

هيئة الأوراق المالية والسلع

تقرير فريق العمل التابع للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الأيوسكو) حول سلوكيات المستثمرين المؤهلين في السوق Wholesale Market

قسم العلاقات الدولية والمنظمات

نوفمبر 17



2	الملخص التنفيذي.....
2	سلوكيات المستثمرين المؤهلين في السوق.....
3	خصائص المستثمرين المؤهلين العامة.....
3	أعمال منظمة الأيوسكو المتعلقة بممارسات المستثمرين المؤهلين.....
4	أدوات مختارة لمعالجة السلوكيات الخاطئة في أسواق المستثمرين المؤهلين.....
5	الأنظمة المستخدمة من قبل السوق لمواجهة السلوكيات الخاطئة.....
5	الترخيص.....
5	الرقابة.....
6	التتفيذ.....

يتولى القائمون على تنظيم السوق وضع وإدارة ومراقبة وتنفيذ معايير سلوك المستثمرين المؤهلين في الأسواق المالية. حيث شكلت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الأيوسكو) فريق عمل لاستعراض مثل هذا السلوك لدى أعضائه، والأساليب والأدوات التنظيمية الراهنة التي تتصل بمعالجة سلوك السوق من خلال التجار والمهنيين الآخرين المشاركين في التجارة، وتقديم مشورة أو خدمات استثمارية أخرى إلى النظراء المهنيين والمستثمرون المحترفون والمديرين المسؤولين عن مراقبة هؤلاء المهنيين. فيما يلي الأهداف الرئيسية لهذا العمل:

- تبين زيادة الوعي الشامل بين الأعضاء بخصوص الأدوات والأساليب المختلفة المستخدمة في التنظيم، بالإضافة إلى إبراز أمثلة عن سلوكيات السوق أكثر الأساليب المبتكرة والمؤثرة المستخدمة.
- تعزيز مرونة النظام المالي العالمي من خلال رفع التوقعات والتوعية بمعايير الممارسة الجيدة والسلوك في الأسواق.

سلوكيات المستثمرين المؤهلين في السوق

تعتبر الأسواق المالية التي يتداول فيها المستثمرون المؤهلون في السوق ذات الكفاءة العالية مهمة للاقتصاديات العالمية والوطنية، ومن الممكن أن يؤدي سوء السلوك في هذه الأسواق إلى تقويض كفاءتها في العمل وثقة المشاركين والجمهور في الاستعانة بها لأغراض التمويل أو الاستثمار أو إدارة المخاطر أو التداول، كما تشمل أهداف منظمة الأيوسكو المعلنة حماية المستثمرين وضمان عدالة وكفاءة وشفافية الأسواق والحد من المخاطر الشاملة.

وتعتبر الثقة في عدالة وكفاءة أسواق المستثمرين المؤهلين أمراً فائق الأهمية، حيث يمتلك المستثمرون المؤهلين نسبة كبيرة من الموارد والذين يتاجرون بكميات كبيرة نسبياً أو يمارسون تجارة عالية القيمة، أو كليهما، كما يميلون إلى التمتع بدرجة كبيرة من الخبرة في الأسواق المالية. من أمثلة المستثمرين المؤهلين البنوك وصناديق التحوط وشركات التأمين والحكومات السيادية والمصارف المركزية والشركات الكبرى والأفراد أصحاب الثروات، ويمثل هؤلاء المستثمرين مصدراً هاماً للأموال وجمع رؤوس الأموال للنشاط الاقتصادي. إذ يقومون بأدوار هامة أخرى ومنها إدارة المخاطر والمحافظ الاستثمارية والاستثمار.

تتعارض السلوكيات الخاطئة من جانب المستثمرين المؤهلين مع قوانين جهة الاختصاص والقواعد وأهداف تنظيم السوق المالي التي تم تطويرها لمعالجة إخفاقات السوق الملحوظة أو المحتملة. حيث يشير انتشار السلوكيات الخاطئة إلى أن

أسعار ونشاطات السوق قد لا تكون معتمدة لتعكس قوى العرض والطلب الحقيقية وهو ما يعارض هدف الحفاظ على سوق منصف وفعال.

خصائص المستثمرين المؤهلين العامة

قد ينشأ عن السمات المميزة العامة احتمال التعرض لخطر سوء السلوك. فبعض الخصائص مثل بنية السوق غير المركزية قد تجعل من الصعب تتبع انتظام تدفقات التجارة وجمع المعلومات نظراً لطبيعته في العمل. في ظل غياب جهة التنسيق المركزية الخاصة بالمراقبة، قد تسمح لبعض الأفراد المخادعين فرصة التلاعب بالمعلومات المتعلقة بالأسعار مع المشاركين الآخرين، ومن المحتمل عدم وجود قدر كافي من إجراءات الفحص والرقابة. ويعد انعدام الشفافية عاملاً آخر في أسواق المستثمرين المؤهلين، وقد يخفي سوء السلوك ويقلل من احتمالية اكتشافه.

ومن العوامل الأخرى تعارض المصالح بين صناع السوق والعملاء في سبيل الفائدة الناتجة عن حركة الأسعار مقابل الاحتفاظ بالمنتج للعملاء، كما يمكن للأسواق الاستفادة من المعلومات التي يسهل استخدامها بشكلٍ خاطئ. علاوة على ذلك، يتوقف الحجم ودرجة التعقد التنظيمي للشركات المشاركة في سوق الجملة على التكلفة المرتفعة وانخفاض فاعلية الرقابة وتوقيع الجزاءات على مستوى الشركة. ومن خلال الجمع بين الخاصيتين المذكورتين تضعف مساءلة الأفراد في الشركة، إلى جانب تعقد الهيكل التنظيمي والذي يؤدي إلى خلق غموض في تتبع الموظفين المسؤولين عن مراقبة وظيفة محددة ذات أهمية.

من ناحية أخرى، قد يكون الاعتماد المتزايد على النظم الآلية في أسواق المستثمرين المؤهلين المفتاح المبتكر لزيادة مصادر المعلومات للكشف عن السلوكيات الخاطئة. ومع تطور مثل هذه التقنيات مثال خوارزميات مراقبة التداول من الممكن استخدام تلك التقنيات لتحسين تتبع الأنشطة الجارية التي تتحرك بسرعة متزايدة وخلق قدر كبير من البيانات. ويوفر ذلك نظرة كاملة ودقيقة للسوق مما يبرز أهمية أدوات المراقبة وتحليل البيانات.

أعمال منظمة الأيوسكو المتعلقة بممارسات المستثمرين المؤهلين

على الصعيد الدولي، قدمت منظمة الأيوسكو المشورة لدعم الجهات المنظمة الوطنية في سبيل عملها لتحديد ومنع سوء السلوك في أسواق المال من خلال مبادرات محددة تتصل بتقليل مخاطر السلوك لدى المستثمرين المؤهلين.

بشكل أساسي، تعتبر مذكرة التفاهم متعددة الأطراف الخاصة باتحاد هيئات الأوراق المالية الأيوسكو والمتعلقة بالتشاور والتعاون وتبادل المعلومات المرجع الرئيسي الخاص بأطر تنظيم أسواق المال. حيث يتسنى للجهة المنظمة للسوق الحصول على المساعدة من نظرائها في مجالات التحقيق والخصومة والمحاكمة فيما يتعلق بالسلوكيات الخاطئة عندما

تقع المعلومات المطلوبة عن الأفراد أو الجهات أو الأصول ضمن اختصاص جهة أخرى نظراً لوجود مذكرة التفاهم متعددة الأطراف الخاصة بالأيوسكو والتي تسهل عملية تبادل المعلومات.

أدوات مختارة لمعالجة السلوكيات الخاطئة في أسواق المستثمرين المؤهلين

تتألف الأدوات المختارة من مجموعة من الأدوات المستخدمة من قبل جهة أو الجهات المنظمة للأسواق ككل لمعالجة السلوكيات الخاطئة في أسواق المستثمرين المؤهلين. يمكن لجهات منظمة بعينها استخدام أمثلة توضيحية متعددة للتدابير والأساليب الفعلية لردع والحد من سوء السلوك في الأسواق المالية رغم إمكانية وجود أدوات شبيهة أو بديلة لتلك الأدوات.

يمكن تنفيذ تشكيلة مختلفة من العقوبات الانفاذية والتصحيحية لتحسين السوق ككل، ولا حاجة للجهات المنظمة أن تقوم بالحد من العقوبات المالية وأوامر الإيقاف لتسوية الإجراءات القضائية الانفاذية. ومن الممكن مطالبة الجهات المخالفة المعنية بتقديم توصيات بشأن أوجه القصور في إعادة تصديق الأعمال السابقة والمضي قدماً نحو الامتثال. إضافة إلى ذلك، قد توافق بعض الجهات المنظمة الأخرى على اتخاذ إجراءات تنسيقية بالتعاون مع الشركات الخاضعة للتنظيم لمعالجة مسائل الامتثال كبديل لإجراء تنظيمي أقل سرعة وأكثر تكلفة. كما تبين أن التحقق من السجل التاريخي السابق للأفراد Background checks أمراً جوهرياً، وخاصةً إذا تعلق الأمر بمشاركة المعلومات الخاصة بالأفراد المتقنين بين الشركات المعنية بأسواق الأشخاص المعتمدين أو المستثمرين الطبيعيين ذوي الملاءة، نظراً لمساهمة عملية مشاركة المعلومات بشكل مسبق في تتبع الأفراد الذين تم مخالفتهم سابقاً.

وتعد المراقبة وتحليل البيانات طريقة فعالة للوقوف على عمليات التداول المشبوهة، ومن الممكن أن تكون من خلال الاستثمار في مجالي التقنية والخبرة البشرية لتتبع وتقييم المعاملات في الأسواق المتعددة والقيام بإجراءات تحليلية متطورة للحد من التداولات المشبوهة التي تصنف كأدلة على السلوكيات الخاطئة.

من الأدوات الأخرى المستخدمة للتحكم في السلوكيات الخاطئة الحرص على المسؤولية والمسائلة الفردية. حيث تساعد آلية وضع موظف مراقبة التداولات محل المسؤولية، بالإضافة إلى المشرفين أو المديرين المسؤولين، مع تخصيص وتحديد مسؤوليات الإدارة العليا على وضع الضوابط الفعالة لمراقبة التداولات والحد من السلوكيات الخاطئة. ومن الضروري أيضاً تطبيق الجزاءات المالية لتعزيز عملية الحد من السلوكيات الخاطئة في سوق الجملة حيث تفيد القرارات بعدم السماح للأفراد باللجوء إلى أشكال التعويضات والتأمينات المختلفة.

ويمثل المبلغون Whistle Blowers عن المخالفات مصدراً هاماً في الإبلاغ عن السلوكيات الخاطئة في الأسواق، ومقابل ذلك يجب أن يحصلوا على الحماية والمكافآت نظير تقديم معلومات حيوية. كذلك يجب وضع متطلبات لإدارة

التعارض بين المصالح، بين حركة سعر السوق التي تتعارض مع مصلحة العملاء وإدارة المعلومات بسرية. وبالمثل، وُجد أن قيام الشركات بالتقييم الذاتي للوقوف على فجواتها ومواطن ضعفها من التدابير المتقدمة لمنع سوء السلوك.

يؤدي الاعتماد المتزايد على الأنظمة الآلية عن طريق استخدام أدوات "التقنية التنظيمية" Reg-tech مع استخدام المعلومات الاستطلاعية ذات التقنية العالية التي تقوم بمراقبة تنظيم التداول عالي التوتيرة high frequency trading ، التداول الإلكتروني المباشر فائق السرعة direct electronic access، مع ضمان الإمكانية والقدرة على الربط بين البيانات المهيكلة وغير المهيكلة بأحجام هائلة، إلى ترسيخ فكرة اليقين القانوني الخاص بالنماذج الإلكترونية المتعلقة بالانتهاكات التي ترتكب في التداول والمرتبطة بالتداول الإلكتروني.

الأنظمة المستخدمة من قبل السوق لمواجهة السلوكيات الخاطئة

تستخدم الجهات المنظمة للسوق الأنظمة لضمان استيفاء الشركات والأفراد التزاماتهم بموجب الأطر القانونية والتنظيمية والرقابية. كما تتكون الأطر التنظيمية الخاصة بالتزامات الشركات على أنظمة الترخيص والرقابة والتنفيذ.

الترخيص

ويعد الترخيص والتسجيل الخطوة الأولى في عملية الإطار التنظيمي حيث يمكن للجهات المنظمة للسوق جمع معلومات عن الشركة ومسؤولي المراقبة بها للتحقق من مدى تمتعها بالقدرات والموارد والنظم المناسبة للعمل في الأسواق المالية تماشياً مع توقعات الجهات المنظمة.

الرقابة

تتكون الرقابة من الأمور المتعلقة بالإشراف على الأسواق والشركات والأفراد بشكل مباشر وغير مباشر من قبل الجهات المنظمة للسوق من حيث الامتثال للقواعد والسياسات والتوقع الأوسع للسلوكيات. حيث يتم استخدام عدد كبير من الممارسات الرقابية لكشف سوء السلوك ومنعه، على النحو الآتي:

- تفتيش وفحص الشركات والأفراد من خلال عمليات تدقيق محددة المواعيد ومفاجئة.
- مراقبة السوق وتحليل البيانات وهو ما يساهم في الحصول على صورة أوضح لحركات السوق
- رقابة متخصصة تستعرض قاعدة معينة، مسألة، أو مخاطر بالإضافة إلى عينات من الشركات للتحقيق في مدى

الامتثال

استخدام الأدوات الانفاذية والعمل يداً بيد مع مسئولية التنفيذ.

التنفيذ هو الخطوة الأخيرة في العملية التنظيمية القابلة للتطبيق. حيث يصف التنفيذ الأدوات المستخدمة لفرض العقوبات على الأفراد والشركات بسبب مخالفتها للقوانين والأنظمة، وهو وسيلة للعقاب وآلية لمنع سوء السلوك وردعه. كما يعد التنفيذ الخطوة الجوهرية لضمان القدرة الفعالة للنظام التنظيمي. وتعد عمليات الرقابة والكشف وصلاحيات التحقيق والدعاوى الإدارية الجنائية أو المدنية المكونات الرئيسية التي يتشكل منها التنفيذ.