



دراسة تحليلية للهيكل الرقابي التنظيمي للسوق المالي الكويتي في ضوء معايير منظمة الأيسكو وتقرير البنك الدولي

د. أماني خالد بورسلي*

ملخص:

يعد سوق الأوراق المالية في دولة الكويت ثاني أكبر أسواق المنطقة إلا أن التشريعات المنظمة له لا ترقى إلى حجم الأصول المتداولة به، وما زال يعمل بموجب تشريع صادر في عام ١٩٨٣م للخروج من تبعات أزمة المناخ. تبحث هذه الدراسة مدى التزام هذا السوق أفضل الممارسات وانسجامها مع أهداف منظمة الأيسكو العالمية عن طريق التشخيص والتحليل لأوجه القصور ذات العلاقة بالهيكل التنظيمي والرقابي، المرتبطة بسوق الأوراق المالية التي تم حصرها في ضوء الزيارات الميدانية، وفي ضوء التقارير الدولية والمحلية. كشفت النتائج عن أن السوق الكويتي لا يلبي المتطلبات العالمية الصادرة عن منظمة الأيسكو؛ حيث لم تحصل دولة الكويت على تقييم "مطبق بالكامل" أو "مطبق بشكل شبه كامل" لأي من المعايير الثلاثين سواء في التحليل الذي تم في هذه الدراسة أو في التقرير الصادر عن البنك الدولي؛ الأمر الذي يؤكد وجود ضعف وقصور في التشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية. كما تطرقت الدراسة إلى شرح معايير منظمة الأيسكو للهيئات الرقابية العالمية والمتطلبات اللازمة للحصول على تقييمات عالية. وأخيراً تم وضع مجموعة من التوصيات لكل جانب من جوانب القصور بما ينسجم مع هيكل السوق المالي الكويتي وطبيعته، وتصدرها تمرير تشريع متكامل لتنظيم أسواق الأوراق المالية وإنشاء جهاز متخصص مستقل لرقابته.

* دكتوراه في التمويل، جامعة سوزنر إيلينوي، عام ٢٠٠١م، الولايات المتحدة الأمريكية،
مدرس بقسم التمويل والمنشآت المالية، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، دولة الكويت.

مقدمة:

تتناول هذه الدراسة تقييماً لأهم سمات السوق المالي في دولة الكويت من خلال مقارنتها مع أفضل الممارسات العالمية ذات العلاقة بتنظيم الأسواق المالية ورقابتها، ممثلة بالمبادئ العامة المتبعة من قبل الدول الأعضاء في منظمة الأيسكو العالمية International Organization For Securities Commissions (IOSCO). كما تلقي الضوء على بعض الملاحظات وأوجه القصور والخلل الواردة في تقرير البنك الدولي الصادر في ٢٠٠٤م Financial Sector Assessment Program (FSAP)^(١) المعد خصيصاً لتقييم البنية التحتية الرقابية لسوق الأوراق المالية ومقارنتها مع الوضع الحالي. واستندت الدراسة إلى مراجعة القوانين واللوائح والتقارير بالإضافة إلى إجراء زيارات ميدانية مع عدد كبير من الجهات كوزارة التجارة والصناعة، وشركات الاستثمار والبورصة وشركة المقاصة، وغيرها من الجهات ذات العلاقة^(٢).

تعتبر أسواق الأوراق المالية مصدراً لرؤوس أموال الشركات والمؤسسات

(١) يشير هذا المصطلح إلى تقرير يصدر عن البنك الدولي يتم من خلاله تحليل أداء وفعالية الأسواق المالية موضع التحليل، ويعتمد على منهجية مراجعة جميع القوانين واللوائح والتقارير ذات العلاقة، بالإضافة إلى إجراء العديد من المقابلات مع مسؤولين حكوميين ومن سوق الأوراق المالية وقانونيين ومتداولين وغيرهم من المشاركين في السوق.

(٢) اشتملت الزيارات الميدانية على قرابة ثلاثين مقابلة، أجريت مع كل من الجهات الآتية: إدارة السوق، شركة المقاصة الكويتية، البنك المركزي، وزارة التجارة والصناعة (إدارة الشركات، الإدارة القانونية، وكيل الوزارة، إدارة ترخيص الصناديق الاستثمارية)، وسطاء، اتحاد شركات الاستثمار، مكتب تدقيق محاسبي، جمعية المحاسبين والمراجعين، شركات استثمار، بنك الخليج، بنك أجنبي، أمناء حفظ صناديق استثمار، وكلاء اكتتاب، مديري صناديق استثمارية، مستشارين متخصصين في تنظيم الأسواق المالية، وذلك خلال شهري سبتمبر وديسمبر من عام ٢٠٠٦م.

ووعاء ادخارياً لفوائض أموال المستثمرين. وعلى الرغم من أهمية الدور الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في دفع عجلة النمو الاقتصادي فإن تنظيم هذه الأسواق والرقابة عليها تم إهمالهما بشدة في دولة الكويت، حتى أصبحت الكويت واحدة من الدول القليلة المتبقية في العالم التي لا يوجد لديها قانون متكامل لتنظيم سوق الأوراق المالية وهيئة مستقلة لرقابته. وقد أكد تقرير البنك الدولي وجود قصور وخلل فادح في الهيكل الرقابي والتشريعي للسوق المالي الكويتي.

١ - هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى طرح مجموعة من التساؤلات والقضايا الرئيسية، تتناول كلاً مما يلي:

١ - أين يقف السوق المالي الكويتي بالنسبة للمعايير الدولية المطبقة في منهجيات التقييم؟

٢ - ما جوانب الخلل في الهيكل التنظيمي والتشريعي للسوق المالي الكويتي؟

٣ - ما جوانب الخلل والقصور في الإجراءات المتبعة من قبل الأجهزة الرقابية الحالية؟

٤ - ما الإجراءات التصحيحية الواجب اتخاذها من قبل السلطات الرسمية في الدولة لمعالجة جوانب الخلل والقصور؟

٥ - ما الواجب توافره في التشريع الواجب تمريره لتنظيم السوق المالي الكويتي ووضعه في مصاف الأسواق المتقدمة؟

٦ - ما الجوانب الدستورية الواجب مراعاتها في التشريع الجديد؟

وبناء على ما سبق طرحه من تساؤلات فإن لهذه الدراسة ثلاثة جوانب رئيسية؛ يتناول الجزء الأول طرح أهداف البحث وعرض الدراسات في مجال رقابة الأسواق المالية وتنظيمها. ويحتوي الجزء الثاني على تعريف لمعايير منظمة الأيسكو العالمية بالإضافة إلى شرح لمنهجية تطبيقها في عمليات تقييم أسواق الأوراق المالية. أما في الجزء الثالث فيتم تحليل كل معيار ومراجعته أو مجموعة من معايير منظمة الأيسكو على حدة مع عرض لأهم المتطلبات الواجب

توافرها في السوق لالتزامها، ودراسة مدى توافرها في السوق الكويتي، بالإضافة إلى مراجعة التقييم الذي حصلت عليه دولة الكويت في تقرير البنك الدولي. وسيتم كذلك تحديد المبادئ الأساسية الواجب توافرها في أي تشريع يهدف إلى تنظيم أسواق الأوراق المالية؛ وذلك بهدف معالجة أوجه القصور في السوق بما ينسجم مع أهداف معايير منظمة الأيسكو العالمية، وهو محور الدراسة. وأخيراً سيتم استخلاص أهم التوصيات والخاتمة ووضع أفكار لدراسات مستقبلية. وبالإضافة إلى معايير منظمة الأيسكو المستخدمة للتقييم، يستند هذا البحث إلى مجموعة من المصادر الرئيسية التي تنحصر في:

- ١ - مراجعة اللوائح والتشريعات والقرارات المنظمة للسوق المالي الكويتي.
- ٢ - تقرير البنك الدولي.
- ٣ - الزيارات الميدانية للجهات المشاركة بالسوق.
- ٤ - تقرير ديوان المحاسبة.

إن عملية خلق سوق أوراق مالية يتمتع بثقة المستثمرين والكفاءة ليس بالأمر اليسير؛ فهناك متطلبات رئيسية تدعم وتعزز من قوة هذه الأسواق تتمثل في كفاءة القوانين من حيث:

(١) ضمان توفير الشفافية والإفصاح اللازمين لتوفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية.

(٢) توفير العقوبات الرادعة لجميع الممارسات غير العادلة في السوق كالتداول بناء على معلومات داخلية، والممارسات التي تنطوي على غش وتزوير وتلاعب وتضليل وصفقات المصلحة بين الجهات الحليفة (Self Dealing). وكلما ارتفعت كفاءة القوانين وجودتها من حيث توفير الحماية من جميع أشكال الممارسات الخاطئة ومن التضليل والتدليس من خلال وجود جهاز رقابي فعال يضمن عدالة النظام أدى ذلك إلى رفع كفاءة الأسواق. لذلك تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أوجه الخلل ومواطنه

في الهيكل التنظيمي والتشريعي لسوق الأوراق المالية في الكويت في ضوء المتطلبات العالمية التي لا يوجد - على حد علمنا - دراسة مثيلة لها تغطي هذا الجانب. كما تطرح توصيات بشأن أهم المبادئ الواجب أن تتوافر في السوق الكويتي من خلال التشريعات والإجراءات الخاصة بتنظيم سوق الأوراق المالية. ودعونا أولاً نستعرض أهم الأدبيات التي تعكس إيجابيات تنظيم السوق ورقابته ومزاياهما.

٢ - الدراسات السابقة:

أثبتت الأدبيات وجود علاقة طردية بين مستوى الدخل ونوعية الجهاز الرقابي وكفاءته؛ أي أنه كلما ارتفعت مستويات دخل الدولة ارتفعت كفاءة الجهاز الرقابي. وقد كشفت دراسة (Carvajal & Elliott, 2007) بشأن تقييم مدى تطبيق معايير الأيسكو على ٧٣ دولة^(٣)، أن أكثر من ٧٠٪ من الدول التي تتمتع بمعدلات دخل عالية حصلت على تقييم "مطبق بالكامل"، في حين أن ٦٠٪ من الدول ذات معدلات الدخل المتوسطة حصلت على تقييم "مطبق بالكامل" و ٥٠٪ من الدول ذات معدلات الدخل المنخفضة حصلت على تقييم "مطبق بالكامل". إلا أن هذا لا ينطبق على دولة الكويت؛ ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى عدم وجود تشريع يضمن توفير رقابة حقيقية وفعالة. فعلى الرغم من تمتع الكويت بمستوى دخل عال وإيرادات نفطية ضخمة فإنها حصلت على تقييم "غير مطبق" (not implemented) بالنسبة لأول خمسة معايير من معايير منظمة الأيسكو؛ أي بالمقارنة مع مجموعة الـ ٧٣ دولة التي تم إجراء التقييم عليها، جاءت الكويت من ضمن أدنى ٥٪ من المجموعة بالنسبة للمعايير ١ و ٣ و ٤ و ٥، ومن ضمن أدنى ١٠٪ بالنسبة للمعيار الثاني؛ حيث إنه من المتوقع للدول التي تتمتع بمستويات دخل مرتفعة كدولة الكويت، أن يخصص جزء من موازنتها لتنظيم هذا القطاع الحيوي بسبب دوره الفعال في دفع عجلة النمو الاقتصادي.

(٣) من ضمنها دولة الكويت.

وفي جانب الرد على الآراء المعارضة لوجود رقابة على الأسواق المالية قام (Greenstone, Oyer & Jorgensen, 2005) ببحث آثار التعديلات التي تم إجراؤها على قانون الأوراق المالية ١٩٦٤م، وتم بموجبها إخضاع الشركات الكبيرة غير المدرجة (Over-the-Counter) لرقابة هيئة الأسواق والأوراق الأمريكية وفرض متطلبات إفصاح عليها بهدف توفير مزيد من الحماية للمستثمرين. وتطلب تعديل قانون الأوراق المالية ١٩٦٤م كلاً من الآتي:

- ١ - التسجيل لدى هيئة الأسواق والأوراق المالية.
 - ٢ - تقديم البيانات المالية من موازنات وقوائم الدخل بشكل دوري إلى الهيئة الرقابية.
 - ٣ - الإفصاح عن الصفقات وملكيات المساهمين الرئيسيين.
- انتهت الدراسة إلى أن الشركات التي خضعت لمتطلبات الإفصاح الجديدة حققت أرباحاً تراوح بين ١١,٥٪ و ٢٢,١٪ (أي ما يعادل ٦,٢ بليون دولار) خلال فترة السنتين اللاحقتين لتنفيذ القرار مقارنة بالشركات التي لم تخضع لرقابة الهيئة، وذلك بعد أخذ جميع المتغيرات والعوامل الأخرى بالاعتبار. وأكدت الدراسة أن متطلبات الإفصاح الجديدة على تلك الشركات حفزت المديرين على تحقيق هدف تعظيم ثروة المساهمين.

وفي جانب الإفصاح قام (Barton & Waymire, 2004) ببحث مدى تأثير نوعية البيانات المالية التي تفصح عنها الشركات على حجم خسائر المستثمرين خلال فترة أزمات الأسواق المالية. شملت العينة التي تم إجراء الاختبار عليها ٥٤٠ شركة مدرجة في سوق نيويورك (NYSE)، تعرضت لأزمة الكساد الكبير في عام ١٩٢٩م. وكشفت الدراسة أن الشركات التي كان مديروها يلتزمون بتقديم نوعية أفضل من البيانات المالية والإفصاح ولديهم إجراءات رقابية داخلية محكمة خلال الفترة قبل الانهيار الكبير (أكتوبر ١٩٢٩م) تكبدت خسائر أقل من الشركات التي لا يهتم مديروها بنوعية البيانات المالية المفصح عنها. وتم تأكيد النتائج الإيجابية السابقة نفسها في الدراسات التي أجريت على الشركات

البريطانية خلال فترات انهيار أسواق البورصة (Littleton, 1933) وعلى أسواق دول شرق آسيا (Mitton, 2001).

وفي بحث آثار تطبيق قانون ساربنس أوكسلي الجديد (Sarbanes Oxley Act) الذي تم بمقتضاه إجراء العديد من التغييرات في متطلبات الإفصاح المالي للشركات ومعايير حوكمة الشركات لرفع كفاءة البيانات المالية المقدمة للهيئة ودقتها، وذلك لضمان حماية المستثمرين، أجرى (Ghose, 2006) تحليلاً لدراسة أثر المتطلبات الجديدة الخاصة بقيام الإدارة بتقديم تقرير لمجلس الإدارة يحتوي على تقييم كفاءة هيكل الرقابة الداخلية وأوجه الضعف فيها. كشفت النتائج أن المتطلبات الجديدة أدت إلى زيادة أرباح الشركات وتعديل هيكل السوق. كما كشفت أيضاً أنه على الرغم من ارتفاع تكاليف الالتزام^(٤) بالمتطلبات الجديدة الواردة في الباب (٤٠٤) الخاص بتقديم تقارير من الإدارة عن كفاءة الرقابة الداخلية، فإن إيجابياتها وفوائدها تفوق تلك التكاليف وبخاصة ما يتعلق بالكشف المبكر عن أية مشكلات متوقعة.

وفي دراسة أخرى تهدف إلى تحديد مدى تأثير متطلبات الإفصاح الإلزامية المفروضة على الشركات بموجب قانون (Sarbanes Oxley, 2003) ومقارنة إيجابيات تلك المتطلبات بتكاليفها للباحث (Zingales, 2004) من جامعة شيكاغو. كشفت النتائج عن أن مزايا متطلبات الإفصاح وفوائدها تتعدى بكثير تكاليف تلك المتطلبات، وأنه كلما كانت تلك المتطلبات تفصيلية وذات نوعية عالية - كما تم بموجب قانون ساربنس أوكسلي الجديد - زادت مزاياها ونتائجها الإيجابية على المستثمرين. وفي السياق نفسه، كشفت نتائج دراسة أخرى أجراها (LaPorta, Silanes & Shleifer, 2006)،

(٤) كشف تقرير أجرته أكبر أربع شركات للتدقيق المحاسبي (Big Four) تم إجراؤه لتقدير تكاليف متطلبات الالتزام الواردة في الباب ٤٠٤ من قانون ساربنس أوكسلي الجديد بالنسبة لأفضل ٥٠٠ شركة من قائمة مجلة فورشن (Fortune, 500) خلال عام ٢٠٠٤م أنها تصل إلى مبلغ ٧,٨ مليون دولار سنوياً.

لبحث آثار فرض قوانين عالية الجودة لتنظيم أسواق الأوراق المالية في ٤٩ دولة، عن أن قوانين الأوراق المالية وقوانين الشركات المدروسة والحديثة، تسهم في توفير أفضل حماية لأموال المستثمرين^(٥).

وأخيراً، كشفت دراسة أخرى للباحثين (Grout & Zalewska, 2005) أن مزيداً من التنظيم والرقابة يؤدي إلى تخفيض مخاطر السوق. حيث بحثت الدراسة تأثير فرض مزيد من التنظيم عبر القوانين على مخاطر السوق في عينة من الشركات البريطانية من القطاع الحكومي في مجالات الاتصالات، والماء، والكهرباء التي تم خصصتها وعينة أخرى من الشركات الأمريكية التي تعمل في المجال نفسه للبحث. وأثبتت النتائج وجود ارتباط وعلاقة عكسية وثيقة بين القوانين الجيدة المفروضة على الشركات ودرجة المخاطر؛ حيث إنه كلما زادت القوانين الجيدة الهادفة إلى إضفاء مزيد من الثقة على أعمال الشركات قلت درجة المخاطر.

خلاصة القول من عرض نتائج الدراسات التي تمت في مجال اقتصاديات تنظيم أسواق الأوراق المالية ورقابتها، أنه على الرغم من ارتفاع التكاليف المادية وغير المادية المتعلقة بمسؤولية الشركات والجهات التي تخضع لرقابة الأجهزة الرقابية ومن حيث التزام متطلبات الإفصاح وإجراءاته الجديدة، إلا أن التنظيم والرقابة يؤديان إلى تحقيق العديد من المزايا من حيث العوائد والأرباح والأداء المالي والأثر الإيجابي على اقتصاد الدولة.

(٥) تم إقرار هذا القانون مباشرة بعد انهيار شركات ضخمة كإنرون، وورلد كوم، وتيكو وشركات أخرى في الفترة ما بين ديسمبر ٢٠٠١م ويونيو ٢٠٠٢م (World Com, Enron & Tyco) بسبب التلاعب في الموازنات والبيانات المالية بهدف إخفاء الوضع الحقيقي للشركة لتضليل المستثمرين والمساهمين.

٣ - معايير منظمة الأيسكو:

٣ - ١ - تعريف معايير منظمة الأيسكو:

من أهم الوسائل المستخدمة في تقييم البنية التحتية لأسواق المال العالمية، تقييم مدى مواءمة أنظمة وتشريعات السوق المالي مع مبادئ منظمة الأيسكو وأهدافها الخاصة بتنظيم السوق المالي. تعتبر هذه المبادئ أداة فعالة وإستراتيجية لتقييم نقاط ضعف الهيكل الرقابي التنظيمي للأسواق المالية أو قوته. وتتناول المبادئ أهم الجوانب التنظيمية، وهي تنحصر في ثمانية مجموعات رئيسية على النحو التالي:

المعايير ١-٥ تتناول تقييماً لهيكل الجهاز الرقابي وفعاليتها.

المعايير ٦-٧ تتناول تقييماً لدور المؤسسات ذات التنظيم الذاتي وهيكلتها.

المعايير ٨-١٠ تتناول تقييماً لآلية فرض القانون والتزامه ونظام الرقابة والعقوبات المفروضة على المخالفين.

المعايير ١١-١٣ تتناول تقييماً للجهاز الرقابي من حيث مدى وجود آلية تعاون مع السلطات الرقابية المماثلة المحلية والأجنبية.

المعايير ١٤-١٦ تتناول تقييماً للكفاءة نظام الإفصاح المفروض على الجهات المصدرة للأوراق المالية.

المعايير ١٧-٢٠ تتناول تقييماً للكفاءة الرقابة على صناديق الاستثمار أو أنظمة الاستثمار الجماعية.

المعايير ٢١-٢٤ تتناول تقييماً لكفاءة الرقابة على الوسطاء الماليين.

المعايير ٢٥-٣٠ تتناول تقييماً لكفاءة الرقابة على الأسواق الثانوية.

وتعتبر منظمة الأيسكو جمعية يحمل عضويتها ١٧٢ عضواً (تابعة لقرابة ١٠٠ دولة) من هيئات رقابية ومؤسسات ذات تنظيم ذاتي. ومن الجدير بالذكر أن عضوية هذه المنظمة بحاجة إلى التزام الجهة التي ترغب في الحصول على العضوية عدداً كبيراً من الضوابط والشروط. وترتكز هذه الضوابط على اتباع أفضل الممارسات العالمية لتحقيق حماية المستثمرين في السوق. ومن الجدير

بالذكر أيضاً أن دولة الكويت لا تحمل عضوية هذه المنظمة، وذلك بسبب ابتعادها عن أفضل الممارسات العالمية. ويعود السبب الرئيسي في عدم مقدرة دولة الكويت الحصول على عضوية منظمة الأيسكو إلى:

- ١ - عدم وجود جهاز رقابي مستقل.
- ٢ - أن أجهزتها الرقابية الحالية المتمثلة في سوق الكويت للأوراق المالية ووزارة التجارة والصناعة، لا تتبع أفضل الممارسات التي تتبعها الدول حملة العضوية كما أنها لم تضع ضوابط وإجراءات ترقى إلى المستوى المطلوب للحصول على العضوية.
- ٣ - أن سوق الأوراق المالية في دولة الكويت وأطرافه المشاركة يعملون بموجب قوانين بالية غير متطورة.

٣ - ٢ - أهمية المعايير:

ولهذه المعايير والتقييمات فوائد عديدة، يأتي في أولويتها إبراز أوجه القوة والضعف للأسواق موضع التقييم. كما تعتبر هذه المعايير أداة قيمة لمساعدة الدول في الكشف عن مواطن الضعف والخلل في أسواقها المالية مما يساهم في معالجتها وتعديلها. وتعتبر ثقة المستثمرين بعدالة السوق ونزاهته أساساً لوجود أسواق مالية قوية واقتصاد متين. ولا يمكن دعم ثقة المستثمرين بالسوق دون وجود ضوابط وقوانين عالية الجودة وعادلة وإشراف ورقابة مستمرين. وأثبتت التجربة وفقاً للتقارير الصادرة عن منظمة صندوق النقد الدولي والبنك الدولي (IMF & World Bank Report, 2002) أن ضعف ثقة المستثمرين بعدالة السوق وشفافيته من حيث ضعف آلية الإفصاح وضعف الرقابة يؤدي إلى التأثير سلباً على حجم رؤوس الأموال المتدفقة للاستثمار في السوق.

ويعود الهدف الرئيسي لإنشاء الهيئات الرقابية إلى:

- (١) حماية المستثمرين في الأسواق المالية.

- (٢) ضمان عدالة^(٦) الأسواق ونزاهتها.
- (٣) ضمان شفافية الأسواق وكفاءتها وتحقيق أقل درجة من المخاطر. وتتمحور المعايير حول مبادئ ومواصفات أساسية لا غنى عن وجودها في أي جهاز رقابي، وهي:
- أ - الاستقلالية عن التدخلات التجارية والسياسية.
- ب - القدرة على إصدار اللوائح والقرارات اللازمة لتحقيق أهدافها واختصاصاته.
- ج - القدرة على إصدار التراخيص لجميع الوسطاء والجهات العاملة في مجال الأوراق المالية.
- د - القدرة على إجراء التفتيش والتحقيق والرقابة.
- هـ - القدرة على فرض القانون عن طريق فرض عقوبات أو الإحالة إلى جهات الاختصاص.
- و - سلطة مراجعة والموافقة على الإصدارات العامة للأوراق المالية ومراقبة الإفصاح.
- ز - وجود ضوابط عمل الوسطاء ومديري الصناديق تضمن حماية أموال المستثمرين والأصول المالية.
- ح - وجود ضوابط حماية أموال المستثمرين في الصناديق الاستثمارية.
- ط - خضوع الجهات المشاركة بالسوق من بورصات ووسطاء وصناديق لرقابة جهاز رقابي متخصص مستقل وسلطته.

٣ - ٣ - عملية التقييم:

تتم عملية تقييم الأسواق المالية (FSAP) بواسطة موظفين من البنك الدولي ومن صندوق النقد الدولي بالإضافة إلى مجموعة من الخبراء التابعين

(٦) يرى البعض أن عدالة سوق الأوراق المالية تتحقق على المدى الطويل، وهذا يعني أنها عادلة في حال كان الاستثمار طويل الأمد.

لمنظمة الأيسكو. ونظراً لأهمية القطاع المالي تهدف عملية تقييم أسواق الأوراق المالية إلى الكشف عن مواطن الخلل وأوجه الضعف في الممارسات الرقابية والإشرافية. وعادة ما تكون عملية التقييم محكمة بتقييم مدى انسجام أنظمة السوق المالي وإجراءاته مع المعايير الدولية بالإضافة إلى مراجعة وتقييم لجميع القوانين واللوائح السارية. وبالإضافة إلى ما سبق تعتمد منهجية التقييم على إجراء مجموعة من المقابلات وتوجيه سلسلة من الأسئلة مع الأشخاص ذوي العلاقة. ومن أهم الشروط الواجب توافرها لوجود سوق مالي فعال هي: بيئة اقتصادية متينة، وبيئة استثمارية جاذبة، وقوانين تحفظ حقوق الملكية، ومعدلات ضريبية منخفضة على المستثمر الأجنبي، وآلية واضحة لعمليات الإفلاس، بالإضافة إلى تطبيق مبادئ عالية الجودة للحكومة، تضمن العدالة والمساواة والشفافية.

يعتبر غياب البنية التحتية الرقابية المناسبة من أكبر العوائق أمام تنفيذ عملية التقييم (FSAP). ومن مظاهر وجود خلل في البنية التحتية للجهاز الرقابي كل مما يلي: نقص أو ثغرات في التشريعات الأساسية كعدم وجود تشريع متكامل لتنظيم السوق المالي أو عدم وجود جهاز رقابي متخصص، أو وجود خلل في القواعد المنظمة للوسطاء الماليين، أو غياب المحاكم المتخصصة في الأسواق المالية، أو ضعف سلطة الجهاز الرقابي على إصدار العقوبات اللازمة سواء الإدارية أو المالية.

ويلاحظ أن عدد معايير منظمة الأيسكو ثلاثون معياراً، تنحصر في ثماني مجموعات، وقد تكون متداخلة في كثير من الجوانب. فعلى سبيل المثال، تتداخل مجموعة المعايير الخاصة بالمجموعة الأخيرة مع المجموعة الثالثة (معيار ٢٨ مع معيار ٩)، كما تتداخل المجموعة الثامنة أيضاً مع المجموعة الخامسة (المعيار ٢٧ مع المعيار ١٥). لذلك قد يؤدي هذا التداخل إلى وجود تكرار بسيط في تحليل بعض الجوانب في الجزء الثالث من هذه الدراسة.

وعادة ما يتم مراجعة نتائج التقارير ومناقشتها مع السلطات الرسمية للوقوف على مواطن الخلل والضعف. وتعتبر نتائج التقييم أداة قيمة ومفيدة جداً للدول لتعديل أوضاعها بشكل إيجابي. لذلك عادة ما يتم إجراء تعديلات على التشريعات والقوانين المنظمة للسوق المالي مباشرة بعد أن يتم تقديم نتائج التقييم رسمياً. وتعتبر التوصيات المتعلقة بإجراء تعديلات تشريعية أسهل وأسرع إنجازاً من تلك التي تتطلب رصد موارد مالية. فعلى سبيل المثال، واجهت الكثير من الدول صعوبة في تنفيذ التوصيات الخاصة بزيادة الكادر المتخصص من موظفي الأجهزة الرقابية أو الخاصة بتعزيز البرامج الرقابية والإشرافية أو التكنولوجيا الرقابية بسبب تكلفتها العالية. وقد تتوسع عملية مناقشة نتائج التقارير إلى طلب المساعدة التقنية من البنك الدولي أو الصندوق^(٧).

وتعتمد منهجية التقييم على تقييم كل معيار من جانبين:

١ - الجانب القانوني من حيث كفاءة تغطية المعيار من النواحي القانونية ومدى ملاءمة النصوص والإجراءات القانونية.

٢ - الجانب التطبيقي من حيث كفاءة التطبيق والأشخاص القائمون على ممارسة السلطات والصلاحيات الممنوحة بموجب القانون ومدى كفاءة فرض القانون والالتزام به. وتنقسم درجات التقييم إلى خمس مجموعات على النحو الآتي:

١ - "مطبق بالكامل" - (Fully implemented): ويشير هذا التقييم إلى أن السلطة الرقابية استوفت جميع الشروط اللازمة لتحقيق

(٧) أشار أحد التقارير الصادرة عن صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في إبريل ٢٠٠٢م، إلى أنه تبعاً للتقرير الذي تم تقديمه للسلطات في الهند (٢٠٠٠م) أرسل طاقم من موظفي الصندوق لتقديم مساعدة تقنية وفنية خلال شهر يونيو من عام ٢٠٠١م في مجال تنظيم الصناديق الاستثمارية ورقابتها، وفي مجال تعزيز قدرات جهاز الرقابة المركزية ورقابة البورصات والإفصاح.

المتطلبات الخاصة بالمعيار موضع التقييم دون وجود أي أوجه خلل جوهرية. كما أن الحصول على هذه الدرجة لا يتطلب وضع أي توصيات أو مقترحات بهدف التعديل.

٢ - "مطبق بشكل عام" - (Broadly implemented): ويشير هذا التقييم إلى أن السلطة الرقابية استوفت الشروط الدنيا لتحقيق المتطلبات الخاصة بالمعيار موضع التقييم دون التأثير على ملائمة المعيار موضع التقييم وكفاءته.

٣ - "مطبق جزئياً" - (Partly implemented): ويشير هذا التقييم إلى أن السلطة الرقابية استوفت بعض الشروط اللازمة لتحقيق المتطلبات الخاصة بالمعيار موضع التقييم. ويأتي هذا التقييم بالمرتبة الثالثة مما يدل على وجود بعض أوجه الخلل بشأن تطبيق هذا المعيار. لذلك يرافق هذا التقييم عدد من التوصيات والمقترحات الهادفة إلى التطوير والتعديل.

٤ - "غير مطبق" - (Not implemented): ويشير هذا التقييم إلى وجود أوجه خلل جوهرية وأن السلطة الرقابية لم تستوف الشروط اللازمة لتحقيق المتطلبات الخاصة بالمعيار موضع التقييم. لذلك يرافق هذا التقييم عدد كبير من التوصيات والمقترحات الهادفة إلى التطوير والتعديل.

٥ - "غير ملائم" - (Not applicable): ويشير هذا التقييم إلى عدم ملائمة المعيار للطبيعة القانونية وهيكل السوق المالي موضع التقييم.

في الجزء القادم سيتم أولاً تعريف كل معيار في المجموعات الثماني، وعرض أهم المتطلبات المرتبطة به. كما سيتناول تحديد أوجه القصور في الوضع الحالي لدولة الكويت فيما يتعلق بكل معيار من الناحية القانونية والتطبيقية في ضوء الملاحظات التي تم حصرها من الزيارات الميدانية للسوق، ومن تقرير البنك الدولي، وتقرير ديوان المحاسبة. وسيتم أيضاً تقييم مدى

وجود أي تغيير في ضوء المتغيرات والتطورات التي تمت خلال السنوات الأربع التي أعقبت تقديم تقرير البنك الدولي للسلطات الرسمية في دولة الكويت في عام ٢٠٠٤م. وأخيراً، سيتم طرح أهم التوصيات في شأن التشريع المعني بتنظيم السوق المالي الكويتي ورقابته بهدف معالجة أوجه القصور والضعف.

٤ - متطلبات المعايير وأوجه القصور في السوق الكويتي وتوصيات لمعالجتها: ٤ - ١ - ملاحظة على تقرير البنك الدولي (FSAP):

اعتمد تقرير البنك الدولي بشأن تقييم تنظيم سوق الأوراق المالية وهيكلته على افتراض أن لجنة السوق هي الجهة الرقابية المسنود إليها الدور الرقابي على جميع الجهات المشاركة في السوق، إلا أن لجنة السوق ما هي في واقع الأمر إلا مجلس إدارة لسوق الكويت للأوراق المالية. وبالقراءة المتأنية للتقرير يتضح غياب حقيقة عدم وجود جهاز رقابي متخصص في الهيكل الرقابي الحالي عن المقيم؛ حيث نصت التوصية الأولى الواردة في التقرير على ضرورة منح لجنة السوق سلطات وصلاحيات واسعة لأداء دورها كجهاز رقابي؛ الأمر الذي يؤكد عدم وضوح الأمر لدى المقيم عن ماهية الدور الحقيقي للجنة. ومما يؤكد تشريعياً عدم وجود هذا الجهاز ما يلي: تم إنشاء البورصة بموجب مرسوم صادر في ١٤ أغسطس ١٩٨٣م لتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية طبقاً لنص المواد ٣٢٣-٣٢٦ من قانون التجارة رقم ٦٨ الصادر في ١٩٨٠م، التي نصت على جوازية الترخيص لإنشاء بورصات تجارية (جدول رقم ١). كما يتضح من نص المادة الخامسة من المرسوم أن تكوين لجنة السوق، التي أوكل لها مهام إدارة السوق (جدول رقم ٢)، يقصد به إنشاء جهاز لإدارة شؤون البورصة يترأسه الوزير المختص.

جدول رقم (١)

مواد قانون التجارة رقم ٦٨ الصادر في ١٩٨٠م الخاصة بإنشاء البورصات

المادة ٣٢٣	تعتبر البورصة شخصاً اعتبارياً له أهلية التصرف في أمواله وإدارتها وحق التقاضي.
المادة ٣٢٤	١ - لا يجوز فتح بورصة للتجار إلا بترخيص من الوزير المختص. ٢ - وكل بورصة تفتح دون ترخيص تقفل بالطرق الإدارية.
المادة ٣٢٥	١ - يصدر مرسوم بتنظيم أعمال البورصة، ويشمل - على الأخص - ما يأتي: ١ - إدارة البورصة وسير العمل بها. ٢ - تشكيل لجنة البورصة وبيان اختصاصاتها. ٣ - شروط إدراج السماسرة ومعاونهم في البورصة. ٤ - قبول تسعير البضائع والأوراق ذات القيمة، ووضع التسعيرة الرسمية. ٥ - تصفية العمليات وغرفة المقاصة. ٦ - إنشاء صندوق التأمين وصلاحياته. ٧ - هيئات التحكيم. ٨ - العقوبات التأديبية وهيئات التأديب. ٩ - سلطات مندوب الحكومة في البورصة. ٢ - أما النظام الداخلي للبورصة فيصدر به قرار من الوزير المختص.
المادة ٣٢٦	يجب أن يكون في البورصة مندوب أو مندوبون للحكومة لمراقبة تنفيذ اللوائح.

المصدر: التشريعات الكويتية (الجزء الرابع) قانون الشركات التجارية والقوانين المنظمة لممارسة التجارة والصناعة، الطبعة السادسة، ٢٠٠٠م.

جدول رقم (٢)

المادة ٦ من مرسوم في شأن تنظيم سوق الكويت

للأوراق المالية ١٤ أغسطس ١٩٨٣م

يدير السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من:

- ١ - مدير السوق ويكون نائباً للرئيس ومتفرغاً للعمل.
- ٢ - عضو عن وزارة المالية والاقتصاد.
- ٣ - عضو يمثل بنك الكويت المركزي.

تابع / جدول رقم (٢)
المادة ٦ من مرسوم في شأن تنظيم سوق الكويت
للأوراق المالية ١٤ أغسطس ١٩٨٣م

٤ - اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارهما مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد.

٥ - أربعة أعضاء تختارهم غرفة التجارة والصناعة ويكون من بينهم أحد الوسطاء.

ويصدر بتشكيل لجنة السوق قرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافآتهم، ويكون تعيين مدير السوق بمرسوم بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة أربع سنوات قابلة للتجديد. وتحدد مكافآته وجميع حقوقه المالية بقرار من مجلس الوزراء.

المصدر: التشريعات الكويتية (الجزء الرابع) قانون الشركات التجارية والقوانين المنظمة لممارسة التجارة والصناعة، الطبعة السادسة، ٢٠٠٠م.

وتم - كردة فعل بعد تقديم التقرير رسمياً - تعديل المادة السادسة (جدول رقم ٣) من المرسوم بهدف معالجة أوجه القصور التي أثارها تقرير البنك الدولي^(٨). حيث تم بموجب هذه المادة منح لجنة السوق سلطات رقابية إضافية لازمة لمزاولة عملها، إلا أنه غاب عن المشرع أن استمرار عدم إخضاع إدارة السوق للرقابة واستمرار عملها دون رقيب أمر متناف مع القواعد العامة والمعايير الدولية^(٩).

مما سبق نستنتج وجود قصور وعدم وضوح في المعلومات لدى الأشخاص القائمين على إجراء تقييم FASP للسوق الكويتي؛ الأمر الذي قد أدى

(٨) صدر مرسوم رقم ١٥٨ لسنة ٢٠٠٥م بشأن تعديل بعض أحكام المرسوم بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، الذي اعتبره الخبراء والمراقبون أنه عملية تجميل ترقية إلى سد الثغرات الظاهرة للمقيمين بوضوح.

(٩) سيتم لاحقاً، في أثناء تحليل المعيار الثاني، مناقشة الوضع القانوني للجنة السوق.

إلى أن تكون بعض النتائج التي تم التوصل إليها لا تتفق مع الواقع. وهذا ما أكدته وكشف عنه التحليل بشأن وجود فروقات جوهرية بين النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة ونتائج تقييم البنك الدولي، التي سيتم إيضاحها لاحقاً.

جدول رقم (٣)

مواد مرسوم إنشاء سوق الكويت للأوراق المالية الذي تم تعديلها:
قبل التعديل وبعده

المادة	مرسوم السوق لسنة ١٩٨٣م قبل التعديل	مرسوم السوق بعد التعديل ٢٠٠٥م (١٥٨)
(٣)	تتضمن أهداف السوق على وجه الخصوص ما يأتي: ١ - العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية، ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة، وتطوير أساليب التعامل في السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرهما ويوفر الحماية للمتعاملين. ٢ - إنشاء الصلات والروابط مع الأسواق المالية الخارجية والاستفادة من أساليب التعامل في هذه الأسواق بما يساعد على سرعة السوق المالي الكويتي.	يتولى سوق الكويت للأوراق المالية تنظيم ومراقبة السوق المالي، وله على وجه الخصوص ما يلي: ١ - تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية. ٢ - تنظيم الإعلان عن المصالح وإصدار البيانات المالية والإفصاح عنها. ٣ - تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات ويوفر الحماية للمتعاملين. ٤ - تطوير السوق المالي على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية. ٥ - تنمية روابط السوق بالأسواق المالية الإقليمية والعالمية ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.
(٦)	تمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وتكون مسؤولة بصفة خاصة عما يلي: ١ - وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.	تتولى لجنة السوق وضع القواعد والسياسات العامة لسوق الكويت للأوراق المالية في إطار الأهداف المبينة في المادة (٣) من هذا المرسوم، ويكون لها بصفة خاصة وضع القواعد والإجراءات التالية: ١ - التعامل في الأوراق المالية والإشراف عليها. ٢ - الإيداع والحفظ المركزي والتسوية والتقصا والرقابة عليها.

تابع / جدول رقم (٣) مواد مرسوم إنشاء سوق الكويت للأوراق المالية الذي تم تعديله: قبل التعديل وبعده

المادة	مرسوم السوق لسنة ١٩٨٣م قبل التعديل	مرسوم السوق بعد التعديل ٢٠٠٥م (١٥٨)
٢ - اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها وذلك طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية.	٣ - النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها.	٣ - النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها.
٣ - النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها.	٤ - وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.	٤ - الرقابة على تعامل الصناديق والمحافظ الاستثمارية في الأوراق المالية المدرجة في السوق.
٤ - وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.	٥ - إعداد البيانات المالية للشركات المدرجة وصناديق الاستثمار والإفصاح عنها والرقابة عليها.	٥ - إعداد البيانات المالية للشركات المدرجة وصناديق الاستثمار والإفصاح عنها والرقابة عليها.
٥ - الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات.	٦ - ضوابط الاستحواذ على نسب مؤثرة في رأس مال الشركات.	٦ - ضوابط الاستحواذ على نسب مؤثرة في رأس مال الشركات.
٥ - الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات.	٧ - ضوابط منع التعامل بناء على معلومات داخلية غير معلنه أو لتضارب مصالح.	٧ - ضوابط منع التعامل بناء على معلومات داخلية غير معلنه أو لتضارب مصالح.
٥ - الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات.	٨ - ضوابط السلوك المهني والالتزام بالسرية لموظفي السوق والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.	٨ - ضوابط السلوك المهني والالتزام بالسرية لموظفي السوق والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.
٥ - الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات.	٩ - إعداد ونشر التقارير والتحليلات والضوابط التي يتعين الالتزام بها في إعدادها ونشرها.	٩ - إعداد ونشر التقارير والتحليلات والضوابط التي يتعين الالتزام بها في إعدادها ونشرها.
٥ - الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات.	١٠ - الإجراءات التي يتعين على إدارة السوق اتخاذها لمواجهة أية ظروف استثنائية، بما في ذلك وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر.	١٠ - الإجراءات التي يتعين على إدارة السوق اتخاذها لمواجهة أية ظروف استثنائية، بما في ذلك وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر.
١٤) يكون للسوق لجنة تأديب تتولى الفصل فيما ينسب للوسطاء والشركات المتعامل في أوراقها بالسوق من مخالفات لإحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق، وكذلك المخالفات التي تمس حسن سير العمل والنظام في السوق والقواعد والأصول المتعلقة بمزاولة المهنة. وتشكل هذه اللجنة بقرار من لجنة السوق ويكون لها توقيع الجزاءات التالية:	١١ - الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق واعتماد الحسابات الختامية، وتعيين مراقب حسابات.	١١ - الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق واعتماد الحسابات الختامية، وتعيين مراقب حسابات.
١٤) يكون للسوق لجنة تأديب تتولى الفصل فيما ينسب للوسطاء والشركات المتعامل في أوراقها بالسوق من مخالفات لإحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق، وكذلك المخالفات التي تمس حسن سير العمل والنظام في السوق والقواعد والأصول المتعلقة بمزاولة المهنة. وتشكل هذه اللجنة بقرار من لجنة السوق ويكون لها توقيع الجزاءات التالية:	يكون للسوق لجنة تتولى النظر فيما ينسب للمتعاملين والوسطاء والشركات المتعامل في أوراقها بالسوق من مخالفات لإحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق، وكذلك المخالفات التي تمس حسن سير العمل والنظام في السوق والقواعد والأصول المتعلقة بمزاولة المهنة. وتشكل هذه اللجنة من خمسة أعضاء تختارهم لجنة السوق ويكون لها توقيع أحد الجزاءات التالية:	يكون للسوق لجنة تتولى النظر فيما ينسب للمتعاملين والوسطاء والشركات المتعامل في أوراقها بالسوق من مخالفات لإحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق، وكذلك المخالفات التي تمس حسن سير العمل والنظام في السوق والقواعد والأصول المتعلقة بمزاولة المهنة. وتشكل هذه اللجنة من خمسة أعضاء تختارهم لجنة السوق ويكون لها توقيع أحد الجزاءات التالية:

تابع / جدول رقم (٣)
مواد مرسوم إنشاء سوق الكويت للأوراق المالية الذي تم تعديليها:
قبل التعديل وبعده

المادة	مرسوم السوق لسنة ١٩٨٣م قبل التعديل	مرسوم السوق بعد التعديل ٢٠٠٥م (١٥٨)
١ - التنبيه.	١ - التنبيه.	
٢ - الإنذار.	٢ - الإنذار.	
٣ - مصادرة أي كفالة مصرفية تقررها اللائحة الداخلية.	٣ - وقف المخالف عن العمل للمدة التي تحددها اللجنة، وإلغاء المعاملة المخالفة وما يترتب عليها	
٤ - إيقاف التعامل بالنسبة للشركات أو وقف العمل بالنسبة للوسطاء لمدة لا تزيد على أربعة شهور.	٤ - مصادرة الكفالة المصرفية كلها أو بعضها.	
٥ - شطب العضوية.	٥ - وقف التعامل في الأوراق المالية الصادرة عن الشركات أو الجهات المخالفة لحين تصحيح أو إزالة أسباب المخالفة.	
ويبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات الواجب اتباعها أمامها وكيفية إصدار قراراتها وإعلانها لذوي الشأن.	٦ - شطب العضوية.	
	٧ - إلزام المتعامل بالإيداع المسبق للأوراق أو الأموال محل التعامل.	
(١٥) يجوز استئناف القرارات الصادرة من لجنة التأديب بالوقف عن العمل أو إيقاف التعامل في أوراق الشركة أو شطب العضوية أمام مجلس تأديب استئنافي يشكل بقرار من لجنة السوق برئاسة مستشار من إدارة الفتوى والتشريع، ويبين القرار الصادر بتشكيل المجلس الإجراءات الواجب اتباعها أمامه.	فيما عدا الجزاءات الصادرة بالتنبيه أو الإنذار، يجوز التظلم من قرارات اللجنة المنصوص عليها في المادة السابقة خلال خمسة عشر يوما من تاريخ الإخطار بها أمام مجلس تشكيلة لجنة السوق برئاسة مستشار يختاره مجلس القضاء الأعلى وعضوية أربعة تختارهم لجنة السوق، ويبين القرار الصادر بتشكيل المجلس الإجراءات الواجب اتباعها أمامه.	
(١٥) لا يجوز نشر البيانات أو المعلومات المتعلقة بأسماء المتعاملين وحجم تعامل كل منهم أو الكشف عنها، لغير السوق والجهات الرقابية المختصة، إلا بناء على قرار أو حكم قضائي سواء كانت هذه البيانات محفوظة لدى إدارة السوق أو غرفة المقاصة أو شركات الوساطة أو الشركات المدرجة أو صناديق الاستثمار أو الشركات التي تدير محافظ لحساب الغير.		

تابع / جدول رقم (٣)
مواد مرسوم إنشاء سوق الكويت للأوراق المالية الذي تم تعديلها:
قبل التعديل وبعده

المادة	مرسوم السوق لسنة ١٩٨٣ م قبل التعديل	مرسوم السوق بعد التعديل ٢٠٠٥ م (١٥٨)
(١٥) مكرر (١)		على أعضاء لجنة السوق وجميع العاملين في سوق الكويت للأوراق المالية والجهة القائمة بمهام غرفة المقاصة وشركات الوساطة والشركات التي تدير محافظ لحساب الغير وصناديق الاستثمار الإفصاح عما يملكونه هم وأزواجهم وأولادهم القصر سواء بطريق مباشر أو غير مباشر من الأوراق المالية المدرجة بالسوق ولا يجوز أن يتعاملوا في هذه الأوراق أثناء عملهم بالسوق، سواء بأسمائهم أو بأسماء أزواجهم أو أولادهم القصر إلا بناء على إذن مسبق من إدارة السوق، ويستثنى من ذلك ما يؤول إليهم منها بسبب الإرث على أن يحصلوا على موافقة مسبقة من إدارة السوق قبل التصرف فيها.

المصدر: جدول مقارنة من إعداد الباحث ويعتمد على التشريعات الكويتية (الجزء الرابع) قانون الشركات التجارية والقوانين المنظمة لممارسة التجارة والصناعة، الطبعة السادسة، ٢٠٠٠ م.

٤ - ٢ - تحليل السوق الكويتي وفقاً لمتطلبات الأيسكو:

المجموعة الأولى الخاصة بتقييم الجهاز الرقابي (المعايير ١-٥): حصلت دولة الكويت على تقييم غير مطبق بالنسبة للمجموعة الأولى.

المعيار ١: حصلت دولة الكويت على تقييم " غير مطبق " بالنسبة للمعيار الأول الخاص بتحديد مدى وضوح مسؤوليات الجهاز الرقابي وأهدافه. وعلى الرغم من مرور أكثر من أربع سنوات على إجراء هذا التقييم فإنه لم يتم اتخاذ خطوات إيجابية نحو تلافي الملاحظات الواردة في التقرير، وبسبب استمرار غياب الجهاز الرقابي وللأسباب المذكورة أدناه تستحق دولة الكويت لهذا المعيار تقييم " غير مطبق " كالسابق: (١) عدم إنشاء جهاز رقابي حكومي مستقل

يتولى عملية رقابة أسواق الأوراق المالية حتى الآن واستمرار تشتت الرقابة وتداخلها بين أربع جهات، وهي سوق الكويت للأوراق المالية، ولجنة السوق، وبنك الكويت المركزي، ووزارة التجارة والصناعة. (٢) ضعف التنسيق والتعاون بين الأجهزة الرقابية وعدم وضوح المسؤوليات. (٣) تعدد القوانين المنظمة للسوق المالي وتعارضها في بعض الأحيان بالإضافة إلى صدورها من أجهزة رقابية مختلفة. (٤) ما زال المرسوم الصادر في ١٤ أغسطس ١٩٨٣م في شأن تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية هو القانون الرئيسي المنظم لسوق الأوراق المالية، حيث تم بموجب المادة الخامسة تكوين لجنة السوق التي تمارس الدورين الرقابي والتنفيذي؛ مما أدى إلى خلق وضع شاذ يتمثل في أن يكون الحكم هو الخصم. (٥) إصرار إدارة البورصة ولجنة السوق على التدخل في أي محاولة جادة مستقلة لإنشاء جهاز رقابي معني برقابة السوق المالي. فعلى سبيل المثال، تم إجراء تعديل على المرسوم الصادر في ١٩٨٣م من خلال مرسوم رقم ١٥٨ لسنة ٢٠٠٥م بشأن تعديل بعض أحكام المرسوم بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك بهدف منح لجنة السوق صلاحيات وسلطات واسعة للحيلولة دون إنشاء هيئة رقابية مستقلة؛ مما أدى إلى استمرارهم في الهيمنة على الدورين الرقابي والتنفيذي (جدول رقم ٣). كما قامت البورصة بمحاولة لاحقة بتبني مشروع لإنشاء هيئة سوق المال بعد فشل المرسوم السابق (رقم ١٥٨) في تحقيق الغرض منه واستمرار وجود مطالبات بإنشاء هيئة رقابية مستقلة. وينطوي مشروع القانون المقترح في حقيقة الأمر على طريقة لإبقاء الرقابة تحت سيطرة الجهات الحالية نفسها عن طريق تحويل إدارة البورصة أو لجنة البورصة إلى جهاز رقابي، وذلك بدليل نصوص المسودة المقترحة^(١٠).

(١٠) تم تقديم مسودة قانون مقترحة من طرف إدارة البورصة ولجنة السوق لإنشاء جهاز رقابي، وقام مجموعة من النواب بتبنيها في مجلس الأمة في أكتوبر من عام ٢٠٠٧م.

المعيار ٢: حصلت دولة الكويت على تقييم "غير مطبق" بالنسبة للمعيار الثاني الخاص بتقييم مدى استقلالية الجهاز الرقابي حيث نص التقرير على ما يلي: "على الرغم من أن القانون ضمن الاستقلالية للجنة السوق إلا أنها في واقع الأمر ليست مستقلة عن التدخلات السياسية والتجارية في ممارستها دورها. فمن جانب نرى أن الوزير يترأسها مما يخلق تدخلاً سياسياً ومن جانب آخر نرى أنها تضم ستة أشخاص من القطاع الخاص ورجال الأعمال مما يخلق تعارضاً واضحاً في المصالح".

يؤكد النص أعلاه الافتراض الخاطئ في عملية التقييم بشأن دور لجنة السوق الأمر الذي أدى إلى إعطاء توصيات غير سليمة والوصول إلى نتائج مغايرة للواقع. ويوضح الجدول رقم (١) الأساس القانوني لنصوص تأسيس البورصة ولتكوين لجنة السوق، التي تؤكد جميعها عدم وجود جهاز رقابي رسمي ينظم السوق المالي. كما يتضح من المادة (٣٢٦) من قانون التجارة أن الدور الرقابي تقع مسؤوليته على عاتق الأعضاء الممثلين للحكومة في لجنة السوق.

- (١) الوزير المختص.
- (٢) وكيل وزارة التجارة والصناعة.
- (٣) وكيل وزارة المالية.
- (٤) مندوب البنك المركزي، وليس على عاتق جميع أعضاء لجنة السوق كما هو معمول به حالياً. كما أن الدور الرقابي ينحصر في مراقبة تنفيذ لوائح سوق الكويت للأوراق المالية (البورصة). وما يمكن استنتاجه هنا أنه في حال إنشاء بورصة ثانية فإنه يتوجب تكوين لجنة للبورصة بحسب نص المادة (٣٢٥) البند (١-٢) من قانون التجارة، كما يتوجب أن تحتوي اللجنة على مندوب أو مندوبين للحكومة. ولم تلزم نصوص القانون أن يترأس هذه اللجنة الوزير المختص بالتحديد، وإنما حددت مندوباً للحكومة دون تحديد منصبه أو مسماه.

- مما سبق يمكن استنتاج ما يلي:
- ١ - يجوز إنشاء بورصات أخرى بنص المادة (٣٢٣).
 - ٢ - تختص وزارة التجارة والصناعة بمنح تراخيص لإنشاء البورصة ويصدر مرسوم أميري بذلك.
 - ٣ - في حال إنشاء بورصة ثانية فإن المادة (٣٢٥) توجب تكوين لجنة لإدارتها أو رقابتها؛ مما قد يؤدي إلى وجود أكثر من لجنة للسوق وفقاً لعدد البورصات. وهنا نتساءل في حال وجود أكثر من بورصة في دولة الكويت فأى لجنة سوق سيكون لها الأحقية بالرقابة على السوق المالي كله وبالتحول إلى جهاز رقابي^(١١)؛ حيث إن لجنة السوق الحالية حادت عن دورها الممنوح لها بموجب القانون كمجلس إدارة يراقب أعمال البورصة، وأصبحت تمارس سلطات واسعة تتعدى الصلاحيات الممنوحة لها بموجب القانون.
 - ٤ - أن البورصة هي جهة تنفيذية وتقع السلطات الرقابية على عاتق مندوب الحكومة بنص المادة (٣٢٦).
 - ٥ - أن القانون لم يحدد جهازاً رقابياً معنياً بالإشراف على رقابة السوق المالي وتنظيمه ككل، وإنما منح السلطات الرقابية على أعمال البورصة لمندوبي الحكومة المعينين في لجنة السوق بنص المادة (٣٢٦)؛ مما أدى إلى خلق وضع غير صحيح، وهو إغفال أهمية الرقابة الواجب فرضها على البورصة من قبل جهاز رقابي حيادي متخصص ذي صلاحيات واسعة؛ الأمر الذي يتنافى مع المعايير العالمية، فأصبحت البورصة تمارس دورين: تنفيذياً ورقابياً.

(١١) نصت مسودة قانون تنظيم السوق المالي المقترحة من طرف لجنة السوق وإدارة البورصة على إعادة هيكلة البورصة بهدف إنشاء الجهاز الرقابي عن طريق فصل الجهاز التنفيذي عن الجهاز الرقابي؛ أي أن جزءاً من إدارة السوق سيتحول إلى هيئة رقابية.

٦ - وجود مخالفة للقواعد العامة في نص المادة (٣) من تعديل مرسوم السوق رقم (١٥٨) لعام ٢٠٠٥م (جدول رقم ٣) الذي تم بموجبه منح سوق الكويت للأوراق المالية سلطات قد تتعدى صلاحياتها حيث نصت على أن: "يتولى سوق الكويت للأوراق المالية تنظيم ومراقبة السوق المالي"، فلو كان تفسير مصطلح السوق المالي أو تعريفه يتعدى بورصة الكويت والجهات الخاضعة لرقابتها، فإن هذا المرسوم يخالف القواعد الدستورية بسبب تعديه على صلاحيات البورصة الممنوحة بموجب نص المادة (٣٢٥) من قانون التجارة (جدول رقم ١).

ويتولى حالياً تنفيذ الدور الرقابي إدارة السوق، وذلك بسبب عدم تفرغ اللجنة ذات التمثيل التجاري والسياسي، وهذا ما أكدته وكشف عنه تقرير ديوان المحاسبة خاصة ما يتعلق بتفويض لجنة السوق للعديد من صلاحياتها إلى مدير السوق. كما كشف التقرير نفسه عن وجود خلل في إجراءات السوق خاصة ما يتعلق بعمليات الإفصاح والتراخي في توفير الحد الأدنى من الشفافية؛ مما أدى إلى استفادة كثيرين من تلك الثغرات الكبيرة في رقابة السوق لتحقيق مكاسب قد تكون غير مشروعة.

وبما أن الوضع لم يتغير من حيث عدم الاستقلالية واستمرارية وجود تمثيل حكومي وتجاري في لجنة السوق بنص المادة (٥) من مرسوم إنشاء السوق بالإضافة إلى عدم إنشاء هيئة مستقلة للسوق المالي، فإن الكويت ما زالت تستحق تقييم "غير مطبق" لهذا المعيار.

التوصيات:

بداية لمعالجة المشكلات المتعلقة بالسوق لا بد من تمرير قانون متكامل لتنظيم السوق المالي وفق المعايير الدولية، يتم بموجبه إنشاء هيئة رقابية مستقلة، تتوحد رقابة السوق المالي تحت مظلتها لتحل محل الرقابة الحالية الموزعة بين أربعة أجهزة، وذلك بهدف تعديل الهيكل التنظيمي للسوق. ولضمان استقلالية الجهاز الرقابي سياسياً وتجارياً لا بد من وضع قواعد عامة بالقانون

تحول دون وجود أي تعارض بالمصالح، وذلك انسجاماً مع المعيار الثاني من معايير الأيسكو. فعلى سبيل المثال، يجب أن يشترط التفرغ في موظفي الجهاز الرقابي واشتراط عدم ممارسة أي وظائف أخرى أو المشاركة في عضوية مجالس إدارات الجهات الخاضعة للرقابة. بالإضافة إلى ما سبق، يجب التأكد من عدم وجود أي مصلحة تربط بين موظفي الجهاز الرقابي، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، مع أي جهة تخضع لرقابة الهيئة الرقابية. كما يتوجب أن تصدر لائحة سلوك تفصيلية تنظم نشاطات موظفي الجهاز الرقابي وتعاملاتهم في الأوراق المالية وفق ضوابط وقيود شفافة وعادلة.

وتأكيداً لأهمية ما ذكر سابقاً فقد جاء في توصية صادرة عن صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في تقرير آخر لتقييم النظام المالي لدولة الكويت في مايو ٢٠٠٤م Report of Observance of Standard and Codes (ROSC)^(١٢) أهمية الإسراع في إنشاء جهاز رقابي. حيث تضمن التقرير ملاحظة خاصة بتقييم السوق المالي تنص على الآتي:

"إن القوانين المنظمة للسوق المالي متعددة ومبعثرة بين عدة جهات رقابية وتعاني ثغرات بالغة الخطورة. ويعتبر إنشاء جهاز رقابي متخصص مستقل ليتحمل مسؤولية الرقابة أمر في غاية الأهمية والأولية للمساهمة في حل المخاطر الناشئة عن قصور وعدم ملاءمة التشريعات المنظمة لأنشطة السوق المالي. لذلك لا بد من تجريم التداول وحظره بناء على معلومات داخلية والممارسات التي تنطوي على إضرار أو تلاعب بالسوق. كما يتوجب فرض أفضل معايير التدقيق المحاسبي والإفصاح".

مبدأ عدم تعارض المصالح: نظراً للأهمية البالغة لمبدأ عدم تعارض المصالح فإنه يعتبر من أهم المعايير المحددة لمبادئ الحوكمة العالمية بسبب ارتباطه الوثيق بقيم العدالة والشفافية. إن وجود تعارض في المصالح في الهيكل

التنظيمي للجهاز الرقابي هو مؤشر لعدم الاستقلالية؛ الأمر الذي يؤدي إلى التعارض مع معايير منظمة الأيسكو. واحتل هذا المبدأ مكانة كبيرة في تشريعات الدول المتقدمة من الجانب القانوني والجانب الأخلاقي. ففي دراسة لبحث أهم أسباب تعارض المصالح توصل (Argandona, 2004) إلى أن عملية اتخاذ القرار تتأثر بمصلحة متخذي القرار. كما اقترح الباحث عدداً من الحلول لمعالجة الآثار الجسيمة أو المشكلات الناتجة عن وجود تعارض في المصالح. ومن أفضل الحلول المقترحة والأكثر استخداماً هو تجنب وجود تعارض في المصالح أصلاً عن طريق عدم تعيين أشخاص قد يكون لديهم تعارض في موقع اتخاذ القرار بحكم علاقاتهم أو مناصبهم. وكبديل للحل السابق يقترح أن يترك متخذ القرار المصلحة التي قد تسبب وجود تعارض كعدم الجمع بين مناصب متعارضة في المصالح. أما الحل الثاني فيتمثل في إفصاح الشخص في موقع اتخاذ القرار عن وجود تعارض بالمصالح لديه في الشأن المعروض والانسحاب وعدم التدخل في عملية اتخاذ القرار. ويعتبر الحل الأخير أضعف الحلول وأقلها فعالية وكفاءة من حيث معالجة تعارض المصالح. وضمن هذا الإطار قام (Issacharoff, 2003) بالتمييز بين الأساليب المستخدمة في التشريعات لتلافي تعارض المصالح وصنفها على النحو الآتي: "التشريعات المستقلة substantive regulation" وتهدف إلى وضع حل جذري دون الدخول في تفاصيل العلاقة و"التشريعات الإجرائية procedural regulation" وتهدف إلى وضع مجموعة من الإجراءات المتبعة لتلافي وجود تعارض في المصالح. وتطرق البحث إلى وضع مجموعة من الحلول البديلة كتشكيل لجان للسلوك الأخلاقي تكون مهمتها الرئيسية مراجعة جميع الحالات التي قد تشوبها شائبة تعارض المصالح، وإبعاد الأشخاص ذوي العلاقة عن عملية اتخاذ القرار. وكبديل آخر اقترح إيجاد أسوار صينية بين الإدارات المختلفة في المؤسسات المالية أو أي مؤسسات مهنية أخرى.

مما سبق يتضح أن مبدأ تعارض المصالح يعتبر من الأمور الجوهرية الواجب مراعاتها في هيكلية الأجهزة الرقابية وفي التشريعات المنظمة لأعمالها في دول العالم المتقدم، وقد أسهم أخذها في الاعتبار في تحقيق مزيد من التنمية والعدالة والشفافية إلا أنه تم تجاهله تماماً في التشريعات واللوائح المنظمة للسوق المالي في دولة الكويت. ولضمان تجنب التدخلات السياسية في الجهاز الرقابي يتوجب إلحاقه بمجلس الوزراء أو البرلمان أو كليهما وليس لوزير محدد. وأخيراً يجب اشتراط عامل التخصص في أعضاء مجلس إدارة الهيئة الرقابية تشريعياً.

المعيار ٣: حصلت دولة الكويت على تقييم " غير مطبق " بالنسبة للمعيار الثالث الخاص بتقييم مدى تمتع الجهاز الرقابي بالصلاحيات والسلطات اللازمة والموارد المالية والقدرة على أداء مهام أعماله؛ حيث نص تقرير البنك الدولي على أن لجنة السوق لا تتمتع بسلطة ترخيص البورصة وهي سلطة لازمة يجب أن يتمتع بها الجهاز الرقابي. إلا أنه، كما ذكرنا سابقاً، اعتبر المقيم أن لجنة السوق هي الجهاز الرقابي التي من غير الممكن أن تكون هي المخول بمنح الترخيص للبورصة: فكيف للبورصة أن ترخص لنفسها؟! كما أن سلطة منح تراخيص البورصات هي أساساً، بموجب نص المادة (٣٢٤) من قانون التجارة، من صلاحيات وزارة التجارة والصناعة (جدول رقم ١). ولو افترضنا جديلاً أن لجنة السوق هي الجهاز الرقابي على البورصة فهي لا تتمتع بالسلطات والصلاحيات والإمكانات الكاملة واللازمة لمزاولة أعمالها.

وبالإضافة إلى ما ذكر أعلاه، هناك أسباب أخرى أدت إلى حصول دولة الكويت على تقييم " غير مطبق " في تقرير البنك الدولي لهذا المعيار واستمراره في استحقاق نفس التقييم. حيث تعتبر نوعية العقوبات المفروضة على الجهات التي ترخصها البورصة كالوسطاء غير رادعة بشكل يضمن تنظيم السوق وانضباطها كما تعتبر آلية التفتيش والرقابة المفروضة ليس على مستوى يضمن ضبط الممارسات الخاطئة التي قد تصدر عنهم ومنعها. وعلى النقيض من الوضع في معظم الأسواق العالمية، ونظراً لعدم خضوع البورصة للرقابة

فإن القوانين لم تنص على آلية بشأن عقابها في حال وجود خلل. وسيتم مناقشة هذا المعيار بالتفصيل في أثناء تحليل المجموعة السابعة لاحقاً.

التوصيات: يجب أن يمنح التشريع المقترح لتنظيم السوق المالي للجهاز الرقابي جميع الاختصاصات والسلطات اللازمة لتحقيق أهداف:

- ١ - حماية المستثمرين في الأوراق المالية،
 - ٢ - تنظيم السوق المالي وتطويره،
 - ٣ - ردع الممارسات غير العادلة والتي تعتبر من أهم متطلبات الجهاز الرقابي وفق المعيار الثالث لمنظمة الأيسكو على النحو الآتي:
- * ترخيص وتنظيم ورقابة البورصات والوسطاء وجميع الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية من أفراد أو مؤسسات بما في ذلك صناديق الاستثمار.
 - * وضع المعايير الخاصة بسلوكيات وأخلاقيات المهنة ومعايير الأهلية لجميع الأفراد والجهات العاملة في مجال الأوراق المالية.
 - * التفتيش والقيام بالتحريات التي تكشف عن المخالفات والممارسات الخاطئة في السوق.
 - * القيام بجميع الإجراءات التي تؤدي إلى الكشف عن الجرائم ذات العلاقة بتداول الأوراق المالية.
 - * تمتع الجهاز الرقابي بطاقم مؤهل مدرب ذي خبرة وكفاءة لإجراء عمليات التفتيش والرقابة.
 - * منح بعض موظفي الجهاز الرقابي صفة الضبطية القضائية.
 - * نظام عقوبات مرن وراوع وسريع.

وبسبب ضعف المزايا الوظيفية الخاصة بالموظفين التابعين لديوان الخدمة المدنية يجب أن يتم إعفاء موظفي الهيئة الرقابية من التقيد بقانون الخدمة المدنية، وذلك بهدف استقطاب أفضل الكفاءات والخبرات عن طريق حوافز مادية مرتفعة. كما يتوجب أن يتم توفير موازنة مالية كافية للجهاز الرقابي لاستقطاب

أفضل الكفاءات ولتوظيف أفضل الأنظمة الداعمة لعملية الرقابة وذلك مواكبة للمتطلب الخاص بتوفير الموارد المالية اللازمة لتحقيق أهداف الجهاز الرقابي.

المعيار ٤: حصلت دولة الكويت على تقييم " غير مطبق " بالنسبة للمعيار الرابع الخاص بتقييم مدى قيام الجهاز الرقابي (لجنة السوق بالاشتراك مع إدارة البورصة) بتبني لوائح وإجراءات مناسبة ومنسجمة مع احتياجات السوق. ويتطلب المعيار الرابع مراعاة عامل الشفافية والوضوح في الإجراءات المتبعة من قبل الجهاز الرقابي من حيث عدالة التطبيق والمساواة والشفافية تجاه العامة. كما يتطلب هذا المعيار - عند وضع السياسة العامة للجهاز الرقابي - وجود آلية لعرض اللوائح الجديدة على الجهات التي ستتأثر بها لأخذ الرأي بمدى جدوى تطبيقها، وكذلك نشر تقارير خاصة بنتائج التحقيقات في القضايا حتى تستخدم مرجعية ودليلاً إرشادياً للمشاركين في السوق للقضايا المماثلة.

وفيما يتعلق بتقييم مدى التزام السوق الكويتي بهذا المعيار فإنه على الرغم من تمتع سوق الكويت للأوراق المالية بسلطة إصدار اللوائح والقواعد التنظيمية بموجب مرسوم إنشاء البورصة فإن القانون لم يحدد آلية لإصدار اللوائح، كما أن القواعد العامة المنظمة لعمليات السوق غير واضحة ولا يوجد آلية واضحة لإعلانها للعامة. وتم بموجب المادة (١٦) من مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية إعطاء لجنة السوق الحق في اقتراح اللائحة الداخلية للسوق على أن تصدر بقرار من الوزير المختص، كما نصت المادة (٤١) من الفصل الخامس من اللائحة الداخلية للسوق على إعطاء لجنة السوق سلطة إصدار اللوائح والنظم الداخلية للسوق^(١٣)، إلا أن أعمال التدقيق التي أجراها ديوان المحاسبة كشفت عن عدم وجود آلية وإجراءات واضحة بشأن عملية إصدار اللوائح بما يضمن عدالتها. وكذلك يؤكد المراقبون لقضايا السوق عدم الوضوح والشفافية بشأن نتائج التحقيقات في كثير من القضايا الأخرى. فعلى

(١٣) صدرت اللائحة بقرار من وزير التجارة والصناعة رقم ٢٥ لسنة ١٩٨٣م بناء على اقتراح لجنة السوق بنص ديباجة القرار.

سبيل المثال، تنص المادة (١٥) من القرار رقم (١) لسنة ٢٠٠٧م في شأن قواعد وشروط إدراج الشركات في السوق الرسمي على أن للجنة السوق الحق في رفض طلب إدراج أي شركة دون إبداء الأسباب؛ مما يتنافى مع مبدأ الشفافية ومع المعيار الرابع من معايير الأيسكو. كما أن جميع القرارات الصادرة قبل يناير من عام ٢٠٠٧م غير منشورة في الموقع الرسمي للبورصة؛ أي أنها غير متوفرة للجمهور؛ مما يمثل مؤشراً آخر على عدم الشفافية وعدم الوضوح واستمرارية استحقاق تقييم "غير مطبق" كالسابق لهذا المعيار.

التوصيات: لمعالجة أوجه القصور في الوضع الحالي^(١٤) لا بد من أن يمنح التشريع المقترح للجهاز الرقابي جميع الصلاحيات والسلطات الخاصة بإصدار اللوائح والقرارات اللازمة لتحقيق هدف حماية المستثمرين وتنمية السوق وردع الممارسات الخاطئة. فلذلك يجب أن يتم منح صلاحية إصدار جميع اللوائح المتعلقة بكل من:

- ١ - تعريف المصطلحات الفنية.
- ٢ - وصف شكل ومحتوى متطلبات السجلات الخاصة بالجهات العاملة في مجال الأوراق المالية والمستندات التي يتوجب عليهم تقديمها للجهاز الرقابي.
- ٣ - تصنيف الأوراق المالية والتعاملات ومعايير الإفصاح.
- ٤ - تحديد المتطلبات والشروط الخاصة بكل فئة من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. كما يجب أن يحدد التشريع، آلية للإعلان عن القرارات واللوائح الجديدة للعامة قبل الإصدار، وعلى وجه الخصوص، للجهات التي ستتأثر بها بشكل مباشر وإعطاء فترة لملاحظات الجمهور. ولا بد أن تكون هناك آلية واضحة لإصدار الإيضاحات المتعلقة باللوائح الجديدة عن طريق الصحف اليومية والموقع الإلكتروني للجهاز الرقابي.

(١٤) تم الإشارة إلى بعض أوجه القصور فيما يتعلق بهذا المعيار في تقرير البنك الدولي، صفحة ١٨.

وتعتبر سلطة إصدار اللوائح من الأساسيات التي ستؤدي إلى تحقيق مزيد من الاستقلالية والمرونة للجهاز الرقابي.

المعيار ٥: حصلت دولة الكويت على تقييم "غير مطبق" بالنسبة للمعيار الخامس الخاص بتقييم وجود لائحة للسلوك الأخلاقي والمهني ومدى وجود معايير وضوابط خاصة بموظفي الأجهزة الرقابية للمحافظة على سرية المعلومات التي يحصلون عليها بحكم وظائفهم ومدى وجود تشريعات تمنع وتجرم تسريب تلك المعلومات؛ أي يتطلب هذا المعيار وجود لائحة للسلوك تفصل هذه الضوابط وتضع الآلية لمعاقبة المخالفين. وعلى الرغم من وجود نصين في اللائحة الداخلية للسوق ينصان على وجوب عدم إفشاء أي معلومات لها صفة السرية قد تصل للشخص بحكم وظيفته (المادة (٢٥) بالنسبة للوسطاء والمادة (٦٩) بالنسبة لأعضاء لجنة السوق وموظفي السوق) فإنه لا يوجد لائحة للسلوك المهني والأخلاقي تفصل الضوابط الأخلاقية. وتم توجيه انتقاد مباشر في تقرير البنك الدولي في هذا الشأن. وكردة فعل لهذه الملاحظات، تم إضافة البند ٨ في المادة (٦) من المرسوم رقم ١٥٨ الصادر في ٢٠٠٥م الخاص بتعديل بعض أحكام مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية (جدول رقم ٣)، على النحو الآتي:

"تتولى لجنة السوق وضع القواعد والسياسات العامة لسوق الكويت للأوراق المالية...الخاصة بوضع ضوابط السلوك المهني والالتزام بالسرية لموظفي السوق والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية".

إلا أنه حتى لحظة إعداد هذه الدراسة لم يتم وضع قواعد سلوكية أو لائحة لتنظيم السلوك المهني والأخلاقي مما يؤكد أن التعديل الوارد في المرسوم لا يعدو كونه إجراء شكلياً، ومن ثم يؤكد استمرار استحقاق تقييم "غير مطبق" لهذا المعيار. كما أن التشريعات المعمول فيها لم تتناول ولم تعالج إشكالية تعارض المصالح التي تعتبر شائعة في معظم الأسواق وبخاصة الناشئة منها كالسوق الكويتي. وأكدت الكثير من الدراسات (Cervellati & Della Bina, 2005, Chan, Karceski & Lakonishok. 2005, and James & Karceski, 2005) عواقب

وجود تضارب في المصالح لدى الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. كما أثبت (Womack & Michaely, 1999) أن أداء الأسهم، التي قامت شركات الوساطة بتولي إدارة إصداراتها وإعطاء توصية إيجابية بشأنها، كان أسوأ من الأسهم، التي قامت جهات مستقلة (أي ليس لها مصلحة بتسويق أسهمها أو إدارة عملية إصدارها) بإعطاء توصية إيجابية بشراء أسهمها. وبناء عليه استنتجت الدراسة أن توصيات الشراء والبيع الصادرة عن الجهات ذات المصلحة أظهرت انحيازية معنوية واضحة؛ مما يؤكد وجود تضارب صريح في المصالح بالنسبة للأنشطة التي تمارسها الشركات أو الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية. وتتوافق النتائج السابقة مع "نظرية تضارب المصالح" التي تنص على أن توصيات مديري الإصدار عادة ما تكون متفائلة عند مقارنتها مع التوصيات الصادرة عن المحللين المستقلين.

التوصيات: مما سبق تتضح الأهمية الكبرى لمبدأ تعارض المصالح والسبب الرئيسي لوضعه من ضمن المعايير الخاصة بمنظمة الأيسكو العالمية كمبدأ تقاس عليه عملية تقييم الجهاز الرقابي. لذلك لا بد أن يتم بموجب القانون المقترح وضع نصوص قانونية تعالج القصور في التشريعات واللوائح المنظمة للسوق في هذا الشأن. فيجب أن توضع مادة تحدد القواعد العامة المنظمة للسلوك الأخلاقي في القانون على أن يتم إصدار لائحة للسلوك تفصل الضوابط الأخلاقية والمهنية. كما يجب أن يتم تجريم وحظر الإفصاح عن أية معلومات غير معلنة تخص الجهاز الرقابي، التي إذا ما تم الإفصاح عنها يمكن الاستفادة منها. ولمنح هذه النصوص قوة لا بد من تأكيد خطورة ارتكاب المحظورات السابقة بفرض عقوبة صارمة على المخالفين من موظفين أو خبراء أو مستشارين في الجهاز الرقابي تتدرج من دفع غرامات مالية إلى السجن. ومن الملاحظ أن المعيار الخامس يتعلق بموظفي الجهاز الرقابي إلا أن هناك عدداً من المعايير اللاحقة ذات علاقة بمبدأ عدم تعارض المصالح، ويتوجب معها وضع ضوابط على جميع الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة الرقابية بما في ذلك صناديق الاستثمار، وذلك بهدف السيطرة أو التقليل من تعاملات وصفقات الجهات

الحليفة التي تنطوي على استغلال لأموال المستثمرين^(١٥). كما يجب أن تحتوي لائحة السلوك على ضوابط خاصة بتداولات موظفي ومستشاري الجهاز الرقابي وأقاربهم من الدرجة الأولى، بما يضمن نزاهتها وخلوها من أي استغلال للمعلومات التي قد تصل إليهم بحكم وظائفهم.

المجموعة الثانية الخاصة بتقييم كفاءة وهيكلية المؤسسات ذات التنظيم الذاتي (المعايير ٦-٧): حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمجموعة الثانية.

المعياران ٦-٧: حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمعيارين السادس والسابع الخاصين بتحديد مدى كفاءة الأنشطة الرقابية التي تمارس من قبل المؤسسات ذات التنظيم الذاتي ومدى خضوع تلك المؤسسات لرقابة فعالة من قبل الجهاز الرقابي الحكومي. تعتبر البورصة وشركة المقاصة الكويتية وفقاً لهيكليهما والأعمال التي يمارسانها مؤسستين ذاتي تنظيم ذاتي بحسب الأنظمة الدولية، إلا أن التشريعات الكويتية لا تستخدم هذا المصطلح لحدثه.

يتطلب المعياران السادس والسابع عامل الاستمرارية في الرقابة المفروضة على المؤسسات ذات التنظيم الذاتي بهدف التأكد من التزام المعايير والضوابط المفروضة على عملها. ونظراً لتوفر معلومات ثمينة عن المستثمرين والصفقات والمشاركين في السوق لدى القائمين على إدارة البورصة لا بد من وجود رقابة تهدف إلى ضمان النزاهة وعدم التلاعب وعدم استغلال تلك المعلومات في آلية عمل سوق البورصة. ويجب كذلك قبل منح الترخيص للبورصة، التأكد من جودة وكفاءة العامل البشري الذي سيتولى

(١٥) من أكثر الممارسات شيوعاً استغلال أموال المستثمرين في الصناديق بهدف تسويق أو شراء الأوراق المالية للإصدارات التي تتولى الشركات المديرة للصناديق إدارة تسويقها. حيث أثبت كل من (Fishe & Boehmer Boehmer, 2006) صحة النظرية التي تنص على أن المستثمرين المؤسسيين لهم مقدرة على التنبؤ بأداء الإصدارات الجديدة بسبب مقدرتهم العالية على الدراسة والتحليل.

مسؤولية تنفيذ القوانين واللوائح وفرضها على أعضاء السوق والجهات المشاركة فيه بعدالة، والتأكد من وجود ضوابط ولوائح للسلوك الأخلاقي والمهني عالية الجودة تنظم عمل القائمين على إدارة البورصة. وأخيراً تشترط هذه المجموعة من المعايير أن تقوم إدارة البورصة بتسليم جميع لوائحها وإجراءاتها وقراراتها للهيئة الرقابية بهدف المراجعة والتصديق للتأكد من نزاهتها وعدالتها وتحقيقها للصالح العام وهدف حماية المستثمرين.

وعلى الرغم من حصول السوق الكويتي على تقييم "مطبق جزئياً" فإنه - في حقيقة الأمر - كان من المفترض أن يحصل على تقييم "غير مطبق"؛ وذلك بسبب اعتقاد المقيم أن شركة المقاصة الكويتية تخضع لرقابة سوق الكويت للأوراق المالية. حيث نص التقرير تحديداً أن شركة المقاصة تخضع لإشراف إدارة سوق الكويت للأوراق المالية ورقابتها؛ مما يؤكد وجود التباس لدى المقيم بأن المقاصة تخضع لرقابة محكمة. إلا أنه في واقع الأمر، لا تخضع هذه الشركة لأي تفتيش دوري أو لرقابة فعلية كما يتطلب دور الرقابة الفعلية في الأسواق المتقدمة. وبالإضافة إلى السبب المذكور أعلاه هناك عدة أسباب تؤكد جميعها وجوب حصول دولة الكويت على تقييم "غير مطبق" بالنسبة للمعيارين السادس والسابع على النحو الآتي:

- * عدم خضوع البورصة إلى رقابة وإشراف جهاز رقابي حكومي متخصص منذ تأسيسها بسبب عدم وجود هذا الجهاز.
- * ضعف الهيكل التشريعي والرقابي المنظم لسوق البورصة وعدم وجود جهاز رقابي حكومي متخصص.
- * ضعف معايير الحوكمة بالنسبة للجهاز الإداري للبورصة وللجنة السوق ولشركة المقاصة وعدم وجود تمثيل للوسطاء في الجهاز الإداري أو الحاكم للبورصة.
- * امتلاك سوق الكويت للأوراق المالية ٢٧٪ من أسهم شركة المقاصة الكويتية، مما يمثل خرقاً واضحاً لمبدأ تعارض المصالح.
- * ضعف الأدوات والإجراءات الرقابية المستخدمة على الوسطاء.

- * ضعف وتقادم أنظمة التداول المستخدمة وضعف الرقابة المباشرة على التداول.
- * عدم وجود لوائح صادرة عن جهاز رقابي متخصص حكومي ينظم عمل المؤسسات ذات التنظيم الذاتي بشكل مباشر.
- * الهيكل التنظيمي والنظام الإداري الحالي للبورصة لا يسمحان باستخدام مبدأ المؤسسات ذات التنظيم الذاتي.
- * ضعف المعايير الخاصة بتنظيم مبدأ تعارض المصالح وعدم وجود لائحة للسلوك المهني والأخلاقي تنظم عمل الأشخاص العاملين في المؤسسات ذات التنظيم الذاتي.
- * وجود كثير من الضوابط والقرارات المعوّقة لنمو السوق كتلك المفروضة على الوسطاء وسماسرة السوق، التي لا تسمح بآلية عمل صانع السوق. فوفقاً للمادة (٢٥) البند (د) من الفصل الثالث من اللائحة الداخلية للسوق لا يسمح للوسيط بالتداول لحسابه الخاص؛ الأمر الذي يتنافى مع أساسيات عمل صانع السوق ويحد من دعم عامل السيولة فيه.
- * عدم وجود متطلبات على الوسطاء العاملين بالسوق و ضمانات كافية تهدف إلى حماية المستثمرين.
- ومما يؤكد ضعف مكانة السوق الكويتي بالنسبة لهذه المجموعة عدم حصول سوق الكويت للأوراق المالية على عضوية المنظمة العالمية للبورصات (World Federation of Exchanges) على الرغم من أنه يعتبر من أقدم الأسواق في منطقة الشرق الأوسط. ويعتبر سوق الكويت في واقع الأمر عضواً "مراسلاً" فقط في تلك المنظمة وهي أدنى أنواع العضوية التي لا يسمح لحاملها بحضور اجتماعات المنظمة الدورية. ويرجع السبب الرئيسي في عدم قبول بورصة الكويت عضواً فعالاً في هذه المنظمة إلى قصور التنظيمات واللوائح الخاصة بها وابتعادها عن أفضل الممارسات العالمية التي يتبعها حملة العضوية الفعالة.

التوصيات: بوصفه خطوة جوهرية لمعالجة الهيكل التنظيمي للسوق يعتبر إنشاء هيئة رقابية متخصصة تخضع لها رقابة البورصة أساساً للتعديل. كما يجب أن تتحول عملية منح تراخيص بورصات الأوراق المالية، التي تتمتع بها حالياً وزارة التجارة والصناعة بنص المادة (٣٢٤) من قانون التجارة، إلى الهيئة الرقابية الجديدة. لذلك يجب ألا يسمح لأي بورصة أو وكالة مقاصة بمزاولة عملها إلا بموجب ترخيص صادر عن الجهاز الرقابي للتأكد من عامل الأهلية في الجهة التي ستدير البورصة أو جهة التقاص واستيفاء جميع المتطلبات التي يحددها القانون واللوائح الصادرة بموجبه. ومن أهم المتطلبات التي يتوجب أن تنظمها اللوائح الخاصة بالسوق المالي، إجراءات التداول، ومعايير الإدراج، ومتطلبات الإفصاح، ومعايير الحوكمة، ومتطلبات استيفاء شروط الإدراج، والمتطلبات الخاصة بالجهة التي ستتولى إجراء عمليات التقاص والتسوية وحفظ سجل المساهمين. كما يجب أن تنظم الهيئة الرقابية عمليات تداول الأوراق المالية التي تتم خارج نطاق السوق الرسمية وتضع الضوابط لها. ونظراً لوجود خلل في حوكمة الجهاز الإداري للبورصة والمقاصة لا بد من أن يتم فرض بعض متطلبات الحوكمة العالمية على جميع المؤسسات ذات التنظيم الذاتي التي يتم الترخيص لها. فعلى سبيل المثال، لا بد من اشتراط وجود تمثيل للوسطاء ووجود أعضاء مستقلين في مجالس إدارات المؤسسات ذات التنظيم الذاتي؛ وذلك لتحقيق العدالة وإحكام الرقابة الداخلية. وللايضاح لا بد أن يعرف القانون بوضوح المقصود بالعضو المستقل.

ومما يؤكد ما ذكر أعلاه، حث تقرير البنك الدولي على ضرورة تعديل القوانين في دولة الكويت بما يسمح بتطبيق نظام المؤسسات ذات التنظيم الذاتي وينظم آلية عملها بوضوح. كما أوصى بأن ينص القانون صراحة على منح الجهاز الرقابي سلطة رقابة وتفتيش جميع أنشطة وإجراءات هذه المؤسسات (البورصات وشركات التقاص) وكذلك تحديد وسائل معاقبتها في حال مخالفتها لمتطلبات الهيئة الرقابية. ويقصد بذلك أن تأخذ البورصات وشركات المقاصة

صفة المؤسسة التي تراقب ذاتها عن طريق قيامها بوضع أنظمتها ولوائحها الداخلية وإجراءاتها بما يضمن عدالتها، على أن تخضع للمراجعة والتصديق من قبل جهاز رقابي حكومي متخصص.

المجموعة الثالثة الخاصة بتقييم جدوى وآلية فرض القانون والالتزام به وكفاءة نظام الرقابة والعقوبات المفروضة على المخالفين (المعايير ٨-١٠)، التي حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" لها.

المعيار ٨: حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمعيار الثامن الخاص بتقييم كفاءة أنظمة التفتيش والتحقيق والرقابة التي يتمتع بها الجهاز الرقابي. وللحصول على تقييم "مطبق بالكامل" بشأن هذا المعيار تتطلب وثيقة منظمة الأيسكو، الخاصة بإيضاح تلك المتطلبات وتفسيرها، أن يقوم الجهاز الرقابي بإجراء تفتيش دوري على الوسطاء ووضع برامج وقائية لتقييم المخاطر بما يضمن تحقيق أفضل حماية للمستثمرين. ولا بد من أن يتمتع الجهاز الرقابي بجميع السلطات اللازمة لإجراء عمليات التفتيش والتحقيق والرقابة. لذلك لا بد من وجود آلية لرقابة الوسطاء بهدف مراعاة أفضل الممارسات الهادفة إلى حماية المستثمرين، والمحافظة عليها. كما يجب أن يتمتع الجهاز الرقابي وفقاً لهذا المعيار بسلطة القيام بالتحريات وسلطة التحقيق أو طلب إبراز السجلات والبيانات من أي طرف يعتقد بأن لديه معلومات تتعلق بمخالفة القانون أو اللوائح الصادرة بموجبه. كما تجيز معايير منظمة الأيسكو أن يتم تفويض سلطة التحقيق للمؤسسات ذات التنظيم الذاتي كالبورصة بشرط أن تتم تحت إشراف الجهاز الرقابي للتأكد من سلامتها وعدالتها. ويجب أن تكون عملية الرقابة والتحقيق مستمرة لضبط المخالفات وليس ردة فعل لوجود شك في انتهاك القانون. وأخيراً يجب أن يكون لدى الهيئة الرقابية جميع الأدوات والتقنيات اللازمة لإجراء عمليات التحقيق والتفتيش.

وعلى الرغم من أن المادة السادسة من مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية منحت للجنة البورصة حق الرقابة على القواعد المنظمة الخاصة

بالتعامل في الأوراق المالية وحق الإشراف على عمليات التداول فإن اللائحة الداخلية للسوق لم تضع آلية وإجراءات واضحة لعملية الرقابة. كما تعتبر أنظمة التداول المطبقة حالياً ليس على مستوى قادر على مراقبة الصفقات المشكوك فيها ورصدها. وبالرجوع إلى اللائحة الداخلية للسوق نرى أن المادة (٣٣) من الفصل الرابع نصت على وجوب وجود مراقب أو أكثر من إدارة السوق في القاعة بصفة مستمرة إلا أن المادة أغفلت الرقابة على الصفقات التي تتم عن طريق الوسطاء والخارجة عن نطاق قاعة التداول. كما نصت المادة (٣٤) والمادة (٤٦) من الفصل الخامس من اللائحة الداخلية للسوق على إنشاء جهاز متابعة الأسعار لرصد حركة التداول والأسعار بما يكفل انتظام المعاملات واستقرارها. إلا أن أجهزة التداول بوضعها الحالي غير قادرة على رصد التداولات بناء على معلومات داخلية، وتعتبر من أكثر الممارسات غير العادلة شيوعاً في الأسواق الناشئة بسبب عدم ربطها بشبكات الأخبار المعلنة من قبل الشركات أسوة بنظام السونار (SONAR System) المستخدم في الدول المتقدمة.

وفي شأن نظام حل المنازعات، نص قرار لجنة السوق رقم (٢) على تشكيل لجنة التحكيم لتكون مهمتها الفصل في جميع المنازعات التي قد تنشأ عن عمليات التداول، كما نص القرار رقم (٣) على تشكيل لجنة التأديب التي تختص بالفصل فيما يرتكبه الوسطاء أو الشركات المتعامل في أوراقها من مخالفات لأحكام المرسوم. إلا أنه بالتحقق من آلية العمل المتبعة في عمل اللجنتين أعلاه والأجهزة التابعة لهما نرى أن دورهما ينحصر في تلقي الشكاوى أو النظر في النزاعات بعد وقوعها، وذلك دون وجود آليات وإجراءات متبعة للتفتيش والرقابة الدورية بهدف تلافي وقوع مشكلات أو بهدف الكشف عن المخالفات في حال ارتكابها؛ مما يترك المجال مفتوحاً للمخالفين بسبب ضعف الرقابة أو ندرتها.

ومما سبق نستنتج الآتي:

* ضعف أنظمة التداول القادرة على كشف التلاعب والممارسات الخاطئة.

- * غياب آلية للتدقيق والتفتيش الدوري المنظم.
- * عدم كفاءة الجهاز الرقابي في الكشف عن الممارسات الخاطئة، وأكبر دليل على صحة هذا الاستنتاج ندرة ضبط تلك الحالات أو انعدامه.
- * قلة أو ضعف الموارد البشرية المتدربة والمؤهلة القادرة على إجراء عمليات التفتيش والرقابة.

ويتضح من جميع التقارير ومن البحث في أمور السوق أن الرقابة على أطراف السوق تتوزع بين عدة جهات تنحصر في: ١- لجنة السوق وإدارة السوق يشتركان في الرقابة على عمليات السوق وعلى الوسطاء وعلى شركة المقاصة الكويتية. ٢- بنك الكويت المركزي يمارس الرقابة على شركات الاستثمار والصناديق الاستثمارية. ٣- وزارة التجارة والصناعة تمارس الرقابة على عمليات تأسيس الشركات والترخيص لجميع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. إن توزيع الرقابة بين عدة أجهزة رقابية - كما ورد أعلاه - يؤدي إلى وجود ثغرات وإلى إضعاف كفاءة الرقابة. كما أن التفتيش عادة ما يكون ردة فعل عند الإبلاغ من قبل المتضررين عن وجود مخالفة للقانون أو للوائح التنفيذية الصادرة بموجبه. ويعتبر غياب الرقابة الفعلية عن إدارة البورصة، بسبب عدم وجود هيئة رقابية حكومية متخصصة تدقق على أعمال البورصة وعدم وجود آلية لمعاقبة البورصة في حال مخالفتها للقانون، من أكبر الإشكاليات والعيوب المرتبطة بالهيكل التنظيمي والرقابي للسوق الكويتي. ومما سبق، وبناء على ما ورد أعلاه، يفترض أن تحصل دولة الكويت على تقييم "غير مطبق" لهذا المعيار المتعلق بتقييم كفاءة أنظمة التفتيش والتحقيق والرقابة التي يتمتع بها الجهاز الرقابي.

التوصيات: يعتبر هذا المعيار من المعايير الجوهرية في عملية تقييم كفاءة الجهاز الرقابي كون الهدف الأساسي من تمرير تشريع لتنظيم السوق المالي هو إنشاء جهاز متخصص لتنفيذ الدور الرقابي على أطراف السوق. ولمعالجة أوجه القصور التي تم إثارتها تحت هذا المعيار لا بد أن يتم

بموجب القانون المقترح منح الهيئة الرقابية جميع السلطات اللازمة لإجراء عمليات التفتيش والتحقيق والرقابة على جميع الجهات التي يجب أن تحصل على ترخيص لمزاولة أعمالها، وسلطة القيام بالتحريات عن طريق إبراز السجلات والمستندات من أي شخص يعتقد بأن لديه معلومات متعلقة بمخالفة القانون واللوائح الصادرة بموجبه، وسلطة القيام بجميع الإجراءات التي من شأنها أن تؤدي إلى الكشف عن الجرائم المنصوص عليها في القانون. فعلى سبيل المثال، يجب أن يتم إخضاع جميع سجلات شركات الوساطة للفحص والتفتيش من قبل الجهاز الرقابي. وكذلك يجب أن يتم إخضاع جميع السجلات والوثائق الخاصة بصناديق الاستثمار للفحص والتفتيش من قبل الجهاز الرقابي. كما يتوجب أن تنظم اللوائح والإجراءات التي ستصدر بموجب القانون كيفية إجراء عمليات التفتيش والرقابة.

المعياران ٩-١٠: حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمعيار التاسع والمعيار العاشر الخاصين بتقييم شامل لكفاءة الجهاز الرقابي ومدى تمتعه بالأدوات والسلطات اللازمة لفرض القانون كوجود نظام عقوبات رادع يكفل الالتزام بالقانون. وتعتبر عملية ضبط الممارسات غير العادلة في أسواق الأوراق المالية أمر في غاية الصعوبة، ويتطلب سلطات واسعة للكشف عنها. لذلك نصت وثيقة منظمة الأيسكو الخاصة بإيضاح وتفسير المتطلبات العالمية على ضرورة منح الجهاز الرقابي جميع الصلاحيات والسلطات الآتية:

- ١ - سلطة إجراء التفتيش على جميع الجهات التي تخضع لترخيص الجهاز الرقابي.
- ٢ - سلطة القيام بالتحريات عن طريق طلب الشهادة وإبراز السجلات والمستندات من قبل أي شخص يعتقد بأن لديه معلومات متعلقة بمخالفة أو احتمال مخالفة القانون.
- ٣ - سلطة القيام بجميع الإجراءات التي من شأنها أن تؤدي إلى الكشف عن الجرائم التي ينص عليها القانون.

- ٤ - سلطة فرض عقوبات وجزاءات إدارية أو استصدار حكم محكمة ضد المخالفين.
- ٥ - سلطة تعليق أو سحب أو إلغاء الترخيص من أي من الوسطاء أو المؤسسات ذات التنظيم الذاتي.
- ٦ - سلطة فرض قيود على نشاط أو أنشطة المخالف.
- ٧ - سلطة تعليق أو إلغاء إدراج ورقة مالية أو تعليق أو إلغاء تداول ورقة مالية.
- ٨ - سلطة إجراء الصلح مع الجهات المخالفة.

ويعتبر السبب الرئيسي لحصول دولة الكويت على تقييم ضعيف "مطبق جزئياً" بالنسبة لهذين المعيارين واستمرار استحقاقها لهذا التقييم هو محدودية العقوبات التي يتمتع بها الجهاز الرقابي وعدم كفايتها، بالإضافة إلى أن غالبية الممارسات الخاطئة الشائع ارتكابها في الأسواق المالية لم يتم تجريمها بموجب القوانين الكويتية؛ أي أنها لا تمثل مخالفة وفقاً للقانون الكويتي! كما أنه لا يوجد إجراءات شفافة ودورية لرقابة وتفتيش الوسطاء، كما أن العقوبات المفروضة عليهم بنص المادة (١٠) من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية (١٩٨٤م) لا تعتبر رادعة. حيث اقتضت العقوبة على الشطب من سجل الوسطاء في حال إخلاله بواجباته أو لدى صدور قرار تأديبي ضده بالشطب. ونصت المادة (٦٠) من اللائحة الداخلية للسوق على الجزاءات التأديبية التي يجوز للجنة السوق إيقاعها، وتعتبر كذلك محدودة وغير رادعة.

التوصيات: كفل الدستور الكويتي حقوق المواطن الكويتي وواجباته؛ حيث نصت المادة (٣٢) على "أنه لا جريمة ولا عقوبة إلا بناء على قانون، ولا عقاب إلا على الأفعال اللاحقة للعمل بالقانون الذي ينص عليها". كما نصت المادة (١٦٧) من الدستور على "أن النيابة العامة هي الجهة التي تشرف على شؤون الضبط القضائي وتسهر على تطبيق القوانين الجزائية وملاحقة المدنيين وتنفيذ الأحكام". للتعامل مع الإشكالية المتعلقة بالقيد الدستوري الوارد أعلاه، لا بد من إجراء موازنة بين القيد ومتطلبات تمتع الجهاز الرقابي بالسلطات الخاصة

بالتحقيق والتفتيش وفرض عقوبات رادعة على المخالفين عن طريق تنظيم العلاقة بين الجهاز الرقابي وبين النائب العام. كما يتوجب تصنيف المخالفات المرتبطة بالسوق المالي على النحو الآتي:

أ - **مخالفات:** بهدف عدم مخالفة النص الدستوري، وحتى يتم منح الجهاز الرقابي سلطة التحقيق للكشف عن المخالفات وفرض العقوبات المناسبة من جزاءات تأديبية على المخالفين يجب أن يتم تصنيف بعض الممارسات الخاطئة على أنها مخالفات. ومن الأمثلة على المخالفات ذات العلاقة بالسوق المالي كل مما يأتي: مزاولة المهنة دون ترخيص، عدم التزام متطلبات الجهاز الرقابي المتعلقة بالإفصاح، عدم قيام مديري الصناديق أو الوسطاء الماليين بتعيين مدير للالتزام القانوني، أو عدم وضع ضوابط داخلية تضمن كشف أو الحد من الجرائم الشائعة بالسوق.

ب - **جرائم:** بهدف فرض عقوبات رادعة على المخالفات الجسيمة التي تصنف على أنها جريمة طبقاً للقانون، ولتفادي مخالفة المادة (١٦٧) من الدستور التي تنص على أن النيابة العامة هي صاحبة الاختصاص بالتحقيق في الجرائم، وبهدف تحقيق متطلبات المعيار التاسع لا بد من أن ينظم القانون المقترح أوجه التعاون والعلاقة بين الهيئة الرقابية وبين النائب العام بهدف معالجة القضايا المالية على وجه السرعة. وبالإضافة إلى تنظيم العلاقة، يقترح أيضاً أن تنشأ ضمن جهاز النيابة دائرة خاصة تسمى نيابة أسواق المال لتختص بالتحقيق والتصرف والادعاء في الجرائم المنصوص عليها في القانون المقترح والجرائم المتصلة بها. ومن الأمثلة الإضافية على الأمور التي قد تحتاجها الهيئة الرقابية من النائب العام، إصدار أمر بالمنع من السفر أو التصرف في أموال أي شخص ممن تؤكد الأدلة على أنه ارتكب فعلاً من الأفعال المجرمة في القانون.

بالإضافة إلى منح الجهاز الرقابي السلطات الخاصة بالتفتيش والتحقيق المنصوص عليها أعلاه يجب أن ينص التشريع المقترح على تعريف الممارسات

التي تمثل جرائم وفقاً للقانون ووضع العقوبات المناسبة. فجميع الممارسات المتعلقة بإغفال الإفصاح عن بيانات جوهرية، أو الإدلاء ببيانات غير صحيحة أو مضللة، أو بث إشاعات أو تصريحات مضللة بهدف التأثير تأثيراً جوهرياً على سعر ورقة مالية، أو الإضرار بالسوق عن طريق إصدار أوامر وهمية، أو ممارسة مهن متعلقة بالوساطة دون ترخيص، أو التداول بناء على معلومات داخلية أو غير معلنة، أو التزوير في سجلات أو حسابات الشركات، أو ممارسة التدليس بشأن بيع أو شراء ورقة مالية، أو إفشاء سر اتصل إليه بحكم العمل أو الوظيفة يجب أن يعاقب مرتكبها بالسجن أو بدفع غرامات مالية بالإضافة إلى رد قيمة المنافع المحققة نتيجة لتلك الممارسات الخاطئة. كما يجب أن يتم فرض مجموعة من الجزاءات التأديبية بحيث يكون للجهاز الرقابي السلطة في فرضها على المخالفين بشكل مباشر. وكأمثلة على تلك الجزاءات التأديبية، التي تطبقها معظم الأجهزة الرقابية حول العالم: الإنذار والتنبيه، أو الإخضاع لمزيد من المراقبة، أو الوقف عن العمل أو مزاولة المهن لفترة محدودة أو بشكل نهائي وذلك للأشخاص المرخصين كشركات الوساطة، أو تعليق أو إلغاء الترخيص أو إلغائه، تعليق أو رفض نفاذ نشرة إصدار.

المجموعة الرابعة الخاصة بتقييم جدوى وآلية الجهود التنسيقية ومدى كفاءة التعاون بين الأجهزة الرقابية المحلية والأجنبية (المعايير ١١-١٣): حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمجموعة الرابعة.

المعايير ١١-١٣: حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمعايير الثلاثة المتعلقة بتقييم كفاءة التعاون وتبادل المعلومات بين السلطات الرقابية المحلية، وبين السلطات الرقابية المحلية والأجنبية. إن عمليات غسيل الأموال والتزوير وغيرها من صور التلاعب كالتداول بناء على معلومات داخلية التي تحدث خارج النطاق المحلي قد تتطلب تعاون السلطات الرقابية المحلية والأجنبية لضبطها. ينص المعيار الحادي عشر على ضرورة تمتع الجهاز الرقابي بسلطة تبادل المعلومات العامة والخاصة مع الأجهزة الرقابية

المحلية والأجنبية المماثلة. في حين ينص المعيار الثاني عشر على ضرورة وجود آلية تتعلق بتوقيت وكيفية تبادل المعلومات بين السلطات الرقابية المحلية والأجنبية. إن عدم وجود تعاون بين الأجهزة الرقابية قد يؤدي إلى عرقلة وجود أسواق مالية عادلة وفعالة، ويرفع من مخاطر الاستثمار. لذلك يجب ألا تكون هناك أي معوقات قانونية تمنع التعاون بين السلطات في ظل عولمة الخدمات والأسواق المالية. فمع نمو عدد الشركات المدرجة في أكثر من سوق (ADR) ونمو عدد الصناديق والمحافظ الاستثمارية المتنوعة زادت الحاجة إلى تعاون السلطات في إجراءات التحقيق والرقابة وتبادل المعلومات اللازمة للكشف عن المخالفين بهدف حماية المستثمرين. أما بالنسبة للمعيار الثالث عشر فإنه يتطلب وجود مرونة في آلية تبادل المعلومات مع السلطات الرقابية الأجنبية من حيث التعاون. بمعنى آخر ألا تكون البيانات المتبادلة متعلقة بالتحقيق بشأن قضية محددة فقط وإنما يجب أن يكون هناك تنسيق مستمر ومذكرات تفاهم وتعاون مع السلطات الأجنبية تحفظ حقوق جميع الأطراف وتراعي عامل السرية.

أما ما يتعلق بالسوق الكويتي بشأن هذه المجموعة فإنه لا يوجد أي نص قانوني يمنع وجود تعاون بين السلطات الرقابية. وعلى الرغم مما ورد في نص المادة (٣) (٥) من مرسوم رقم ١٥٨ لسنة ٢٠٠٥م، بشأن اختصاص إدارة السوق في تنظيم السوق المالي ومراقبته، التي تنص على: "تنمية روابط السوق بالأسواق المالية الإقليمية والعالمية ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق" إلا أن القانون لم ينص تحديداً على سلطة تبادل المعلومات ولم ينظمها. ووفقاً لملاحظة تقرير البنك الدولي فإن مذكرات التفاهم التي أبرمها سوق الكويت للأوراق المالية قاصرة على تبادل المعلومات العامة وليس الخاصة. كما أنه لا توجد إجراءات وآلية تتعلق بكيفية تبادل المعلومات عن طريق مذكرات تفاهم تنسجم مع معايير منظمة الأيسكو حتى عام ٢٠٠٤م، وقت تقديم تقرير البنك الدولي للحكومة الكويتية. وبمراجعة الموقع الإلكتروني لسوق الكويت للأوراق المالية نلاحظ أن علاقة السوق مع الأسواق المالية الأخرى تنحصر في الآتي:

- * عضو فعال في اتحاد البورصات العربية منذ ١٩٨٩م.
- * عضوية في الاتحاد العالمي لبورصات القيم في باريس.
- * عضوية الجمعية الدولية لمتداولي السندات.
- * اتفاقية ربط وتعاون مع البورصة المصرية في إبريل ١٩٩٦م.
- * اتفاقية ربط مع سوق البحرين للأوراق المالية ١٩٩٨م.

أي أنه على مدى السنوات العشر الماضية لم نر أي تطور في علاقات السوق الكويتي مع البورصات والهيئات الرقابية العالمية؛ الأمر الذي يؤكد عدم تحسن وضع الكويت بالنسبة لهذه المجموعة من المعايير واستحقاقها لتقييم "غير مطبق" للمعيار الثاني عشر بسبب عدم وجود أي مذكرات تفاهم حديثة تنسجم مع المتطلبات الموضوعية من قبل منظمة الأيسكو.

التوصيات: يجب أن تعمل الكويت جاهدة لتعديل وضعها بهذا الشأن عن طريق توقيع مذكرات تفاهم مع هيئات رقابية عالمية. ويعتبر هذا المتطلب صعب التطبيق، كما أشرنا سابقاً، بسبب ضعف الممارسات المتبعة في مجال تنظيم ورقابة الأسواق المالية في دولة الكويت بسبب ابتعادها عن المتبع عالمياً. أي يشترط عند توقيع مذكرات التفاهم هذه أن تكون التشريعات المحلية مناسبة ومتطورة، ويأتي في أولويتها وجود تشريع ينظم السوق المالي. لذلك يجب أن يتم بموجب التشريع المقترح لتنظيم السوق منح الجهاز الرقابي سلطة التعاون مع الهيئات الرقابية والمؤسسات الأجنبية المثيلة فيما يتصل بالتنظيم والتنسيق لتحقيق هدف حماية المستثمرين من الممارسات غير القانونية ولتطوير السوق. وكذلك يتوجب على الجهاز الرقابي المشاركة بالأنشطة المشتركة للهيئات الرقابية العالمية. وأخيراً للتأكيد على تنظيم تبادل المعلومات يجب أن يسمح القانون للهيئة الرقابية توفير أي معلومات أو مستندات تتعلق بمخالفات لقوانين تنظيم السوق المالي الأجنبية؛ وذلك بناء على طلب سلطة أجنبية رقابية شريطة المعاملة بالمثل وعدم الإضرار بالمصلحة العامة لدولة الكويت.

المجموعة الخامسة الخاصة بتقييم كفاءة الإفصاح من حيث (١) التوقيت

ونوعية البيانات. (٢) العدالة في الإفصاح لجميع المستثمرين. (٣) كفاءة التدقيق المحاسبي (المعايير ١٤-١٦): حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمجموعة الخامسة.

المعيار ١٤: حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمعيار الرابع عشر الخاص بتحديد دقة وتوقيت الإفصاح عن البيانات الجوهرية اللازمة لقرارات المستثمرين. ويعتبر هذا المعيار معياراً جوهرياً فيما يتعلق بإصدارات وتداول الأوراق المالية. حيث إن تقديم البيانات الصحيحة والكاملة، في الوقت المناسب بشأن الأوراق المالية ومصدرها، له إيجابيات ومزايا عديدة في دعم الثقة بالأسواق. فعلى سبيل المثال، يؤدي الإفصاح العادل إلى تخفيض تكلفة رأس المال وتخفيض تكلفة المعلومات ورفع كفاءة السوق وشفافيتها (Liu, 2007).

وتعتبر عدالة الإفصاح ودقته وتوقيت وصول المعلومات إلى المستثمرين من الأمور الحاسمة في تحديد مدى عدالة الأسواق المالية ونزاهتها. حيث أقرت هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية في عام ٢٠٠٠م قانوناً جديداً يطلق عليه "عدالة الإفصاح (Fair Disclosure, 2000)" اشترط أن يتم الإفصاح عن البيانات الجوهرية لجميع المستثمرين بالتوقيت نفسه. وكان الدافع الرئيسي لفرض هذا القانون هو ما يحدث من ممارسات خاطئة بقيام الشركات العامة بإعطاء الأولوية في الإفصاح عن المعلومات الجوهرية للمستثمرين المؤسسيين وشركات الاستشارات الاستثمارية قبل عموم المستثمرين. ففي دراسة لبحث آثار تطبيق قانون عدالة الإفصاح على الشركات الأمريكية كشفت النتائج عن إيجابيات تطبيق هذا القانون؛ حيث لوحظ انخفاض معنوي في حجم التداول خلال فترة إعلان نتائج أرباح الشركات بعد البدء بتطبيق المتطلبات الجديدة مقارنة بالفترة قبل إقرار القانون (Ahmed & Schneible Jr, 2004). وفي دراسة أخرى أجراها (Carnaghan & Jha, 2003) لتحديد مدى تأثير القانون الجديد على نوعية وكمية البيانات التي يتم الإفصاح عنها، كشفت النتائج عن تحسن كبير في نوعية وحجم وتفاصيل البيانات التي يفصح عنها مديرو الشركات بعد إقرار

القانون. كما كشفت النتائج عن انخفاض كبير في تسرب المعلومات الذي يحدث قبل الإعلانات الرسمية للأرباح.

وكذلك يتعلق المعيار الرابع عشر بشكل أساسي بتفاصيل البيانات الخاصة بمصدري الأوراق المالية التي تحتوي عليها نشرات الإصدار العامة وجميع المعلومات عن الأحداث الجوهرية عن الشركة^(١٦) بما يضمن توفير الحماية للمستثمرين. كما يتوجب أن تحتوي نشرات الإصدار على بيانات عن أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين للشركة وخبراتهم وملكيتهم في الشركة. ومن الأساسيات التي يجب أن تنظمها التشريعات الصادرة عن الدولة، التي تعتبر ذات علاقة وثيقة بكفاءة تنظيم ورقابة السوق المالي، قوانين عالية الجودة للشركات؛ لتنظم عمليات الدمج والاستحواذ وتنظم عمليات الإفلاس. وأخيراً، أكدت المنهجية الصادرة عن منظمة الأيسكو ضرورة استخدام مصطلح "مصدر" بهدف احتواء جميع الجهات التي تقوم بإصدار أوراق مالية.

وبالعودة إلى مدى التزام دولة الكويت متطلبات هذا المعيار، الذي ينص على ضرورة إخضاع أي عملية إصدار أوراق مالية وترويجها للعامة لمتطلبات إفصاح تفصيلية تضمن توفير حماية للمستثمرين وضمان عدالة الأسواق المالية ونزاهتها، فإن هناك قصوراً في هذا الجانب مما أدى إلى حصولها على تقييم "مطبق جزئياً". فوفقاً للوائح المنظمة لعمليات الإفصاح نرى أن المادة (١٧) من الفصل الثالث من اللائحة الداخلية للسوق تنص على الآتي:

"يتعين على جميع الشركات الأعضاء في السوق والشركات التي يجري تداول أسهمها داخل السوق إخطار إدارة السوق بجميع المعلومات والبيانات والقرارات التي من شأنها أن تؤثر في أسعار أوراقها المالية. وتعتبر هذه

(١٦) كأمثلة على الأحداث الجوهرية: التغييرات في ملكية المساهمين الرئيسيين للشركة، أحداث الاندماج والاستحواذ أو بيع حصص مؤثرة للشركة، إعلانات توزيعات الأرباح، إعلانات أرباح نهاية العام أو نهاية ربع السنة، إعلانات زيادات رأس السنة، إعلانات توقيع عقود جديدة ذات المبالغ الضخمة.....إلخ.

الشركات مسؤولة عن صحة ما تقدمه معلومات وبيانات ولا يترتب على السوق أي مسؤولية في هذا الشأن."

يدل النص السابق على عدم وجود تفاصيل دقيقة تتعلق بتوقيت ونوعية البيانات التي يتوجب الإفصاح عنها. كما أن أي طرح عام للأوراق المالية يخضع لمتطلبات نص المادة (٧٦) من قانون الشركات، الذي يوضح محتويات نشرة الاكتتاب العام. وتعتبر التفاصيل المحددة في نشرة الاكتتاب قاصرة ولا تشمل متطلبات إفصاح محددة ترقى إلى مستوى المتطلبات العالمية. كما أدى تداخل الرقابة على الشركات المساهمة بين وزارة التجارة والصناعة وإدارة السوق إلى صعوبة تحديد الجهة المسؤولة عن رقابة الإصدارات العامة للأوراق المالية. ولقد عاب تقرير البنك الدولي على السوق الكويتي والقوانين المنظمة له عدم اشتراط إعداد نشرة إصدار لغرض زيادات رأس المال. كما أكد مراقبو السوق وتقرير البنك الدولي عدم كفاية الموارد البشرية المدربة والقادرة على مراجعة السجلات والبيانات الدورية للشركات لدى إدارة البورصة. ويشترك حالياً كل من وزارة التجارة والصناعة في رقابة البيانات المالية الدورية الصادرة عن الشركات المدرجة، أما بالنسبة للشركات غير المدرجة فإنها تخضع فقط لرقابة وزارة التجارة والصناعة. ويعتبر الإفصاح من الأمور التي تتطلب تشريعات واضحة بسبب تداخل المسؤوليات وتشابكها بين الجهاز الرقابي الذي يهدف إلى حماية المستثمرين في الشركات العامة^(١٧) والجهاز الرقابي (وزارة التجارة والصناعة) الذي يصدر التراخيص ويؤسس الشركات بموجب قانون الشركات. ولكن بسبب تقادم قانون الشركات الكويتي الصادر قبل قرابة الـ ٤٧ عاماً وعدم وجود جهاز رقابي ينظم السوق المالي أدى هذا إلى خلق وضع غير صحيح وبعيد عن أفضل الممارسات العالمية. وختاماً ما زال السوق يعاني ظاهرة الإفصاح الانتقائي (Selective Disclosure)، وهي ظاهرة تسرب الأخبار قبل الإفصاح عنها واستفادة مجموعة منتقاة منها قبل الإعلان الرسمي.

(١٧) كهيئة أسواق المال التي يعاني السوق المالي الكويتي عدم وجودها أو إنشائها حتى لحظة إعداد هذا البحث.

المعيار ١٥: حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمعيار الخامس عشر الخاص بضرورة معاملة جميع حملة الأوراق المالية والمستثمرين بعدالة ومساواة. ويعتبر تطبيق مبادئ الحوكمة ومعاييرها من أهم أسس تحقيق مبادئ العدالة والمساواة والشفافية، إلا أنه بمراجعة اللوائح والقوانين^(١٨) المنظمة للسوق الكويتي نرى إغفالها لتلك المبادئ. فعلى سبيل المثال، يعتبر عدم وجود تمثيل للوسطاء في مجلس إدارة البورصة (إدارة السوق)، كما ذكرنا سابقاً، مخالفاً لمبادئ الحوكمة. كما أن قانون الشركات التجارية لا يأخذ بالاعتبار المعايير الحديثة الخاصة بالحوكمة كتمثيل الأقليات في مجالس الإدارات وحقوق التصويت لها وغيرها من الأمور ذات العلاقة بالعدالة. فالمادة (١٣٩) من قانون الشركات اقتصر على اشتراط توفر النزاهة في أعضاء مجلس الإدارة وأغفلت المعيار الأول من معايير منظمة حوكمة الشركات العالمية **Organization of Corporate Governance (OCGN)**، التابعة لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية **Organization of Economic Cooperation and Development (OECD)**، وهو ضرورة تمتعهم بالكفاءة العالية من حيث الخبرة والعلم والتخصص، وهي المهارات المطلوبة لقيامهم بدور الرقابة الداخلية. أما بالنسبة للمعيار الخاص بمراعاة مبدأ عدم تعارض المصالح فإن المادة (١٥١) من قانون الشركات تنص على الآتي:

"لا يجوز أن يكون لرئيس مجلس الإدارة أو أعضاء المجلس مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في العقود أو الصفقات التي تبرم مع الشركة لحسابها..."

فبسبب ضعف الرقابة الداخلية الناتجة عن عدم وجود أعضاء مستقلين

(١٨) المقصود هنا الإشارة إلى غالبية التشريعات التجارية واللوائح الداخلية للسوق وقانون الشركات ومرسوم إنشاء السوق ومرسوم تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار، وذلك ما عدا اللوائح الداخلية والقوانين المنظمة للبنك الكويت المركزي.

معنيين بتفعيل الرقابة الذاتية وضعف الرقابة الخارجية من الأجهزة الرقابية فإن مخالفة نص هذه المادة أصبح سهلاً.

وفي بحث مدى استحقاق دولة الكويت لتقييم "مطبق جزئياً" الذي حصلت عليه، تعتبر العوامل الآتية من أسباب استمرار عدم تلبية السوق المالي الكويتي لمتطلبات الحصول على تقييم عال بل السبب في استحقاقها لتقييم "غير مطبق" للمعيار الخامس عشر:

- أ - القصور في تطبيق معايير الحوكمة التي تعزز العدالة والشفافية.
- ب - عدم وجود نصوص قانونية لحماية الأقليات.
- ج - عدم وجود قوانين تفرض مراعاة عامل توقيت الإفصاح وعدالته وتحظر الانتقائية في الإفصاح.
- د - ضعف قانون الشركات وعدم ملاءمته.
- هـ - ضعف الرقابة من الأجهزة الرقابية الحالية.
- و - عدم احتواء نشرات الإصدار على كثير من البيانات والتفاصيل الأساسية التي تتطلبها منظمة الأيسكو.
- ز - نوعية البيانات والمعلومات التي يتم الإفصاح عنها في التقارير الدورية لا تنسجم مع متطلبات منظمة الأيسكو.
- ح - عدم وجود تشريعات تنظم عمليات الدمج والاستحواذ، وهو ما أدخل السوق في أزمات كثيرة كأزمة صفقة الوطنية للاتصالات، وأزمة تحييد الأسهم، وأزمة دمج الشركات، وغيرها من الأزمات الناتجة من ضعف التشريعات وقصورها.

التوصيات: لا بد للتشريع المقترح أن يحتوي على ضوابط ومتطلبات لضمان الالتزام بالمعيارين الرابع عشر والخامس عشر لمنظمة الأيسكو معالجة أوجه القصور الواردة في تقرير البنك الدولي. لهذا يجب إفراد مادة تفرض جميع المتطلبات والبيانات التي يجب أن تحتوي عليها النشرة المرافقة للإصدارات العامة للأوراق المالية وفقاً للمتطلبات العالمية، سواء كانت لأغراض الطرح العام

الأولي للأوراق المالية أو لغرض زيادات رؤوس الأموال. كما يجب أن يمنح الجهاز الرقابي سلطة التسجيل والتنظيم والرقابة لعروض الطرح العام للأوراق المالية، وسلطة وضع وتحديد متطلبات الإفصاح ومتطلبات البيانات المالية للشركات العامة، وسلطة تنظيم الإفصاح عن ملكية المساهمين الرئيسيين ومتطلبات عروض الشراء العام للحصص المؤثرة. ويجب أن تمنح الهيئة الرقابية كذلك سلطات تأديبية كالحق في رفض نفاذ نشرة الإصدار أو تعليق نفاذ نشرة سارية في حال عدم اتفاق بياناتها مع المتطلبات التي ينص عليها القانون. ويجب ألا تهمل التشريعات مراعاة عامل التوقيت وعدالة الإفصاح مواكبة لقانون (Fair Disclosure)، وأخيراً لضمان صحة ودقة البيانات الواردة في نشرات الإصدار وذلك تواءماً مع أحد نصوص قانون ساربنيس أوكسلي (Sarbanes Oxley, 2003) الصادر بعد إفلاس شركة إنرون الأمريكية، لا بد من اشتراط قيام أعضاء أو مديرين محددين في الشركة باعتماد تلك البيانات وكونها تعكس الواقع. وأخيراً يجب أن لا يغفل التشريع تنظيم عمليات إعادة الهيكلة كالدمج والاستحواذ ووضع القواعد اللازمة لها على أن يتم تنظيمها أيضاً بموجب اللوائح التنفيذية. كما يتوجب عدم إغفال إصدار لوائح خاصة بالحوكمة منسجمة مع مبادئ الـ OCGN ووضع لائحة لحماية الأقليات من المساهمين.

المعيار ١٦: حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمعيار السادس عشر الخاص بجودة معايير التدقيق المحاسبي وانسجامها مع معايير المحاسبة العالمية. تعتبر مصداقية وكفاءة البيانات المالية للشركات عاملاً حاسماً لقرارات المستثمرين. لذلك يجب أن تكون البيانات المالية والتقارير الدورية معتمدة وشاملة وصحيحة ومصدقة من قبل المديرين على أنها مرآة للأداء المالي الحقيقي للشركة، وعلى أنها جاءت من مصادر موثوق بها. كذلك يجب أن تضمن القوانين نزاهة واستقلالية مدققي البيانات المالية واستقلاليتهم بما يحقق الشفافية والعدالة.

تم منح وزارة التجارة والصناعة بموجب قانون رقم (٥) لعام ١٩٨١

سلطة الترخيص لمدققي الحسابات ورقابته كما هو متبع في معظم أنحاء العالم. إلا أنه بمراجعة أنظمة وإجراءات وزارة التجارة والصناعة التي يخضع لها جميع المدققين من حيث متطلبات الترخيص، يتبين أن الأجهزة الرقابية الحالية تعتمد على رقابة المدققين الخارجيين ولا يوجد أية آلية أو إجراءات للتفتيش الدوري والتدقيق للتأكد من مدى التزام المعايير والقانون مما يؤكد ضعف الرقابة. ولهذا يستمر استحقاق الكويت فيما يتعلق بهذا المعيار تقييم "مطبق جزئياً".

التوصيات: يجب أن يتم منح الجهاز الرقابي بموجب التشريع المقترح سلطة وضع المتطلبات الخاصة بمدققي حسابات الشركات الخاضعة لرقابته وسلطة تحديد معايير التدقيق المحاسبي. وكذلك يجب أن يمنح الجهاز الرقابي سلطة تحديد المتطلبات الخاصة بمحتوى البيانات المالية المقدمة للهيئة وفق المعايير الدولية ومعايير استقلالية المدققين. وهنا يتوجب عدم الوقوع في خطأ إخضاع جميع مدققي الحسابات إلى سلطة الجهاز الرقابي ورقابته وإنما يفضل الاكتفاء بوضع متطلبات محددة يتوجب على المدقق الذي يقدم خدمات للجهات الخاضعة لرقابة الجهاز الرقابي التزامها؛ أي يجب أن تستمر وزارة التجارة والصناعة في أداء دورها الخاص بمنح تراخيص المدققين ورقابته. ويوصى أيضاً أن تمنح سلطة فرض المتطلبات الخاصة بتحديد وتقييم معايير الرقابة الداخلية ومتطلبات تقييم الأصول ومتطلبات تدوير مدققي الحسابات وموظفيهم ومتطلبات حوكمة الشركات للجهاز الرقابي؛ وذلك لضمان رقابة فعالة على المدققين، وضمان عدم تعرض مدققي الحسابات لضغط وتأثيرهم. وأخيراً يجب عدم إغفال وضع عقوبة تتعلق بمدققي الحسابات في حال عدم التزامهم بالمعايير التي يحددها الجهاز الرقابي ناهيك عن العقوبات المرتبطة بالممارسات الأخرى. ومن الأمثلة على العقوبات المفروضة المطبقة من قبل هيئات الرقابة العالمية، عدم قبول أي بيانات محاسبية صادرة عن مدققي الحسابات المخالفين.

المجموعة السادسة الخاصة بتقييم كفاءة اللوائح والإجراءات والضوابط

الخاصة بالصناديق الاستثمارية (صناديق الاستثمار الجماعية) ومديري الصناديق وتقييم وحدات الصناديق (المعايير ١٧-٢٠): حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمجموعة السادسة.

المعايير ١٧-٢٠: حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة لجميع المعايير التابعة لهذه المجموعة المتعلقة بشأن مدى وجود معايير وضوابط خاصة بمؤهلات مديري الصناديق الاستثمارية ومدى مقدرة الجهاز الرقابي على وضع لوائح خاصة بتحديد الشكل القانوني للصناديق والمتطلبات اللازمة لحماية المستثمرين فيه وطرق تقييم أصول الصندوق. ويقصد بالصناديق الاستثمارية؛ الصناديق المفتوحة ذات رأس المال المتغير التي يسمح باسترداد وحداتها باستمرار أو دورياً، والصناديق المغلقة ذات رأس المال الثابت. وتعتبر الصناديق أدوات استثمارية تحقق للمستثمرين الاستفادة من مزايا التنوع، لذا يجب أن تحفظ التشريعات المنظمة لها بشكل رئيسي حقوق المستثمرين فيها لحماية أموالهم. كما ظهرت في الآونة الأخيرة عدد من المنظمات والمؤسسات العالمية التي تضع معايير أهلية وتمنح تدريباً خاصاً لتأهيل مديري الصناديق لضمان كفاءتهم في إدارة أصول المستثمرين ولتلافي استغلالهم لتلك الأموال لتحقيق مصالح شخصية لهم أو لشركاتهم. وفي السياق نفسه، وضعت منظمة الحوكمة العالمية ضوابط لمديري الصناديق (Management OECD Guidelines on Zsset)، وتعتبر شهادة "مدير الأصول" (Certified Financial Manager) مطلباً إلزامياً من قبل غالبية الهيئات الرقابية العالمية. وتتطلب منظمة الأيسكو ضمن منهجيتها أن تكون عملية ترخيص الصناديق ورقابتها تحت مظلة جهة رقابية واحدة ومتخصصة.

وتنص كذلك هذه المجموعة من المعايير - تحديداً - على ضرورة قيام الجهاز الرقابي بوضع معايير أهلية خاصة بمديري صناديق الاستثمار التي يجب أن تأخذ في الاعتبار عاملي النزاهة والأهلية. وتشتراط أيضاً وجود رقابة مستمرة على مديري الصناديق لضمان الالتزام باللوائح والتحقيق في حال

وجود أي اختراق أو مخالفة للقانون. كما يتوجب على الجهة التي تدير الصندوق أن تحتفظ بسجلات توثق جميع تداولات الصندوق وعملياته.

كما يتوجب الإفصاح عن أي معلومة جوهرية قد تؤثر في قيمة وحدات الصندوق للمستثمرين وعن سياسات استثمار الصندوق وعن العمليات والمصاريف الأخرى التي يتحملها المستثمر. وتعتبر عملية الإفصاح أساسية للمستثمرين لتقييم أداء الصندوق التي تتم على أساس عاملي العائد والمخاطرة. ويشترط أيضاً أن تكون نشرة الإصدار سهلة الفهم وواضحة للمستثمرين. أما ما يتعلق بمسؤولية الجهاز الرقابي، فلا بد أن تضمن الرقابة التأكد من التزام مدير الصندوق سياسته الاستثمارية المعلنة في نشرة الإصدار والتزامه جميع الضوابط والقيود القانونية.

وبالرجوع إلى السوق الكويتي فإن رقابة الصناديق والمحافظ الاستثمارية تخضع لسلطة أكثر من جهاز رقابي وتنفيذي؛ البنك المركزي، ووزارة التجارة والصناعة، وإدارة السوق. وتختص وزارة التجارة والصناعة بإنشاء الصناديق وترخيصها بعد موافقة البنك المركزي. أما ما يتعلق برقابة الصناديق والمحافظ فيشارك كل من البنك المركزي وإدارة السوق في تلك الرقابة. إن مبدأ تشتت الرقابة بين جهات متعددة يتناقض مع متطلبات منظمة الأيسكو بضرورة توحيد الجهة الإشرافية للصناديق. ويعتبر قانون رقم ٣١ الصادر في عام ١٩٩٠م واللائحة التنفيذية له الصادرة في ١٩٩٢م (رقم ١١٣) هو القانون المنظم لإنشاء الصناديق الاستثمارية وترخيصها وعملها. إلا أن النصوص التشريعية المنظمة للصناديق تعاني قصوراً في كثير من الجوانب بما في ذلك عدم مراعاة عامل تضارب المصالح الذي نص عليه تحديداً المعيار الثامن عشر. وعلى الرغم من أن المادة (٧٣) من اللائحة التنفيذية نصت على ضرورة إفصاح مدير الصندوق وأمين الاستثمار في حال وجود مصالح مشتركة بينهما لجهة الإشراف والإفصاح عن نوع هذه المصالح ومداها فإن الرقابة على الصناديق تعاني قصوراً. وتتطلب المادة ذاتها وجوب استقلالية مدير الصندوق عن أمين

الاستثمار إلا أن القانون أغفل كيفية معالجة تضارب المصالح والتحالفات التي تحدث بين الشركات الزميلة والتابعة أو التي تقع تحت سيطرة شركة قابضة. ودعت كثير من الدراسات إلى ضرورة أن تكفل التشريعات تحقيق حماية المستثمرين في صناديق الاستثمار من الممارسات الناتجة من تعارض المصالح. أثبت (Ritter & Zhang, 2007) صحة نظرية "dumping ground hypothesis" التي تنص على أن وكلاء أو مديري الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية للشركات الضعيفة أو الورقية عادة ما يتم تفريغها في صناديق الاستثمار التي يديرونها في حين يتم شراء الإصدارات الجديدة الجيدة من قبل صناديق لا يديرونها هم، أو يتم شراؤها من قبل مستثمرين مؤسسيين؛ مما يؤكد وجود تضارب في المصالح ويؤكد سوء استغلال أموال المستثمرين. أي أن مديري الإصدار يقومون بالتخلص من الأوراق المالية للشركات الضعيفة، التي يتقاضون عمولة لتسويقها في صناديق الاستثمار التي يتولون إدارتها، مما يؤكد استغلال أموال المستثمرين الذين عهدوا لهم بإدارتها. لذلك لا بد من فرض تشريعات وآليات رقابة على مديري الاستثمار تضمن أو تقلل من الممارسات غير العادلة التي قد تصدر عنهم. ولو تم إجراء هذه الدراسة في أسواق ناشئة أو في أسواق تخضع لرقابة ضعيفة فإن النتيجة السابقة ستكون أشد أثراً.

ولتقييم مدى توافر المعايير أعلاه في السوق الكويتي فإنه بناء على المعطيات المنصوص عليها أدناه يتوجب الحصول على تقييم "غير مطبق" للمعيار السابع عشر و "مطبق جزئياً" للمعيارين التاسع عشر والثامن عشر فيما يتعلق بمدى مراعاة عامل عدم تضارب المصالح:

* توزع الرقابة وتشتتها على الصناديق الاستثمارية بين البنك المركزي، وزارة التجارة والصناعة.

* قصور اللوائح والتشريعات المنظمة لعمل الصناديق وإغفالها لكثير من التفاصيل بما يضمن نزاهة هذا القطاع.

* ضعف الرقابة الحالية على الصناديق والحاجة إلى أن تكون صادرة عن

جهة موحدة متخصصة وضرورة احتوائها جميع التفاصيل الخاصة بعملية التأسيس والتسييل.

* ضعف شروط الأهلية لمؤسسي ومديري الصناديق الاستثمارية وعدم وجود متطلبات بنصوص قانونية في هذا الشأن.

* لا يوجد معايير خاصة بقياس الأداء الاستثماري (Investment Performance Standards) صادرة عن الجهاز الرقابي أسوة بتلك الصادرة في الولايات المتحدة الأمريكية عن جمعية أبحاث إدارة الاستثمار (Association of Investment Management & Research (AIMR).

* لا تشترط اللوائح احتواء نشرة الإصدار على السياسة الاستثمارية الخاصة بالصندوق.

* لا تراعي اللوائح المعمول بها آلية لإدارة المخاطر، على سبيل المثال، لا تشترط تنوع أصول الصندوق بوضع حدود عليا للاستثمار في شركة واحدة.

* لا تنص اللوائح صراحة على أن يبذل مدير الصندوق عناية الشخص الحريص على أمواله، وأن يسعى إلى تحقيق أفضل مصلحة لحملة وحدات الصندوق، كما لا تنص على مراعاة عامل تضارب المصالح.

* لا يتمتع المفتشون التابعون للجهاز الرقابي على الصناديق بالخبرة والقدرة الكافيتين اللتين تؤهلانهم لإجراء عمليات التفتيش بكفاءة. فوفقاً لما نشرته جريدة القبس في عددها الصادر في ٢٤ سبتمبر ٢٠٠٧م أكدت أن عدد الموظفين المسؤولين في إدارة الرقابة على المحافظ المالية والاستثمارية - والبالغ قيمة إجمالي الأصول التي تخضع لرقابتها ما يقارب ٢٣ مليار دينار - هو موظفان اثنان فقط؛ الأمر الذي يؤكد عدم كفاية الطاقم الإداري المعني حالياً بإجراء التدقيق والرقابة لدى البورصة.

التوصيات: لمعالجة أوجه القصور فيما يتعلق برقابة الصناديق

الاستثمارية وتنظيمها لا بد من اتخاذ جملة من التعديلات التشريعية والإجرائية، التي تتلخص في كل مما يلي:

١ - منح سلطة ترخيص وإنشاء وتنظيم ورقابة الصناديق الاستثمارية لجهة رقابية واحدة متخصصة. أي لا يجوز مزاوله أعمال إدارة الصندوق إلا بترخيص صادر عن الجهاز الرقابي.

٢ - إعادة تعريف الصناديق الاستثمارية وتعديل التسمية إلى "أنظمة الاستثمار الجماعية" وذلك وفقاً للمصطلح المستخدم في وثيقة شرح منهجية معايير منظمة الأيسكو بهدف احتوائه على جميع الأشكال القانونية للصناديق المتعارف عليها عالمياً^(١٩). لذلك يجب أن ينص التشريع على حظر تسويق أو بيع أي وحدات لصناديق استثمار إلا إذا كان مرخصاً لها من الجهاز الرقابي. كما يجب ألا تتم عملية بيع أي وحدات إلا بموجب نشرة إصدار، ويعتبر ذلك استجابة لتوصية تقرير البنك الدولي.

٣ - فرض معايير أهلية على الشركات القائمة على إدارة الصناديق الاستثمارية والأفراد العاملين لديها من حيث الخبرة والنزاهة والمؤهلات والموارد المالية. ويجب أن يفرض القانون ضوابط تحكم عمل مديري الصناديق على النحو الآتي: أن يعمل مدير الصندوق على تحقيق مصالح حملة الأوراق المالية، وأن يقوم ببذل عناية الشخص الحريص على أمواله الخاصة، وأن يحتفظ المدير وأمين الحفظ لوحدة الصندوق بسجلات ودفاتر عن نشاط الصندوق، وأن يقدم تقارير دورية للجهاز الرقابي.

(١٩) يجب أن يشمل التعريف الوارد في القانون المقترح، علاوة على صناديق الاستثمار، الشركات الاستثمارية التي تمارس بشكل رئيسي عمليات المتاجرة في الأسهم. لذلك يجب أن يتم وضع حدود حتى تفصل في عملية تحديد هوية الشركة. فعلى سبيل المثال عند وصول قيمة أصول الشركة المستثمرة في الأوراق المالية لشركات أخرى (ما عدا أسهم الشركات التابعة) أكثر من ٥٠٪ فإن الشركة تقع تحت تعريف أنظمة استثمار جماعية.

- ٤ - فرض شروط وضوابط تحكم عمل أمين الاستثمار الذي يقوم بأداء الدور الرقابي على مدير الصندوق بالإضافة إلى تحديد معايير أهلية له.
 - ٥ - فرض شرط يتعلق بحظر شركات الاستثمار من مزاوله دور مدير أو مستشار الاستثمار ودور أمين الحفظ. ويعتبر هذا القيد من أفضل الطرق التي تحد من التحالفات بين الشركات لتحقيق مصالح مشتركة على حساب المستثمرين وتحد من وجود تعارض في المصالح.
 - ٦ - فرض مجموعة من القيود على الصناديق الاستثمارية للحد من كثير من الممارسات الخاطئة التي يسود استخدامها، كنظرية تصريف الإصدارات السيئة (dumping ground hypothesis)، ومن الأمثلة على تلك القيود أن يتم تقييم أصول الصندوق وفقاً للقيمة العادلة، وأن يتم تحديد سقف أعلى للاستثمار في أي صندوق استثماري آخر، وأن يتم تحديد سقف أعلى للاستثمار في أصول مدير الاستثمار، وغيرها من القيود التي تضمن عدم استغلال أصول الصندوق.
 - ٧ - وأخيراً، يجب أن يتم منح الجهاز الرقابي سلطة الفحص والتفتيش على جميع السجلات والوثائق الخاصة بنظام الاستثمار الجماعي والجهات ذات العلاقة. ولتحقيق هذا النص يجب أن يكون لدى الجهاز الرقابي طاقم مدرب مؤهل قادر على أداء المهام الرقابية.
- المجموعة السابعة الخاصة بتقييم كفاءة اللوائح والإجراءات والضوابط الخاصة بالوسطاء ومديري الأصول والمحافظ الاستثمارية (المعايير ٢١-٢٤):
- حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمجموعة السابعة. المعياران ٢١-٢٢: حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمعيارين الحادي والعشرين والثاني والعشرين المتعلقين بالوسطاء ومديري الأصول. ويقصد بالوسيط الجهة التي تنفذ الصفقات من عمليات بيع الأوراق المالية وشرائها، في حين يقصد بمدير الأصول الجهة التي تدير الأصول المالية أو تقدم خدمات استشارية كمديري الصناديق والمحافظ الاستثمارية.

ونظراً للدور الحساس الذي يلعبه الوسطاء فإنه من المهم أن تراعي التشريعات والضوابط المنظمة لعملهم عاملي (١) إدارة المخاطر بكفاءة من حيث كفاية رأس المال. (٢) الأمانة ودعم الثقة. ورصد مراقبو السوق المالي كثيراً من الممارسات غير القانونية التي يشيع ارتكابها من قبل الوسطاء، منها، على سبيل المثال، ما يطلق عليه "التسابق مع العميل (front running)" التي تنطوي على قيام الوسيط بالشراء لحسابه الخاص من الأسهم نفسها التي أصدر له العميل أمراً بشرائها، ومن ثم يقوم بتنفيذ أمر الشراء لصالح العميل، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعرها تلقائياً، ومن ثم يقوم الوسيط بالبيع بالسعر الجديد محققاً ربحاً على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع خلال بضع دقائق. وبالإضافة إلى التسابق مع العميل هناك العديد من صور الممارسات الأخرى التي تمثل استغلالاً لثقة العميل كالتداول على معلومات داخلية، لذلك يجب أن تضمن القوانين والرقابة سلوكاً مهنيّاً يدعم الثقة بنزاهة السوق وممارسات هؤلاء الوسطاء والمديرين.

وتتطلب المبادئ العالمية اشتراط معايير أهلية عند منح التراخيص للوسطاء والجهات العاملة في مجال الأوراق المالية. كما تتطلب أن يتم تقييم طلبات الشركات المتقدمة للحصول على ترخيص بعدالة وبدقة وأن يكون المجال مفتوحاً للجميع. وفيما يلي أهم العناصر الأساسية الواجب أن تتوافر في التشريعات والقواعد المنظمة لعمل الوسطاء ومديري الأصول وفقاً للمعيارين (٢١) و(٢٢) العالمية:

أ - تحديد المتطلبات الدنيا للوسطاء من حيث الخبرة، والموارد المالية، والمهارة، والنزاهة وأخلاقيات المهنة.

ب - اشتراط وجود تحديث دوري للبيانات الخاصة بالترخيص والتبليغ عن أي تغيرات جوهرية تؤثر على شروط الترخيص للتأكد من استمرار أهلية الجهات الحاصلة على ترخيص.

ج - أن يوضح الترخيص: (١) فئة ونوع الأعمال التي يسمح الترخيص بمزاولةها (وسيط، مستشار استثمار، مدير أصول، صانع سوق، وكيل

اكتتاب، وسيط متداول). (٢) حدود الأنشطة المسموح القيام بها. (٣) أسماء ومؤهلات المديرين التنفيذيين والأشخاص العاملين بشكل مباشر مع أموال المستثمرين.

د - اشتراط توافر رأس مال كاف قادر على مواجهة المخاطر السوقية الناتجة عن تدهور أوضاع السوق والمخاطر غير النظامية الناتجة عن تدهور أوضاع الشركة (Unsystematic firm specific Risk) في الشركات العاملة في مجال الوساطة أو في مجال إدارة الأصول والاستشارات المالية أو في مجال إدارة الاكتتابات.

وفيما يتعلق بالوضع في دولة الكويت فإن طلبات تأسيس شركات الاستثمار تقدم إلى بنك الكويت المركزي بموجب القرار الوزاري الصادر في ٨ يناير ١٩٨٧م في شأن تنظيم رقابة بنك الكويت المركزي على شركات الاستثمار. كما أن القوانين في هذا الشأن يشوبها كثير من القصور ويعود ذلك لعدد من الأسباب التي أدت إلى استمرار استحقال الكويت لتقييم "مطبق جزئياً" لهذين المعيارين. أولاً: لم تحدد القوانين ولا اللوائح المنظمة لعمل الوسطاء ومديري الأصول تعريفات واضحة للأنشطة المتعلقة بأعمال الأوراق المالية. وكذلك لم تنظم القوانين ولا الإجراءات المتبعة، من قبل إدارة البورصة أو وزارة التجارة والصناعة، كثيراً من الأنشطة كمهنة وكيل الاكتتاب ومهنة مدير ومستشار الاستثمار، واقتصرت على تنظيم عمل الوسطاء ومديري الصناديق الاستثمارية فقط. ومن أهم أوجه القصور في مجال تنظيم عمل الوسطاء، منع الوسيط من التداول لحسابه المنصوص عليه في المادة ٦ من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية ١٩٨٤م؛ مما أدى إلى عدم توافر الآلية اللازمة لعمل صانع السوق الذي يعتبر دوره أساسياً في السوق^(٢٠). وكذلك

(٢٠) وفقاً لما ورد في جريدة القبس في عددها الصادر ٣ يناير ٢٠٠٨م، قامت شركة السوليدير بالانسحاب من سوق البورصة الكويتي بسبب عدم وجود تداول على سهمها منذ أكثر من ٦ شهور؛ أي أن غياب دور صانع السوق أدى إلى إضعاف عامل السيولة في السوق ومن ثم التأثير على عامل الكفاءة.

الأمر لبعض المهن التي لم يوضح القانون مدى شرعية عملها وترك الأمر عائماً دون تنظيم. كما أن هناك قيوداً كبيرة على الوسيط من حيث نوعية الخدمات التي يقدمها وجودتها، ومن حيث العمولة التي يتقاضاها؛ مما يحد من تطوره. وتناول المعيار الثاني والعشرون تحديداً مدى كفاية رأس مال شركات الوساطة ومقدرتها على إدارة الخطر، حيث انتقد تقرير البنك الدولي عدم كفاية رأس المال. فوفقاً لنص البند (ج) من المادة (٢) من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية يجب أن يساوي رأس المال المدفوع مائة ألف دينار كويتي. وتم خلال عام ٢٠٠٦ م رفع سقف رأس مال تلك الشركات إلى خمسمائة دينار كويتي إلا أن هذا التغيير يعتبر غير كاف لإدارة عامل المخاطر. وعلاوة على ذلك، بسبب القيود القانونية المفروضة على شركات الوساطة من حيث نوعية الخدمات التي تقدمها، تعتبر هذه الشركات غير قادرة على النمو وتحقيق أرباح مجزية. أما ما يتعلق بآلية وإجراءات التفتيش والتدقيق على عمل الوسطاء ومديري الصناديق الاستثمارية فإنها تعتبر غير منظمة وليست دورية. كما يعتبر خضوع الوسطاء لسلطة أكثر من جهاز رقابي - وزارة التجارة والصناعة وإدارة السوق على الوسطاء والبنك المركزي على مديري الصناديق - من العيوب الإضافية التي أدت إلى حدوث ثغرات. ولا يشترط القانون اجتياز اختبارات تأهيلية للأشخاص العاملين لدى الوسطاء أو لدى مديري الاستثمار قبل منح التراخيص، كما أن شروط ومعايير الأهلية للوسطاء غير وافية وبحاجة إلى تعديل وتطوير لتكون أكثر وضوحاً وتفصيلاً (المادة ٥ من المرسوم نفسه).

ومن أهم المسببات أيضاً لعدم انتظام عمل الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية في الكويت أن مراسيم إنشاء شركات الاستثمار عادة ما تسمح بمزاولة جميع الأنشطة ذات العلاقة، ما عدا أعمال الوساطة، دون وضع ضوابط لكل مهنة مما يترك المجال كبيراً لوجود تعارض بالمصالح وسوء الاستغلال. تحديداً، هناك عواقب خطيرة لعدم وجود تعريفات وضوابط لكل مهنة على حدة تمنح بتراخيص منفصلة. فوفقاً للمعايير العالمية يجب أن ترتبط كل مهنة بضوابط عمل خاصة تنسجم مع طبيعتها.

المعياران ٢٣-٢٤: حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمعيارين الثالث والعشرين والرابع والعشرين المتعلقين بتقييم مدى وجود ضوابط وإجراءات داخلية منظمة لعمل الوسطاء ومستشاري الاستثمار. ويتطلب هذان المعياران أن تتحمل الشركة مسؤولية وضع معايير وإجراءات مناسبة تضمن سلوكاً مهنيّاً نزيهاً ووضع إجراءات و ضمانات مناسبة لإدارة المخاطر. كذلك تتطلب وجود تقييم مستمر أو دوري لهذه الإجراءات من قبل جهات الإشراف المباشرة كالبورصة أو المؤسسات ذات التنظيم الذاتي المتخصصة في رقابة الوسطاء أو الهيئة الرقابية. وينص هذان المعياران كذلك على ضرورة تحمل الإدارة العليا مسؤولية الإشراف والرقابة على أداء الموظفين وسلوكهم.

ومن أهم الأمور التي يجب أن تراعيها تلك الإجراءات والضوابط المنظمة لعمل فئة الوسطاء ومديري الاستثمار كل مما يلي:

- ١ - النزاهة في العمل عن طريق السعي لتحقيق أفضل مصلحة للعميل والحرص على العدالة والأمانة بالتعامل.
- ٢ - ضرورة وجود عقد ينظم العلاقة بين الشركة والعملاء من المستثمرين، ويوضح التزامات كل طرف.
- ٣ - أن توفر الشركة للعملاء المعلومات اللازمة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية. لذلك لا بد من أن يكون الموظفون المتعاملون بشكل مباشر مع العملاء على درجة عالية من المهنية والخبرة في مجال إعطاء النصائح الاستثمارية وإدارة الأصول، ولديهم الخبرة والمعلومات اللازمة لتوضيح المنتجات والخدمات الاستثمارية المقدمة ودرجة مخاطرها.
- ٤ - أن تلتزم الشركة بالقوانين واللوائح السارية، وأن تتبنى أفضل الممارسات المتبعة، وأن تعين جهازاً داخلياً للرقابة برئاسة مدير التزام قانوني يتأكد من تطبيق القوانين.
- ٥ - مراعاة مبدأ عدم تعارض المصالح في التعاملات والإجراءات، وكذلك وضع مصلحة العميل أولاً.

٦ - وجود نظام وإجراءات داخلية ترصد جميع التداولات الخاصة بتعاملات الوسيط المتداول، وهو الوسيط المسموح له بالتداول لحسابه الخاص كصانع السوق؛ للتأكد من خلوها من تعارض المصالح ومن أي ممارسات غير عادلة أو غير قانونية.

٧ - وجود خطة وإجراءات لحالات فشل السوق أو الأزمات المرتبطة بضعف الملاءة المالية للوسطاء.

٨ - وجود رقابة دورية ومستمرة على الوسطاء ومديري الأصول من قبل جهاز رقابي متخصص. أي لا بد من أن يتمتع الجهاز الرقابي بسلطات الرقابة والتفتيش وفرض عقوبات تهدف إلى ردع حالات التلاعب أو استغلال السلطة الصادرة عن هؤلاء الوسطاء.

أما ما يتعلق بتقييم وضع دولة الكويت بشأن مدى وجود إجراءات وضوابط داخلية مفروضة على الوسطاء ومدى التزامها فهناك أوجه قصور ونقاط ضعف كثيرة. ووفقاً للمعطيات المنصوص عليها - فيما يلي - يتوجب الحصول على تقييم "مطبق جزئياً" للمعيار الرابع والعشرين وتقييم "غير مطبق" للمعيار الثالث والعشرين وذلك للأسباب الآتية: عدم تطور القوانين بشأن وجود ضوابط ولوائح داخلية موضوعة أو بشأن وجوب تعيين ضابط للالتزام القانوني لدى الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية. كما أن القوانين واللوائح تنحصر في تنظيم مهنتي مديري الصناديق الاستثمارية والوسطاء ولم يتم تنظيم الأشكال الأخرى من أعمال الوساطة كمهنة صانع السوق. وكذلك لا تتطلب القوانين فصل الأعمال المتعلقة بأنشطة الوساطة عن الأنشطة الأخرى للوسيط أو مدير الأصول تحديداً، كما أنها لا تتطلب الاحتفاظ بسجل لتوثيق جميع العمليات والصفقات لتكون مرجعية لعمليات التدقيق والتفتيش. أما ما يتعلق بالتفتيش الدوري على الوسطاء فلا يوجد آلية وإجراءات تدل على وجود تفتيش دوري من السلطات الرقابية. وتعتبر عمليات التفتيش المنصوص عليها في المادة (٦) من مرسوم إنشاء السوق من اختصاصات لجنة السوق إلا أن عمليات التفتيش، في حال

وجودها، فإنها تنفذ من قبل إدارة السوق. وفي شأن مدى وجود ضوابط سلوكية فإنه على الرغم من وجود مجموعة من المحظورات على مهنتي الوسطاء^(٢١) ومديري الصناديق الاستثمارية^(٢٢) فقط، لا يوجد لائحة للسلوك المهني والأخلاقي لكل فئة صادرة عن الأجهزة الرقابية. وعلى الرغم من نص المادة (٦) الوارد في مرسوم التعديل رقم (١٥٨) لعام ٢٠٠٥م الذي يمنح اختصاص وضع لوائح السلوك إلى لجنة السوق فإنه - حتى الآن - لم تصدر لائحة للسلوك خاصة لمهنة الوسطاء أو لأي مهنة تتعلق بمجال الأوراق المالية.

التوصيات: يجب أن يتم بموجب مسودة القانون المقترح تنظيم عمل الوسطاء بجميع أنواعهم عن طريق معالجة جميع أوجه القصور في الإجراءات واللوائح والتشريعات المنظمة لهم حالياً. وكأولوية لمعالجة القصور يجب أن يتم وضع تعاريف وتصنيفات لجميع الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية بالتفصيل وفقاً للتصنيفات العالمية التي نصت عليها منهجية منظمة الأيسكو (جدول رقم ٤). وتعتبر الأعمال الآتية من ضمن الأنشطة التي يجب أن ينص عليها القانون ويضع الضوابط المنظمة لها: الوسيط، الوسيط المتداول (صانع السوق)، وكيل الاكتتاب، مستشار الاستثمار (الذي يتضمن مديري المحافظ والصناديق)، أمين الحفظ، الأشخاص العاملون لدى أي من الجهات أعلاه (الأشخاص ذوو العلاقة)، وصناديق الاستثمار. ويوضح جدول رقم (٤) تعريف كل تصنيف على حدة وفقاً للمعايير العالمية. وكأولوية أخرى لمعالجة تعدد الجهات الرقابية التي تخضع لها الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية، يجب

(٢١) بموجب المرسوم الصادر في ٨ أغسطس في شأن إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية ١٩٨٤م، وقرار لجنة السوق رقم (١) لسنة ١٩٨٤م في شأن قواعد ونظم تداول الأسهم بالسوق.

(٢٢) بموجب قرار وزارة التجارة والصناعة رقم (١١٣) لسنة ١٩٩٢م بإصدار اللائحة التنفيذية للمرسوم بالقانون رقم ٣١ لسنة ١٩٩٠م في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار.

أن يمنح الجهاز الرقابي سلطة ترخيص وتنظيم تلك الجهات منذ التأسيس حتى التسييل. كما يتوجب أن يمنح هذا الجهاز سلطة وضع المعايير الخاصة بسلوكيات وأخلاقيات المهنة والتدريب والمؤهلات المطلوبة ومعايير الأهلية لجميع الجهات المحددة أعلاه. لذلك يجب ألا يسمح بموجب القانون مزاولة العمل بالأنشطة المحددة من ضمن المجموعة السابعة إلا بموجب ترخيص صادر عن الجهاز الرقابي سواء للشركات أو للأفراد العاملين لديهم. وبسبب إغفال القوانين المعمول بها حالياً المتعلقة بعمل الوسطاء مراعاة عامل العدالة عند النظر في طلبات المتقدمين للحصول على ترخيص، لا بد من وضع نص قانوني لفرض هذا المتطلب انسجاماً مع المعيار ٢١. كذلك يجب أن يفرض القانون على المتقدمين اجتياز اختبارات خاصة لتحديد أهلية الجهات المتقدمة للحصول على ترخيص.

جدول رقم (٤)

التعريفات الخاصة بالأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية

وسيط متداول	هو شخص اعتباري يزاول مهنة شراء الأوراق المالية وبيعها لحسابه الخاص. ولا يعتبر وسيطاً متداولاً كل من: (١) بنك الكويت المركزي، أو (٢) شخص ذو علاقة، أو (٣) الشخص الذي يقوم بشراء الأوراق المالية وبيعها لحسابه الخاص بشكل فردي وليس كجزء من عمل تجاري منظم.
وسيط	هو شخص اعتباري يزاول أعمال شراء الأوراق المالية وبيعها لحساب الغير، ولا يشمل هذا المصطلح الأشخاص ذوي العلاقة.
مستشار استثمار	هو شخص اعتباري يقوم مقابل عمولة: (١) بإدارة أو تقديم الاستشارات الاستثمارية المتعلقة بالأوراق المالية لأكثر من [عدد محدد] عميل وخلال فترة [مدة محددة]، أو (٢) بالعمل كمدير أو مستشار استثمار لنظام استثمار جماعي. ولا يعتبر "مستشار الاستثمار" الوسيط أو الوسيط المتداول الذي يقدم خدمة الاستشارات الاستثمارية في حدود نشاطاته كوسيط أو وسيط متداول ولا يتقاضى أي تعويض مالي مقابل تقديم هذه الاستشارة غير العمولات أو هوامش الربح.

تابع/ جدول رقم (٤) التعريفات الخاصة بالأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية

شخص
نو
علاقة

بوسيط أو وسيط متداول أو مستشار استثمار مرخص لهم: هو فرد يشغل مركز عضو في مجلس إدارة الوسيط أو الوسيط المتداول أو مستشار الاستثمار المرخص لهم، أو يعمل كمدير يشغل وظيفة إشرافية لدى الجهات أعلاه، أو يعمل كموظف أو ممثل يقوم بالتعامل مع العامة أو لديه حرية التصرف في الأوراق المالية أو الأموال كجزء من عمله لدى الجهات أعلاه.

نظام
استثمار
جماعي

هو شخص اعتباري (١) يعمل أو يعتزم العمل بشكل أساسي في مجال استثمار أو المتاجرة في الأوراق المالية، أو (٢) يمتلك أو يعتزم أن يمتلك أوراقاً مالية (ما عدا الأوراق المالية للشركات التابعة له) تزيد قيمتها عن ٥٠٪ من مجموع أصوله المالية. ولا يعتبر "نظام استثمار جماعي"

١ - الشخص الاعتباري الذي يزاوئ أساساً، سواء بشكل مباشر أو عن طريق شركة تابعة، عملاً آخر بخلاف أعمال الاستثمار أو المتاجرة في الأوراق المالية وفقاً لمرسوم تأسيسه.

٢ - الشخص الاعتباري الذي يمتلك أسهمه أو وحداته عدد يقل عن [عدد محدد] شخص وذلك دون احتساب الأشخاص الذين تعرفهم اللوائح على أنهم "مشترون مستثنون"

٣ - وسيط أو وسيط متداول مرخص لهما.

أمين الحفظ

هو شخص اعتباري مرخص له من الهيئة لمزاولة نشاط أمين حفظ أو أمين حفظ ثانوي لأنظمة استثمار جماعية. ومن ضمن واجباته إدارة شؤون نظام الاستثمار الجماعي وحفظه والقيام بدور أمين السجل لوحداته أو حصصه.

وكيل اكتتاب

هو شخص اعتباري

(١) يعرض أو يبيع أوراقاً مالية لصالح مصدرها أو حليفه.

(٢) أو يحصل على أوراق مالية من المصدر أو حليفه بغرض إعادة التسويق.

ويجوز فقط للشخص المرخص له كوسيط أو وسيط متداول أن يمارس وظيفة وكيل اكتتاب. ولا يعتبر وكيل اكتتاب، البنك الذي ينحصر دوره كعميل اكتتاب في طرح الأوراق المالية، الذي لا يعرض بيع أو يقدم أي توصية بشأن شراء تلك الأوراق المالية، أو يقبض عمولة تحسب على أساس الكمية المباعة.

المصدر: شارك الباحث في إعداد هذه التعاريف لتقرير خاص عن السوق المالي الكويتي باستخدام منهجية منظمة الأيسكو.

ولا بد كذلك من وضع نص قانوني لضبط عمل الوسطاء بأنواعهم ومستشاري الاستثمار بأنواعهم بسبب ضعف الضوابط المفروضة في الوقت الحالي على الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية؛ الأمر الذي يترك المجال لكثير من الممارسات الخاطئة. يجب أن يحتوي القانون على القواعد العامة على أن تحدد اللوائح التنفيذية الصادرة عن الجهاز الرقابي جميع التفاصيل. ومن الأمثلة على الضوابط الخاصة بعمل تلك الجهات وفقاً للمعايير العالمية:

- (١) فصل الأنشطة المتعلقة في مجال الأوراق المالية عن سائر الأنشطة الأخرى باستخدام ترخيص منفصل.
- (٢) الاحتفاظ برأسمال كاف لمواجهة مخاطر الإفلاس.
- (٣) حظر استغلال أو تحويل أموال العملاء أو أسهمهم لاستعماله الخاص.
- (٤) وضع مصلحة العميل أولاً قبل مصالحه الخاصة.
- (٥) تقديم استشارات صادقة وعلى أسس سليمة بشأن التوصية بشراء أو بيع أي أوراق مالية للعملاء.
- (٦) السعي لتحقيق أفضل صفقة لمصلحة العميل.
- (٧) عدم تحصيل هوامش ربحية مبالغ فيها في التعاملات الرئيسية.
- (٨) عدم الارتباط بعمليات شراء وبيع مفرطة في حساب عميل ما بهدف تحصيل عمولات.
- (٩) إعداد دفاتر وسجلات والاحتفاظ بها؛ لتوثيق جميع عملياته.
- (١٠) تعيين مدير للالتزام القانوني.
- (١١) أن تكون لديه إجراءات وضوابط داخلية مكتوبة تضمن كشف أو تقليل الممارسات الخاطئة والشائعة في السوق، وضمان عدم استغلال أموال العميل وذلك انسجاماً مع المعيار (٢٣). كما يجب أن تخضع جميع سجلات ووثائق الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية لفحص الجهاز الرقابي وتفتيشه. وأخيراً لا بد من وضع أداة عقابية بيد الجهاز الرقابي

في حال صدور مخالفات من الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية. فعلى سبيل المثال، يجب أن تتمكن الهيئة الرقابية من رفض أو تعليق أو إلغاء رخصة أو تقييد نشاطات الأوراق المالية لأي من الجهات المنصوص عليها في المجموعة السابعة من معايير منظمة الأيسكو والأشخاص العاملين لديهم في حال:

(١) ارتكاب خطأ جوهري أو إعطاء بيانات مضللة أو إغفال

معلومات جوهريّة عند التقدم للحصول على ترخيص، أو

(٢) عدم التزام المتطلبات التي تفرضها الهيئة الرقابية.

المجموعة الثامنة الخاصة بتقييم كفاءة اللوائح والإجراءات والضوابط الخاصة بالأسواق الثانوية (المعايير ٢٥-٣٠): حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمجموعة الثامنة.

يندرج تحت هذه المجموعة كل ما يتعلق بالأسواق من:

(١) مرافق يتم من خلالها تداول الأوراق المالية سواء كانت أسواقاً رسمية أم غير رسمية.

(٢) أوراق مالية بجميع أنواعها (أسهم، سندات، وحدات الصناديق الاستثمارية، ومشتقاتها). كما أكدت الوثيقة الخاصة بمعايير منظمة الأيسكو ضرورة عدم اقتصار التشريعات وسلطة الجهاز الرقابي على تداولات الأوراق المالية التي تتم في إطار السوق الرسمي وإنما يجب أن تمتد إلى خارج نطاق السوق الرسمي لتشمل جميع التداولات التي تتم عن طريق الوسطاء.

المعايير ٢٥-٣٠: حصلت دولة الكويت على تقييم "مطبق جزئياً" بالنسبة للمجموعة الأخيرة الخاصة بتقييم كفاءة الأسواق الثانوية، التي تغطي كلاً من الآتي:

✱ **معيّار ٢٥:** يقيم مدى وجود أنظمة تداول ذات كفاءة ومدى خضوع أسواق الأوراق المالية لرقابة جهاز رقابي وإشرافه.

✱ **معيار ٢٦:** يقيم مدى وجود رقابة وإشراف مستمرين على الأسواق الرسمية وغير الرسمية وعلى أنظمة التداول بحيث تهدف الرقابة إلى تحقيق نزاهة الأسواق والتداول، عن طريق تطبيق لوائح عادلة على جميع المشاركين في السوق.

✱ **معيار ٢٧:** يقيم مدى قوة الجهاز الرقابي والأنظمة الرقابية في فرض مبدأ الشفافية في التداول.

✱ **معيار ٢٨:** يقيم مدى كفاءة تصميم القوانين واللوائح بطريقة تضمن كشف وردع التلاعبات أو الممارسات غير العادلة في السوق.

✱ **معيار ٢٩:** يقيم مدى كفاءة القوانين والضوابط المعمول بها في إدارة عامل المخاطر الناتجة عن اضطرابات السوق.

✱ **معيار ٣٠:** يقيم مدى كفاءة وعدالة الأنظمة الخاصة بتقاص وتسوية معاملات الأوراق المالية ومدى خضوعها لرقابة جهاز رقابي متخصص، ومدى قدرتها على إدارة المخاطر وتقليلها.

ومن الأهمية هنا عند منح الترخيص، توافر عوامل الأهلية والكفاءة في الجهة التي ستقوم بتشغيل السوق سواء كان سوقاً منظماً عبر بورصة رسمية، أم سوقاً غير رسمي عبر التداول الآلي. وكذلك من الأهمية، خضوع السوق بنوعيه لرقابة جهة رقابية وإشرافها بحيث يكون عرضة للمساءلة والمحاسبة في حالات الخلل. فعلى سبيل المثال، لا بد من أن يوفر الغطاء القانوني للجهاز الرقابي سلطة المراجعة والتصديق على جميع اللوائح والقرارات الصادرة عن السوق للتأكد من شفافيته وعدالتها ونزاهتها بما يحقق الابتعاد عن الممارسات غير العادلة.

ومن العوامل الأخرى التي تؤدي إلى منح تقييمات عالية لهذه المجموعة، التزام عامل العدالة في عضوية السوق التي تتحقق عن طريق رقابة الجهاز الرقابي على شروط الإدراج التي يضعها السوق، وكذلك تأكد الجهاز الرقابي من تطبيق مبدأ الشفافية وتوفير المعلومات لجميع المشاركين وأعضاء السوق دون انتقائية. ويندرج تحت مبدأ الشفافية عنصر التوقيت، وقد تم إصدار قانون في

الولايات المتحدة الأمريكية باسم عدالة الإفصاح (Fair Disclosure Act) في عام ٢٠٠٠م نظراً لأهميته القصوى^(٢٣). وبالإضافة للمتطلبات السابقة، تتطلب وثيقة منهجية تقييم الأسواق المالية وجود نصوص قانونية تحظر جميع الممارسات التي تنطوي على تلاعب أو تضليل أو تزوير. ونظراً لهذا يجب أن يجرم القانون جميع أشكال الممارسات غير العادلة في السوق كالتداول بناء على معلومات داخلية، أو خلق أوامر وهمية، أو بث إشاعات بهدف تضليل المستثمرين، أو أي فعل يؤدي إلى تغيير سعر الورقة المالية بشكل مفتعل وغيرها من أشكال التضليل والتلاعب. لذلك يجب أن يتم تصميم أنظمة التداول والرقابة والتفتيش بطريقة تسهل الكشف عن تلك الممارسات. أما بالنسبة للمعيار الأخير المتعلق بنظام الحفظ والتسوية والتقاص فإنه يتطلب أن يتم:

- ١ - إصدار الأوراق المالية بدون شهادات.
- ٢ - إلغاء جميع شهادات الأوراق المالية.
- ٣ - نقل الملكية بين الأطراف عن طريق الإدخالات في سجل.
- ٤ - إصدار الأوراق المالية بنظام القيد وليس لحامله.

ولتقييم مدى توافر المعايير أعلاه في السوق الكويتي فإنه بناء على المعطيات المنصوص عليها أدناه يتوجب استمرار الحصول على تقييم "مطبق جزئياً" لمعايير المجموعة الثامنة مع ضرورة استحقاق تقييم "غير مطبق" فيما يتعلق بمدى خضوع الأسواق غير الرسمية لرقابة وتنظيم وفقاً لجزء من متطلبات المعيار الخامس والعشرين:

- ١ - لا تخضع الأوراق المالية للشركات غير المدرجة في السوق الرسمية لرقابة جهاز رقابي متخصص وإنما تنحصر الرقابة عليها من قبل وزارة التجارة والصناعة^(٢٤). ويعتبر هذا أحد أهم عيوب سوق الأوراق المالية

(٢٣) تم التطرق إلى هذا القانون عند مناقشة المعيار ١٤ من المجموعة الخامسة.

(٢٤) لم يتطرق تقرير البنك الدولي نهائياً لهذه الإشكالية الخطيرة.

في الكويت؛ فعدد كبير من الشركات يتم تداول أسهمها في سوق يطلق عليه "سوق الجت" الذي تعتبر نسبة كبيرة من تداولاته غير قانونية. وكان وجود هذا السوق نتاج عدة عوامل يأتي في مقدمتها عدم وجود أسواق موازية (Over the Counter market) في دولة الكويت^(٢٥) لتكون منفذاً لتداول أو انتقال ملكية الأوراق المالية للشركات التي لم يقبل إدراج أسهمها في السوق الرسمية. أما العامل الآخر الذي أدى إلى وجود "سوق الجت" فهو أن عدداً كبيراً من ملاك أسهم الشركات حديثة التأسيس يبحثون عن طريقة للتخارج من هذه الأسهم بطريقة تضمن تحقيق هامش ربح في مواعيد تسبق السماح لهم قانوناً بذلك. ويعود السبب لاعتبارها عمليات غير قانونية نص قانون الشركات الذي يحظر تداول الأوراق المالية للشركات حديثة التأسيس قبل إصدار الشركة لأول موازنة عن اثني عشر شهراً على الأقل (مادة ١٠٦)^(٢٦). فوفقاً لقانون الشركات التجارية يحظر تداول الأوراق المالية للشركات المساهمة العامة التي يقل عمرها عن عام ويصل هذا الحظر إلى ثلاث سنوات للشركات المساهمة المقفلة وفقاً لقانون الشركات التجارية (مادة ١٠٩)^(٢٧)، التي تسري على المساهمين المؤسسين. بالإضافة إلى مخالفة "سوق الجت" للنصوص القانونية في بعض تداولاته؛ فيعتبر غياب عنصري الشفافية والعدالة في الأسعار المستخدمة في هذا السوق مصدراً للقلق. إن غياب الرقابة عن هذا السوق وغياب الشفافية يعتبر خلطة سرية وأرضاً خصبة لوجود جميع أشكال الممارسات غير العادلة بدءاً من

(٢٥) تم تأسيس السوق الموازي في دولة الكويت في فبراير من عام ٢٠٠٧م، ولا يتجاوز عدد الشركات المدرجة فيه ثلاث شركات، وتعتبر شركة بريق القابضة أول شركة تم إدراجها في هذا السوق في تاريخ ١١ يونيو ٢٠٠٧م.

(٢٦) عدلت هذا المادة بموجب مرسوم بقانون رقم ٤ لسنة ١٩٧٥م.

(٢٧) عدلت هذا المادة بموجب مرسوم بقانون رقم ٣ لسنة ١٩٧٥م.

التداولات بناء على معلومات داخلية إلى التلاعب بالأسعار وغيرها من صور الغش. ونرى أن غالبية الهيئات الرقابية العالمية لم تغفل عن هذه الثغرة وتطلبت تسجيل تلك الشركات لديها لإحكام عملية الرقابة عليها ولمنع استغلال المستثمرين في هذه الشركات. وعلى الرغم من عدم تطرق تقرير البنك الدولي لهذه الجزئية الخطيرة فإنها في نظر المراقبين والمتخصصين تعتبر ثغرة لا يمكن إغفالها ولا بد لأي تشريع جديد يهدف إلى تنظيم السوق المالي الكويتي أخذها بالاعتبار ووضع آلية للتعامل معها^(٢٨).

٢ - لا يلبي الهيكل التنظيمي للبنية الرقابية المتطلبات المذكورة سابقاً. فبموجب مرسوم إنشاء البورصة تم تكليف لجنة السوق بالإشراف على السوق إلا أنها بشكلها الحالي تعتبر غير قادرة على القيام بذلك، ولقد أكدت جميع التقارير ذلك^(٢٩). حيث نص تقرير ديوان المحاسبة على قيام لجنة السوق بتفويض كثير من صلاحياتها إلى مدير السوق، كما أنها تعتمد في أداء اختصاصاتها الممنوحة لها بموجب المادة (٦) من مرسوم إنشاء السوق على موارد السوق وإدارته.

٣ - غياب التفطيش والرقابة والتدقيق على عمليات وأنظمة التداول في السوق لعدم وجود جهاز رقابي متخصص حكومي مستقل ومنفصل عن إدارة البورصة.

٤ - لا تقوم لجنة السوق بإجراء رقابة مباشرة على الوسطاء، وإنما تتم عمليات التفطيش، في حال إجرائها، من خلال إدارة السوق.

(٢٨) تم التطرق لدراسة الباحثين (Greenstone, Oyer & Jorgensen, 2005) بهذا الشأن في الجزء الثاني من هذا البحث.

(٢٩) تقرير ديوان المحاسبة في شأن تكليف مجلس الأمة للرقابة والتدقيق على أعمال سوق الكويت للأوراق المالية ٢٠٠٧م، وتقرير البنك الدولي ٢٠٠٣م.

- ٥ - لا تجرم القوانين الحالية كثيراً من الممارسات المذكورة أعلاه^(٣٠).
 - ٦ - ضعف أو غياب نظام رقابة فعال على التداول وعدم وجود إجراءات متبعة للكشف عن حالات التلاعب؛ مما أدى إلى عدم المقدرة على ضبط تلك الحالات إلا في أضيق الحدود أو كنتيجة لتبليغ أحد المتضررين.
 - ٧ - لا يوجد نظام للحفظ المركزي للأوراق المالية حتى نهاية عام ٢٠٠٥م عندما أصدرت لجنة السوق قرار رقم (٦) بشأن تنظيم عمليات الإيداع والقيود المركزي، الذي يوصي بوجوب حفظ سجل المساهمين للشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية لدى شركة المقاصة الكويتية. إلا أن القرار أغفل السجلات الخاصة بجميع الشركات غير المدرجة في السوق التي نص عليها البند (١) سابقاً.
 - ٨ - على الرغم من أن شركة المقاصة الكويتية تخضع لإشراف ورقابة لجنة السوق بموجب القانون فإنها فعلياً لا تخضع لأي نوع من الرقابة أو التفتيش الدوري.
 - ٩ - لا يشترط بموجب القانون إصدار الأوراق المالية دون شهادات أو بنظام القيد كما لا يشترط إلغاء جميع شهادات الأوراق المالية وذلك وفقاً للمتبّع عالمياً.
 - ١٠ - لا يشترط بموجب القانون نقل الملكية بين الأطراف عن طريق الإدخالات في سجل.
 - ١١ - على الرغم من انخفاض مخاطر الإفلاس المرتبطة بشركة المقاصة فإن تصميم آلية التسوية تجعل الوسطاء الماليين عرضة لمخاطر الإفلاس.
- التوصيات:** تعالج الكثير من التوصيات المقدمة في المجموعات السابقة أوجه القصور الواردة في هذه المجموعة بسبب التداخل في كثير من الجوانب. وبدءاً من الثغرة الخاصة بغياب الرقابة الفعلية عن الشركات غير المدرجة في السوق الرسمية، والتي تم إيضاحها في البند (١) سابقاً، يجب أن تمتد سلطة

(٣٠) تم انتقاد هذا القصور ضمن نطاق المعيار الثامن أيضاً.

الجهاز الرقابي إلى جميع الشركات سواء المدرجة في أسواق رسمية أو الشركات ذات الحجم وعدد المساهمين الذي يستدعي حماية المستثمرين. لذلك يجب وضع تعريف لاحتواء جميع الشركات التي ستمتد رقابة الجهاز الرقابي لها على النحو الآتي:

١ - الشركات المدرجة في البورصة أو التي تمت الموافقة على إدراج أوراقها المالية في البورصة.

٢ - الشركات أو صناديق الاستثمار التي تعرض أوراقها المالية عن طريق اكتتاب عام لعدد يتجاوز الـ ٧٥ شخصاً.

٣ - الشركات التي تكون أوراقها المالية مملوكة لأكثر من عدد معين من الأشخاص، وتتجاوز القيمة الإجمالية لموجوداتها مبلغ قيمة معينة. ويعتبر هذا أسوة لما هو مطبق في كثير من أسواق الدول المتقدمة. فعلى سبيل المثال، قامت الولايات المتحدة الأمريكية بتعديل قانون الأوراق المالية في عام ١٩٦٤م بهدف مد سلطة الجهاز الرقابي لتلك الشركات، وكان تأثير ذلك إيجابياً في جانب الإفصاح وحماية المستثمرين.

لذلك يجب أن يتطلب القانون من جميع الشركات ذات الحجم المالي الكبير - إجمالي أصول يصل إلى ٤ ملايين ومساهمين يصل عددهم إلى ١٠٠ شخص^(٣١) - التسجيل لدى الهيئة الرقابية بهدف إخضاع للرقابة وفقاً للقانون. كما يجب أن يشترط القانون عدم السماح بتداول الأوراق المالية للشركات غير المدرجة التي تدرج ضمن هذه المجموعة من الشركات قبل وضع اللوائح والآلية الخاصة بالتداول خارج نطاق السوق الرسمية. كما يجب أن يتم تلقائياً خضوع جميع الشركات لمتطلبات الإفصاح التي تم إيضاحها ضمن معايير المجموعة الخامسة.

(٣١) تم اشتراط هذين الشرطين تحديداً بسبب أن الشركات بهذا الحجم وهذا العدد من الملاك أو حملة الأسهم يستدعي حماية المصلحة العامة ووجود رقابة من جهاز متخصص يكفل حقوق جميع الأطراف ولمنع التلاعب.

ويأتي في مقدمة التوصيات، تعديل الهيكل التنظيمي والرقابي عن طريق إنشاء هيئة لرقابة أسواق الأوراق المالية تتولى ترخيص ورقابة البورصة أو الأسواق الرسمية وغير الرسمية وجميع الجهات المشاركة بالسوق من وسطاء وشركات مقاصة وصناديق استثمار وأمناء حفظ ومدققي حسابات. كما يتوجب أن يتم الإلغاء الفوري للجنة السوق وإحلال مكانها مجلس إدارة يلبي متطلبات الحوكمة من حيث التمثيل العادل للوسطاء والأعضاء المستقلين. وكما أشرنا سابقاً، يجب أن يتمتع الجهاز الرقابي بجميع السلطات اللازمة لأداء الدور الرقابي وذلك تلبية للمتطلبات الواردة في المعايير التابعة لهذه المجموعة.

وما يتعلق بالمعيار الثامن والعشرين تحديداً، الذي ينص على ضرورة تجريم الممارسات التي تنطوي على غش وتلاعب وضرورة وجود آلية للكشف عنها، فإنه يجب وضع تعريفات مناسبة لهذه الممارسات بنص القانون ولا بد من وضع عقوبات لها. إضافة إلى ذلك، لا بد أن توضع عقوبات تأديبية تحت السلطة المباشرة للجهاز الرقابي لفرضها على الجهات المخالفة^(٣٢).

وأخيراً، بهدف معالجة القصور في نظام الحفظ المركزي والتقصا والتسوية يجب النص بموجب التشريعات على أن يتم: ١- إصدار الأوراق المالية دون شهادات أو أي دليل ملموس. ٢- إلغاء جميع شهادات الأوراق المالية. ٣- نقل الملكية بين الأطراف عن طريق الإدخالات في سجل. ٤- إصدار الأوراق المالية بنظام القيد وليس لحامله. ووفقاً للمعايير العالمية تعتبر الجهة التي تتولى عمليات التقاص والتسوية مؤسسة ذات تنظيم ذاتي. لذلك يجب أن تنطبق المعايير والمتطلبات الخاصة بالمؤسسات ذات التنظيم الذاتي على الجهة التي ستتولى عمليات الحفظ والتقصا والتسوية.

(٣٢) تم التطرق للتوصيات الخاصة بمعالجة أوجه القصور الواردة بهذا الشأن سابقاً تحت المعيارين (٩) و(١٠) بسبب تداخلهما مع هذه المجموعة.

٥ - الخلاصة والتوصيات:

أظهر هذا البحث أهمية الدراسات الخاصة بتنظيم السوق المالي، التي لم تلق اهتماماً بحثياً في دولة الكويت، كما حمل آفاقاً لدراسات مستقبلية. وأكد البحث أن سوق الأوراق المالية بحاجة إلى إقرار سريع لتشريع حديث شامل ذي رؤية قادرة على معالجة جميع أوجه القصور التي أكدها الخبراء والمراقبون من خلال التقارير العالمية والمحلية بما يتفق مع التوجه والرؤية الحديثة لدولة الكويت في التحول إلى مركز مالي تجاري. ويعد عامل اتفاق التشريعات الاقتصادية والتجارية الحديثة مع أفضل الممارسات المتبعة دولياً، عاملاً جوهرياً لتحقيق التكامل مع الأسواق والاقتصادات الإقليمية والعالمية.

وتضمن البحث عدداً من التوصيات والحلول لمعالجة أوجه القصور التي يجب أن تأتي من خلال النصوص القانونية في أي مشروع قانون مقترح لتنظيم سوق الأوراق المالية، التي أخذت بالاعتبار جميع المعايير العالمية لمنظمة الأيسكو. وحصلت دولة الكويت على تقييم "غير مطبق" لخمس معايير من أصل ثلاثين معياراً و"مطبق جزئياً" لباقي المعايير في تقرير البنك الدولي. وكشفت الدراسة عن وجود قصور في بعض المعطيات والمعلومات التي بني عليها التقرير. وأكد ذلك النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة بشأن مدى التزام المعايير العالمية، التي أسفرت عن استحقاق دولة الكويت لتقييم "غير مطبق" لاثني عشر معياراً (جدول رقم ٥). أي أن تحليل هذا البحث كشف عن وجود سبعة معايير أخرى تستحق تقييم "غير مطبق" كانت قد حصلت على تقييم "مطبق جزئياً" لهم في السابق. ويعتبر تقييم "مطبق جزئياً" تقييماً ضعيفاً لدولة تتمتع بمستوى دخل عال كدولة الكويت ومن الدول السباقة في الخوض في مجال أسواق الأوراق المالية. وكشفت الدراسة أيضاً عن عدم ظهور أي مؤشرات لتحسن الهيكل والبنية التحتية للسوق منذ تاريخ تقديم تقرير البنك الدولي للسلطات الرسمية في عام ٢٠٠٤م.

جدول رقم (٥)
التقييم الذي حصل عليه السوق الكويتي في تقرير البنك الدولي لكل معيار
وما وصلت إليه الدراسة (من إعداد الباحث)

المعيار	وصف المعيار	تقييم البنك الدولي م ٢٠٠٣	تقييم الدراسة
٥-١	تقييم هيكلية وفعالية الجهاز الرقابي ككل (خمس معايير).	غير مطبق	غير مطبق
٧-٦	تقييم دور وهيكلية المؤسسات ذات التنظيم الذاتي.	مطبق جزئياً	غير مطبق
٨	تقييم كفاءة أنظمة التفتيش والتحقق والرقابة للجهاز الرقابي.	مطبق جزئياً	غير مطبق
١٠-٩	مدى وجود عقوبات رادعة وإجراءات تفتيشية دورية.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً
١١	مدى تمتع الجهاز الرقابي بسلطة تبادل المعلومات العامة وغير العامة مع الأجهزة الرقابية	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً
	الملائمة المحلية والأجنبية.		
١٢	مدى وجود آلية لتبادل المعلومات مع السلطات الرقابية المحلية والأجنبية.	مطبق جزئياً	غير مطبق
١٣	مدى تعاون الجهاز الرقابي مع الأجهزة الرقابية الأجنبية في تقديم المساعدة عند الطلب.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً
١٤	تقييم كفاءة نظام الإفصاح المفروض على مصدرى الأوراق المالية وتقنيته.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً
١٥	تقييم عدالة الإفصاح وتطبيق معايير الحوكمة العالمية.	مطبق جزئياً	غير مطبق
١٦	تقييم جودة معايير التدقيق المحاسبي وانسجامها مع معايير المحاسبة العالمية.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً

تابع / جدول رقم (٥)
التقييم الذي حصل عليه السوق الكويتي في تقرير البنك الدولي لكل معيار
وما وصلت إليه الدراسة (من إعداد الباحث)

المعيار	وصف المعيار	تقييم البنك الدولي ٢٠٠٣م	تقييم الدراسة
١٧	مدى وجود معايير و ضوابط خاصة بمؤهلات مدرء الصناديق الاستثمارية أسوة بالخدمة عالميا.	مطبق جزئياً	غير مطبق
١٨	تقييم كفاءة الشكل القانوني للصناديق / ومدى مراعاة عامل عدم تضارب المصالح في الصناديق.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً/ غير مطبق
١٩	تقييم كفاءة الإفصاح وكفاءة إدارة أصول الصناديق لصالح المستثمرين.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً
٢٠	مدى وجود معايير لتقييم القيمة العادلة لأصول الصندوق.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً
٢١	مدى وجود متطلبات دنيا لأهلية الوسطاء.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً
٢٢	مدى وجود ضوابط لإدارة عامل المخاطر الذي يتعرض له الوسطاء ومدى وجود رقابة لورية.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً
٢٣	مدى وجود ضوابط وإجراءات داخلية لحماية المستثمرين وضوابط إدارة تعارض المصالح وفرض تعيين ضابط التزام القانون لدى شركات الوساطة.	مطبق جزئياً	غير مطبق
٢٤	مدى وجود إجراءات لإدارة حالات فشل أو إفلاس الوسطاء بما يضمن حماية أموال وأصول المستثمرين.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً

تابع / جدول رقم (٥)
التقييم الذي حصل عليه السوق الكويتي في تقرير البنك الدولي لكل معيار
وما وصلت إليه الدراسة (من إعداد الباحث)

المعيار	وصف المعيار	تقييم البنك الدولي ٢٠٠٣ م	تقييم الدراسة
٢٥	مدى وجود أنظمة تداول ذات كفاءة ومدى خضوع أسواق الأوراق المالية لرقابة وإشراف جهاز رقابي.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً
٢٦	مدى وجود رقابة وإشراف مستمرين على الأسواق الرسمية وغير الرسمية لضمان نزاهتها وعلى أنظمة التداول ومدى كفاءتها.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً
٢٧	مدى كفاءة الأنظمة الرقابية في فرض مبدأ الشفافية في التداول.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً
٢٨-٢٩	مدى كفاءة التشريعات بما يضمن كشف الممارسات غير العادلة وكفاءة الضوابط الخاصة بإدارة عمل المخاطر الناتجة من اضطرابات السوق.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً
٣٠	يقيم كفاءة وعدالة أنظمة التقاص وتسوية تعاملات الأوراق المالية.	مطبق جزئياً	مطبق جزئياً

ومن خلال عرض المتطلبات الواجب توافرها لكل معيار لوحظ عدم غياب عامل عدم تضارب المصالح عن أي من المجموعات المكونة لمعايير منظمة الأيسكو نظراً لأهميته القصوى والعواقب الوخيمة لعدم أخذه في الاعتبار في زعزعة الثقة بنزاهة السوق والتي تم، إلى حد ما، تجاهلها في التشريعات الكويتية. وكذلك الأمر بالنسبة لمعايير الحوكمة العالمية التي لم تلق أيضاً اهتماماً من قبل الجهات التشريعية الاقتصادية الكويتية. وتعتبر حوكمة إدارة السوق ممثلة بتكوين لجنة السوق وحوكمة الشركة الكويتية للمقاصة أكبر دليل على عدم مراعاة عامل تعارض المصالح. لذلك تصدرت التوصيات المقدمة في هذه الدراسة الإلغاء الفوري للجنة السوق وإحلالها بمجلس إدارة يحتوي على تمثيل عادل للوسطاء والأعضاء المستقلين وتعديل مجلس إدارة شركة المقاصة الكويتية لتحتوي على نسبة من الأعضاء المستقلين.

وتعتبر المجموعة الأولى من أهم المجموعات كونها تتعلق بتقييم كفاءة الجهاز الرقابي. وبسبب عدم وجود هيئة رقابية مستقلة مختصة حكومية، حصلت دولة الكويت على تقييم "غير مطبق" لهذه المجموعة التي يندرج تحتها خمسة معايير ذات أهمية كبرى. لذلك يعتبر توحيد جهة الرقابة وإنشاء جهاز رقابي مستقل آخذاً بالاعتبار الموصفات التي تطلبتها المعايير الدولية وعامل الاستقلالية من أهم الأولويات لمعالجة أغلبية أوجه القصور المرتبطة بأسواق الأوراق المالية. وأوصت الدراسة بضرورة الإسراع في تجريم كثير من الممارسات الخاطئة الشائع ارتكابها في السوق. وتم التطرق أيضاً إلى وصف بعض أشكال الممارسات التي يرتكبها الوسطاء ومديرو الاستثمار في الأسواق، التي كشفت الدراسات عن وجود أدلة على ممارستها في معظم الأسواق العالمية.

جدول رقم (٦)

ملخص لأهم التوصيات الواردة في الدراسة لكل مجموعة

المجموعة الأولى كفاءة الجهاز الرقابي	* تمرير قانون متكامل لتنظيم السوق المالي وفق المعايير الدولية وإنشاء هيئة رقابية مستقلة تتوحد رقابة السوق المالي تحت مظلتها كحل جوهري لمشكلة تشتت وتداخل الأجهزة الرقابية. * منح الجهاز الرقابي جميع الصلاحيات والاختصاصات اللازمة كسلطة التفتيش. * تحديد أهداف واضحة للجهاز الرقابي يأتي في مقدمتها حماية المستثمرين. * وضع قواعد عامة بالقانون تحول دون وجود أي تعارض بالمصالح كما يجب أن يشترط التفرد في موظفي الجهاز الرقابي. * تجهيز الجهاز الرقابي بطاقم مؤهل مدرب متخصص. * منح الجهاز الرقابي سلطة إصدار اللوائح والقرارات اللازمة. * وضع نصوص قانونية عامة لتنظيم مبدأ تعارض المصالح والسلوك الأخلاقي والمهني لمعالجة القصور في التشريعات الحالية وأن يتم إصدار لائحة تفصيلية. * تجريم وحظر الإفصاح عن أية معلومات غير معلنة تخص الجهاز الرقابي. * تجريم الممارسات الخاطئة بكافة أشكالها.
المجموعة الثانية كفاءة البورصة والمؤسسات ذات التنظيم الذاتي	* إخضاع إدارة البورصة وإدارة شركة المقاصة لرقابة جهاز رقابي متخصص مستقل. * نقل سلطة منح تراخيص البورصات من وزارة التجارة إلى سلطة الجهاز الرقابي. * يجب ألا يتم منح ترخيص بمزاولة أعمال البورصة إلا بعد التأكد من عامل الأهلية. * يجب أن يتم تنظيم جميع عمليات تداول الأوراق المالية التي تتم خارج نطاق السوق الرسمية وإخضاعها لسلطة الجهاز الرقابي. * فرض معايير الحوكمة على مجالس إدارات البورصات بما يسمح بتمثيل الوسطاء والأعضاء المستقلين.
المجموعة الثالثة كفاءة نظام العقوبات والسلطات الرقابية المتعلقة بالتحقيق والتفتيش	* منح الجهاز الرقابي سلطة إجراء التحريات للكشف عن الجرائم المتعلقة بالسوق وسلطات الفحص والتفتيش على سجلات مديري الأصول وشركات الوساطة وصناديق الاستثمار. * وضع نظام عقوبات مرنة وصارم كفيل بردع الممارسات الخاطئة. * إنشاء نيابة أسواق المال لتكون الجهة المتخصصة وصاحبة الحق بإجراء عمليات التحقيق للكشف عن الجرائم التزاماً بالنصوص الدستورية.

تابع / جدول رقم (٦) ملخص لأهم التوصيات الواردة في الدراسة لكل مجموعة

المجموعة الرابعة *	الدخول في اتفاقيات وتوقيع مذكرات تفاهم مع هيئات رقابية عالمية واقليمية كفاءة نظام التعاون ومؤسسات أجنبية مثيلة.
مع الأجهزة	* التعاون مع الأجهزة الرقابية المثيلة في إجراءات الكشف عن حالات التلاعب
الرقابية المماثلة	والممارسات الخاطئة.
المجموعة	* تعزيز مبادئ العدالة والشفافية بموجب النصوص القانونية.
الخامسة	* وضع النصوص القانونية الكفيلة بحماية حقوق الأقلية.
كفاءة معايير	* تعزيز الشفافية والإفصاح ومراعاة أهمية توقيت الإفصاح.
الإفصاح	* إعادة النظر بمحتويات نشرات الإصدار وفرض تفاصيل أكبر خاصة فيما يتعلق
والشفافية	بالبائانات غير المالية.
	* فرض نشرات اكتتاب لزيادات رؤوس الأموال.
	* فرض تشريع متكامل لتنظيم عمليات إعادة الهيكلة كالدمج والاستحواذ.
	* فرض لائحة متكاملة للحوكمة.
	* إنشاء جهاز مستقل لمراقبة مراقبي الحسابات وجودة معايير التدقيق.
المجموعة	* إخضاع كل العمليات المتعلقة بالصناديق الاستثمارية لإشراف الجهاز الرقابي
السادسة	المتخصص الجديد بما في ذلك عمليات الترخيص والرقابة والتفتيش والتدقيق.
كفاءة عمل وآلية	* تعديل وتحديث القوانين واللوائح المنظمة لعمل الصناديق الاستثمارية.
صناديق	* إخضاع مديري الصناديق لإشراف ورقابة الجهاز الرقابي.
الاستثمار	* فرض معايير خاصة بقياس أداء الصناديق كتلك الصادرة عن جمعية أبحاث
	إدارة الاستثمار AIMR.
	* يجب أن تشترط نشرة الإصدار السياسة الاستثمارية الخاصة بالصندوق.
	* تدريب مفتشين متخصصين من ذوي الخبرة على عمليات التفتيش والرقابة على
	الصناديق الاستثمارية.
	* مراعاة مبدأ عدم تعارض المصالح بين الأنشطة الاستثمارية ذات العلاقة بالصناديق
	كأمين حفظ وحدات الصندوق لتلافي الصفقات غير السليمة Self Dealing Practices.
المجموعة السابعة *	فرض متطلبات دنيا للوسطاء من حيث الخبرة والمهارة والنزاهة وأخلاقيات المهنة.
كفاءة اللوائح	* اشتراط تحديث دوري للبيانات الخاصة بالترخيص للتأكد من استمرار الأهلية.
والإجراءات المنظمة	* فرض حدود دنيا لكفاية راس المال لشركات الوساطة.
لعمل مديري الأصول	* فرض وجود ضابط للالتزام القانوني.
والوسطاء	* يجب أن يحتفظ الوسطاء بسجلات ومستندات لتوثيق جميع العمليات والصفقات
	لتكون مرجعية لعمليات التفتيش والتدقيق.

تابع / جدول رقم (٦) ملخص لأهم التوصيات الواردة في الدراسة لكل مجموعة

* فرض لائحة للسلوك المهني والأخلاقي على الوسطاء والمديرين.
* الفصل بين جميع الأنشطة المتعلقة بأعمال الوساطة وإدارة الأصول ووضع تعاريف واضحة لكل نشاط.
* فرض عقوبات صارمة على الممارسات الخاطئة الصادرة عن الوسطاء ومديري الأصول.

المجموعة الثامنة * يجب فرض رقابة على جميع عمليات التداول على الأوراق المالية غير المدرجة في كفاءة عمل السوق الرسمية ووضع ضوابط خاصة بها في الإطار القانوني.
* الأسواق الثانوية * خلق نظام للحفظ المركزي للأوراق المالية لجميع الشركات التي تتطلب حماية لمستثمريها.
* خلق أنظمة رقابية ذات كفاءة عالية داخل الأسواق الثانوية.
* تقوية آلية الرقابة داخل السوق على الصفقات المشبوهة والممارسات الخاطئة.

المصدر: التوصيات المقدمة من الباحث بناء على نتائج الدراسة الميدانية والتحليلية.

بالإضافة إلى ما سبق، قامت الدراسة بوضع عدد من التوصيات لكل معيار أو مجموعة من المعايير على حدة بهدف معالجة أوجه القصور ونقاط الضعف في السوق، ويحتوي جدول رقم (٦) على ملخص لأهم هذه التوصيات. كما تناولت طرح عدد من الأسباب المحتملة لتأخر إنشاء الهيئة الرقابية في دولة الكويت حتى الآن. وراعت التوصيات الموضوعية في الدراسة تبني معايير ومبادئ الحوكمة العالمية بما ينسجم مع المعايير التي أوصت بها المنظمة العالمية للحوكمة OCGN المبنية على تحقيق عاملي الشفافية والعدالة. وفي النهاية توصي هذه الدراسة بالإسراع في توفير الحماية اللازمة لأموال المستثمرين عن طريق تعديل التشريعات والقوانين بما ينسجم مع المبادئ العالمية. كما توصي بأن تتم عملية التغيير تدريجياً حتى لا يكون لها عواقب وخيمة عن طريق وجود مرحلة انتقالية يتم من خلالها نقل السلطات الرقابية إلى الهيئة الرقابية الجديدة لتحقيق أسواق مالية متينة ولتعزيز خلق بيئة استثمارية آمنة (Ibrahim, 2006).

٦ - الدراسات المستقبلية:

- * مقارنة بين دول الخليج من حيث مدى التزام المعايير العالمية وكشف أوجه الضعف وأوجه القوة للأسواق الخليجية مقارنة بأفضل الممارسات المتبعة دولياً.
- * بحث مدى وجود الظواهر المرتبطة بالممارسات الخاطئة، التي كشفت الأدبيات السابقة ما يؤكد ارتكابها في الأسواق العالمية، وفي أسواق المنطقة كظاهرة التسابق مع العميل (Front running) التي عادة ما يرتكبها الوسطاء، وظاهرة صفقات الجهات الحليفة (Self dealing) التي يرتكبها وكلاء الاكتتاب من خلال الإصدارات العامة للشركات الجديدة التابعة لهم. ويمكن الكشف عن هذه الظاهرة بمقارنة أداء الشركات التي تدار إصدارات أسهمها من قبل شركات حليفة لها مع الشركات التي يدير إصداراتها جهات مستقلة عنها.
- * مقارنة مسودات القوانين المقترحة لتنظيم السوق المالي ومدى التزامهم مع المعايير العالمية لمنظمة الأيسكو وأفضل الممارسات العالمية.
- * دراسة ميدانية لأداء شركات الوساطة في دولة الكويت وتأثير القيود القانونية على أدائهم.
- * دراسة مدى ارتكاب الممارسات الخاطئة ذات العلاقة بالصناديق الاستثمارية كظاهرة تصريف الإصدارات السيئة Dumping Ground Hypothesis.
- * دراسة ممارسات الحوكمة المتبعة من قبل الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية والشركات في دولة الكويت ومدى التزامها بالمعايير العالمية ومدى وجود نصوص قانونية تلزم تطبيقها.
- * بحث مدى دستورية عمل لجنة السوق وفقاً لما تم إثارته في هذا البحث، ومدى دستورية مرسوم رقم ١٥٨ الصادر في ٢٠٠٥م بشأن تعديل مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية ١٩٨٣م.

المراجع

أولاً - المراجع العربية:

- ديوان المحاسبة، (مارس ٢٠٠٧م)، "تقرير ديوان المحاسبة بشأن تكليف مجلس الأمة بتدقيق ومراجعة أعمال سوق الكويت للأوراق المالية".

ثانياً - المراجع الأجنبية:

- Ahmed S. A., & Schneible, A. R. (2004), Did Regulation Fair Disclosure Level the Playing Field? Evidence from an Analysis of Changes in Trading Volume and Stock Price Reactions to Earnings Announcements. American Accounting Association. Social Science Series Network Working Paper.
- Argandoa, Antonio. (2004), Conflicts of Interest: The Ethical Viewpoint. March, 2004. University of Navarra IESE Business School WP No. 552. and El paradigma de la ética económica y financiera. Madrid: Marcial Pons, 2006, pp. 33-55.
- Black, S. Bernard. (2001), The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. UCLA Law Review, Volume 48, pp. 781-855.
- Boehmer, Beatrice, Boehmer, Ekkehart & Fishe, Pat. (2006), Do Institutions Receive More Favorable Allocations in IPOs with Better Long Run Market Performance? Journal of Financial and Quantitative Analysis Volume, 41, pp. 809-828.
- Carnaghan, Carla, & Jha, Ranjini. (2003), The Effects of Regulation Fair Disclosure on Management Forecast, Social Science Series Network Working Paper.
- Cervellati, E. Maria, & Della Bina C. F. Antonio. (2005), Analysts Recommendations and Conflict of Interest. Working Paper.
- Chan, K. Louis, Karceski, Jason & Lakonishok, Josef. September. (2005), Analysts Conflict of Interest and Biases in Earnings Forecasts. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Forthcoming.

- Elliott, Jennifer, & Carvajal, A. Ana. November. (2007)m Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis. International Monetary Fund Working Paper No. 07/259.
- Ghose, Anindya. (2006), Information Disclosure and Regulatory Compliance: Economic Issues and Research Directions: Managing Information Assurance in Financial Services. H.R Rao, M.Gupta and S. Upadhyaya editions, Idea Group.
- Greenstone, Michael, Oyer, P., & Jorgensen, V. Annette. (2006), The Value of Knowing. Regulation, Volume 29, Issue 2, pp. 52-61.
- Greenblatt, Joel. (1997), You Can be a Stock Market Genius even If You Are Not Smart. Simon & Schuster, New York.
- Grout, A. Paul, & Zalewska, Anna. April. (2006), The Impact of Regulation on Market Risk. Journal of Financial Economics, Volume 80, Issue 1, pp. 149-184.
- Ibrahim, A., Ali. (2006), Developing Governance and Regulation for Emerging Capital and Securities Markets. Georgetown Law, Georgetown Law Graduate Paper Series, paper 2.
- International Monetary Fund & World Bank. April. (2002), Experience with the Assessments of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation under the Financial Sector Assessment Program.
- International Monetary Fund & World Bank. May. (2004), Kuwait: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Banking Supervision, Securities Regulation, Anti-Money Laundering and Combating the Financing of Terrorism. IMF Country Report No. 04/151.
- International Monetary Fund & World Bank. October. (2004), Kuwait: Financial Sector Assessment Program?Detailed Assessments of Observance of Standards and Codes?International Organization of Securities Commission (IOSCO?Objectives and Principles Securities Regulation. IMF Country Report No. 04/352.
- International Organization of Securities Commissions. May. (2003), Objectives and Principles of Securities Regulation. OICU-IOSCO.

- James, Christopher, & Karceski, Jason. (2006), Strength of analyst coverage following IPOs. *Journal of Financial Economics* Volume 82, pp. 1-34..
- La Porta, Rafael, De Silanes, Florencio, & Shleifer, Andrei. (2006), What works in Securities Law. *Journal of Finance*, Volume 61, Issue 1, pp. 1-32.
- Littleton, A. C. (1933), *Accounting Evolution to 1900*. American Institute Publishing, New York.
- Liu, Zhen. 2007. Fair Disclosure and Investor Asymmetric Awareness in Stock Markets. Working Paper.
- Mitton, T. (2002), A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* Volume 64, pp 215-241.
- Ritter, Jay, & Donghang Zhang. November (2007), Affiliated Mutual Funds and the Allocation of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, No. 2, pp. 337-368.
- Waymire, Gregory, & Barton, Jan. December (2004), Investor Protection under Unregulated Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 38, pp. 65-116.
- Womack, L. Kent, Michaely, Rony. (1999), Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations, *The Review of Financial Studies*, Special Spring 1999, Vol. 12, pp. 653-686.
- Zingales, Luigi. (2004), The Costs and Benefits of Financial Market Regulation. European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law No. 21/2004.