح لها بزيادة رأسمالها من خلال السندات في الأسواق المحلية مما يؤدي إلي خلق أدوات ائتمانية عالية الجودة في أسواق السندات المحلية.

• تطوير منتجات التقاعد والتأمين وذلك لمواجهة تضخم أعداد المستحقين لهذه المعاشات

تعتبر أحد المشاكل السائدة في الأسواق الناشئة هي زيادة أعداد المستحقين للمعاش التقاعدي سواء الفردي او الذين يعملون في المؤسسات إضافة الى ان المنتجات المتاحة لهذا للتقاعد تعتبر غير متطورة. ان المبالغ التي تدفع للمتقاعدين يمكن ان تشكل عبء ثقيل على نظام الضمان الاجتماعي الحكومي وعلى نظام التقاعد. لذا، فمن الضروري أن تقوم هذه الحكومات بتسهيل عملية تطوير برامج تقاعديه بديله ومتعددة الوسائل، إضافة الى وضع خطط للدخار من قبل الافراد. ولإنجاح هذه البرامج يجب توفير بيئة تحتية مناسبة إضافة الى عمل توعية عامة. ونظرا لان هذه البرامج سوف تكون اختيارية يجب وضع حوافز ومشجعات من شأنها كسب أكبر عدد ممكن من المشتركين. على سبيل المثال ، نظام الاعفاءات الضريبية على الدخل الناتجة عن الفائدة والتوزيعات الربحية عن الأسهم، وعوائد رأس المال بصفة عامة. ومع ما يبدو من أثر لمثل هذه الاعفاءات الضريبية وتأثيرها سلبا على الحصيلة الضريبية على المدى القصير لكن تأثيرها الايجابي سوف يمتد من حيث تأثيره على سلوكيات الأفراد

على المدى الطويل، بل وجذب قطاعات عديدة من القطاع الخاص والأفراد للمشاركة في تحمل جزء من هذه الأعباء التي تتحملها الحكومة في حال فشل أو عدم قبول هذه الانظمة. واقع الأمر، أن المستثمرين المؤسسيين من الممكن أن يكونوا جزء من الحل من خلال تصميم منتجات ملائمة وتوفير خدمات إدارة الأصول على مستوى عال. إن تطوير نظم التأمين والتقاعد سوف يوفر لأسواق المال رؤوس أموال مقاومة المخاطر والتي من شأنها أن تدعم النمو الاقتصادي. ومن ثم، فإن العوائد الناتجة من نظم التأمين ونظم معاشات التقاعد سوف تحسن بطريقة ايجابية مستوي معيشة المتقاعدين وتؤمن مستقبلهم بطريقة أفضل، من ناحية أخرى ، يجب أن يحظى المستثمرين المؤسسيين بمزيد من العناية والرعاية في ظل هذه النظم.

● استحداث وتطوير المنتجات المالية:

على الجهات والهيئات الرقابية تشجيع المستثمرين المؤسسيين على تطوير مزيد من المنتجات التي من شأنها أن تفي بحاجات المستثمرين. من هذه المنتجات والتي تستخدم في مواجهة التضخم الاوراق المالية المتعلقة بالاستثمار العقاري (REITs) Real estate investment trust وصناديق الاستثمار في السلع. ومن المنتجات الأخرى والتي تدعم الاستثمار المؤسسي أيضا الصناديق التي تدعم الصناديق Feeder Fund، والصناديق المكونة من مجموعة من الصناديق Fund-of-Funds، والصناديق المخصصة لفئة معينة من المستثمرين، وصناديق المؤشرات المتداولة. كما أن على الجهات الرقابية أن تعمل على تطوير مستوي خدمات الاستشاريين الماليين وذلك نتيجة للعلاقة الوثيقة بين كل من المستشارين الماليين والمستثمرين المؤسسيين والتي تمكن المستشارين الماليين من المساهمة في تطوير المنتجات المالية التي تفي بحاجة

المستثمرين المؤسسيين كما أنه يمكنهم أن يقدموا استراتيجيات استثمارية تتوافق وحاجات المستثمرين.

• الرقابة على الاستقرار المالي الذي قد ينشأ عن الادوات المالية الجديدة:

يجب تشجيع التجديد في الادوات المالية الذي يساعد على زيادة كفاءة الأسواق وتلبية حاجات المستثمرين. وبالتالي فمن الضروري احكام الرقابة في حالات المنتجات الجديدة وخاصة التي فيها غموض أو ضبابية فيما يتعلق بآيا من آلياتها. ولذلك فعلى الجهات الرقابية القيام بالتدريب والتوعية المسبقة قبل الطرح وذلك لتوفير رقابة فعالة على هذه المنتجات الاستثمارية.

3. قنوات التوزيع وتعليم المستثمرين:

• تنوع قنوات التوزيع وتشجيع المنافسة:

تتركز قنوات التوزيع في الأسواق الناشئة في عدد محدد وخاصة فيما يتعلق بصناديق الاستثمار. طبقا لنتائج المسح، فان البنوك التجارية تعتبر القنوات الرئيسية لتوزيع الصناديق الاستثمارية. إن التركيز الشديد لقنوات التوزيع يساهم في زيادة القوة التفاوضية لهذه الجهات واضعاف القوة التفاوضية للمستثمرين المؤسسيين في الحصول على مستوى رسوم تفضيلي لهؤلاء المستثمرين. على الجهات الرقابية أن يطبقوا سياسات حوافز مشجعة بهدف تشجيع مشاركين جدد في قنوات التوزيع. وعليه، فان تنوع القنوات وتعددتها ما بين البنوك التجارية، وشركات الأوراق المالية، والمستشارين الماليين المستقلين وشركات التأمين والمبيعات المباشرة من الممكن أن يؤدي إلي منافسة صحية عالية التي ستؤدي الى تحسن جودة الخدمات المقدمة والى انخفاض الرسوم التي يدفعها المستثمرين المؤسسيين.

- **وضع معايير بأفضل الممارسات لتوزيع المنتجات:**

نظرا لافتقار المعرفة بالمنتجات وعدم توافقية الحوافز المالية، فقدم تقوم قنوات التوزيع بتسويق منتجات مقابل عمولات مبيعات عالية بدون الافصاح عن حجم المخاطر التي تحتويها هذه المنتجات. وعليه، فان على الجهات الرقابية أن تضع معايير وروط وبشكل تفصيلي لدور ونشاطات قنوات التوزيع وايضا تعمل على تشجيع المؤسسات ذاتية التنظيم على وضع افضل الممارسات العالمية التي تتعلق بملائمة المنتجات الجديدة، ومتطلبات الافصاح، معايير التسويق والتوزيع وهيكال الرسوم المطبقة.

- **تطوير وتشجيع تعليم المستثمرين:**

إن العلاقة بين المستثمرين المؤسسين وبين عملائهم تعتبر هشة وخاصة عندما لا يفهم العملاء للخدمات المقدمة والمخاطر التي تتضمنها. وعليه، فانه من المهم أن يتم تعليم المستثمرين واحاطتهم بالمعرفة الكاملة والادراك للمخاطر. ولذلك فان على الجهات الرقابية والمؤسسات ذاتية التنظيم أن يوفروا المساعدة والموارد للمستثمرين المهتمين بتطوير ثقافتهم ومعارفهم المالية. كما أن الاعفاءات الضريبية وغيرها من الحوافز من الممكن أن تلعب دورا لا بأس به في تغيير سلوك المستثمرين. فعلي سبيل المثال، فان آفاق الاستثمار من الممكن أن تمتد لأجال طويلة إذا تم اعطاء تخفيضات أو إعفاءات ضريبية على الارباح الرأسمالية طويلة الاجل أو على الارباح الموزعة في حال تم إعادة استثمارها. وفي الوقت نفسه ، فمن الحوافز أيضا يمكن ان تكون على شكل رسوم مخفضة أو حتى الاعفاء من الرسوم على العقود الذي تتم بعد ان يتم الاحتفاظ بالأصول لمدة طويلة الاجل.

- **الارتقاء بمستوى الشفافية:**

بغض النظر عن متطلبات الإفصاح، فإن على الجهات الرقابية أن تشجع المستثمرين على اتخاذ القرارات الرشيدة. فعلى سبيل المثال فإن القيام بتبويب وتصنيف المنتجات بشكل سليم إضافة إلى وجود آلية قياس مستويات أدائها وكذلك آلية للتقييم بشكل عادل يمكن أن يساعد المستثمرين والمستشارين الماليين من اختيار أنسب المنتجات والخدمات المالية.

4. انفتاح السوق وسهولة الدخول إليه:

• **زيادة الانفتاح أمام المستثمرين المؤسسين الأجانب:**

على الرغم من أن الاستثمار في الأسواق الناشئة يعتبر جزء من تنوع المحافظ الاستثمارية بالنسبة للمستثمرين، إلا أن وزن هذه الأسواق في المحافظ الدولية ما يزال دون المستوى المقبول. فعلى سبيل المثال ما تزال الصين تمثل 2.39% والبرازيل 2.05% فقط من مؤشر مورغان ستانلي العالمي MSCI World Index. ولاشك أن هذا التمثيل سوف يزيد إذا ما تم الانفتاح أمام المستثمر الأجنبي فمازالت التحفظات التي تمثل حاجسا لهؤلاء المستثمرين حتى الآن وهي حقوق المستثمرين الأجانب وحقوق التصويت وحماية المستثمر، وعليه، فإن على الأسواق الناشئة أن تفسح المجال بصورة أكبر أمام الاستثمارات الأجنبية من خلال التخفيف التدريجي للقيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي تمهيدا لإزالتها مثل سقوف الملكية والقيود على الاستثمار في قطاعات معينة والقيود على تحويل الأموال، مع تخفيف متطلبات الاستثمار على المستثمرين الأجانب والتسريع بإجراءات الموافقة للاستثمار الأجنبي المؤسسي للدخول إلى الأسواق المحلية.

• **تطوير خارطة الطريق لضمان الانتقال السلس إلى السوق المفتوحة:**

من أجل فتح المجال أمام الاستثمار المؤسسي الأجنبي للدخول إلى الأسواق الناشئة وزيادة حصته فيها، فإن على الجهات الرقابية وضع التدابير اللازمة

والكفيلة بفتح هذه الأسواق. ويترتب على واضعي السياسات وصناع القرار أن يتبنوا أساليب عملية وخطوات اجرائية متسلسلة لمواجهة عدم الاستقرار المالي، وذلك من خلال السبل الحمائية على المستويين الرقابي والأسواق.

إن الاختلاف في القوانين والتشريعات بين الجهات الرقابية المختلفة يستدعي أن تقوم كل جهة بوضع القوانين والتشريعات الخاصة بها بحيث تأخذ بعين الاعتبار العوامل الخاصة بها ومنها الاقتصادية والسياسية وظروف السوق والبيئة التشريعية بشكل عام. وبالتالي فإنه قبل تحديد السياسات التي سيتم تطبيقها فإنه يجب أن ينظر أولاً إلى الأهداف المرتقبة والمتوقع تحقيقها إضافة إلى تقييم اثر الاستثمار الاجنبي المؤسسي على السوق. وبالتالي، فمن المرجح، أن يولي صناع القرار والسياسات مزيد من الاهتمام بإزالة العقبات والعمل على تطوير وتحسين ظروف هذه المجموعة من المستثمرين. كما أنه سوف يكون إشراك المستثمرين المؤسسين الأجانب في عملية التطوير والتغيير من خلال معرفة حاجاتهم وممارساتهم.

• تشجيع المستثمرين المحليين على الاستثمار في الخارج:

إن الاستثمار في الخارج سوف يساهم في استفادة المستثمرين المحليين من التنوع في الاستثمارات. هناك تردد من المستثمرين المحليين للاستثمار في الخارج وذلك لانحيازهم للاستثمار في بلادهم إضافة إلى نقص الخبرة والمعرفة لديهم في الاستثمار في الأسواق الخارجية. إن توفير التوعية والتعليم للمستثمرين عن كيفية الاستثمار في الأصول والتنوع في الاستثمارات سيساهم في زيادة استثمار المستثمرين المحليين في الخارج. إن تفويض مدراء الاستثمار و/أو المستشارين الماليين الخارجيين للاستثمار في الخارج سوف يساعد في الحد من عدم الثقة في قدرة مدراء الاستثمار المحليين في الاستثمار في الخارج.

5. رأس المال البشري والنزاهة المهنية:

• تطوير رأس المال البشري ووضع وتصميم هياكل تحفيزية وتشجيعية فعالة:

لاشك أن مدراء الاستثمارات المؤسسية يجب أن يكونوا على دراية كاملة ومهارة ويتمتعوا بأخلاقيات المهنة ولا يتم ذلك سوى بالتدريب والتعليم والخبرة. ومع قيام الأسواق الناشئة في تشجيع الاستثمارات المؤسسية فقد ظهرت الحاجة إلي مثل هذه الكفاءات البشرية. وعليه، فإن على الجهات الرقابية والمؤسسات ذاتية التنظيم أن تضطلع بدور كبير في تنمية مهارات العاملين والمنتسبين الحاليين إلي الصناعة وجذب مزيد من المهارات من خارج الصناعة أيضا ومن الخارج. إن وضع نظام حوافز يلبي رغبات وطموحات كل من المستثمرين ومدراء الاستثمارات المؤسسية يعد ضروريا.

• تحقيق مستويات عليا من النزاهة المهنية:

إن علي الهيئات الرقابية أن تقوم بعمليات رقابة فعالة علي ممارسة الاعمال وذلك للتأكد من أن حالات تضارب المصالح وعدم النزاهة في وضع الحوافز الاستثمارية قد تم تجنبها والغائها والافصاح عنها وادارتها وذلك وفقا لمبادئ منظمة الايوسكو. كم يجب على الجهات الرقابية وضع شروط جيدة للترخيص وتجديد الترخيص وذلك لضمان الالتزام من قبل العاملين والمشاركين في الأسواق بما يمكنهم من متابعة الالتزام والمعرفة المهنية والخبرة لدى المرخصين.

6. الاطار الرقابي والاستقرار المالي:

• منع المخالفات في الاسواق من خلال تفعيل نظام رقابة جيد:

تؤثر المخالفات التي تحدث في الاسواق سلبا على سلامة الاسواق وثقة المستثمرين فيها. وقد أكدت مبادئ منظمة الايوسكو رقم (10) ورقم (36) على

ان تتمتع الهيئات الرقابية بالصلاحيات الكاملة للتحقيق والتفتيش والرقابة التي تمكنها من اكتشاف الممارسات غير العادلة وغير النزيهة في الاسواق.

● **مراجعة أطر العمل الرقابية بصفة مستمرة:**

إن على الجهات الرقابية أن تقوم او تساهم في مراجعة النظم والأطر الرقابية والقانونية وبصفة مستمرة للتأكد من أن هذه النظم والأطر تتناول وبشكل كافٍ القضايا المتعلقة بحماية المستثمرين، ونزاهة الأسواق، والكفاءة والشفافية، وتقليل المخاطر النظامية. وتمشيا مع المبدأ السابع من مبادئ منظمة الايوسكو فان على الجهات الرقابية أن تقوم بمراجعة دورية للنشاطات المالية وذلك لضمان خضوع كافة هذه النشاطات للتشريعات النافذة ولرقابتها. من الأمثلة على ذلك، النمو السريع للنشاطات المالية الجديدة وكذلك النشاطات التي لا تخضع للرقابة والتنظيم، النمو السريع للنشاطات المالية التي كانت تخضع لرقابة وتنظيم مخففين او التي كانت مستثناة من الرقابة والتنظيم، البنوك التي وسعت من عملياتها ونشاطاتها في أسواق الأوراق المالية، وكذلك النشاطات التي انتقلت من قطاع المصارف او قطاع التأمين الى مؤسسات غير خاضعة للرقابة والتنظيم او الى مؤسسات تعمل في قطاع الاوراق المالية مما يتطلب زيادة في اجراءات ومتطلبات الرقابة الاحترافية.

● **تحقيق التطور المتوازن مع مزيد من العناية بقضية الاستقرار المالي والمخاطر النظامية:**

في غضون الجهود الرامية إلى تطوير الاستثمار المؤسسي والعناية بالمستثمرين المؤسسيين، فان على الجهات الرقابية ان تأخذ بعين الاعتبار المخاطر النظامية التي قد تتضمنها عملية التطوير. إن العمل على ضمان واستمرارية الاستقرار المالي وتخفيض المخاطر النظامية يجب أن يكون أحد القضايا ذات الاهتمام المشترك لدي الجهات الرقابية وأيضا على مستوى

الجهات المحلية والدولية. إن الجهات الرقابية سواءً كانت جهات الرقابة على الأوراق المالية أو الرقابة الاحترازية أو المصارف المركزية كل منها له دور هام إلا أن تناولها وأدواتها تختلف باختلاف طبيعة دورها الرقابي. إن طبيعة الارتباط والتواصل بين أسواق المال العالمية يفرض على الجهات الرقابية علي الأوراق المالية بالإضافة إلى منظمة الإيوسكو ضرورة الاضطلاع بدور رئيس وفاعل في تناول قضية المخاطر النظامية والاستقرار المالي. ومن ثم، فإن على الجهات الرقابية، أن تقوم بتطوير مقاييس رئيسية متعلقة بالمخاطر النظامية المحتملة في أسواق المال وأن تعمل على تعميق فهمها وإدراكها للمخاطر النظامية إضافة إلى تطبيق خطوات ملموسة للحد والتعامل مع هذه المخاطر. ولعله من الضروري في الوقت نفسه من وضع وتطوير مؤشرات لقياس المخاطر من خلال استخدام البيانات النوعية والكمية.

من النتائج التي تمخضت عنها مراجعة الأزمة المالية العالمية، أن منظمة الإيوسكو قد قامت بإضافة مبدأ جديد في عام 2010 يتعلق بالمخاطر النظامية وهو المبدأ السادس الذي ينص "على الجهة الرقابية أن يكون لديها أو تساهم في عمليات الرقابة والحد من وإدارة المخاطر النظامية بما يتفق مع صلاحياتها". وبموجب هذا المبدأ فإن الجهات الرقابية عليها أن تقوم أو تساهم في الرقابة على المخاطر النظامية والحد منها وإدارتها. وكذلك فإن على الجهات الرقابية أن تولي عناية خاصة لحماية المستثمرين ونزاهة الأسواق وسلوكيات الأداء السليم للعمل داخل الأسواق باعتبارها عناصر ذات دور ايجابي فاعل في تقليص المخاطر النظامية. ويمكن للجهات الرقابية على الاوراق المالية من استخدام العديد من الادوات للتخفيف من احتمالية واثر المخاطر النظامية والتي تتضمن: زيادة الشفافية، قواعد ممارسة الاعمال، الاجراءات الاحترازية ومتطلبات الحوكمة المؤسسية واستخدام الصلاحيات في

حالات الطوارئ. وبالتحديد فأن وجود معايير قوية لحماية المستثمرين، ونظام انفاذ قوي، ومتطلبات افصاح تتضمن شفافية عالية، ونظام قوي لاتخاذ القرارات بالإضافة لعوامل اخرى تعتبر عناصر اساسية في كيفية قيام الجهات الرقابية بالحد وادارة المخاطر التي تؤدي الى تراجع الثقة في الاسواق.

إن متطلبات الانفاذ الفعالة ومتطلبات حماية المستثمر ومتطلبات الافصاح والشفافية ومتطلبات ايجاد الحلول التي تضمن تماسك وقوة الأسواق تعد أحد الاشتراطات التي يجب ان تمارسها وتعمل من أجلها الجهات الرقابية . ومما يوصي به في هذا الخصوص، هو اقامة علاقات التعاون مع بين الجهات الرقابية وبعضها البعض لتوخي الأساليب الفعالة حول مجابهة والتعامل مع المخاطر النظامية، وأيضا التمشي مع مبادئ ومتطلبات واصدارات منظمة الايوسكو وبخاصة التقرير الذي قامت اللجنة الفنية بنشره في هذا الخصوص في شهر نوفمبر 2011 للاستفادة منه.