

التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية

وآثاره الاقتصادية

(دراسة مقارنة)

دكتور

أحمد عبدالصبور عبدالكريم أحمد

أستاذ المالية العامة المساعد

بكلية القانون - جامعة الشارقة

وكلية الحقوق - جامعة أسيوط

ملخص البحث

باتت البورصات تشغل حيزا كبيرا من اقتصاد الدول والأفراد، ومن ثمّ صار لقضاياها أهمية كبيرة على المستويين المحلي والعالمي، ومن أبرز هذه القضايا الممارسات غير المشروعة التي تقع بها، لاسيما عمليات التلاعب بأسعار الأوراق المالية التي تتم من خلال التأثير على آلية السوق بطرق مصطنعة ووسائل احتيالية، فتحدد أسعار الأوراق المالية بطريقة غير عادلة، لا تعكس القيمة الحقيقية لها، وذلك كله لتحقيق أرباح طائلة على حساب باقي المتعاملين في السوق، وتتعدد صور وطرق التلاعب لدرجة أنه لا يمكن لهذه الصور أو تلك الطرق أن تقع تحت حصر، وذلك بسبب ما تتميز به من تغير وتطور مستمرين، وهو ما جعل جُلّ التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية لا تذكر صورا محددة للتلاعب، وإنما اكتفت بذكر الضوابط التي تجعل المعاملة نوعا من أنواع التلاعب، ولا يقتصر التلاعب على البورصات الناشئة فحسب، بل يوجد في البورصات المتقدمة والناشئة على السواء، ويترتب عليه العديد من الآثار الاقتصادية الضارة، إذ يؤثر على حسن سير العمل بالبورصات وسلامة التعاملات فيها، كما أن له تأثيرا سلبيا على المستوى العام لأداء البورصات وعلى المتعاملين فيها، وكذلك على الاقتصادات القومية، وعلى الرغم من الآثار السيئة للتلاعب - سواء على البورصات، أو المتعاملين فيها، أو الاقتصادات القومية - فإنه لم يلق ما يستحقه من الدراسات الأكاديمية، وفي هذا الإطار يأتي هذا البحث الذي يتناول موضوع التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية، وهو يتكون من مقدمة، وفصلين، ويتبعهما خاتمة، فأما المقدمة فتضمنت التعرف بموضوع البحث، وإشكاليته، وفرضياته، وأهدافه، وأهميته، ومنهجه، وخطة الدراسة به، وأما الفصل الأول منه تتناول موضوع التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، وذلك في أربعة مباحث، اختص المبحث الأول منها ببيان مفهوم التلاعب، وتناول المبحث الثاني صور التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، وفرق المبحث الثالث بين التلاعب والمضاربة بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، وبين

المبحث الرابع الحكم الشرعي للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، وأما الفصل الثاني، فتناول الآثار الاقتصادية للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وطرق المكافحة في أربعة مباحث، تناولت الموضوعات التالية على الترتيب: أثر التلاعب بالأسعار على بورصة الأوراق المالية، وأثر التلاعب بالأسعار على المتداولين بالبورصة، وأثر التلاعب بالأسعار على الاقتصاد القومي، وطرق مكافحة التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، وأخيرا فقد احتوت خاتمة البحث على أهم ما توصل إليه البحث من نتائج وما أوصى به من توصيات.

الكلمات المفتاحية: بورصة الأوراق المالية- التلاعب- المضاربة- الآثار الاقتصادية.

Abstract

Stock Exchanges have occupied a great portion of the countries and individuals economy; therefore their issues have great important nationally and internationally. One of these issues is illegal practices that take place inside them especially manipulation of stocks which happens through effecting on the market mechanism with artificial ways and fraudulent means; therefore the prices of stocks are determined unfairly and don't reflect their true value and all of that for getting great profits at the expense of the other dealers, and these ways of manipulation are various and uncountable as they are changeable and develop continuously, therefore most of legislations of regulating capital markets don't mention definite types of manipulation but only mention standards that make transaction as a type of manipulation. That manipulation doesn't happen only in the emerging stocks markets but it takes place also in the advanced stocks, and this leads to many of harmful economical effects as it affects the proper functioning of

stocks and safety of transaction. It also has a negative effect on the public level of stocks performance and dealers with them, and also on national economies. In spite of the bad effects of manipulation either on stocks or dealers or national economies, it doesn't take enough academics studies. Therefore this research addresses the topic of manipulation in prices in capitals stock and its economical effect. This research consists of an introduction and two chapters that followed by a conclusion. The introduction involved: introducing the research topic, statement of the research problem, its hypotheses, aims, significance, curriculum and its study plan. The first chapter addresses the subject of manipulation in prices in capitals stock, it includes four sections: the first section is about indicating concept of manipulation, the second section indicates of the forms of manipulation in prices in capitals stock, the third section indicates the difference between manipulation and speculation of prices in stock exchange, the fourth section is about Price manipulation in Islamic law. The second chapter

addresses economical effects of manipulation of prices in stock exchange and the ways of facing, this chapter was divided into four sections that addressed the following subjects: effects of manipulation in prices on stock exchange, effects of manipulation in prices on the dealers and effects of manipulation in prices on the national economy and the ways of facing manipulation of prices in stock exchange. Finally the conclusion addressed results of the research and recommendations.

Keywords: Stock Exchange, Manipulation, Speculation, Economical Effects.

المقدمة

التعريف بموضوع البحث:

تحتل الأسواق المالية (Financial Markets) مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال لتمويل التنمية الاقتصادية، فنتيجة لتطور حجم المشروعات، وتنوع أنشطتها، وانفصال الملكية عن الإدارة، تزايدت حاجة المشروعات للأموال، فظهرت الأسواق المالية لتقوم- من خلال الأصول المالية (Financial Assets) من أسهم، وسندات، وغيرها من الأوراق المالية- بتحويل الموارد المالية الفائضة من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا ماليا، ولديها فرص استثمارية، وبذلك تم تسخير القطاع المالي لخدمة القطاع الاقتصادي، في شكل مشروعات اقتصادية حقيقية.

وتنقسم سوق المال بصفة عامة إلى قسمين رئيسيين: الأول هو سوق النقد (Monetary Market) والثاني هو سوق رأس المال (Capital Market)، وتعرف سوق النقد بأنها السوق التي من خلالها يمكن الحصول على القروض قصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكان ذلك من خلال عقد القرض المباشر، أم بإصدار الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تتميز بسيولتها العالية، أي التي يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة، مثل أذون الخزانة، والأوراق التجارية، وشهادات الإيداع القابلة للتداول.

وأما سوق رأس المال فهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أم ملكية كالأسهم، وتنقسم سوق رأس المال بدورها إلى سوقين رئيسيين هما: سوق رأس المال من غير طريق الأوراق المالية وسوق الأوراق المالية.

وتشتمل سوق رأس المال من غير طريق الأوراق المالية على الأجهزة التي تقوم بعمليات الإقراض والاقتراض متوسط وطويل الأجل، وتنقسم مؤسساته إلى نوعين: أولهما المؤسسات المصرفية (مثل البنوك العقارية، والبنوك الزراعية، والبنوك الصناعية، والبنوك الاستثمارية)، والآخر المؤسسات غير المصرفية (مثل شركات التأمين، وهيئات التأمين الاجتماعي، وصناديق التأمين الخاصة، وشركات الاستثمار، وشركات توظيف الأموال).

فأما سوق الأوراق المالية فهي تلك السوق التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية من أسهم، وسندات، وأوراق مالية أخرى، ويتم التعامل فيها لأجل طويلة ومتوسطة، مما يساعد على تشجيع الاستثمار. إذ تقوم سوق الأوراق المالية بتجميع المدخرات للاستخدام في المجال الاستثماري من خلال توجيهها لتكوين رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء المشروعات الجديدة، أو لزيادة حجم القائم منها، وهي تتكون من سوقين، هما:

الأولى: السوق الأولية (Primary Market)، وهي السوق التي يتم فيها طرح الأسهم والسندات لأول مرة، أي الاكتتاب في الأوراق المالية الجديدة التي لم

يتم تداولها من قبل، ولذلك يكون البائع في هذه السوق هو المنشأة المصدرة للأوراق، وتُعرف هذه السوق أيضا باسم "سوق الإصدار"، وقد يتعلّق الاكتتاب في هذه السوق بالأسهم الممثلة لرأس مال الشركة عند التأسيس أو عند زيادة رأس مالها بعد التأسيس، كما قد يتعلّق بالسندات عند إصدارها، سواء كانت صادرة عن شركة أو عن أحد الأشخاص الاعتبارية العامة التي يحق لها هذا الإصدار.

والأسواق الأولية ليست أسواقا بمعنى الكلمة، وإنما هي العمليات التي يتم فيها بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية.

الثانية: السوق الثانوية (Secondary Market)، وهي السوق التي يجرى فيها التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وبمعنى آخر يتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية بين المستثمرين ولا علاقة للجهة المصدرة بذلك؛ إذ سبق أن باعتها في السوق الأولية، ولذلك يطلق على هذه السوق أيضا اسم "سوق التداول"، وهي تمثل الوجه الآخر للسوق الأولية؛ وذلك لأن خلق الأدوات المالية المناسبة وتعددتها لا يشكل إلا شرطا واحدا من شروط قيام ونمو سوق الأوراق المالية، فالسوق الثانوية هي السوق الفعلية التي تحمل مفهوم السوق، وتتحدد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية.

وهذه السوق إما أن تكون منظمة (Organized)، فتكون سوقا رسمية، ويطلق عليها البورصة، حيث يلتقي البائعون والمشترون في مكان واحد، وتكون

الأوراق المالية المتداولة فيها مستوفاة لشروط التسجيل ومسجلة، وإما أن تكون غير منظمة (Unorganized)، فتكون سوقا غير رسمية، يتم التعامل فيها على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية.

وتباشر بورصة الأوراق المالية عملها من خلال العديد من المؤسسات، سواء تلك المنظمة للسوق- أي التي تباشر دورا إشرافيا على السوق- أو تلك المتعاملة في السوق- أي التي يتم عقد الصفقات لحسابها- أو المؤسسات التي تقوم بنفسها بعقد العمليات لحساب غيرها، وتمثل المعلومات عصب التعامل في بورصة الأوراق المالية، فلكي يتخذ المستثمر القرار الاستثماري السليم يجب أن تتوفر لديه كافة المعلومات التي يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية محل التعامل، سواء كان التعامل بيعا أو شراء.

وتعتبر الأوراق المالية (Securities)- خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال- السلعة الرئيسية المتداولة في البورصة، وتمثل الورقة المالية صكا يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد، أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا.

وما يهمنا في هذا البحث، من مكونات سوق المال، هو بورصة الأوراق المالية (Stock Market)، أي السوق الثانوية المنظمة والرسمية، وقد قيل في أصل كلمة بورصة أنها ترجع إلى فندق في مدينة (بروج) البلجيكية كانت تُزِن

واجهته بشعار عملة، وهو عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود، دلالة على مهنة صاحب الفندق، وهذا الفندق يجتمع فيه عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف أعمالهم، كما قيل إنها ترجع إلى اسم رجل بلجيكي اسمه Vander Bourse) كان تجار المدينة يجتمعون في فندقه.

ويتم تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة وفقا لقانون الطلب والعرض، بشكل يؤدي من خلال تفاعلها إلى تحديد الأسعار العادلة لها، والتي يتم التعامل بها بيعا وشراء في البورصة، فالسعر الذي تُباع به الورقة المالية أو تُسْتَرى يجب أن يتوقف على القوى النسبية لعرض وطلب الورقة المالية في فترة معينة، والتي تتوقف بدورها على المعلومات المحاسبية والمعلومات المعلنة عن الشركة.

ومع ذلك فإن الواقع قد يحمل في طياته في بعض الأحيان نمطا معاكسا تماما، ففي سبيل الكسب السريع والمضمون قد يعتمد بعض المتداولين في البورصة أو بعض الجهات التي يتعلق عملها ببورصة الأوراق المالية- إلى التأثير أو محاولة التأثير على البورصة لتحقيق هذا الربح الذي لا يكون نتيجة لتفاعل قوى الطلب والعرض، بل يكون سببه الارتفاع أو الانخفاض المفعل لأسعار الأوراق المالية، وتكون الصورة المثلّية لذلك هي التلاعب بأسعار هذه الأوراق، أي التأثير على آلية السوق بطرق مصطنعة ووسائل احتيالية، فتتحدد أسعار الأوراق المالية بطريقة غير عادلة، لا تعكس القيمة الحقيقية لها، وذلك كله لتحقيق أرباح طائلة

على حساب باقي المتعاملين في السوق.

ويمكن القول بأن التلاعب بالأسعار في بورصات الأوراق المالية قد ظهر متأخرا نسبيا مقارنة بالتلاعب في أسعار السلع والخدمات في الأسواق المختلفة، من خلال التعاملات المضللة من بعض المستثمرين للتأثير على سعر السلعة، أو الخدمة، أو الكميات الحقيقية المعروضة أو المطلوبة منها، فالتعاملات التي من الممكن أن تؤثر على آلية الطلب والعرض تؤثر على الأسعار التي تباع بها السلع والخدمات، فيقوم هؤلاء المتلاعبون بالشراء عندما ينخفض السعر، ويبيعون عندما يرتفع السعر، ويحققون من وراء ذلك أرباحا كبيرة تتمثل في الفرق ما بين سعر الشراء وسعر البيع.

لذلك فأول ظهور للتلاعب كان من جانب التجار في أسواق السلع والخدمات الحقيقية الذين كانوا يشترون كميات كبيرة من بعض السلع المعروضة في السوق؛ لذلك يقل المعروض من هذه السلع في السوق؛ فيرتفع السعر؛ فيسارع هؤلاء التجار ببيعها ويجنون أرباحا كبيرة تتمثل في الفرق ما بين سعر الشراء وسعر البيع.

وبعد وقت قصير من تأسيس بورصة أمستردام بهولندا عام ١٦٠٢م، أدرك بعض المتعاملين فيها أن بإمكانهم تحقيق أرباح رأسمالية كبيرة من خلال التلاعب بأسعار الأسهم، ثم تطور الأمر بعد ذلك، حيث بدأ تنفيذ هذا التلاعب من خلال مجموعة من المستثمرين، يتعاونون مع بعضهم البعض، فينتفون على بيع ما بحوزتهم من ورقة مالية معينة؛ فينخفض السعر نتيجة لزيادة الكميات المعروضة

منها؛ فيسارع أغلب المستثمرين ببيع ما بحوزتهم من هذه الورقة المالية؛ فيقوم هولاء المتلاعبون بشراء ما سبق أن باعوه منها بأسعار منخفضة أقل بكثير من الأسعار التي باعوا بها من قبل.

وفي القرن الماضي كثر استخدام التلاعب في مجال الأسواق المالية، لدرجة أن أي تغيير حاد في سعر ورقة مالية معينة قد يثير حوله الشك بوجود حالة من حالات التلاعب بالأسعار، لذلك فقد عكفت السلطات المختصة في الدول المختلفة على تحديد ما يعد مشروعاً وما يعد غير مشروع من تصرفات المستثمرين، ويحتاج هذا التحديد في الغالب إلى الكثير من الموضوعية والمهنية حتى يتم بصورة فعالة.

إشكالية البحث:

على الرغم من أن تشريعات أسواق الأوراق المالية في العالم تبدو أفضل حالا مما كانت عليه في السابق في شأن مكافحة عمليات التلاعب في البورصة، فإن تلك العمليات غير القانونية مازالت تأخذ حيزاً من جهد ووقت جهات التحقيق ورجال القضاء، فالتلاعب بأسعار الأسهم أمر شائع وواسع الانتشار في البورصات العالمية، فهي من الجرائم التي يرتكبها عادة أصحاب النفوذ وبمبالغ ضخمة، ومع ذلك تثار دائماً إشكالية تحديد المقصود بالتلاعب، وبيان صوره، وحكمه الشرعي والقانوني بسبب تعدد أساليبه وتطورها المستمر، وكذلك بسبب

ندرة الكتابات التي تتناوله على الرغم من الآثار الاقتصادية الضارة التي تترتب عليه، وفي هذا الإطار يأتي هذا البحث الذي يحاول الإجابة على إشكالية محددة، تتمثل في تحديد ماهية التلاعب وصوره، وحكمه، والآثار الاقتصادية المترتبة عليه.

فرضيات البحث:

تأسيسا على مشكلة البحث فإنه يسعى إلى اختبار صحة فرضية محددة، تتلخص في أن التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية من أهم صور الممارسات غير المشروعة التي تتم في البورصات، ويترتب عليه كثير من الآثار الاقتصادية الضارة على صغار المستثمرين، وعلى الشركات المصدرة للأوراق المالية، وعلى البورصة وعلى الاقتصاد الوطني ككل.

أهداف البحث:

يمكن تلخيص أهداف هذا البحث فيما يلي:

- التعريف بمفهوم التلاعب في بورصة الأوراق المالية.
- التفريق بين التلاعب بالأسعار والمضاربة في بورصة الأوراق المالية.
- بيان صور التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية.
- بيان موقف الشريعة الإسلامية والقوانين الوضعية من التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية.

■ تحديد وتحليل الآثار الاقتصادية للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، سواء على البورصة ذاتها، أو على المتداولين فيها، أو على الاقتصاد القومي ككل.

■ تقديم آليات محددة للحد من التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية.
أهمية البحث:

لم يلق موضوع التلاعب بأسعار الأوراق المالية بالبورصات ما يستحقه من الدراسات الأكاديمية، رغم ما له من آثار سيئة تلحق الضرر بصغار المستثمرين والبورصات والاقتصادات الوطنية، ورغم ازدياد التلاعب وانتشاره في الآونة الأخيرة لدرجة أنه أضحى سمة من السمات التي تميز البورصات، ومن هنا تأتي أهمية هذا البحث الذي يتناول موضوع التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية والآثار الاقتصادية التي يخلفها، كذلك تتمثل أهمية البحث في بيانه لموقف الشريعة الإسلامية والقوانين الوضعية من موضوع التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، لتحديد أفضل الأطر القانونية للحد من التلاعب وضبطه حال وقوعه وإنزال العقاب بمرتكبيه، كما تبرز أهمية البحث من خلال محاولته تحديد وصياغة آليات للحد من التلاعب بالأسعار في بورصات الأوراق المالية؛ وذلك لحماية صغار المستثمرين، والحفاظ على البورصات من الهزات العنيفة وفقدان الثقة بها بسبب حالات التلاعب بالأسعار.

منهج البحث:

اعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي، والمنهج التأسيلي المقارن،

والمنهج الاستقرائي:

- المنهج الوصفي التحليلي: هو المنهج الذي اعتمد عليه الباحث بشكل أساسي، إذ قام الباحث بتحليل المعلومات التي أتاحت له في موضوع البحث من المصادر المعتمدة تحليلًا دقيقًا من أجل الخروج بنتائج علمية دقيقة؛ وتقديم توصيات محددة وممكنة.

- المنهج التأسيلي المقارن: استخدم هذا المنهج لبيان موقف كل من الشريعة الإسلامية والقوانين الوضعية فيما يتعلق بالتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، ومدى تطابق موقف القوانين الوضعية مع أحكام الشريعة الإسلامية في هذا الصدد.

- المنهج الاستقرائي: استعنت بهذا المنهج من خلال عرض بعض حالات التلاعب بالأسعار في بورصات الأوراق المالية في بعض الدول؛ وذلك لتدعيم الجانب النظري في البحث بتطبيقات عملية، تفيد في اختبار الفرضيات التي تم عرضها في بداية البحث.

خطة البحث:

يتكون البحث من مقدمة، وفصلين، يتبعهما خاتمة، تضمنت المقدمة التعريف بموضوع البحث، وإشكاليته، وفرضياته، وأهدافه، وأهميته، ومنهجه، وخطة الدراسة به، فأما الفصل الأول منه فتناول موضوع التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، وذلك في أربعة مباحث، اختص المبحث الأول منها ببيان مفهوم التلاعب، وتناول المبحث الثاني صور التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، وفرق المبحث الثالث بين التلاعب والمضاربة بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، وبين المبحث الرابع الحكم الشرعي للتلاعب بالأسعار في

بورصة الأوراق المالية، وأما الفصل الثاني، فنحاول الآثار الاقتصادية للتلاعب
بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وطرق المكافحة، وذلك في أربعة مباحث
تناولت الموضوعات التالية على الترتيب: أثر التلاعب بالأسعار على بورصة
الأوراق المالية، وأثر التلاعب بالأسعار على المتداولين بالبورصة، وأثر التلاعب
بالأسعار على الاقتصاد القومي، وطرق مكافحة التلاعب بالأسعار في بورصة
الأوراق المالية، وأخيرا فقد احتوت خاتمة البحث على أهم ما توصل إليه البحث
من نتائج، وما أوصى به من توصيات.

الفصل الأول

التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية

تتسم بورصات الأوراق المالية بسمات أساسية، تشترك فيها كافة

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

البورصات في مختلف دول العالم، ومن هذه السمات التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، والذي يتزايد يوما بعد يوم بفعل العديد من العوامل، كالانقراض التكنولوجي، وتوفر التقنيات الميسرة لكل من يريد التعامل في البورصة، والتقدم العلمي في مجال الدراسات المالية، والتدهور الأخلاقي، وضعف الرقابة على بورصات الأوراق المالية، وظهور ما يعرف بالهندسة المالية.

وعلى الرغم من ارتباط التلاعب بظهور البورصات تقريبا، فإن العديد من النظم القانونية تحظر التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وتعاقب عليه، فإنه لا يوجد تعريف محدد للتلاعب بالأسعار يحظى بإجماع الباحثين، وقد يبدو ذلك غريبا في ظل ذلك التاريخ الطويل للتلاعب في الأسواق المالية العالمية، وفي ظل ذلك التنظيم القانوني للتلاعب في أغلب التشريعات المقارنة منذ عقود طويلة مضت، وقد تعددت التعاريف التي قيلت في التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، هذا فضلا عن تعدد الفئات المتعاملة في بورصة الأوراق المالية الذين يمكنهم التلاعب في السوق، بحسب الإمكانات التي يملكونها والمناصب التي يتقلدونها؛ وهم يلجأون - في سبيل الوصول إلى أهدافهم - إلى كل الوسائل والطرق الممكنة لتحقيقها؛ لذلك تتعدد صور التلاعب لدرجة أنه لا يمكن لهذه الصور أن تقع تحت حصر.

ونتيجة للارتباط الشديد بين بعض أشكال المضاربة والتلاعب بالأسعار، فإن الكثير من الخبراء يقسمون المضاربة في بورصة الأوراق المالية إلى مشروعة وغير مشروعة، وينفقون على أن التلاعب بالأسعار غير مشروع، ولكنهم يختلفون في تحديد طبيعة العلاقة بين المضاربة غير المشروعة والتلاعب.

ويختص هذا الفصل بتحديد الإطار المفاهيمي للتلاعب بالأسعار في

بورصة الأوراق المالية، فيبدأ بتحديد مفهومه وصوره، ثم يفرق بين التلاعب بالأسعار والمضاربة في بورصة الأوراق المالية، ثم يبيّن الحكم الشرعي للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، وذلك كله من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مفهوم التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية.

المبحث الثاني: صور التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية.

المبحث الثالث: الفرق بين التلاعب بالأسعار والمضاربة في بورصة الأوراق المالية.

المبحث الرابع: الحكم الشرعي للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية.

المبحث الأول

مفهوم التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية

سبق القول أنه لا يوجد تعريف محدد أو متفق عليه للتلاعب بالأسعار^(١)، وتوجد تعريفات مختلفة للتلاعب، وتحدد هذه التعريفات المقصود بالتلاعب، وسوف نخصص هذا المبحث لبيان المقصود بالتلاعب في اللغة والتشريع والفقه.

(١) التعريف اللغوي للتلاعب:

التلاعب في اللغة العربية مأخوذ من اللعب وهو ضد الجد، هذا في أصل الاستعمال، وللتلاعب معان أخرى، منها^(٢):

^{١-} ويبدو ذلك غريباً في ظل التاريخ الطويل لجريمة التلاعب بالأسعار، فعلى سبيل المثال يعتبر من أشهر المحاكمات التي تمت في مجال التلاعب بالأسعار ما تم خلال الحروب النابليونية من محاكمة مجموعة من الأفراد اشتركوا في نشر وترويج إشاعات كاذبة حول وفاة نابليون ودخول الحلفاء باريس، بغية التأثير في أسعار الأوراق المالية، كذلك ما قضت به محكمة مجلس الملك في إنجلترا من تجريم لفاعل التآمر لرفع أسعار الأوراق المالية الحكومية عن طريق نشر إشاعات كاذبة، لما يقرب عليه من أضرار تصيب المشتريين، لمزيد من التفاصيل راجع:

- Baxt, R., H.A.J. Ford, and A. Black: Securities Industry Law (5th edition, Butterworths, Sydney), 1996.

^{٢-} انظر المعنى اللغوي عند:

- ابن منظور: لسان العرب، ج ١ ص ٧٣٩. ج ٨ ص ٦٣، ج ١١ ص ١٨٤.

- ابن الأثير: الفائق في غريب الحديث، ج ٣ ص ٣١٧.

- الفيروز آبادي: القاموس المحيط، ج ١ ص ٧٤٤.

- مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

- السير يقوم إلى وجهة لم يقصدها، كما في حديث تميم والجساسة عندما قال: فلعب بنا الموج شهراً، قال ابن منظور " سمي اضطراب الموج لعباً لما لم يسر بهم إلى الوجه الذي أردوه".
- التحيل أو الاحتيال، قال ابن سيده: " الاحتيال والتحول والتَّحِيلُ كل ذلك الحذق، وجودة النظر، والقدرة على دقة التصرف".
- الخداع: وهو إظهار الإنسان خلاف ما يبطن.
- الغش: وهو نقيض النصح، وإظهار خلاف ما يضمرة الإنسان.
- ويرى البعض^(٣) أن الرابط بين كل هذه المعاني اللغوية هو البعد السلبي غير السوي للتلاعب، والنية السيئة من خلال تحقيق مصلحة خاصة على حساب إلحاق الضرر بالآخرين.

ومصطلح التلاعب في اللغة الإنجليزية هو ترجمة للمصطلح (Manipulation) الذي يعني التلاعب، والمضاربة والمناورة في السوق التجارية للتأثير في الأسعار، ومنها المتلاعب (Manipulator) (٤)، أو أنه عبارة عن "مناورة تهدف إلى خداع"^(٥)، كما يعني السيطرة والتأثير على شخص ما واستغلاله من خلال طرق حاسمة وغادرة بهدف تحقيق فوائد^(٦)، كما يستخدم هذا المصطلح

^٢- د. سعيد بوهراوة: التلاعب في الأسواق المالية- عرض تحليلي نقدي، بحث مقدم إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ٢٣- ٢٧ شوال ١٤٣١هـ الموافق ٢- ٦ أكتوبر ٢٠١٠م، ص ٥.

4- Al- Mawrid Al- Hadeeth Dictionary, p.700.

5- Le petit Larousse illustre, Ed. Larousse, 2007, p. 660.

6- Penguin Office Dictionary, Penguin Reference Library, 2006, p. 537.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

أحيانا كمرادف لمعنى التلاعب السياسي^(٧)، وعلى الرغم من أن التلاعب يحدث في كل الأسواق فإن التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة هو المقصود في هذا البحث.

(ب) التعريف التشريعي للتلاعب:

عالج المشرع الأمريكي موضوع التلاعب بالأسعار في القسم التاسع من قانون البورصة الصادر في عام ١٩٣٤م^(٨) في المادة ١٠/٦ والمادة C/١٥، فحظر صورا متعددة من المعاملات التي تنطوي على تلاعب، لكنه لم يورد تعريفا محددًا له، أما لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية^٩ فقد عرفت التلاعب بالأسعار بأنه "سلوك متعمد لتضليل وخداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير، وبشكل مصطنع، في تداول ورقة مالية، ويمكن أن ينطوي التلاعب على عدد من الممارسات الفنية التي تؤثر على الطلب على الورقة المالية أو المعروض

7- Petit Larousse, Librairie Larousse, 1967, p. 629:

8- The American Stock Exchange Act of 1934

9- وقد سبق هذا القانون قانون آخر، هو قانون الأوراق المالية Securities Act الذي صوّت عليه مجلس الشيوخ والكونغرس في عام ١٩٣٣م، كأثر من آثار الأزمة الاقتصادية العالمية الصعبة التي بدأت في عام ١٩٢٩م، وهو أول قانون في الولايات المتحدة الأمريكية على المستوى الاتحادي بشأن الأوراق المالية، وهو يعتبر واحدا من الوثائق الأساسية في النظام القضائي الأمريكي في المسائل المتعلقة بسوق رأس المال، ومع ذلك فلم يرد في هذا القانون أي إشارة، سواء أكانت صريحة أو ضمنية لموضوع التلاعب في أسواق رأس المال، إذ لم يرد مصطلح التلاعب ضمن نصوص هذا القانون، كما أن المشرع لم يذكر أيا من التصرفات التي تنطوي على تلاعب كما فعل في قانون البورصة الصادر في عام ١٩٣٤م.

9- The United States Securities and Exchange Commission.

مجلة الجقوق للبحوث القانونية والإقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

منها لإعطاء صورة زائفة عن أي منهما، وهي تشمل: نشر معلومات كاذبة أو مضللة عن الشركة المصدرة، والحد بشكل غير صحيح من عدد الأسهم المتاحة للجمهور، أو التلاعب في تحديد الأسعار أو عدد الصفقات لإعطاء صورة كاذبة أو خادعة عن الطلب على الورقة المالية، وكل من يتورط في مثل هذه الممارسات يتعرض لعقوبات جنائية وجزاءات مدنية^(١٠).

كما ورد تعريف التلاعب بالأسعار في التوجيه الأوربي رقم / 2003/6 الصادر عن البرلمان الأوروبي والمجلس الأوروبي في ٢٨ يناير ٢٠٠٣م، حول تعاملات المتعاملين في السوق والتلاعب في الأسواق المالية (سوء استغلال السوق)، حيث عرف التلاعب بأنه:

10- Manipulation is intentional conduct designed to deceive investors by controlling or artificially affecting the market for a security. Manipulation can involve a number of techniques to affect the supply of, or demand for, a stock. They include: spreading false or misleading information about a company; improperly limiting the number of publicly- available shares; or rigging quotes, prices or trades to create a false or deceptive picture of the demand for a security. Those who engage in manipulation are subject to various civil and criminal sanctions.

(<http://www.sec.gov/answers/tmanipul.htm>) mentioned in

26/10/2014.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٢ المجلد الاول

١. تعاملات أو أوامر التداول التي:

- تعطي، أو من المحتمل أن تعطي إشارات كاذبة أو مضللة عن العرض والطلب، أو أسعار الأدوات المالية.

- تضمن لشخص أو أشخاص يعملون بالتعاون فيما بينهم مستوى سعريا غير طبيعي لأداة أو عدة أدوات مالية.

ويستثنى من ذلك كل شخص لديه أسباب مشروعة للقيام بهذه التعاملات

أو أوامر التداول، وأن هذه التعاملات أو أوامر التداول تتفق مع الممارسات المقبولة في السوق المعنية.

٢. تعاملات أو أوامر التداول التي تستخدم أدوات مشبوهة أو أي شكل من أشكال الخداع أو التحايل.

٣. نشر معلومات عبر وسائل الإعلام- بما في ذلك الإنترنت أو أي وسيلة أخرى- تعطي أو من المحتمل أن تعطي إشارات كاذبة أو مضللة عن الأدوات المالية، بما في ذلك نشر الشائعات الكاذبة أو المضللة التي يكون فيها الشخص الذي قام بنشرها على علم أو يفترض أن يكون على علم بأن المعلومات كانت كاذبة أو مضللة^(١).

11- Directive 2003/6/EC of The European Parliament and of The Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse):

Article 1/2:

“Market manipulation” shall mean:

(a) transactions or orders to trade:

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

أما المشرع المصري فقد عرّف التلاعب بالأسعار بأنه: "أي عمل أو امتناع عن عمل بقصد التأثير في أسعار تداول الأوراق المالية، يكون من شأنه الإضرار بكل أو بعض المتعاملين في سوق الأوراق المالية، ويخضع التلاعب في الأسعار

-
- which give, or are likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for or price of financial instruments, or
 - which secure, by a person, or persons acting in collaboration, the price of one or several financial instruments at an abnormal or artificial level.
 - unless the person who entered into the transactions or issued the orders to trade establishes that his reasons for so doing are legitimate and that these transactions or orders to trade conform to accepted market practices on the regulated market concerned;
- (b) transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance;
- (c) dissemination of information through the media, including the Internet, or by any other means, which gives, or is likely to give, false or misleading signals as to financial instruments, including the dissemination of rumours and false or misleading news, where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the information was false or misleading.", See Official Journal of the European Union, L 96/20, mentioned in 26/10/2014 on https://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_03_6.pdf.

لحكم المادة ٦٣ بند ٦ من قانون سوق رأس المال^{١٢} التي تنص على أنه "مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد، منصوص عليها في أي قانون آخر، يعاقب بالحبس مدة لا تزيد على خمس سنوات، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه، ولا تزيد على مائة ألف جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين...- كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية، أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار الأوراق المالية".

أما هيئة السوق المالية السعودية (Capital Market Authority) ، فإنها وإن لم تذكر تعريفاً جديداً للتلاعب فقد بينت في نظام هيئة السوق المالية- في المادة ٤٩ من نظام السوق، أن التلاعب في الأسواق المالية يتمثل في القيام بعمل أو إجراء يوجد انطباعاً غير صحيح أو مضللاً بشأن السوق، أو الأسعار، أو قيمة أي ورقة مالية بقصد إيجاد ذلك الانطباع أو لحث الآخرين على البيع أو الشراء، أو الاكتتاب في تلك الورقة، أو الإحجام عن ذلك^(١٣).

كما بينت هيئة السوق المالية السعودية في مقدمة لائحة "سلوكيات السوق" ضمن فقرة "منع التلاعب" في المادة الثانية- أن التلاعب هو قيام أي شخص-

١٢- المادة (١/٣١٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

١٣- هيئة السوق المالية السعودية: نظام السوق المالية، الفصل الثامن: الإحتيال والتداول بناءً على معلومات داخلية، المادة ٤٩، انظر الموقع الإلكتروني لهيئة السوق المالية السعودية على الرابط التالي:

<http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/Ch8Article49.asp>

بشكل مباشر، أو غير مباشر- بإدخال أمر أو تنفيذ صفقة على ورقة مالية بهدف تكوين أي مما يلي:

١. انطباع كاذب أو مضلل بوجود نشاط تداول في الورقة المالية أو اهتمام بشرائها أو بيعها.
٢. سعر مصطنع لطلب أو عرض أو تداول الورقة المالية أو أي ورقة مالية ذات علاقة^(١٤).

(ج) التعريف الفقهي للتلاعب:

يطلق لفظ التلاعب في الاصطلاح المالي على السلوكيات المنحرفة التي تحدث في سوق السلع، أو الصرف، أو الأوراق المالية، والتي يكون مرتكبيها- عادة- المُطَّلَعُونَ، وصناع السوق، والخبراء، وذلك بقصد التأثير على الأسعار من خلال تعطيل آلية الطلب والعرض في تحديد الأسعار العادلة للأوراق المالية المتداولة في البورصة والمصدرة من مؤسسات اقتصادية عامة وخاصة^(١٥)، وقد

١٤- هيئة السوق المالية السعودية: لائحة سلوكيات السوق، الباب الثاني: منع التلاعب بالسوق، المادة الثانية (منع التصرفات أو الممارسات التي تتطوي على تلاعب أو تضليل)، انظر الموقع الإلكتروني لهيئة السوق المالية السعودية على الرابط التالي:

<http://www.cma.org.sa/cma/RegulationsFB/Ar-10/>

١٥- يرى البعض أن عمليات التلاعب بأسعار الأوراق المالية غالباً ما تتعلق بالأوراق المالية الخاصة بالشركات الصغيرة، إذ أنها أكثر استجابة لعمليات التلاعب عن غيرها من الأوراق المالية الخاصة بالشركات الكبيرة أو العملاقة، للاطلاع على مزيد من التفاصيل حول هذا الرأي راجع:

Louise Yamada: Market Magic: Riding the Greatest Bull Market of the Century, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1998, P. 210.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

اجتهد الفقه الاقتصادي والقانوني في تعريف التلاعب بأسعار الأوراق المالية في البورصة أو المضاربة غير المشروعة، فعرّفها البعض^(١٦) بأنها "ذلك التوجيه الزائف للأسعار، أي التأثير على سعر ورقة مالية ما لكي تُباع أو تُشتري بسعر أعلى أو أقل من السعر الذي يحدث نتيجة العمليات الطبيعية للطلب والعرض، والمتلاعب في سعر ورقة مالية هو من يسعى للحصول على أرباح، أو تقادي خسائر عن طريق خلق سعر زائف قد يؤدي إلى التأثير على عملية التداول".

وقد عرّف البعض الآخر^(١٧) التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية بأنه: "التصرفات التي يقوم بها متداول - أو مجموعة من المتداولين - لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها، بهدف الربح على حساب بقية المتداولين في السوق".

وتتعدد الفئات التي يمكنها التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، ومن هؤلاء^(١٨):

- المديرين التنفيذيين الذين يكون لديهم اطلاع من الداخل على الوضع الحقيقي

16- Richard J. Teweles: The Stock Market, Jhon Wile & Sons, Inc., New York, 1999, P. 230.

١٧- د.محمد بن إبراهيم السحبياني: التلاعب في الأسواق المالية صوره وآثاره، بحث مقدم إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ٢٣-٢٧ شوال ١٤٢١هـ الموافق ٢-٦ أكتوبر ٢٠١٠م، ص ٥.

١٨- د.سميد بوهراوة، مرجع سابق، ص ١٠.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية، العدد الأول ٢٠١٧، المجلد الأول

للشركات، وهؤلاء ربما يكون لهم دور في نشر بعض المعلومات المضللة، أو إخفاء بعض الحقائق، أو التحكم في وقت نشر بعض المعلومات الحقيقية لتحقيق نوع من المكاسب.

- المحاسبون والمدققون - سواء الداخليون أو الخارجيون - الذين يمكنهم التلاعب ببعض البيانات المحاسبية لإعطاء انطباع جيد عن وضع الشركة، وهو ما اصطلح على تسميته بالمحاسبة الإبداعية^(١٩).

- المحترفون في الأسواق المالية، كالمحللين الماليين وخبراء الاقتصاد والبنوك، وحتى مديرى الصناديق الاستثمارية الذين تتوفر لديهم سيولة كبيرة جدا. بعض المسؤولين في الدوائر المالية الرسمية، إما مباشرة وإما بغض الطرف عن بعض الألاعيب والممارسات غير الأخلاقية.

- كبار ملاك الأسهم الذين يمكنهم التأثير على سعر السهم نتيجة للكميات الكبيرة التي يملكونها من سهم منشأة ما.

- شركات السمسرة، سواء عن طريق استخدام المعلومات الداخلية أو التلاعب في تحريك أسعار الأسهم صعودا وهبوطا بالتعاون مع الشركات صاحبة

^{١٩} - تعد المحاسبة الإبداعية Creative Accounting أو المحاسبة الاحتياالية - كما يطلق عليها البعض - حدثا من مواليد الثمانينات، ومن المحتمل أن تكون قد بدأت عندما واجهت الشركات صعوبات في فترة الركود التي حدثت في بداية الثمانينات، حيث كان هناك ضغط لإنتاج أرباح أفضل في الوقت الذي كان من الصعب تحقيق تلك الأرباح، وعندما اكتشفت الشركات أن القوانين تخبرك فقط بما لا تستطيع فعله، وليس ما تستطيع فعله! ولهذا فقد رأت الشركات أنها إذا كانت لا تستطيع أن تكسب الأرباح فإنها تستطيع على الأقل أن تبندعها، والمقصود بها فن إبراز البيانات المالية للشركة بصورة تعطي انطباعا جيدا عن وضع الشركة المالي؛ مما يؤدي إلى تعزيز أو رفع سعر سهمها في السوق على الرغم من أن الحقيقة خلاف ذلك، إذ يستخدم بعض المحاسبين معرفتهم بالقواعد المحاسبية للتلاعب بالأرقام المالية.

الأسهل لتحقيق أرباح استثنائية وغير مشروعة، كما قد تقوم شركة السمسرة بالبيع والشراء لأسهم العملاء دون علمهم ودون موافقتهم بغرض تحقيق مكاسب للشركة^(٢٠).

ونخلص مما تقدم إلى أن التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة هو عبارة عن ممارسات غير مشروعة، يقوم بها بعض المتعاملين في بورصة الأوراق المالية لتعطيل آلية الطلب والعرض في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة واستبدالها بأسعار مصطنعة وانطباعات زائفة لدى المتعاملين على ورقة مالية معينة لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة الجاري وقيمتها الحقيقية بهدف تحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المتداولين في السوق.

الهدف من التلاعب وأساليب تحقيقه:

يكن الهدف الأساسي من التلاعب بأسعار الأوراق المالية بالبورصة في تحقيق أرباح غير عادية بطرق غير مشروعة على حساب بقية المتعاملين، ويتحقق هذا الهدف من خلال رفع السعر، أو تثبيته، أو خفضه:

١. رفع السعر: قد يسعى المتلاعب في أسعار الأوراق المالية إلى رفع سعر تلك الأوراق، وفي هذه الحالة يتحمل مشتري الورقة عبء العملية، وتعد عملية رفع

- د. أحمد بن محمد الخليل: جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، متاح على الرابط الإلكتروني التالي: 20-

- <http://www.alkutubcafe.com/book/kgaylj.html>

السعر أكثر الحالات شيوعا وانتشارا^(٢١).

٢. تثبيت السعر: قد يلجأ البعض إلى تثبيت سعر بيع الورقة المالية وغالبا ما يكون الهدف من هذا الإجراء هو المحافظة على استقرار سعر البيع، وحمايته من الهبوط خلال فترة التوزيع، وفي هذه الحالة تباع الورقة عند أفضل سعر لها، وقد تكون هذه العملية مشروعة إذا كان القانون يسمح بها، وهذا يحدث في بعض الدول عندما يسمح القانون بذلك لمتعهد توزيع الإصدار الجديد للأوراق المالية، وغالبا ما يكون هذا المتعهد هو أحد البنوك.

فللمحافظة على سعر بيع الورقة المالية وحمايته من الهبوط خلال فترة التوزيع، قد يلجأ بنك الاستثمار - متعهد توزيع الإصدارات الجديدة للأوراق المالية - إلى شراء ما يعرض منها للبيع في البورصة خلال تلك الفترة، وعلى الرغم من أن هذا الإجراء يعد في الحقيقة نوعا من التظليل للمستثمرين؛ إذ يعطي انطباعا بوجود طلب على الورقة، فإن القانون عادة ما يتجاهل تناوله بهدف حماية بنوك الاستثمار من التعرض لخسائر فادحة؛ وذلك لأن زيادة المعروض من الورقة من شأنه أن يؤدي إلى صعوبة تصريف الإصدار، فضلا عن هبوط سعر الورقة خلال فترة التوزيع^(٢٢).

٣. خفض السعر: قد يلجأ المضارب إلى خفض سعر الورقة المالية، وهي حالة

^{٢١} - د. محمد فاروق عبدالرسول: الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية - دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٧م، ص ١٢٤.

^{٢٢} - د. منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق المال، بدون ناشر، ٢٠١٢م، ص ٨٩ - ٩٠.
مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

نادرة الحدوث في التلاعب بأسعار الأوراق المالية؛ وسر وقوعها رغبة المضارب على الهبوط في الحصول على المكاسب التي يمكن تحقيقها من البيع على المكشوف^(٢٣).

ويجب التفرقة بين التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وبعض الأساليب والوسائل الضرورية لحماية سعر الورقة، مثلما يحدث في حالة الإعداد لعملية بيع كبيرة ومهمة، حيث يقوم المسئولون في الشركة بمحاولة تثبيت سعر الورقة المالية خلال الأيام والأسابيع السابقة على عملية البيع الكبيرة، حتى يستطيع صغار المدخرين أن يستفيدوا من المزايا نفسها التي يستفيد منها المستثمر الكبير^(٢٤).

المبحث الثاني

٢٣- د. محمد فاروق عبدالرسول، مرجع سابق، ص ١٢٥.

24- Bertrand Hommey: Les Bourses des valeurs et l'économie dirigée, Thèse de Doctorat, Imp., Maurice Lavergne, Paris, 1942, P. 103.

صور التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية

يلجأ المتلاعبون بأسعار الأوراق المالية في البورصة- في سبيل الوصول إلى أهدافهم- إلى كل الوسائل والطرق الممكنة لتحقيقها، ولا يمكن لهذه الوسائل والطرق أن تقع تحت حصر؛ وذلك بسبب ما تتميز به من تغير وتطور مستمرين، وهو ما جعل جل التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية لا تذكر صوراً محددة للتلاعب، وإنما اكتفت بذكر الضوابط التي تجعل من المعاملة نوعاً من أنواع التلاعب، ولذلك تشير أكثر الدراسات إلى أن هناك صوراً متنوعة ومتعددة للتلاعب، والمتتبع للكتابات في هذا المجال يجد أن الصورة الواحدة قد تسمى بمسميات مختلفة، ويمكن نكر أبرز هذه الصور المشهورة للتلاعب، ثم ذكر بعض الصور الواقعية لعمليات التلاعب بالأسعار، وذلك على النحو التالي^(٢٥):

^{٢٥}- جدير بالذكر أن هناك تصنيفاً آخر يصنف التلاعب بأسعار الأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع، وأن صور التلاعب المختلفة لا بد وأن تندرج تحت واحد من هذه الأنواع الثلاثة، وهذه الأنواع هي كما يلي:

١. التلاعب القائم على الإجراءات المؤثرة في القيمة: ويحدث هذا التلاعب عندما يقوم المتلاعب بتصرفات تؤثر على القيمة الحقيقية أو المفترضة لأصول الشركة، وفي الغالب يكون هذا التلاعب من متخذي القرار في الشركة المساهمة، ومن حالات التلاعب التي تندرج تحت هذا النوع التلاعب بقرارات الاندماج والاستحواذ، مثل الإعلان عن تقديم عرض لشراء أو دمج أو الاستحواذ على شركة، بما يؤدي إلى رفع سعر سهم الشركة المستهدفة، فيقوم المعطن ببيع ما يملكه من أسهمها، ويعلن بعد ذلك أن المفاوضات قد تعثرت.

٢. التلاعب القائم على المعلومات المضللة: ويحدث ذلك عندما يقوم المتلاعب بإطلاق إشاعات كاذبة، أو نشر معلومات مضللة، أو معلومات صحيحة ولكن معروضة بطريقة يمكن تفسيرها بشكل خاطئ، وتؤدي إلى التأثير على توقعات بقية المتداولين حول القيمة، ويدخل في ذلك نشر الشركة المساهمة معلومات مضللة حول وضعها المالي، وقيام بعض المحللين بالتوصية أو إعطاء معلومات

أولاً: الصور المشهورة للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية:

١. التعامل الصوري (wash sale): وهو التعامل الذي يتم من خلال تنفيذ عمليات تداول لا تؤدي إلى تغيير المالك الحقيقي، إذ يكون فيها المشتري: إما البائع نفسه، أو شخصاً مرتبطاً به^(٢٦)، أو أحد أقاربه أو أصدقائه، فهو عبارة عن تواطؤ بين الطرفين، لا يتبعه نقل ملكية؛ وذلك لخلق تعامل نشط على ورقة مالية في الوقت الذي لا يوجد عليها تعامل فعلي يذكر.

ويخلق التعامل الصوري انطباعاً زائفاً لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية بروج التداول على هذه الورقة لإغرائهم بشرائها، وبتكرار عمليات البيع الصوري في هذه الحالة وبأسعار متصاعدة يرتفع سعر الورقة المالية حتى يصل سعر الورقة المالية إلى الحد الذي يراه المتلاعب أو المتلاعبون مناسباً لبيع ما

إيجابية لأسهم يملكونها، ونتيجة للتطور الهائل الذي تشهده تكنولوجيا المعلومات والاتصالات - وبصفة خاصة الهواتف المحمولة وأجهزة الحاسب الآلي - فقد سهلت من عملية نشر المعلومات والشائعات الكاذبة، من خلال رسائل الجوال والبريد الإلكتروني، وكذا مواقع التواصل الاجتماعي.

٣. التلاعب القائم على التداولات المغررة: ويحدث ذلك من خلال تداولات وهمية من شراء أو بيع الأوراق المالية بكميات كبيرة، فتحدث هذه التعاملات تأثيراً مباشراً على توقعات بقية المتداولين حول قيمة الورقة المالية محل التداول، وبالتالي تؤثر على قراراتهم الاستثمارية، وهذا النوع من التلاعب قد ينفذه المتداول بمفرده إذا كان لديه سيولة نقدية كبيرة، أو من خلال التواطؤ مع مجموعة من المتداولين لإحداث نشاط مصطنع في السوق. لمزيد من التفاصيل حول هذه الأنواع الثلاثة راجع: - د. محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سابق، ص ١٢-١٣.

- Arkadev Chatterjea, Joseph A. Cherian, and Robert A. Jarrow: Market Manipulation and Corporate Finance, A New Perspective, Financial Management, 1993, P. 201.

٢٦ - د. محمد إسماعيل هاشم، مرجع سابق، ص ٦٤.

لديهم وتحقيق أرباح كبيرة، وقد يخلق التعامل السوري انطباعا بتدهور حالة المنشأة المصدرة لها، وذلك عن طريق إبرام سلسلة من البيوع السورية بكميات كبيرة وبأسعار يتوالى انخفاضها؛ مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية المتعامل عليها، وهنا قد يتتاب بعض المستثمرين - حسن النية - الذعر، مما يدفعهم إلى التخلص مما بحوزتهم منها، الأمر الذي يترتب عليه المزيد من الهبوط في أسعارها، وهنا يقوم المتلاعبون بشراء ما سبق أن باعوه محققين أرباحا من فروق الأسعار، أو شراء كميات أكبر من الكميات التي باعوها من قبل إنتظارا لارتفاع الأسعار مرة أخرى وعودتها إلى مستوياتها الطبيعية فيبيعون ما بحوزتهم محققين مزيدا من الأرباح.

وقد نص المشرع الأمريكي على حظر هذا النوع من التعامل في قانون البورصة الصادر في عام ١٩٣٤م، والذي قضى بأنه يعد مخالفة قانونية إجراء أي عملية على ورقة مالية لا تؤدي إلى تغيير مالکها المستفيد، وهذا المسلك هو نفسه الذي سلكه المشرع المصري، حيث نص صراحة على حظر هذا النوع من التلاعب بالمادة (٣٢١) فقرة (١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م التي تحظر "التأثير على السوق أو الأسعار بأي تعامل من خلال تنفيذ عمليات لا تؤدي إلى تغيير المستفيد الفعلي" (٢٧).

27- Section (9) (a), (1) (a), Securities Exchange Act of 1934.

٢. توافق الطلبيات (Matched Orders):

ويتم هذه الصورة عبر إدخال أوامر بيع وشراء متطابقة في الوقت نفسه على ورقة مالية معينة، ولإنجاح هذه الخطة يتم إعطاء أوامر البيع والشراء إلى العديد من التماسرة بحيث لا يعرف أحدهم الآخر، وهذا بغية خلق انطباع بأن هناك اهتماما كبيرا ومتجددا بتلك الورقة، وعادة ما يوعز المتلاعبون إلى بعض الصحف ووسائل الإعلام المالية بنشر هذا الاهتمام الزائف بتلك الورقة، مما يساعد على ترويجها، وبعد ذلك يقتصرون على الشراء دون البيع، وحينئذ تتجه الأسعار إلى الصعود؛ فيبادر الجمهور إلى الشراء، وتواصل الأسعار الصعود حتى تصل إلى المستوى الذي يرضي مطامع المتلاعبين، فيصفون مراكزهم السعودية بالبيع، ولا تلبث الأسعار أن تتدهور بعد زوال العوامل المفتعلة التي رفعتها، وقد يغتتمون فرصة هذا التدهور؛ فينقلبون إلى الاتجاه النزولي بعد أن كانوا يضاربون على الصعود^(٢٨).

٣. اتفاقيات التلاعب (Pools):

وهي اتفاقيات تتم بين شخصين أو أكثر للتنسيق فيما بينهم للقيام بعمليات تداول بالمخالفة للقانون، أو القواعد والأعراف المهنية، بهدف تحقيق مكاسب خاضعة على حساب باقي المتعاملين، وقد تأخذ تلك الاتفاقيات صورة عصابات إجرامية منظمة، تعمل على تقسيم الأدوار فيما بينها لتسهيل تنفيذ أغراضها، وقد قامت أجهزة مكافحة الجريمة في الولايات المتحدة الأمريكية بضبط العديد من العصابات الإجرامية التي تتخذ من التلاعب في أسعار الأوراق المالية مجالا

28 - د. سعيد بو هرارة، مرجع سابق، ص ١٢ - ١٣.

لنشاطها^(٢٩)، وتستهدف هذه الاتفاقيات إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق أرباح بطرق غير مشروعة.

ولكي نتجخ مثل هذه الاتفاقيات في تحقيق أهدافها، فإنها غالبا ما تقوم باستقطاب بعض السماسرة^(٣٠) وبعض العاملين في المنشآت التي لها أوراق مالية متداولة في بورصة الأوراق المالية، ويتم تقسيم العمل بين أطراف الاتفاقية، فيختص بعضهم بتوفير رأس المال اللازم، ويلتزم البعض الآخر بالعمل، ويختص طرف ثالث بالكشف عن المعلومات المؤثرة التي تساعد الاتفاقية على تحقيق أهدافها، ومن الممكن أن تتورط إدارة البورصة أو بعض أعضائها في مثل هذه التنظيمات، فتعتمد إدارة البورصة إلى بعض التصرفات التي تساعد التنظيم في تحقيق أهدافه، مثل وقف أسهم بعض الشركات بحجة مخالفتها لبعض الإجراءات لفترة غير محددة، أو الشطب الإجباري لبعض الأسهم، أو التهديد بغلق سوق خارج المقصورة مما يتسبب في خوف وقلق المستثمرين؛ فيسارعون ببيع أسهم خارج المقصورة بأبخس الأسعار، وينكبدون خسائر فادحة، وقد يقتصر دور إدارة البورصة في عملية التلاعب على الصمت تجاه أي إشاعة على سهم ما دون أن يكون هناك رد صريح وواضح من إدارة البورصة لدحض هذه الإشاعة وبيان عدم صحتها.

وتتقسم اتفاقيات التلاعب إلى نوعين: النوع الأول: هو اتفاقيات المتاجرة (Trading Pools)، وهي التي تتم في الأسواق الحاضرة للأوراق المالية، ويتم تنفيذ اتفاقيات المتاجرة بأساليب متنوعة تجرمها التشريعات المختلفة، مثل ترويج

29 - د. محمد فاروق عبدالرسول، مرجع سابق، ص ١٢٣.

30 - يتمتع السماسرة بميزة نسبية للقيام بأنشطة التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية بسبب ما يتوافر لديهم

من معلومات عن قيمة الورقة المالية أو التغير في قيمتها، كما أنهم يحوزون ميزة أخرى تتمثل في إمكانية

استغلال ثقة عملائهم، ونشر الشائعات والمعلومات الكاذبة في السوق.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

الإشاعات عن حالة المنشأة المعنية، أو من خلال قيام السماسرة الأعضاء في الاتفاقية باستغلال ثقة عملائهم والإيعاز لهم بشراء الأسهم، أو التخلص منها، فمثلاً قد يقوم بعض أعضاء الاتفاقية بنشر إشاعات عن سوء حال المنشأة المعنية وفي الوقت نفسه يقوم السماسرة الأعضاء في الاتفاقية باستغلال ثقة عملائهم وحثهم على التخلص من أسهم تلك المنشأة؛ فتتخفض الأسعار؛ فيقوم التنظيم بشراء كل الكميات المعروضة في السوق وبأسعار مخفضة، وفي مرحلة لاحقة يقوم أعضاء التنظيم ببيث إشاعات عن تحسن وضع الشركة، وإبرام مزيد من صفقات البيع الصوري، وفي الوقت نفسه يقوم السماسرة ببحث عملائهم على الشراء؛ فترتفع الأسعار؛ فيقوم التنظيم ببيع كل ما بحوزته من أوراق مالية محققاً بذلك أرباحاً كبيرة تتمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، وقد يسعى التنظيم إلى استقطاب بعض العاملين في وسائل الإعلام لنشر تلك الإشاعات عن حالة المنشأة المصدرة للورقة المالية.

النوع الثاني: هو اتفاقيات الاختيار (Option Pools)، وهي التي توجد في الأسواق التي يتم العمل فيها بنظام عقود الاختيار، وعادة ما تتضمن اتفاقية الاختيار في عضويتها بعض أعضاء مجلس إدارة المنشأة المصدرة للأسهم محل الاتفاقية، ويتمثل دورهم في المساعدة في إبرام صفقة اختيار بين التنظيم والمنشأة، يحصل بمقتضاها التنظيم على الحق في شراء كمية كبيرة- إذ أراد من أسهم المنشأة مستقبلاً، وذلك بالسعر الجاري للسهم وقت إبرام العملية أو الصفقة، ثم يقوم التنظيم ببيث معلومات كاذبة عن تحسن حال المنشأة في المستقبل، فتبدأ القيمة السوقية للسهم في الارتفاع، فيسارع أعضاء التنظيم في تنفيذ حق الاختيار، إذ يقومون بشراء الأسهم من المنشأة بالسعر المتفق عليه، ثم يقوم ببيعها بالسعر السائد محققين أرباحاً طائلة^(٣١).

^{٣١} - د. محمد احمد عبدالخالق سلام: الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية- دراسة مقارنة، بدون ناشر، بدون تاريخ نشر، ص ٢٩٦.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

٤. شراء الأوراق المالية بقصد الاحتكار^(٣٢):

ويتم هذا النوع من التلاعب من خلال قيام شخص أو مجموعة من الأشخاص بشراء كل المعروض من ورقة مالية ما، وذلك بغية تحقيق نوع من الاحتكار، يمكنهم فيما بعد من بيع الورقة المالية للزاعبين في شرائها بالسعر الذي يحددونه، ويُمارس هذا النوع من التلاعب بصفة خاصة في حالات البيع على المكشوف؛ إذ يقوم جماعة من المتلاعبين بالتأمر لشراء كل ما يعرض في السوق من صك أو أداة مالية معينة، ويترتب على ذلك استيلائهم على أكبر قدر من هذه الأداة المالية في السوق الحاضرة، ثم يقومون بشراء كميات كبيرة من هذه الورقة المالية على المكشوف، وعندما يحل أجل الاستحقاق يصرُّ المشترون على تسلم الصكوك أو الأدوات المالية التي اشتروها، وعندئذ يعجز البائعون على المكشوف عن تسليمها لندرة وجودها؛ فيضطرون إلى طلبها من محتكرها، وهم هنا المشترون أنفسهم، وحينئذ يتحكم هؤلاء في السعر.

ولا شك أن شراء الأوراق المالية بقصد الاحتكار يتطلب أموالاً ضخمة لا تتوافر إلا لكبار المستثمرين، ومن ثمَّ فإنَّ ما يحققونه من أرباح تكون على حساب غيرهم من المستثمرين الأقل في قدراتهم المالية^(٣٣).

٣٢- تعرف هذه العملية بمصطلح (Corner)، وتعني - مجازاً - تضيق الخناق، ويطلق عليها الفرنسيون (Accaparement) أي الاستحواذ.

- د. محمد إسماعيل هاشم، مرجع سابق، ص 33.٤٦٨

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

وقد فطن المشرع في غالبية الدول إلى هذا النوع من الاحتكار؛ وما يترتب عليه من آثار اقتصادية سيئة؛ فوضع قواعد معينة لتملك ما يزيد على نسبة محددة من رأس مال أي شركة مساهمة^(٣٤).

٣٤- فعلى سبيل المثال تنص المادة (٨) من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال المصري على أنه "على كل من يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه ١٠% من الأسهم الاسمية في رأس مال إحدى الشركات التي طرحت أسهما لها في اكتتاب عام- أن يخطر الشركة قبل عقد العملية بأسبوعين على الأقل، وعلى الشركة خلال أسبوع من تاريخ إخطارها بذلك أن تبلغ به كل مساهم يملك ١% على الأقل من رأس مال الشركة، ويترتب على مخالفة أحكام الفقرة الأولى إلغاء العملية دون إخلال بمساءلة المتسبب عن هذه المخالفة، وتسري أحكام الفقرات السابقة في حالة عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه أحد أعضاء مجلس إدارة الشركة أو أحد العاملين بها من أسهم اسميه ٥% من رأس مال الشركة، ويتعين اتخاذ الإجراءات المشار إليها من هذه المادة قبل عقد كل عملية فيما يجاوز النسبتين المنصوص عليهما في الفقرتين الأولى والرابعة، وتبين اللائحة التنفيذية أحكام عقد العمليات وإجراءات الإخطار والإبلاغ".

٥. التلاعب باستغلال المعلومات الداخلية:

والمعلومات الداخلية هي تلك المعلومات التي تكون غير معلنة، ولا يعرفها المستثمرون في بورصة الأوراق المالية، وتتعلق بإحدى الأوراق المالية المتداولة، ويكون لتلك المعلومات تأثير جوهري في سعر الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومة، سواء بشكل إيجابي أو سلبي، حيث يقوم بعض المُطَّلِعِينَ^(٣٥) على المعلومات الداخلية باستغلال هذه المعلومات الداخلية في التداول أو إفشائها لأشخاص آخرين غير مُطَّلِعِينَ عليها، حيث يترتب على عدم التزام الشفافية والإفصاح عن المعلومات الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية التي تكون غير متاحة للامة، أو إفشائها من قبل بعض المُطَّلِعِينَ عليها بحكم وظائفهم أو مهنتهم،

٣٥- يقصد بالمُطَّلِعِينَ الأشخاص الذين تتوافر لديهم- بحكم مناصبهم، أو بحكم طبيعة المهام التي يؤديها، أو بحكم صلاتهم- معلومات هامة، لا تتوافر لغيرهم، ويكون لتلك المعلومات- عند إعلانها- تأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة، ويصنف المُطَّلِعُونَ إلى فئتين: الفئة الأولى: هم المُطَّلِعُونَ بحكم اتصالاتهم بالمصدر الأصلي للمعلومة غير المعلنة، أي المُطَّلِعُونَ بشكل مباشر، مثل مديري الشركات ومسؤوليها، والفئة الثانية: هم المُطَّلِعُونَ الذين سُرِّبَت إليهم المعلومة عن طريق شخص من الفئة الأولى، وتصرفات المُطَّلِعِينَ المقصودة هنا هي القائمة على استغلال تلك المعلومات- قبل أن تتوافر لجمهور المستثمرين- لتحقيق مكاسب خاصة- في عبارة أخرى- استغلال غير مشروع لمعلومات سرية أو خاصة، ولا تعتبر كل تعاملات المُطَّلِعِينَ غير مشروعة، إذ يسمح لهم بالتعامل على الأوراق المالية للشركات التي يعملون بها متى كان هذا التعامل لا يقوم على أساس الاستفادة من المعلومات الداخلية التي اطلعوا عليها، فعلى سبيل المثال تسمح لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) بهذا التعامل، وتعتبره قانونيا بشرط إخطارها بهذه المعاملات مسبقا على نماذج خاصة، أعدتها لهذا الغرض، كما يسمح القانون المصري بذلك، إذ تنص المادة (٣٢٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ سنة ١٩٩٢م على السماح بذلك "إذا ثبت أن تعامل المُطَّلِع كان سببه عوامل أخرى بخلاف اطلاعه بطريق مباشر أو غير مباشر على المعلومات الداخلية"، لمزيد من التفاصيل عن معاملات المُطَّلِعِينَ وأحكام الرقابة عليها راجع د.محمد إسماعيل هاشم، الرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ضد ٤٦٩-٤٩٠.

وإجراء عمليات في بورصة الأوراق المالية، وذلك قبل أن تصل تلك المعلومات لجمهور المستثمرين والمتداولين بالأوراق المالية، وتنتشر هذه الصورة من صور التلاعب في الأسواق الناشئة ضعيفة ومتوسطة الكفاءة.

والمعلومة الداخلية لا يجوز أن يستأثر بها أحد حتى الأشخاص المُطَّلِعُون عليها أو فئة معينة تقوم باستغلالها أو إفشائها على نحو يعود عليهم بالفائدة، ويلحق الخسارة بعموم المستثمرين؛ لذلك تحظر القوانين المنظمة للأسواق المالية في الدول المختلفة استغلال المعلومات الداخلية والجهوية بحكم منصب المستغل أو طبيعة عمله^(٣٦).

٣٦- فعلى سبيل المثال تحظر المادة (٦٤) من القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ بشأن سوق رأس المال المصري استغلال المعلومات الداخلية؛ فتتص على أنه "مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها في أي قانون آخر يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين، وغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه، ولا تزيد على خمسين ألف جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين - كل من أفشى سرا اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون، أو حقق نفعاً منه هو، أو زوجه، أو أولاده، أو أثبت في تقاريره وقائع غير صحيحة، أو أغفل في هذه التقارير وقائع تؤثر في نتائجها"، كما تنص المادة (٣٢٢) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ بشأن سوق رأس المال المصري على أنه "يحظر على المُطَّلِعِينَ على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم، أو بحكم طبيعة المهام التي يؤديونها القيام باستغلال تلك المعلومات لحسابهم الشخصي، أو لحساب الغير، أو إفشاء تلك المعلومات لطرف آخر بطريقة مباشرة، أو غير مباشرة"، كما تنص المادة (٣٢٣) من ذات اللائحة السابقة على أنه: "يحظر إفشاء أسرار حسابات وتعاملات العملاء أو القيام بأي عمل يكون من شأنه إلحاق الضرر بمصلحة

٦. الضخ والتفريغ (pumping and dumping):

وهنا يقوم المتلاعب الذي يملك كمية هائلة من أسهم منشأة ما - غالباً ما تكون ذات رأس مال صغير - بجذب انتباه المستثمرين إلى السهم، وذلك بترويج إشاعات، ونشر بيانات كاذبة ومضللة عن المنشأة، وأنها في طريقها - على سبيل المثال - للتوسع، وتحقيق مزيد من الأرباح، وعندما يبدأ السوق في التفاعل مع تلك البيانات والأخبار يبدأ المستثمرون بالتهافت على شراء ذلك السهم؛ مما يؤدي إلى تضخيم سعر السهم وارتفاعه إلى مستويات عالية، وهنا يأتي دور المتلاعب، حيث يبدأ ببيع الأسهم التي اشتراها بسعر أقل، ليحقق أرباحاً كبيرة^(٣٧).

٧. خيانة الأمانة واستغلال ثقة العملاء:

عادة ما تتم خيانة الأمانة من خلال الوكلاء والسماسرة، حيث تدفعهم أطماعهم في جني العمولات إلى القيام بالبيع والشراء لأسهم العملاء دون علمهم ودون موافقتهم بغرض تحقيق مكاسب لشركاتهم، ويحدث ذلك عندما ينيب العميل شركة السمسرة التي يتعامل معها في التداول نيابة عنه ودون الرجوع إليه، وهو ما يعد خيانة للأمانة التي أوتمنوا عليها؛ ذلك لأن آلية التعامل ببورصة الأوراق المالية

العميل، أو أية أطراف أخرى، كما يحظر أي تعامل على ورقة مالية إذا كان المتعامل مطلعاً بطريقة مباشرة، أو غير مباشرة على معلومات جوهرية ترتبط بها ويعلم أنها قائمة، ولكنها غير معلنة، ويحظر أيضاً على المُطْلَعِينَ على المعلومات الداخلية أن يُطْلِعُوا أي شخص آخر عليها ما لم تكن له صفة قانونية ثابتة تخوله ذلك الاطلاع".

37 - د. سعيد بوهرارة، مرجع سابق؛ ص ١٣.

تتطلب من المستثمرين فتح حسابات لدى شركات السمسرة، وأيضاً لأنه لا يمكن للمستثمرين التعامل مع السوق مباشرة، ولأن شركة السمسرة تحصل على عمولات على كل عمليات البيع والشراء التي تبرمها لعملائها بغض النظر عما تدره هذه العمليات من ربح لهؤلاء العملاء، أو ما يترتب عليها من خسارة، ومن ثم فإن شركة السمسرة قد تسعى لزيادة أرباحها بزيادة عدد صفقات عملائها.

أما استغلال ثقة العملاء فيتحقق عندما تقوم شركة السمسرة أو الوكلاء ببحث عملائهم على التعامل على ورقة مالية ببيعاً، أو شراءً، دون أن يكون لهؤلاء العملاء مصلحة في هذا البيع، أو ذلك الشراء، وقد يكون الهدف من وراء ذلك الحصول على العمولات التي تستحق على هذه الصفقات، أو أن تكون شركة السمسرة عضواً في اتفاقية تلاعب فتساهم من خلال هذا العمل في تحقيق أهداف هذه الاتفاقية.

ثانياً: صور واقعية للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية:

بعد أن ذكرنا الصور الشهيرة للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، نعرض فيما يلي بعض الأمثلة الواقعية لقضايا التلاعب بالأسعار التي تقع من بعض كبار المستثمرين بقصد تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح على حساب الخسارة الفادحة للآخرين:

القضية الأولى^(٣٨): قامت إحدى شركات السمسرة في الأوراق المالية المرخص لها بالعمل في البورصة المصرية- وهي الشركة (أ)- بالاشتراك مع بعض العملاء للتأثير على سعر تداول سهم الشركة (ب)، وهي إحدى الشركات التي تعمل في مجال تصدير الحاصلات الزراعية، وذلك من خلال التأثير السلبي على سعر تداول أسهم هذه الشركة، وكان الهدف المبتغى من وراء ذلك هو إفادة وارتفاع عضو من أعضاء مجلس إدارة الشركة (ب)، حيث تبين فيما بعد أن النية كانت مبيتة من وراء ذلك حتى يستطيع عضو مجلس إدارة الشركة المصدرة شراء ما مجموعه مائتا ألف سهم بأسعار منخفضة، وقد تمت عمليات الشراء فعلا خلال الفترة ما بين ٢٠٠٩/٠٤/٠٩م و ٢٠٠٩/٠٥/٠٩م، وذلك بالمخالفة لنص المادة (٣٢١) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، وقد قام بعمليات الشراء والتلاعب هذه مجموعة من الأشخاص تم التحقيق معهم من قبل النيابة العامة التي أحالتهم للمحاكمة بالوصف التالي:

- المتهم الأول بصفته رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب للشركة (أ) للسمسرة التي تمت عملية التلاعب من خلالها، وبقيّة المتهمين قاموا بعمل قيد سعر غير حقيقي عن طريق قيامهم بإجراء عمليات صورية عن طريق أوامر بيع بأسعار منخفضة على أسهم الشركة (ب) لتصدير الحاصلات الزراعية، وقاموا بتنفيذ عمليات صورية كبيرة فيما بينهم بغرض خفض سعر أسهم الشركة والتأثير على القيمة السوقية لها.
- المتهم الأول بصفته أنفة البيان سمح بإجراء تعاملات بالبورصة لبعض العاملين بالشركة وأقاربهم دون الحصول على موافقة الهيئة العامة للرقابة

^{٣٨} - اللجنة رقم ٣٥٥٧ لسنة ٢٠٠٩م جنح اقتصادي القاهرة.

المالية.

- المتهم الأول بصفته آنفة البيان لم يَقم بتسجيل الأوامر الواردة من العملاء فور ورودها إليه.
- جميع المتهمين قاموا بالتلاعب في أسعار السوق لأسهم الشركة (ب) لتصدير الحاصلات الزراعية المملوكة لأحد المتهمين (المتهم الخامس)، وذلك عن طريق قيامهم بإجراء عمليات وإدراج أوامر تنظم التداول بالبورصة بغرض الإيحاء بوجود تعامل على تلك الورقة والتلاعب في أسعارها، وذلك لتسهيل بيعها وشراؤها عن طريق اتفاقهم على التحكم في سعرها حتى يتمكن المتهم الخامس من شراء إجمالي كمية الأسهم البالغة مائتي ألف سهم بأسعار منخفضة.

وعند عرض هذه الوقائع على المحكمة، وبعد ثبوتها من خلال المستندات

المقدمة وتقرير الهيئة العامة للرقابة المالية، حكمت المحكمة حضورياً على المتهمين من الأول وحتى الخامس بالحبس سنة مع الشغل، وكفالة عشرة آلاف جنيه لإيقاف التنفيذ، وغرامة مليون جنيه لكل منهم عن التهم المنسوبة إليهم وألزمته المصروفات الجنائية.

القضية الثانية^(٢٩): وقد حدثت وقائع هذه القضية في البورصة المصرية، وهي تتعلق بالتلاعب بأسعار سهم البنك (م. ب)، حيث قام المتلاعبون برفع قيمة هذا السهم بنسبة (٥%) يومياً، وتمكنوا من رفع السعر من (٨٠) جنيهاً إلى (٢١٠) جنيهاً خلال فترة وجيزة، ولم يكن ذلك نتيجة طبيعية لآليات الطلب والعرض، بل

^{٢٩} - د. محمد حمي عبدالنواب: البورصة المصرية والبورصات العالمية (آلية عملها - الرقابة عليها - الربط بين

البورصات)، مؤسسة الطرجي، القاهرة، ص ٢٨.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٢ المجلد الاول

نتيجة عمليات قام بها اثنان من المضاربين، يتبادلان الأدوار يوميا من بائع إلى مشتر على مائة سهم يوميا، يحققان بها زيادة في سعر الإقبال بنسبة (٥%)، وقد وصل أمر هذه الواقعة إلى مجلس الشعب في صورة طلب إحاطة مقدم إلى وزير الاقتصاد الذي أكد الواقعة حسبما أسفرت عنها تحقيقات البورصة، وعللها بوجود ثغرات في قانون سوق رأس المال.

القضية الثالثة^(٤٠): وهي تتعلق بالدعوى التي أقامتها لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) في عام ٢٠٠٩م، وقد ادعت فيها أن شخصا يدعى (Jason M. Genet) قد لعب دورا كبيرا في عملية ضخ وتفرغ غير قانونية عن طريق التلاعب بسوق الأسهم المشتركة لشركة الطاقة الصينية، ووفقا للشكوى التي تقدمت بها (SEC) فإن (Jason M. Genet) ساعد شركة (Chaina Energy Savings Technolgy Inc.) في الحصول - غشا وتدليسا - على قائمة (Nasdaq NMS) ومساعدتها في بيع أسهمها لمئات الأشخاص، مما خلق انطبعا خاطئا ومضللا مؤداه أن شركة (Chaina Energy Savings Technolgy Inc.) لديها قاعدة نشطة من المساهمين، كما شارك في عمليات توزيع للأوراق المالية غير المسجلة، وذلك بالمخالفة للقانون، ودخل كذلك في اتفاقيات سرية للتخلي عن أسهم شركة (Chaina Energy Savings Technolgy Inc.) للأشخاص الذين قبلوا شراء أسهم هذه الشركة في السوق المفتوحة، مما خلق انطبعا خاطئا ومضللا بأن ثمة تداول نشطا واهتماما من جانب المستثمرين بشركة (Chaina Energy Savings Technolgy Inc.)، وبالإضافة إلى هذه الأنشطة الاحتيالية تلقى (Jason M. Genet) آلاف الأسهم لشركة (Chaina Energy Savings Technolgy Inc.)، وقام ببيعها لاحقا

⁴⁰ - <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21621.htm>

في السوق بشكل مصطنع، وحقق - نتيجة لذلك - أرباحا غير مشروعة بما يزيد على ١,٧ مليون دولار، وقد صدر الحكم النهائي في هذه الدعوى الذي وافق عليه (Jason M. Genet)، والذي يمنع (Jason M. Genet) بشكل نهائي ودائم من أي انتهاك في المستقبل للمادتين ٥، ١٧ (أ) من قانون الأوراق المالية الأمريكي لعام ١٩٣٣م والمادة ١٠ (ب) من قانون البورصة لعام ١٩٣٤م، والقاعدة (١٠ - ب - ٥)، وبأن يدفع مبلغا قدره 2527745 دولار غرامة، بالإضافة إلى الفوائد والمصاريف، كما يمنع من المشاركة في أي طرح للأسهم لمدة خمس سنوات اعتبارا من تاريخ صدور الحكم.

القضية الرابعة^(٤١): تتلخص وقائع هذه القضية حسبا - يبين من أوراقها فيما ورد بمذكرة الإدارة المركزية للإلزام التابعة للهيئة العامة للرقابة المالية - في أنه ورد للهيئة مذكرة من قطاع الرقابة على التداول بالبورصة المصرية بشأن قيام العميل (س) بإدراج العديد من أوامر الشراء على الورقة المالية للشركة (ع) لصناعة مواد التعبئة والتغليف، والشركة (ص) للإسكان والتنمية والتعمير، وذلك من خلال الشركة (ل) لتداول الأوراق المالية، وأنه بدراسة موضوع ما جاء بمذكرة الرقابة على التداول بالبورصة المصرية وتقرير الإدارة المركزية لمراقبة أسواق التداول بالهيئة اللذين تضمنتا قيام العميل سالف الذكر بإدراج أوامر شراء على الورقة المالية للشركة (ع) لصناعة مواد التعبئة والتغليف أثناء جلسة التداول الاستكشافية بتاريخ ١١ يناير ٢٠١٢م، وكان إدراج أوامر الشراء بكمية كبيرة وبسعر بعيد عن سعر التنفيذ السائد بالجلسة، مما يوحي بوجود قوة شرائية على الورقة المالية، وهو ما

^{٤١} - الجلسة رقم ٧٥٢ لسنة ٢٠١٢م جنح اقتصادي القاهرة.

يؤدي إلى اتجاه سعر الورقة المالية إلى الارتفاع أو الثبات مستفيدا من ذلك عن طريق قيامه بعد ذلك بإدراج وتنفيذ أوامر بالبيع على ذات الورقة المالية المذكورة، ثم قيامه بعد ذلك بإلغاء أمر الشراء دون تنفيذ أية كمية منه، وقد قام العميل نفسه بإتباع ذات النمط في التعامل على الورقة المالية للشركة (ض) للإسكان والتنمية والتعمير بجلسة تداول ٢٣ يناير ٢٠١٢م.

وقد انتهت المذكرة إلى أن العميل قام بإدراج العديد من أوامر الشراء على الورقتين الماليتين سابقتي الذكر بأسعار بعيدة عن أسعار التنفيذ؛ وذلك لإعطاء إيحاء بأن هناك طلب على الورقة المالية، مما يؤدي إلى اتجاه سعر الورقة إلى الارتفاع، ثم قام بإلغاء أوامر الشراء التي قام بإدراجها بعد الانتهاء من عمليات البيع والاستفادة من تحرك سعر الورقة المالية، وهو ما يعد مخالفا لنص المادة ٦/٦٣ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، وكذلك نص اللائحة التنفيذية للقانون سالف الذكر.

وقد أرفق بهذه المذكرة طلب مقدم باسم رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية لاتخاذ إجراءات التحقيق ورفع الدعوى الجنائية عملا بأحكام المادة ١٦ من القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩م بشأن تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية.

وبعد التحقيق وتداول الدعوى أمام المحكمة، خلصت المحكمة إلى ثبوت

الادعاءات المنسوبة للمتهم، وأن جوهر الفعل في الجريمتين واحد، ومن ثمّ تعتبرهما المحكمة - عملاً بنص المادة ١/٣٢ من قانون العقوبات جريمة واحدة - وتقضي بالعقوبة المقررة لأشدهما دون غيرها، وهي عقوبة الجريمة موضوع التهمة الأولى، وقد حكمت المحكمة بتعزيم المتهم مبلغ خمسين ألف جنيه، وألزمته المصروفات.

القضية الخامسة^(٢٢): حدث في الفترة من ٦ إلى ١١ مايو سنة ١٩٨٨م أن سجلت أسهم شركة Saulnes Chatillon المسجلة في بورصة باريس، نشاطاً غير طبيعي في البورصة، تمثل في الارتفاع المطرد لسعر هذا السهم، ونمو حجم التعامل عليه.

ونتجت عمليات المضاربة هذه عن أوامر شراء تمت بواسطة ما يقرب من عشرين شركة سمسة لحساب عملاء تم فتح حسابات لهم بهذه الشركة بأسماء وغاوين وهمية، وقد كشفت تحقيقات COB (لجنة عمليات البورصة) - وقاضي التحقيق فيما بعد - أن ثلاثة أشخاص قاموا بهذه العمليات بالتواطؤ فيما بينهم باستخدام ما يعرف بأسلوب الغلاية bouilloire لرفع سعر السهم، وقد اختاروا ورقة مالية محدودة التداول، تصلح للتأثر بهذا الأسلوب، وهو سهم شركة Saulnes Chatillon الذي كان حجم التعامل اليومي عليه لا يزيد عن ثلاثة

^{٢٢} - د. صالح أحمد البربري: المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ١٦ - ١٨ صفر ١٤٢٨ هـ الموافق ٦ - ٨ مارس ٢٠٠٦م، ص ١٨.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول - ...

آلاف سهم، ونتيجة لهذه الممارسة غير المشروعة ارتفع السهم من ١٧١ فرنكا في ٦ مايو إلى ١٩٧ فرنكا في ١١ مايو، ثم عاد ليهبط إلى ١٨٤,١٠ فرنكا، رغم عدم وجود أي أنباء عن الأداء الاقتصادي للشركة مصدرة السهم في تلك الفترة تبرر هذه التقلبات السعرية، وقد تسبب مرتكبو هذه العمليات في وقوع خسارة مقدارها مليوناً فرنكاً للشركات العاملة في البورصة.

وقد أحيل المتهمون إلى المحاكمة الجنائية لارتكابهم الجريمة المؤثمة بالمادة (١٠-٣) والمعدلة بقانون ٢٢ يناير سنة ١٩٨٨م، وقد أدانت محكمة جنح باريس المتهمين مقرررة في حيثيات حكمها: "أن المتهمين قد اتفقوا على تزيف الأداء الطبيعي لسوق الأوراق المالية فيما يتعلق بسهم شركة Saulnes Chatillon، وهم على علم بآليات البورصة، وذلك عن طريق الغش والاحتيال، ومع إرادتهم إيقاع الغير في الخطأ للاستفادة- مباشرة- من الأرباح المتحققة عن العمليات التي أجروها على المكشوف"، وعندما طعن المتهمون على هذا الحكم أبدته محكمة استئناف باريس، وقضت برفض الطعن.

القضية السادسة^(٣٢): نشرت جريدة العالم اليوم خبراً عن التحقيقات التي أجرتها هيئة سوق المال وإدارة البورصة بشأن التلاعب في سهم الشركة (أ) للتعمير والإسكان، وكان عنوان المقال: "هيئة سوق المال تتهم رئيس شركة (أ) وأجرين

^{٣٢} - د. أحمد بن محمد الخليل: جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، نقلاً عن جريدة العالم اليوم المصرية

بالتلاعب وقيد سعر غير حقيقي".

وتتلخص هذه القضية في النقاط التالية:

أولاً: في تاريخ ٣ أبريل سنة ١٩٩٨م أعلنت شركة (أ) للتعمير والإسكان في جريدة الأهرام وكذلك في اليوم التالي في جريدة الأخبار عن صرف الكوبون رقم (١) بمبلغ ٣٧ جنيهاً لكل سهم قيمته الاسمية مائة جنيهاً اعتباراً من السبت ٤ أبريل سنة ١٩٩٨م، وأشارت بالإعلان إلى أن رأس المال المرخص به سبعون مليون جنيهاً، ورأس المال المصدر عشرون مليون جنيهاً.

وقد كان هذا الإعلان مخالفاً للواقع والحقيقة، إذ إن قيمة هذا الكوبون تخص حملة الأسهم في ٣١/١٢/١٩٩٧م والبالغ عددها ٢٥ ألف سهم فقط، ورأس مال الشركة المدفوع في ذلك التاريخ كان ٢,٥ مليون جنيهاً، بقيمة اسمية للسهم مائة جنيهاً.

ولم تقصح الشركة في الإعلان عن تمام زيادة رأس المال المصدر من ٢٠ إلى ٣٠ مليون جنيهاً بتاريخ ١٤/٣/١٩٩٨م، لا سيما وأن الإعلان كان بتاريخ لاحق لتتمام الزيادة مخالفة بذلك قواعد الإفصاح والشفافية المقررة في هذا الشأن.

ثانياً: من ناحية أخرى أظهرت نتائج أعمال الشركة عن السنة المالية المنتهية في ٣١/١٢/١٩٩٨م عن تحقيق خسارة قدرها ٣٤٣٥٠٠ جنيهاً، وعن الربع الأول من عام ١٩٩٩م خسارة قدرها ٧٣٢٠٠ جنيهاً، ولم تقم الشركة بنشر ذلك متبعة في

ذلك سياسة من شأنها تضليل المتعاملين على أسهم الشركة.

ثالثاً: قام رئيس مجلس إدارة شركة (أ) للتعمير والإسكان وزوجته نائب رئيس مجلس الإدارة من خلال شركتي (ص) (ب) لتداول الأوراق المالية- حال كونهما من المساهمين في الشركة الأخيرة- ببيع عدد ٣٣٧٧٢٤ سهماً من أسهم الشركة بقيمة إجمالية قدرها ٧٣١١٣٣٨ جنيهاً بموجب ٦٦٨ عملية.

وقد خلصت التحقيقات إلى أن الغرض من هذه العمليات هو قيد سعر غير حقيقي للسهم، والتأثير على أسعار السوق، مع علم المتلاعبين أن العمليات تتم بسعر غير مبرر، الأمر الذي يبين منه وجود تلاعب بالأسعار على وجه القطع واليقين، ويستخلص ذلك من تقدم المذكورين بطلبات شراء محدد بها سعر يزيد عن سعر الإقفال السابق بمقدار ٥% في بداية تعاملات الفترة لرفع السعر، ثم في نهاية تعاملات الفترة لرفع السعر مرة أخرى بعد هبوطه، وقد تم جني أرباح رأسمالية كبيرة لصالح كل من رئيس مجلس إدارة شركة (أ) للتعمير والإسكان وزوجته نائب رئيس مجلس الإدارة، مما ألحق أضراراً بصغار المستثمرين الذين أقدموا على الشراء متأثرين بعاملين:

أولهما: علمهم بأن آخر توزيع على السهم يقدر بنسبة ٣٧% من قيمته، وهو غير حقيقي.

والآخر: صعود السعر ٥% تقريباً يومياً، وهو أيضاً ارتفاع غير مبرر، بل

ومصطنع بفعل أصحاب الشركة، وقد تعدت خسائر المستثمرين في بعض الأحيان ٥٠% من قيمة السهم عندما هبط سعره، ولهذه الأسباب قررت هيئة سوق المال:

أولاً: إلغاء جميع العمليات التي عقدت على أسهم شركة (أ) اعتباراً من جلسة تداول ١٩٩٩/٦/٨م وحتى جلسة تداول ١٩٩٩/٧/٢٠م وما يترتب على ذلك.

ثانياً: وقف التعامل على أسهم الشركة المذكورة لحين تنفيذ التزاماتها بقواعد وأحكام الإفصاح.

ثالثاً: إبلاغ نيابة الشؤون المالية والتجارية بصورة من التحقيق لإعمال شؤونها ضد المتهمين.

المبحث الثالث

الفرق بين التلاعب بالأسعار

والمضاربة في بورصة الأوراق المالية

يقصد بالمضاربة هنا التعامل في الأوراق المالية بالبيع والشراء في بورصة الأوراق المالية، وليس المضاربة الشرعية في الفقه الإسلامي التي تعني اتفاقاً بين طرفين، يبذل أحدهما ماله، ويبذل الآخر جهده ونشاطه في الاتجار والعمل بهذا المال، على أن يكون ربح ذلك بينهما على حسب ما يشترطان، وإذا لم تريح الشركة لم يكن لصاحب المال غير رأس ماله، ويضيع على المضارب جهده وعمله؛ لأن الشركة بينهما في الربح، أما إذا خسرت الشركة فإنها تكون على صاحب المال وحده، ولا يتحمل المضارب شيئاً غير ضياع جهده وعمله؛ إذ ليس من العدل أن يضيع عليه جهده وعمله ثم يطالب بمشاركة صاحب المال فيما ضاع من ماله ما دام ذلك لم يكن نتيجة لتقصير المضارب أو إهماله.

ويتفق كثير من الفقهاء الاقتصاديين والقانونيين على تقسيم المضاربة في بورصة الأوراق المالية إلى مشروععة وغير مشروععة^(٤٤)، ولكنهم يختلفون في

٤٤- أما فقهاء الاقتصاد الإسلامي فيتفق الكثير منهم على أن المضاربة المالية غير مرغوب فيها، وذلك للأسباب التالية: (أ) أنها عقود صورية، وليست حقيقية لوجود القرائن المعتبرة شرعاً التي كشفت أن الإرادة الحقيقية للمتعاقدين لم تتجه نحو إنجاز عقد بيع حقيقي مقصودة آثاره، وهي التملك والتملك. (ب) أن العبرة في العقود بالمقاصد والمعاني، لا بالألفاظ والمباني، والمقصود في عقود المضاربة المالية بيع وشراء الخطر، وليست مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

تحديد طبيعة العلاقة بين المضاربة غير المشروعة والتلاعب، فنجد غالبية الفقهاء^(٤٥) يستخدمون مصطلح التلاعب بالأسعار كمرادف لمصطلح المضاربة غير المشروعة، ويرى البعض^(٤٦) الآخر أن التلاعب هو نوع من أنواع المضاربة غير المشروعة، في حين يرى البعض الثالث^(٤٧) أن التلاعب بالأسعار يختلف عن المضاربة بصفة عامة؛ لأن المضاربة فيها الإيجابي المشروع والسلبى غير المشروع، أما التلاعب فسلوك سلبى غير مشروع، دون أن يشير إلى مدى تطابق الشق السلبى من المضاربة مع التلاعب بالأسعار، وأخيراً: يستخدم آخرون^(٤٨) مصطلح التلاعب بالأسعار دون أي إشارة لمصطلح المضاربة غير المشروعة.

ولعل الاتجاه الأول هو الأولى بالقبول؛ فمن خلال استعراض التعريفات

الأصول المالية، أي المقصود بها التعاقد على المخاطرة الشديدة، أو الترهان، أو القمار. (ج) تقع العقود الصورية غير صحيحة؛ وذلك لعدم ثبوت نيتي البيع والشراء؛ لأنها من الحيل الممنوعة شرعاً، ولأن فيها مخالفة لقصد الشارع من التكاليف. لمزيد من التفاصيل راجع: د. أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، دلة البركة، جدة، ١٤١٥هـ، ص ٤٨٢: ٤٨٤، ص ٥٩٣.

٤٥- على سبيل المثال راجع: د. صالح أحمد البربري، مرجع سابق، ص ١. د. عبدالله بن محمد العمراني: التلاعب في الأسواق المالية- دراسة فقهية، بحث مقدم إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ١٩-٢٣ محرم ١٤٣٢هـ- ٢٥-٢٩ ديسمبر ٢٠١٠م، ص ٣٢-٣٣. د. محمد أحمد عبد الخالق سلام، مرجع سابق، ص ٢٨٥. د. محمد إسماعيل هاشم: الرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية- دراسة قانونية مقارنة بين النظامين المصري والأمريكي، بدون ناشر، ١٤٣٢هـ- ٢٠١١م، ص ٤٤٣. جمال عبدالعزيز العثمان: الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة- دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠م، ص ٣٨٠ وما بعدها.

٤٦- د. محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سابق، ص ٣٧.

٤٧- د. سعيد بوهراوة، مرجع سابق، ص ٢٢.

٤٨- د. شوقي أحمد دنيا: التلاعب في الأسواق المالية، بحث مقدم إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ١٩-٢٣ محرم ١٤٣٢هـ الموافق ٢٥-٢٩ ديسمبر ٢٠١٠م، ص ٨ وما بعدها.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

التي قيلت في كل من التلاعب بالأسعار والمضاربة غير المشروعة نلاحظ أنهما يتفقان في الوسيلة والهدف، فكلاهما يتم من خلال ممارسات تعتمد على الغش، والتدليس، والإحتيال، استنادا إلى الدراسة، والدراية، والعلم، والخبرة، والتنبؤ، كما إن كليهما يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية كبيرة في مدة قصيرة اعتمادا على هذه الممارسات غير المشروعة.

فالمضاربة إما أن تتم من خلال ممارسات مشروعة لا يجرمها القانون، وهنا تسمى مضاربة مشروعة أو حميدة، وإما أن تتم من خلال ممارسات يجرمها القانون؛ فتتقلب إلى مضاربة غير مشروعة، أي تلاعب بالأسعار، وبالتالي قد يكون المضارب مضاربا متاجرا، وقد يكون متلاعبا، لذلك يمكن القول إن كل متلاعب يعتبر مضاربا بينما لا يعتبر كل مضارب متلاعبا.

وهناك تعريفات عديدة للمضاربة (Speculation)، لكنها تدور حول مضمون واحد، هو الشراء بهدف البيع في وقت لاحق بسعر أعلى (وتسمى المضاربة على الصعود)، أو البيع بهدف الشراء فيما بعد بسعر أقل (وتسمى المضاربة على الهبوط)، وذلك لتحقيق أرباح رأسمالية^(٤٩).

^{٤٩} - لمزيد من التعريفات التي قيلت في المضاربة راجع: د. رفيع يونس المصري: المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والمعارضين، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، جدة: الاقتصاد الإسلامي، مجلد رقم ٢٠، العدد رقم ١،

ومعنى ذلك أن المضاربة يمكن أن تحدث بالشراء أو البيع، فيكون الشراء بهدف البيع في وقت لاحق بسعر أعلى (المضاربة على الصعود)، ويكون البيع بهدف الشراء بعد ذلك بسعر أقل (المضاربة على الهبوط)، وذلك لتحقيق أرباح رأسمالية، فهي مخاطرة بالبيع والشراء بناء على التنبؤ بتقلبات الأسعار بغية الحصول على فروق الأسعار، وقد يؤدي هذا التنبؤ - إذا أخطأ - إلى دفع فروق الأسعار بدلا من قبضها.

كما يُعرّف المضارب بأنه الشخص الذي يشتري الأوراق المالية، ليس بغرض الحصول على ما تدره من عائد وإنما بغرض بيعها في الأجل القصير، عند ارتفاع سعرها، لتحقيق أرباح رأسمالية كبيرة وسريعة، وهو يختلف عن المستثمر الذي يشتري الأوراق المالية بغرض الاحتفاظ بها للحصول على ما تدره من عائد، وقد يبيع هذه الأوراق عند الضرورة، ويحقق ربحا رأسماليا، وإن لم يكن هذا هو هدفه الأساسي، فالفارق الأساسي بين المستثمر والمضارب هو وجود نية المتاجرة أو انتفاؤها، بمعنى الترحيح من تقلبات أسعار الأوراق المالية، فهي تنتمي لدى المستثمر بينما تحكم تصرفات المضارب.

ويجب أن تستند المضاربة إلى معلومات صحيحة وحسابات دقيقة؛ لكي يستفيد منها المضارب شخصيا، وفي الوقت نفسه تؤدي خدمة مفيدة للسوق، أما إذا تمت عمليات المضاربة دون أن تستند إلى حسابات ودراسات دقيقة، وإنما اعتمادا على الصدفة والحظ، تنقلب إلى مقامرة، يغلب عليها الطابع الاحتمالي المطلق، وليس لها أي هدف أو دور اقتصادي، بل تعد ضارة بالسوق لما تحدثه من إرباك للسير العادي لتكوين الأسعار، والمقامر هو الذي يرغب في الشراء السريع عن طريق التعامل في البورصة دون علم أو خبرة خاصة، معتمدا على

الحظ والصدفة وحدهما(°).

لذلك يشترط في المضارب أن يكون متصفا ببعض الصفات، منها:

- أن يكون لديه المعرفة والخبرة (الكفاءة الفنية) لتحليل المعلومات الحالية والاستفادة منها، حتى يستطيع التدخل في الوقت المناسب بائعا أو مشتريا.
 - أن يكون لديه رأس المال الكافي (الملاءة المالية)، إذ إن الملاءة المالية شرط أساسي للمضارب، حتى يتمكن من الاستمرار في السوق إذا تعرض للخسارة التي هي أمر متوقع جدا بالنسبة للمضاربين حتى المحترفين منهم، فلا يستطيع صغار المدخرين أن يكونوا مضاربين، حتى وإن توافرت لديهم الخبرة، وذلك بسبب ضعف إمكانياتهم المادية.
 - أن يكون جريئا مقداما، مستقلا في قرارته، بحيث يملك زمام المبادرة، وفي الوقت نفسه ليس متهورا، وإنما فطنا، حذرا، مدركا لحجم المخاطر التي قد يتعرض لها نتيجة قراره بالبيع أو الشراء.
 - أن يلتزم في تعاملاته وتصرفاته بأداب التعامل، وأن يبتعد عن التصرفات والتعاملات اللاأخلاقية، والتي تخرج المضاربة عن مشروعيتها وتحيلها إلى مضاربة غير مشروعة، أي تلاعب بأسعار الأوراق المالية، فتعطل هذه التصرفات آلية الطلب والعرض في تحديد الأسعار، فدور المضارب يقتصر على التنبؤ بالأسعار المستقبلية وتوقعها، فيستفيد من هذا التنبؤ عند تحققه، لا أن يتدخل لاقتعال أسعار مصنعة وغير حقيقية.
- والأصل في المضاربة أنها مشروعة؛ وذلك لأن المضارب ينتهز فرصة ارتفاع

°- د. صالح أحمد البربري، مرجع سابق، ص ٩ - ١٠.

سعر الورقة المالية؛ فيقوم ببيعها، وأن هذا العمل - بقصد الحصول على الربح - لا شبةة فيه^(٥١)، أما إذا تدخل المضارب بأفعال من شأنها ارتفاع أو انخفاض مصطنع في الأسعار، تصبح المضاربة غير مشروعة؛ إذ إنها اعتمدت على طرق احتيالية للتلاعب في الأسعار وإحداث تموجات شديدة في حدودها القصوى بطريقة مفتعلة بغرض الاستفادة من فروق الأسعار^(٥٢).

وبهذا فإن المضاربة غير المشروعة (التلاعب بالأسعار) التي تتم من خلال القيام بممارسات غير مشروعة تعتمد على الغش والتدليس والاحتيال استنادا إلى الدراسة والدراية والعلم والخبرة والتنبؤ بالظروف والأسعار المستقبلية للورقة المالية - تختلف عن المقامرة التي تعتمد في المقام الأول على الحظ والمصادفة دون علم أو دراسة، بقصد الاستفادة بفروق الأسعار، وبذلك ينتقي سوء النية بالنسبة للمقامر على الرغم مما يحدثه فعله من آثار ضارة وتقلبات في بورصات الأوراق المالية، أما المضاربة غير المشروعة (التلاعب بالأسعار) فتتطوي دائما على سوء النية المتعمد لإيقاع الغير في الخطأ عن طريق افتعال الارتفاع أو الانخفاض في الأسعار؛ لذلك يقع التلاعب بالأسعار تحت طائلة القانون.

^{٥١} - د. محمد عبدالحليم عمر: أزمة البورصات العالمية، مركز الشيخ صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر، سلسلة المنتدى الاقتصادي، المنتدى الثالث، ١٩٩٧م، ص ٦٦ وما بعدها.

^{٥٢} - د. صالح أحمد البربري، مرجع سابق، ص ٥.

كذلك تختلف المضاربة غير المشروعة (التلاعب بالأسعار) عن الدور الذي يؤديه صانع السوق (Market Maker)^{٥٣}؛ لأن صانع السوق متداول، غرضه الأساسي من التداول الربح عن طريق توفير السيولة عبر الإعلان المستمر عن عروض وطلبات لبقية المتداولين في السوق، ويعد صانع السوق متداولاً غير مُطَّبع على قيمة الورقة المالية؛ ولذلك فهو يحدد أسعار عروضه وطلباته بشكل رئيس بناءً على وضع الطلب والعرض في السوق، كما يركز صانع السوق على تحقيق أفضل توازن بين الطلب والعرض؛ لأن الفروق بين الطلب والعرض هي

^{٥٣} - لم يرد نشاط صانع السوق ضمن أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في البند (ب) من المادة (٢٧) من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، وإنما أضيف نشاط صانع السوق إلى أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في عام ٢٠٠٣م، بموجب القرار الوزاري رقم ٢٩٣ لسنة ٢٠٠٣م، وذلك استناداً إلى الفقرة الأخيرة من نص المادة (٢٧) سالفة الذكر، والتي تنص على أنه "... يجوز للوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة (الهيئة العامة للرقابة المالية) إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية...، ومعنى ذلك أن نشاط صانع السوق في البورصة المصرية لا يمارس إلا من خلال إحدى الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والمرخص لها بذلك من الهيئة العامة للرقابة المالية، وبالتالي لا يرخص للأفراد القيام بهذا النشاط، ويقوم صانع السوق بعمل توازن للسوق من خلال الشراء والبيع، ففي حالة قيام المستثمرين بعرض أسهمهم بصورة متزايدة يدخل صانع السوق - كمشترٍ لهذه الأسهم - وبكميات كبيرة - لامتصاص الزيادة في المعروض، ويُسمح له بالشراء بأسعار منخفضة نسبياً عن تلك السائدة في السوق، أما في حالة قيام المستثمرين بطلب كميات كبيرة من أسهم معينة فإنه يقوم بعرض كميات كبيرة مما لديه من الأسهم، لمواجهة الزيادة في الطلب والنقص في المعروض، وبالتالي المحافظة على مستوى أسعار هذه الأسهم مع تحقيق هوامش ربح معقولة، وينقسم صانع السوق إلى عدة أنواع منها: (أ) صانع السوق الذي لا يهدف إلى تحقيق ربح، وإنما يهدف إلى تحقيق هدف قومي من استثماراته، يتمثل في حفظ توازن السوق، ومستوى الطلب والعرض في حدود لا تسمح بحدوث طفرات في أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً أو انخفاضاً بصرف النظر عن تحقيق عوائد، ولا يتصور أن تقوم مؤسسات القطاع الخاص بهذا الدور، وإنما تقوم به الدولة - متى سمحت ظروفها به - رغبة منها في استقرار بورصة الأوراق المالية وحمايتها من الهزات والأزمات. (ب) صانع السوق المتخصص: وهو يهدف إلى تحقيق أرباح تتناسب ومستوى المخاطرة التي يتحملها نتيجة دخوله كصانع سوق من خلال بيع وشراء الأوراق المالية، وعلى وجه الخصوص في الأسواق المنظمة. (ج) صانع السوق التاجر: ويهدف إلى تحقيق أرباح من استثماراته، غير أن ذلك يكون في الأسواق غير المنظمة.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

مصدر ربحه، أما المتلاعب فهو يتدخل في السير الطبيعي للطلبات والعروض في السوق؛ لذلك من المتصور أن يكون صانع السوق من ضحاياه، مع ملاحظة أن بعض المتلاعبين - في بعض الأحيان - يتصرفون كما لو كانوا صناع سوق، من خلال إرسال عروض وطلبات للسوق في الوقت نفسه^(٤٤).

ويكاد يتفق الاقتصاديون^(٤٥) على أن المضاربة المشروعة في بورصة الأوراق المالية^(٤٦) تؤدي مجموعة من الوظائف الاقتصادية التي تساعد على تنشيط

^{٤٤} - د. محمد بن إبراهيم السحبياني، مرجع سابق، ص ٨.

^{٤٥} - حيث لم يُجمع الاقتصاديون على المضاربة، وبالتالي فإن للمضاربة في بورصة الأوراق المالية خصوما، حتى وإن كانت مشروعة لا تعتمد على التليس، والغش، والاحتيال، حيث يرى خصوم المضاربة أنها لا تختلف عن القمار، بل هي - عندهم - صورة حديثة منه؛ لأنها تؤدي إلى أن قلة تريح ثروات هائلة وسريعة على حساب كثرة خسارة، ويكون احتمال ربح الصغار في البورصة كاحتمال ربحهم في اليانصيب، وخطر الخسارة عليهم كبير، وهو الأكثر احتمالا، أما أرباح الكبار فتكون كبيرة ومضمونة، بل إنهم يرون أن المضاربة أخطر من اليانصيب، ففي اليانصيب تقتصر الخسارة على ثمن البطاقة، أما في المضاربة فقد تقضي الخسارة على كامل رأس المال، كما يرون أن المضاربة في الاكتتابات العامة قد تؤدي إلى عدم التخصيص الكفء للموارد، إذ تتم اكتتابات في أسهم شركات غير ذات جدوى اقتصادية بهدف المضاربة على أسعار تلك الأسهم فقط، مما يمثل إهدارا للموارد، ويعصف بالثقة في السوق، خاصة في ظل تدني وعي المستثمرين، وعلى الرغم من المساوئ المتعددة للمضاربة، والتي يسوقها معارضوها، فإن معظم التشريعات تعترف بمشروعية المضاربة الحميدة في البورصة، وإن قيدها ببعض القيود، مثل اشتراط أن تكون واردة على أوراق مالية مقيدة بالبورصة، وأن تتم عن طريق شركات مسجلة مصرح لها بالعمل في مجال الأوراق المالية، لمزيد من التفاصيل عن حجج المعارضين للمضاربة في بورصة الأوراق المالية راجع: درفيق يونس المصري: المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والمعارضين، مرجع سابق، ص ٦٥ - ٨٠. د. محمد إسماعيل هاشم، مرجع سابق، ص ٤٤٧ - ٤٤٨.

^{٥٦} - يعتبر البيع على المكشوف (Short Sale) والبيع بالهامش (Buying on margin) من أبرز أنواع المضاربات التي لا يجرمها القانون، ولا يعاقب عليها، فأما البيع على المكشوف فإنه يكون على عكس الاستثمار الطبيعي في الأوراق المالية، فالأصل في المعاملات أن تُشترى الورقة المالية أولاً، ثم تُباع فيما بعد، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الأول ٢٠١٢ المجلد الأول

وهو السلوك المتوقع من المستثمر الذي يشتري الورقة على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد وتحقق بعض الأرباح، غير أن هناك نمطا آخر من المعاملات يقوم به المضاربون، وفيه تباع الأوراق أولا، ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، وبالتالي فإن هذا النوع من المعاملات يتم على أساس توقعات المستثمر بالاتجاه النزولي للقيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة، وأهم ما يميز هذا النوع من المعاملات أن عملية البيع تتم في الوقت الذي لا يملك فيه البائع الأوراق المالية محل الصفقة، ويستطيع البائع على المكشوف أن يلجأ إلى إحدى شركات سمسرة وتجارة الأوراق المالية ليقترض منها الأوراق المالية محل التعامل، والتي تكون الشركة محتفظة بها لحساب مستثمر آخر، ثم يقوم البائع على المكشوف بتغطية نفسه بالشراء من السوق ذات الأوراق المالية المقترضة، ويسلمها لشركة السمسرة، ثم تبدأ العملية من جديد، وهكذا، وحيث إن هذه العملية تتم من خلال شركة السمسرة التي قامت بإقراض البائع على المكشوف الأوراق المالية محل الصفقة، فسوف تحتفظ هذه الشركة بحصيلة البيع على المكشوف كرهن للأوراق المالية المقترضة، كما قد يمكن إلزام المقترض بتقديم رهن إضافي كنسبة معينة من قيمة الصفقة، سواء في صورة أوراق مالية أو في صورة نقدية، وذلك تحسبا لارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة، إذ ستصبح حصيلة البيع على المكشوف التي = موضعت كرهن تحت تصرف المقرض غير كافية لتغطية قيمة الأوراق المالية المقترضة، ويستفيد المقرض في هذه الحالة أنه يستطيع استخدام حصيلة البيع على المكشوف مجانا، فيستثمرها دون أن يدفع عنها فوائد حتى وقت تسليمها للبائع عندما يقوم بإرجاع الأوراق المالية المقترضة. أما الشراء بالهامش (المتاجرة بالهامش، أو الشراء الهامشي، أو التمويل النقدي الجزئي) فهو دفع المستثمر الذي يرغب في شراء أوراق مالية جزءا من قيمة الصفقة واقتراض جزء آخر من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية، وذلك لشراء كمية أكبر من الأوراق المالية، ثم رهن هذه الأوراق المالية المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض، ويتطلب هذا النوع من المعاملات من العميل فتح حساب يسمى حساب الهامش (Margin Account) لدى شركة السمسرة، ثم يقوم العميل بإيداع جزء من قيمة الأوراق المالية التي يرغب في شرائها، على أن يقوم السمسار بتمويل الجزء المتبقي على شكل قرض، وتوضع الأوراق المالية محل الصفقة كرهن لسداد القرض، وتسجل تلك الأوراق المالية باسم السمسار، ويعمل الشراء الهامشي على زيادة القوة الشرائية للمستثمر، بمعنى أنه سيتمتع بشراء كمية أكبر من الأوراق المالية مع عدم قيامه بدفع كامل قيمتها من موارده الذاتية، كما يساعد على تحقيق ربح أعلى في حالة ارتفاع أسعار الأوراق المالية، ولكنه في الوقت نفسه يعرض المستثمر لخسائر أكبر في حالة انخفاض أسعار الأوراق المالية. لمزيد من التفاصيل حول البيع على المكشوف والشراء بالهامش راجع:

- د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ١٤٧ وما بعدها.

- د. عبدالغفار حنفي: اليورصات (أسهم - سندات - وثائق استثمار - خيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية،

٢٠٠٤ - ٢٠٠٥م، ص ٥٤ وما بعدها.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

البورصة، وبدونها تظل البورصة راكدة، ومن هذه الوظائف ما يلي:

(أ) **تبادل العرض والطلب:** من المعلوم أنه من النادر تعادل العرض مع الطلب في أي سوق عادية، والأرجح أن ترجح كفة أحدهما على الآخر، وبذلك ينعدم التوازن، فتميل الأسعار إلى الهبوط إذا رجحت كفة العرض، وإلى الصعود إذا رجحت كفة الطلب، وفي بورصة الأوراق المالية عادة ما يسغى المضاربون إلى الاستفادة من هذه الظاهرة، فيدخلون كمشتريين عندما ترجح كفة العرض وكبائعين عندما ترجح كفة الطلب، وبذلك يحولون دون انفراد البعض بالسوق وهبوط الأسعار هبوطاً حاداً أو ارتفاعها ارتفاعاً كبيراً^(٥٧).

(ب) **تخفيف حدة تقلبات الأسعار:** حيث يحدث عند انخفاض الأسعار أن يتدخل المضاربون بالشراء فيزداد الطلب بما يؤدي إلى الحد من استمرار الانخفاض، ويحدث العكس عند ارتفاع الأسعار، حيث يتدخل المضاربون بالبيع فتزداد العروض، الأمر الذي يؤدي إلى الحد من الارتفاع، وبذلك تعمل المضاربة على تخفيف حدة تقلبات الأسعار، وعلى استقرارها، وعلى إعادة التوازن السريع إليها.

(ج) **تنشيط حركة التداول في بورصة الأوراق المالية:** تعمل المضاربة على تشجيع التداول بالنسبة لكميات كبيرة من الأوراق المالية، وتزيد من حركة التداول من يد إلى يد^(٥٨) مما يزيد من ازدهار البورصة^(٥٩)؛ فبتعاظم دورها؛ لأن رغبة المضاربين في الاستفادة من فروق الأسعار تجعلهم يواصلون البيع والشراء عند أقل تغيير فيها؛ فتتكرر عملياتهم، وتتعدد، فيزداد نشاط السوق.

- د. سعيد بوهراوة، مرجع سابق ص ١٥ - ١٦.

٥٧- د. محمد أحمد عبدالخالق سلام: الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، بدون ناشر، بدون سنة نشر، ص ٢٨١.

٥٨- د. صالح أحمد البربري، مرجع سابق، ص ٨.

٥٩- مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

ويتسع نطاقها، وتتحقق لها صفة الاستمرارية^(٥٩).

(د) تغطية الاكتتابات العامة: حيث تلعب المضاربة دورا مهما في تغطية الاكتتابات العامة في الأوراق المالية التي تطرح في السوق الأولية؛ ذلك أن بعض الأسهم التي تطرح في الاكتتاب العام قد لا تلقى الإقبال الكافي من المستثمرين لأسباب لا تتعلق بجودة الشركة المصدرة أو عدم جدوى المشروع محل الاكتتاب بقدر ما ترجع إلى ضعف عملية الترويج لتلك الأسهم، أو طرحها في توقيت غير مناسب من الناحية الاقتصادية، أو غير ذلك من الأسباب، وهنا يبرز دور المضاربين في تغطية الاكتتابات على أمل ارتفاع الأسهم فور ممارسة الشركة المصدرة لنشاطها وقبدها بالبورصة؛ فيحققون أرباحا من بيعها بعد ذلك^{٦٠}.

وعلى الرغم من الوظائف الاقتصادية المهمة التي تؤديها المضاربة في بورصة الأوراق المالية، والتي تساعد على تنشيط البورصة، فإنه يجب على رجال الأعمال والمستثمرين ألا يتحولوا من الاستثمار المباشر - وإهمال مشروعاتهم الاقتصادية - إلى الاستثمار المالي عن طريق المضاربة في الأوراق المالية جريا وراء تحقيق أرباح ضخمة وسريعة، لما لذلك من آثار اقتصادية سيئة على البورصة والمتعاملين فيها والاقتصادات الوطنية.

^{٥٩}- د. محمد أحمد عبدالخالق سلام، مرجع سابق، ص ٢٨٢.

^{٦٠}- د. محمد إسماعيل هاشم، مرجع سابق، ص ٤٤٦ - ٤٤٧.

المبحث الرابع

الحكم الشرعي للتلاعب

بالأسعار في بورصة الأوراق المالية

تثار العديد من الشبهات حول المعاملات التي تتم في بورصات الأوراق المالية، ولاسيما أن بعض هذه المعاملات قد نشأت في بعض الأسواق العالمية التي لا تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية، ومن بين هذه الشبهات ظاهرة التلاعب بالأسعار التي تتم من خلال تصرفات يشوبها الغش، والغرر، والكذب، والتدليس، ويقود ذلك وغيره إلى أضرار جسيمة بالمتعاملين بالسوق وبالاقتصادات الوطنية، لذلك كان من الضروري أن تُبيّن الحكم الشرعي للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية.

فالنظام الاقتصادي السليم يقوم على وجود سوق مال حرة، خالية من الاحتكار، والغش، والغرر، والكذب، والتدليس، والمقامرة، ويتوافر فيها مجموعة من الشروط، منها: حرية المعاملات، والمناقسة المشروعة، ونقل المعلومات الصادقة الأمانة، ويحكم المتعاملين فيها مجموعة من القيم، والأخلاق، والسلوكيات

المستقيمة، والحنكة، والخبرة، والرشد، وبذلك تؤدي السوق المالية وظائفها المنشودة، ويحقق النظام الاقتصادي مقاصده المرجوة^(١١).

وقد اعترف الإسلام بالأسواق بجميع أنواعها، واعترف كذلك بأهميتها، بل وضرورة وجودها كمؤسسات اقتصادية لا يمكن لأي فرد أو مجتمع الاستغناء عنها، واحترام قوانينها وآلياتها.

والسوق لغة: من ساق يسوق سوقاً، وهو حذو الشيء، وجلبه، وسوقه، وسميت السوق بذلك لما يساق إليها من البضائع والأشياء والجمع أسواق^(١٢). وفي لسان العرب: السوق: موضع البياعات، وهي تذكر وتؤنث^(١٣)، قال تعالى: "وَقَالُوا مَالِ هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَّعَامَ وَيَمْشِي فِي الْأَسْوَاقِ لَوْلَا أُنزِلَ إِلَيْهِ مَلَكٌ فَيَكُونُ مَعَهُ نَذِيرًا"^(١٤).

وفي الاصطلاح: هو اسم لكل مكان وقع فيه التباعد بين من يتعاطى البيع.

^{١١} - د.حسين حسين شحاته: الحكم الشرعي للتلاعب في سوق الأوراق المالية، سلسلة دراسات وبحوث في الفكر

الاقتصادي الإسلامي، متاح على الرابط التالي:

<http://www.darelmashora.com/>

^{١٢} - د:أحمد بن فارس: معجم مقاييس اللغة، دار الحجيل، بيروت، ١٩٧٧م، ج٣، ص ١١٧.

^{١٣} - ابن منظور: لسان العرب، ج١، ص ١٦٧ - ١٦٨.

^{١٤} - الفرقان، الآية ٧.

والسوق في اصطلاح الاقتصاديين: "هو المكان الذي تساق إليه السلع وما شابهها، حيث يجتمع البائعون والمبتاعون (المشتررون) فيه، فيتبادلون السلع بالسلع، أو السلع بالنقود، عاجلا أو آجلا بأشكال ووسائل دفع حسب ما يقتضيه الحال"^(٦٥)، ورغم ارتباط مفهوم السوق بنطاق مكاني معين فإن تطور وسائل الاتصال بين المشترين والبائعين واستخدام وسائل التكنولوجيا الحديثة في التسويق أدى إلى ظهور أسواق اعتبارية يتم التعامل فيها من خلال وسائل الاتصال الحديثة مثل التلفون، والفاكس، والبريد الإلكتروني، ومواقع التواصل الاجتماعي.

وقد اهتم الإسلام بالأسواق؛ لأنها قوام حياة العباد، بها تدفع حاجاتهم، وتلبى مطالبهم، ولذلك وضع لها من الضوابط ما يقيها من الممارسات المنحرفة الضارة بكل صورها وألوانها^(٦٦)، وجعل من أوليات مهام الحاكم مراقبة الأسواق،

٦٥- د. سامر مظهر قنطججي: فقه الأسواق، دار الرسالة ناشرون، بيروت، الطبعة الأولى، ٢٠٠٤م، ص ١٤.

٦٦- وهي ضوابط تتوزع بين الأخلاقية والاقتصادية، وتمثل الضوابط الأخلاقية الأسس التي يجري عليها التعامل في السوق الإسلامية، وهي وإن كان الأفراد بطبيعتهم يختلفون حول تفسيرهم لمعانيها وفقا للقيم التي يعتنقونها إلا أنها في الإسلام لها حد أدنى متفق عليه، بينته النصوص القرآنية والسنة النبوية، وهي تتمثل في الضوابط التالية: العدل، والصدق، وحسن المعاملة، والتعامل في الطيبات. أما الضوابط الاقتصادية فلتند. نظم الإسلام السوق بضوابط اقتصادية كثيرة، تنظم حرية التعامل والتنافس فيه، وسمح بقيام ظروف مواتية من التعاون بين المتعاملين في السوق، بما من شأنه أن يقيه إلى حد كبير من صور الاحتكار والاستغلال التي تقصد روح التراضي في التعامل بينهم، ومن أهم هذه الضوابط: الصدق في الإعلان عن السلعة، وحسن عرض السلعة بما يسمح بمعاينتها بدقة، ومنع الغبن والغرر، ومنع التدخلات المفتعلة، وتحريم الاحتكار، وتحقيق المستويات المناسبة في الأثمان (فالأصل في الإسلام عدم جواز التسعير، فلا يجوز للدولة أن تتدخل في تحديد أثمان السلع والخدمات الاستهلاكية والانتاجية في السوق طالما أن قوى السوق تعمل بتلقائيتها في إطار تلك الضوابط، حتى ولو أدى ذلك إلى ارتفاع أو انخفاض الأثمان، طالما أنه وقع بشكل تلقائي، أما إذا وقع انحراف من قبل بعض المتعاملين في السوق، فأدى ذلك إلى تعطيل آلية السوق، وتنظيم المنافسة فيه، وظهور الاحتكار، سواء مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

وما يجري فيها، والأخذ بيد من حديد على كل من يتلاعب ويتصرف تصرفاً من شأنه إحداث ارتباك واختلال في السوق وعرقلة لوظائفها^(٦٧).

ونتيجة لأهمية الأسواق وأثرها في حياة الناس اعتبرها بعض مؤرخي الإسلام علما قائما بذاته، له قواعده الخاصة، يقول حاجي خليفة: " علم الاحتساب علم باحث عن الأمور الجارية بين أهل البلد من معاملاتهم اللاتي لا يتم التمدن بدونها من حيث إجراؤها على القانون المعدل، حيث يتم التراضى بين المتعاملين، وعن سياسة العباد بنهى المنكر، وأمر بالمعروف، بحيث لا يؤدي إلى مشاجرات وتفاخر بين العباد، بحيث ما رآه الخليفة من الزجر والمنع... ومبادؤه بعضها فقهي، وبعضها أمور استحسانية ناشئة من رأى الخليفة، والغرض منه تحصيل الملكة فى تلك الأمور، وفائدته إجراء أمور المدن فى المجارى على الوجه الأتم، وهذا أدق العلوم، ولا يدركه إلا من له فهم تأقّب، وحس صائب، إذ الأشخاص والأزمان والأحوال ليست على وتيرة واحدة، بل لا بد لكل واحد من الأزمان

فى الإنتاج أو التوزيع- جاز للدولة أن تتدخل لتحديد الأثمان تحقيقاً للمصلحة العامة، وسدا للذرائع، ودرءاً لمفاسد الاحتكار، وحتى يكون مستوى التسعير المفروض مناسباً فإنه ينبغي أن يتوافر فيه أمران: الأول: أن يوافق سعر المثل، والثاني: أن يكون عدلاً، لمزيد من التفاصيل حول ضوابط تنظيم السوق فى الإسلام انظر: د.صبري عبدالعزيز إبراهيم، المدخل إلى علم الاقتصاد بروية إسلامية، بدون ناشر، وبدون سنة نشر، ص ١٩٩ وما بعدها.

^{٦٧} - دشوقي أحمد دنيا، مرجع سابق، ص ١٤.

والأحوال سياسة خاصة، وذلك من أصعب الأمور، فلذلك لا يليق بمنصبها إلا من له قوة قدسية مجردة عن الهوى كعمر بن الخطاب^(٦٨).

ومما يدل على أهمية الأسواق، أن الرسول صلى الله عليه وسلم أنشأ فور قدومه المدينة سوقا خاصا بالمسلمين، إذ لم يكن في المدينة سوى سوق بني قينقاع الذي كان يتعامل فيه اليهود، لذلك أمر الصحابة بأن يبحثوا عن مكان مناسب ليصبح سوقا للمسلمين، ويتحكم في تجارته المسلمون، ويدار على شرع المسلمين وقانونهم، وبعد إنشاء السوق في المدينة لم يخله عليه الصلاة والسلام من تعاهده له بين الحين والحين، ملاحظا، ومراقبا، ومرشدا، وموجها.

ولم تكن توجيهات النبي صلى الله عليه وسلم مجرد إرشادات ونصائح ؛ بل كانت أوامر، على الجميع الالتزام بها، والتقييد بما ورد فيها، فقد روى أبو هريرة أن النبي صلى الله عليه وسلم مرَّ برجل يبيع طعاما، فقال: كيف تتبع ؟ فأخبره، فأوحى الله إليه أن أدخل يدك فيه، فأدخل يده، فإذا هو مبلول، فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: ليس منا من غشنا^(٦٩)، ثم لم يقف الأمر عند هذا الحد، بل لقد عهد النبي صلى الله عليه وسلم إلى كبار الصحابة بمراقبة السوق ودوام

٦٨- كشف الظنون، لحاجي خليفة، ١ / ٢٥١، طبعة دار الفكر - دمشق، الطبعة الثالثة، ١٤٠٣هـ - ١٩٨٣م.

٦٩- السنن الصغرى، لليبيقي، ٢/ ٨١، طبعة دار الفكر - دمشق/ سورية، الطبعة: الثالثة ١٤٠٣هـ - ١٩٨٣م، سنن ابن ماجه، لمحمد بن يزيد القزويني، ٢/ ٧٤٩، طبعة دار إحياء الكتب العربية- فيصل عيسى البابي الحلبي، ورواه الحاكم في المستدرک وقال: هذا حديث صحيح على شرط مسلم ولم يخرجاه ، المستدرک، للحاكم النيسابوري، ٢/ ١٠، طبعة دار الكتب العلمية - بيروت، الطبعة الأولى، ١٤١١هـ - ١٩٩٠م.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والإقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

النظر في أحواله، والسنة النبوية القولية مليئة بالأحاديث الموجهة، والمنظمة، والضابطة لأعماله، وهكذا كان الحال في زمن الخلفاء الراشدين ومن جاء بعدهم من الخلفاء والحكام، وجاء الفقه الإسلامي وعني أيما عناية بالأسواق وحمايتها من كل صنوف التلاعب والممارسات المنحرفة، والوقوف بالمرصاد لكل من يمارس في السوق - أي سوق - ممارسات من شأنها إلحاق الضرر بالغير أو إرباك السوق وعدم أدائه لوظائفه التي من أجلها وجد (٧٠).

والسوق المالية هي إحدى أجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة؛ لأنها توفر للمستثمر الضمان، والسيولة، والربحية، ولذلك فقد اهتم الباحثون في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق، وذلك من خلال استحداث أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها.

ولا يختلف موقف الإسلام من السوق المالية عن موقفه من السوق.

العادية؛ لأن السوق المالية لا تختلف عن السوق العادية إلا في الطريقة التي تتحدد بها الأسعار في كل من السوقين؛ إذ تتحدد الأسعار في السوق العادية بواسطة مزيدة من جانب واحد (بائع ومجموعة من المشترين كما هو الحال في المزاد العادي)، أو مناقصة من جانب واحد (مشتر واحد ومجموعة من البائعين

^{٧٠} - المزيد من التفاصيل حول أهمية السوق في الإسلام راجع: دشوقي أحمد دنيا، التلاعب في الأسواق المالية،

مرجع سابق، ص ١٥ - ١٦.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧. المجلد الاول

كما هو الحال في المناقصات الحكومية)، في حين تتحدد الأسعار في السوق المالي بواسطة مزايمة ومناقصة من جانبيين، إذ يتنافس البائعون على تخفيض السعر، والمشترون على زيادته، ومن ثم فإن التغيير والتلاعب في السوق المالي قد يقعان من الباعين والمشتريين على حد سواء، فقد يتواطأ البائعون على إحداث ارتفاع وهمي في السعر أو المشترون على إحداث انخفاض وهمي فيه.

لذلك فقد تدخل الإسلام في هيكل السوق المالي كما تدخل من قبل في هيكل السوق المادي، فحرم كل تعامل يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، ووضع شروطاً أساسية للمنافسة الشريفة، ولم يتدخل الإسلام بألية السوق (الطلب والعرض)؛ لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة.

ومن أخطر ما يهدد السوق المالية في الوقت الراهن هو التلاعب بالأسعار نتيجةً لغياب المعلومات الصادقة الأمينه، وانتشار الشائعات الكاذبة، والتغريب في المعاملات، والكذب، والاحتيال، بقصد تحقيق أرباح كبيرة في وقت قصير على حساب بقية المتعاملين في السوق، ففي الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير المشروعة من بعض المتعاملين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الاسترباح، ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم، وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية بهذه الأسواق، وهنا يثور التساؤل عن الحكم الشرعي للتلاعب بالأسعار الأوراق المالية.

ويؤكد الفقهاء على ضرورة توافر المعلومات الصادقة الآمنة عن المعاملات في الأسواق، وكلما كانت هذه المعلومات صادقة، وآمنة، وسريعة، ودقيقة، استقرت المعاملات في السوق وتحقق السعر العادل، ولقد كان للإسلام فضل السبق في التأكيد على فرضية توافر المعلومات الصادقة الآمنة عند التعامل في الأسواق بصفة عامة، وفي مجال الأسواق المالية بصفة خاصة، ولهذا المبدأ أدلته من الكتاب، والسنة، والفقهاء الإسلامي، فمن الكتاب قوله تعالى: "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَكُونُوا مَعَ الصَّادِقِينَ" (٧١)، ومن السنة وردت الأحاديث عن رسول الله صلى الله عليه وسلم تؤكد هذا المعنى، منها ما روي عن نافع عن ابن عمر قال، قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "التاجر الصدوق الأمين المسلم مع الشهداء يوم القيامة" (٧٢)، والصدوق مبالغة من الصدق كالصديق، وإنما يستحقه التاجر إذا أكثر تعاطيه الصدق؛ لأن الأمانة ليسوا غير أمانة الله على عباده، فلا غرو لمن اتصف بهذين الوصفين أن ينخرط في زمريتهم (٧٣).

^{٧١} - التوبة، الآية ١١٩.

^{٧٢} - السنن الكبرى، للبيهقي، ٢٦٦/٥، طبعة دار الفكر - دمشق/ سورية، الطبعة: الثالثة ١٤٠٣هـ، ورواه الترمذي عن أبي سعيد الخدري، وحسنه، سنن الترمذي، ٥١٥/٣، طبعة دار إحياء التراث العربي - بيروت.

^{٧٣} - فيض القدير شرح الجامع الصغير، لعبد الرؤوف المناوي، ٢٧٨/٣، طبعة المكتبة التجارية الكبرى - مصر. مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

وروي عن حكيم بن حزام رضي الله عنه قال، قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "الْبَيْعَانِ بِالْخِيَارِ مَا لَمْ يَتَفَرَّقَا، فَإِنْ صَدَقَا وَبَيَّنَّا بورك لهما في بيعهما، وإن كتما وكذبا مُحِقَّتْ بركة بيعهما"^(٧٤).

والمراد من الحديث أن يبين كل واحد لصاحبه ما يحتاج إلى بيانه من عيب ونحوه في السلعة، وأن يصدق في ذلك، وفي الإخبار بالثمن، وما يتعلق بالعوضين، ومعنى محقت بركة بيعهما أي ذهبت بركته؛ وهي زيادته ونماؤه^(٧٥).

وبناءً على ذلك جاء التحريم القاطع لبعض الممارسات التي قد توجد في الأسواق وتؤدي إلى التضليل، وأخذ الأموال بغير حق، ومن تلك الممارسات بيع الغرر.

والغرر في اللغة هو الخطر، ويطلق على الخديعة، يقال: غرته الدنيا غرورا، أي خدعته بزینتها، وغر الشخص يغر من باب ضرب غرارة بالفتح فهو غار، وغر بنفسه تغريرا أو تغرة^(٧٦).

^{٧٤} - أخرجه البخاري، كتاب البيوع، باب البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، برقم (٢٠٠٤)، ٧٤٣/٢، ومسلم، كتاب البيوع، باب الصدق في البيع والبيان، برقم (٣٩٣٧)، ١٠/٥.

^{٧٥} - شرح النووي على صحيح مسلم، للإمام يحيى بن زكريا بن شرف النووي، ١٧٦/١٠، طبعة دار إحياء التراث العربي - بيروت.

^{٧٦} - المصباح المنير، ٦٨٢/٢، القاموس المحيط، ص ١٠١.

وفي الاصطلاح: عرفه الحنفية بقولهم: ما يكون مجهول العاقبة، لا يدري أيكون أم لا^(٧٧).

وعرفه المالكية بأنه: ما تردد بين السلامة والعطب^(٧٨).

أما الشافعية فعرفوه بقولهم: ما تردد بين متضادين، أغلبهما أخوفهما، أي أنه ما انطوت عنا عاقبته^(٧٩).

واهتم فقهاء الحنابلة بتعريفه وتحديد معناه، فعرفوه في عبارة موجزة بأنه: ما تردد بين أمرين، ليس أحدهما أظهر^(٨٠).

ومن التعريفات السابقة يتضح أن الغرر يقوم على جهالة في المبيع، إضافة إلى الشك في وجوده من عدمه؛ إذ صرحت بعض التعريفات بذلك بقولها " لا يدري أيكون أم لا"، إضافة إلى تصريح الفقهاء بأنه مستور العاقبة، وكل ذلك لا محالة يعد أحد أهم صور التلاعب بالأسعار داخل الأسواق.

وقد ورد تحريم الغرر في القرآن والسنة: ففي القرآن ورد قوله تعالى "وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبُطْلِ وَتُدْخِلُوا بِهَا إِلَى الْحُكْمِ لِتَأْكُلُوا فَرِيقًا مِّنْ أَمْوَالِ النَّاسِ بِالْإِثْمِ"

^{٧٧} - تبين الحقائق، للزليعي، ٤/٤٦، طبعة دار الكتاب الإسلامي - بيروت.

^{٧٨} - جواهر الإكليل شرح مختصر خليل، ٢/٢١، طبعة دار الكتب العلمية - بيروت.

^{٧٩} - الحاوي الكبير، للماوردي، ٦/١٧، طبعة دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة الأولى، ١٤١٩هـ - ١٩٩٩م.

^{٨٠} - مطالب أولي النهى، لمصطفى الرحيباني، ٢/٢٥، طبعة المكتب الإسلامي.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

وَأَنْتُمْ تَعْلَمُونَ^(٨١)، حيث حرم الله تعالى أكل أموال الناس بالغش والخديعة، وهذا هو عين الغرر، وقد اتفق المفسرون على أن الغرر من الباطل المنهي عنه في الآية^(٨٢).

وفي السنة: تواترت الأحاديث عن رسول صلى الله عليه وسلم في تحريم الغرر، ومنها ما روي عن أبي هريرة أن النبي صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع الغرر^(٨٣)، حيث إن لفظ النهي صريح في التحريم.

ويؤكد الفقهاء على أن أي عقد بُني على معلومات مضللة فهو باطل أو فاسد حسب الأحوال^(٨٤).

وبناءً على ما تقدم يحرم التلاعب بالأسعار في الأسواق المالية، وتدخل أغلب صور التلاعب ضمن أنواع التغيرير القولي والفعلي، كالغش، والنجش، والتدليس، وكتمان العيوب، والدعاية الكاذبة؛ لأن كل هذه التصرفات تؤدي إلى أكل أموال الناس بالباطل، وضياع ثروات العديد من الأفراد، والأسر، والمشروعات، لذلك اتفق الفقهاء على أن الغش والتغيرير حرام، سواء بالقول أو الفعل، أو بكتمان

^{٨١} - البقرة، الآية ١٨٨.

^{٨٢} - تفسير القرطبي، ٢/٢٣٨، طبعة دار الكتب المصرية - القاهرة.

^{٨٣} - سنن الترمذي، ٣/٣٢٦، وقال هذا حديث حسن صحيح.

^{٨٤} - لمزيد من التفاصيل راجع: د. حسين حسين شحاته، مرجع سابق.

العيوب، أو بالكذب والخديعة^(٨٥)، واستدلوا على ذلك بكثير من الأدلة الواردة بالكتاب والسنة، وهي أدلة معلومة ومنها على سبيل المثال ما يلي:

١- قول الله تعالى "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ جِرَّةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا"^(٨٦)، والغش والتغريب في المعاملات يدخل في عموم أكل أموال الناس بالباطل.

٢- عن أبي هريرة رضي الله عنه أن رسول الله صلى الله عليه وسلم (مر على صبرة طعام، فأدخل يده فيها، فنالت أصبعه بللا، فقال " ما هذا يا صاحب الطعام؟" فقال: أصابته السماء يا رسول الله، فقال صلى الله عليه وسلم " أفلا جعلته فوق الطعام كي يراه الناس، من غش فليس مني"^(٨٧)).

ووجه الدلالة من الحديث أن أي مسلم لا يقبل حكم رسول الله في سنته ليس مؤمنا، وأن أي مسلم يغش المسلمين في بضاعتهم ليس مؤمنا، سواء وقع هذا الغش في السوق العادية أو في السوق المالية.

٣- عن قيس بن سعد بن عبادة رضي الله عنه، قال سمعت رسول الله صلى الله عليه وسلم يقول: "الخديعة في النار، ومن عمل عملا ليس عليه أمرنا فهو رد"^(٨٨).

^{٨٥} - الحافظ احمد بن على بن حجر العسقلاني: فتح الباري، شرح صحيح البخاري، تحقيق محب الدين الخطيب، وترقيم محمد فؤاد عبد الباقي. ومراجعة محب الدين الخطيب، ٤/٤٤٧.

^{٨٦} - النساء، الآية ٢٩.

^{٨٧} - صحيح ابن حبان، ٢٧٠/١١، ورواه الحاكم في المستدرک، وقال صحيح على شرط مسلم، ١١/٢.

^{٨٨} - صحيح البخاري، كتاب البيوع، باب بيع النجش، ٦٩/٣.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧. المجلد الاول

ولا شك أن في تواعد صاحب الخديعة بالنار دلالة قاطعة على تحريم التصرفات التي تقوم على الغش والخداع، والتلاعب بالأسعار لا يقوم إلا على الخديعة والغش.

٤- عن ابن عمر رضي الله عنهما أنه قال: "نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن النجش"^(٨٩)، ومعنى النجش: "أن يزيد في السلعة من لا يريد شراءها، ليقّدي به غيره فيظن أنه لم يزد بهذا القدر إلا وهي تساويه، فيغترّ به"^(٩٠)، فالنجش فيه خداع وتغرير، ويترتب عليه إضرار بأحد المتعاقدين ليربح الآخر، ولا يقتصر النجش على هذا المفهوم، بل يشمل الكذب، ومن ذلك "أعطيت في السلعة كذا وهو كاذب"، ويتبين من ذلك أن النجش داخل في مفهوم التلاعب، وهو إن لم يكن مرادفاً له فهو صورة من صورته المتعددة.

ويري البعض أن الصور المختلفة للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية لا تخرج عن إطار التلاعب المحرم شرعاً، فالبيع الصوري فيه تغرير بالمستثمرين، وتحايل لأكل أموالهم بالباطل، وفيه مخالفة لمقتضى العقد ومقصده، وهو الاستثمار وإضافة قيمة حقيقية للاقتصاد، وتوافق الطلبات والضح والتفريغ فيهما تغرير بالمستثمرين، وفيهما تواطؤ على إغلاء السلعة أو إرخاصها، وبالتالي أكل أموال الناس في الجانبين بالباطل، وفيهما صورته العقد، إذ إن البيع أو الشراء

^{٨٩} - صحيح البخاري، كتاب البيوع، باب ما يكره من التجاش، ٧٢/٣، صحيح مسلم، كتاب البيوع، باب تحريم بيع الرجل على بيع أخيه، ٥/٥.

^{٩٠} - المغني لابن قدامة، ج ٦، ص ٣٠٤.

ليس المقصود منهما تملك السهم أو الاستثمار فيه، أو حتى الاستفادة من الفارق الطبيعي للسعر، وإنما القصد تضليل المستثمرين والتحايل عليهم من خلال إلغاء مصطنع وفاحش للورقة المالية.

والشراء بغرض الاحتكار السلبي المضر بالسوق المالية والمستثمرين حكمه التحريم، ونصوص الشريعة المحرمة له واضحة جلية، أبرزها حديث النبي صلى الله عليه وسلم "لا يحتكر إلا خاطئ"^(١).

وأما استغلال ثقة العملاء من خلال الحصول على عمولة السمسرة من صفقات البيع والشراء فهو خيانة لتعمد الإضرار بالوكيل، ولاخلاف في حرمة.

والمعنى الجامع المحرم لكل صور التلاعب هو نشاط المتلاعب غير الإنتاجي، والتأثير السلبي على القيمة الحقيقية للورقة المالية، وتحقيق مصلحة خاصة على حساب الإضرار بشريحة عريضة من المستثمرين، من خلال إلغاء مجموعة محدودة من المتلاعبين على حساب الأغلبية العظمى من المستثمرين، وفيه - فوق كل هذا - مخالفة للقيم الأخلاقية الحاكمة للاستثمار في الشريعة الإسلامية.

^{١١} - د. سعيد بو هرارة، مرجع سابق، ص ١٤ - ١٥.

الفصل الثاني

الآثار الاقتصادية للتلاعب بالأسعار

في بورصة الأوراق المالية وطرق المكافحة

بيِّنًا في الفصل الأول المقصود بالتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، وأوردنا الصور الشهيرة له وبعض التطبيقات العملية لهذه الصور، إذ يصعب حصر كل صور التلاعب؛ لأنها تتطور في أساليبها، فتتخذ أشكالًا متعددة ومتجددة، وميَّزنا كذلك بين التلاعب والمضاربة في بورصة الأوراق المالية، وتعرضنا لموقف الشريعة الإسلامية والقوانين الوضعية من التلاعب بأسعار الأوراق المالية، وخلصنا إلى نتيجة مهمة مؤداها أن التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة بالبورصة عبارة عن التصرفات التي يقوم بها متعامل أو مجموعة من المتعاملين لتعطيل آلية الطلب والعرض في تحديد الأسعار، وإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها بهدف تحقيق أرباح كبيرة في فترة قصيرة على حساب بقاء المتعاملين في البورصة، وهو ما يعد انحرافًا أخلاقيًا، يتنافى مع الأخلاق القويمة، بل يتنافى مع القيم والتعاليم الدينية، وهو - من وجهة نظر المشرع الوضعي - أفعال مجرمة.

لذلك فإن هناك الكثير من الآثار السلبية المترتبة على التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية؛ إذ يؤثر على حسن سير العمل بالبورصات وسلامة التعاملات فيها، وذلك عن طريق التأثير على الأداء الطبيعي لقانون الطلب والعرض، وبالتالي حدوث خسائر للمتعاملين في البورصة، وخلق جو من عدم الثقة فيها، والتأثير على الاقتصاد القومي في مجموعه، كما أن للتلاعب بالأسعار الأوراق المالية آثار معنوية واجتماعية سيئة، لما ينتج عنه من تضخم في ثروات

البعض دون مجهود، واتباع أساليب غير أخلاقية، مما يدفع البعض - خاصة الشباب - إلى المجازفة، والمغامرة، والإنصراف عن العمل الجدي، غير أن هذه الآثار المعنوية والاجتماعية تخرج عن نطاق دراستنا، ونظرا لخطورة الآثار الاقتصادية المترتبة على التلاعب تبذل الدول قصارى جهدها للحد من عمليات التلاعب من خلال التصدي لها بطرق ووسائل مختلفة، وعلى ذلك نقسم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: أثر التلاعب بالأسعار على بورصة الأوراق المالية.

المبحث الثاني: أثر التلاعب بالأسعار على المتداولين في بورصة الأوراق المالية.

المبحث الثالث: أثر التلاعب بالأسعار على الاقتصاد القومي.

المبحث الرابع: طرق مكافحة التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية.

المبحث الأول

أثر التلاعب بالأسعار على بورصة الأوراق المالية

ذكرنا من قبل أن سوق الأوراق المالية تتكون من سوقين فرعيين هما: السوق الأولية (سوق الإصدار) والسوق الثانوية (سوق التداول)، وقلنا إن هذه الأخيرة إما أن تكون سوقا منظمة فتسمى بالبورصة، وإما أن تكون غير منظمة فتكون سوقا غير رسمية، يتم التعامل فيها على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية (البورصة).

ويعرف البعض^(٩٢) بورصة الأوراق المالية بأنها "السوق الذي يتم فيه قيد وتداول الأوراق المالية بين المتعاملين، وفقا لتفسير وتحليل المعلومات المتدفقة إليهم"، ويعرفها البعض الآخر^(٩٣) بأنها "المكان الذي يتم فيه اتصال راغبي شراء الأوراق المالية مع الراغبين في البيع"، ويعرفها البعض الثالث^(٩٤) بأنها "اجتماع لسماسرة الأوراق المالية، يتم وفقا للأشكال المحددة بواسطة القوانين واللوائح بقصد

^{٩٢} - د. طارق عبدالعال حماد: بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠م، ص ١٩.

^{٩٣} - د. مجدي شهاب: اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، ٢٠٠٠م، ص ١٦٢.

^{٩٤} - د. محمود محمد فهمي: سوق المال وبورصة الأوراق المالية، ندوة عقدت بمركز البحوث والدراسات القانونية بكلية الحقوق، جامعة القاهرة، نوفمبر ١٩٩٥م، ص ٤.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جمعية الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

تداول الأوراق المالية وتحديد أسعارها"، ويعرفها البعض الرابع^(٩٥) بأنها "عبارة عن سوق منظمة مستمرة، تقام في مكان معين في مواعيد محددة بصفة دورية، غالبا ما تعقد بصورة يومية بقصد تداول صكوك مالية معينة، تتوافر فيها شروط محددة، بمقتضى القوانين واللوائح السارية، وتبرم فيها الصفقات بواسطة تدخل شركات البورصة (شركات السمسرة في الأوراق المالية).

ويلاحظ أن التعريفات السابق ذكرها لبورصة الأوراق المالية تؤكد على أن البورصة لا تخرج في حقيقتها عن كونها سوقا، إلا أنها سوق منظمة، تخضع للقوانين واللوائح السارية، ويتم التعامل فيها على بضاعة من نوع معين، هي الأوراق المالية، وأن هذا التعامل لا يتم مباشرة بين البائعين والمشتريين، وإنما يتم من خلال وسطاء مالنيين بناءً على تحليل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية محل التعامل.

ويمكن القول أن بورصة الأوراق المالية تتكون من أربعة عناصر رئيسية، هي:

- ١- المكان الذي يتم فيه التداول.
- ٢- الأوراق المالية.
- ٣- المتعاملون.
- ٤- المعلومات التي يتم التعامل بناءً عليها.

^{٩٥} - دسيد طه بدوي محمد: عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة

العربية، القاهرة، ٢٠٠١م، ص ٤٣.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

ويلعب قانون الطلب والعرض دورا مهما في تحديد أسعار الأوراق المالية على أساس من المعرفة الكافية، ودرجة كبيرة من العدالة، كما أن هذا القانون يطبق بنظام تام في بورصة الأوراق المالية، إذ إن هذه البورصة تكون على درجة عالية من التنظيم، ومجالا خصبا لتحقيق وحدة الثمن في وقت معين، والبضاعة محل التعامل فيها عبارة عن أشياء مثلية، يحل بعضها محل بعض، والأسهم والسندات ذات الإصدار الواحد تعطي لحاملها نفس الحقوق، مما لا يدع للمشتري مجالاً أو أي فرصة ليفضل سهماً أو سندا على غيره من الإصدار نفسه.

ويشترط لإعمال قانون الطلب والعرض بدقة أن يتوافر شرطان أساسيان، هما: العلانية وحرية المنافسة، فيجب أن تتوافر علانية تامة لكل من الطلب والعرض، ويجب كذلك أن يتمكن كل من البائعين والمشتريين من مناقشة الأثمان بحرية تامة، دون الوقوع تحت أي ضغط، ويترتب على انتفاء أي من هذين الشرطين تعطيل عمل هذا القانون، وإلحاق الضرر بأحد طرفي التعامل.

ولما كانت عمليات التلاعب بأسعار الأوراق بالبورصات تقوم أساساً على ممارسات وتصرفات غير مشروعة - يقوم بها بعض المتعاملين في بورصة الأوراق المالية لتعطيل آلية الطلب والعرض في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة واستبدالها بأسعار مصطنعة وانطباعات زائفة لدى المتعاملين على ورقة مالية معينة؛ لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة وقيمتها الحقيقية؛ بهدف تحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المتعاملين في السوق - فإن هذه التصرفات وتلك

الممارسات تؤثران على كفاءة البورصة، وعلى أدائها لوظائفها، فإذا انعدمت الكفاءة أو انخفضت، وإذا فشلت السوق في أداء بعض وظائفها أو كلها فقد المستثمرون والمدخرون الثقة في هذه السوق، ومن ثم سيبحثون عن سوق أخرى ذات كفاءة، أو سيغيرون مجال استثماراتهم إلى مجالات أخرى غير مجال الأوراق المالية، وهو ما سيضاعف الآثار السيئة على البورصة التي قد تصل إلى حد الانهيار.

وعلى ذلك سوف نعرض في هذا المبحث للآثار السيئة للتلاعب بالأسعار على كفاءة البورصة، وعلى حسن أدائها لوظائفها:

أولاً: أثر التلاعب على كفاءة بورصة الأوراق المالية:

بيان الأثر السلبي للتلاعب بأسعار الأوراق المالية على كفاءة البورصة يجب أن نبيِّن أولاً المقصود بكفاءة البورصة، وأنواعها، والدور الذي تؤديه، ومتطلباتها، وكذلك الصيغ المختلفة لكفاءة السوق، وأخيراً النتائج المترتبة على كفاءة السوق، فإذا ما فرغنا من ذلك بيِّنا الأثر السلبي للتلاعب على كفاءة بورصة الأوراق المالية:

(أ) السوق الكفاء (Efficient Market) :

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية- بصفة عامة- خلافاً كبيراً بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث إن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية، فيتقرر سعر الورقة المالية بناءً على المعلومات الواردة، فإذا عكست

أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة التي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

وتتميز البورصات في الدول المتقدمة بالكفاءة العالية نتيجة توفير الأنظمة القوية والفعالة للمعلومات المتاحة عن الشركة والسوق نفسه، وهو ما يجعل أسعار أسهمها تعكس كافة المعلومات المتاحة، أما البورصات في الدول النامية فعلى الرغم من الإصلاحات التي عرفتها البورصات في هذه الدول تماشياً مع التطورات التي شهدتها النظام المالي العالمي، فإنها لا تخرج عن نطاق كونها أسواقاً نامية، ما زالت تقتصر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة، وتواجهها جملة من العوائق تحول دون تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة، ويعتبر التلاعب بالأسعار من أهم هذه المعوقات^(٩٦).

ويقصد بكفاءة بورصة الأوراق المالية مدى توفر المعلومات للمستثمرين^(٩٧)، من حيث سرعة توفر هذه المعلومات، وقلة تكاليف الحصول

٩٦- ومن هذه المعوقات التي تواجه البورصات في الدول النامية: معوقات تنظيمية، وتشريعية، وهيكلية، وقصور آليات العمل، والقيود المعلوماتية وضعف نظام المعلومات، وعدم احتواء المعلومات المنشورة على القدر الكافي من الإفصاح، وغياب الشفافية، ونقص السيولة، ومحدودية الأدوات المالية المتداولة فيها، وضيق نطاق السوق، وضآلة الطلب والعرض، وقلة عدد الشركات المدرجة فيها، وعدم توفر الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أو عدم أداؤها لدورها بكفاءة حال وجودها، وهجرة رؤوس الأموال الوطنية في هذه الدولة إلى الخارج بسبب تنني فرص الاستثمار مقارنة بالدول المتقدمة، وغياب ثقافة الاستثمار في البورصة لدى الأفراد، وتفضيلهم الأوعية الإنشائية البنكية والاستثمار المباشر على الاستثمار في بورصة الأوراق المالية.

^{٩٧}- تتمثل أهم المعلومات التي يحتاجها أطراف و وحدات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية في: أسعار وعوائد أوراق الدين، وأسعار الأسهم وعوائدها المتحققة من خلال التوزيعات، ومعلومات عن مصدر الأوراق المالية، وبيانات اقتصادية كلية، والوضع المالي بشكل عام، وبيانات عن الحسابات القومية (الناتج المحلي - عرض النقود - التضخم... إلخ)، وسواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية، أو في معلومات يتبناها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ١٧: ٢٠٠١، المجلد الأول

عليها^(٩٨)، ويقصد بمدى توفر هذه المعلومات درجة ملاءمتها وسرعتها في الانعكاس على أسعار الأوراق المالية^(٩٩).

وبالتالي فإن كفاءة السوق تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه - بطريقة غير متحيزة - للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة^(١٠٠)، بحيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، وهو ما يضمن تغيرا فوريا في السعر تبعا لما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة - وهذا بالطبع - يحمل في طياته أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثمّ لن نتاح لأي منهم فرصة لا نتاح لغيره.

(ب) أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

يوجد نوعان من الكفاءة في سوق الأوراق المالية، وهما:

النوع الأول: الكفاءة الكاملة في السوق (Perfectly Efficient Market):
يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في

عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، لمزيد من التفاصيل راجع د. محمود محمد الداغر: الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ٢٠٠٧م، ص ٢٧٥ - ٢٧٦. د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص ٤٨٩ - ٤٩٠.

٩٨- د. محمد الصيرفي: البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٦م، ص ٦٩.

٩٩- د. محمد سليمان: إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، ١٩٩٢م، ص

٣٤٦.

١٠٠- د. محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص ٧٠.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع ودون تكاليف^(١١).

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

١. شفافية المعلومات، وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
٢. حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، وعدم وجود قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم.
٣. تواجد عدد كبير من المستثمرين، بحيث لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر وحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
٤. رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

النوع الثاني: الكفاءة الاقتصادية في السوق (Economically Efficient Market): وفقا لمفهوم الكفاءة الاقتصادية يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت، غير أنه من المتوقع بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار أن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثروتهم.

^{١١} - د. عبدالغفار حنفي، مرجع سابق، ص ١٩٣.

(ج) الدور الذي تؤديه السوق الكفاء:

تحقق السوق الكفاء تخصيصا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ووفقا لمفهوم الكفاءة يفترض أنها تؤدي دورين بارزين، أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر^(١٠٢):

١. الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية، وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واحدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

٢. الدور غير المباشر: يُعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية، وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول.

(د) متطلبات كفاءة بورصة الأوراق المالية:

لتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة ينبغي تحقق سمتين أساسيتين تعدان بمثابة متطلبين أساسيين لتحقيق كفاءة بورصة الأوراق المالية، هما: كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل^(١٠٣):

١٠٢- د.مفتاح صالح والأستاذة/ معارفي فريدة: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، العدد ٧، ٢٠٠٩-٢٠١٠م، ص ١٨٦.

١٠٣- د.منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ٥٠١-٥٠٢.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

١. كفاءة التسعير **Price Efficiency**: وتعرف أيضا بالكفاءة الخارجية **External Efficiency**، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة- دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل إن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، ويصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

٢. كفاءة التشغيل **Operational Efficiency**: ويطلق عليها أيضا الكفاءة الداخلية **Internal Efficiency**، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدتها الأدنى؛ مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يتباع به الورقة المالية.

وبالإضافة إلى سمتي كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل توجد سمتن أخريان ضروريان لتحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد، فأما الأولى: فهي عدالة السوق، بمعنى أن يتيح السوق فرصا متساوية لكل من يرغب في أن يبرم فيه الصفقات، وأما الأخرى، فهي الأمان الذي يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية من المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، ومن أمثلة

تلك المخاطر مخاطر الغش، والتدليس، والتلاعب بالأسعار، وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف.

(هـ) الصيغ المختلفة لكفاءة السوق:

إذا كانت السوق الكفاء هي التي تعكس الأسعار فيها- وبسرعة- المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المتداولة، فإن نوعية وأهمية هذه المعلومات تحدد درجة كفاءة السوق، لذا وجب التعرض للصيغ المختلفة لفروض كفاءة السوق، وهي تتمثل في فرض الصيغة ضعيفة الكفاءة، وفرض الصيغة متوسطة الكفاءة وأخيرا فرض الصيغة قوية الكفاءة^{١٠٤}:

١. فرض الصيغة ضعيفة الكفاءة: وفقا لفرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق The Weak Form Efficient Market Hypothesis يفترض أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية سابقة، تتعلق بما طرأ من تغيرات على سعر السهم، وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، ومن الخطأ الفاحش أن نحاول تفسير الأسعار الحالية بناءً على معلومات سابقة، بل يجب أن تفسر الأسعار الحالية على أساس أوضاع الشركة في المستقبل، ولا يمكن التنبؤ بما ستكون عليه أوضاع الشركة في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعر أسهمها في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية.

^{١٠٤} - لمزيد من التفاصيل حول الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية راجع:

- د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ٥٠٣ وما بعدها.

- د. محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص ٧٠ - ٧١.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

٢. فرض الصيغة متوسطة الكفاءة: نقضي الصيغة متوسطة الكفاءة The Semi-Strong Form Efficient Market Hypothesis بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، وظروف الشركة، والتقارير المالية، وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية؛ لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير أنه إذا أدرك المستثمر - منذ اللحظة الأولى - القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباحا غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.

وفي حالة حصول بعض المستثمرين على المعلومات قبل إعلانها قد يحققون إيرادات استثنائية، ولذلك يتدخل المشرع لتنظيم عملية إعلان هذه المعلومات، ويفرض عقوبات صارمة على المُطَّعِين على هذه المعلومات الذين يفشونها بطرق غير قانونية؛ فيستفيدون منها أو يفيدون غيرهم.

٣. فرض الصيغة قوية الكفاءة: نقضي الصيغة القوية لكفاءة السوق The Strong Form Efficient Market Hypothesis بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات العامة والخاصة، أي المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين، وكذلك المعلومات المتاحة لفئة خاصة منهم مثل إدارة المنشأة وكبار العاملين فيها، وتلك المعلومات التي يمكن أن

يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل، تدعمها خبرة ومهارة عاليتان، وبالتالي تعكس الأسعار في ظل هذا الفرض كافة المعلومات التي يمكن معرفتها، وفي هذه الحالة يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.

(و) نتائج السوق الكفاء:

إذا ما تحققت مقومات السوق الكفاء بالمعلومات السابق بيان شروطها مع سرعة ارتباطها بحركة الأسعار فإنها تؤدي إلى نتائج محددة، أهمها^(١٠٥):

- ١- أن السوق الكفاء تؤدي إلى عدالة التسعير، أي أن الورقة المالية تسعر بقيمتها الاستثمارية دون مغالاة (سواء بالارتفاع أو الانخفاض)، وأن ظهور فروق ملحوظة بين الأسعار والقيمة الحقيقية يدل على عدم كفاءة السوق.
- ٢- أن كفاءة السوق تؤدي إلى خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية نتيجة لعمولة السمسرة، ودون أن يتاح للمضاربين أو المتخصصين فرصة تحقيق أرباح غير عادية.
- ٣- أن كفاءة السوق تؤدي إلى استحالة أو صعوبة تحقيق أرباح غير عادية؛ إذ يكون ارتفاع الأسعار أو انخفاضها أمرا متوقعا وينسب معقولة.

^{١٠٥} - د.نصر على أحمد طاحون: شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر (دراسة تأصيلية لبورصات المال وشركات الإدارة في مصر مقارنة بالدول الغربية)، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣م، ص ١٧٢ - ١٧٣.
... مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول.

(ز) الأثر السلبي للتلاعب بالأسعار على كفاءة بورصة الأوراق المالية:

تساعد السوق الكفاء في رفع كفاءة منشآت الأعمال، كما تساهم في جذب مستثمرين جدد؛ إذ تشجع كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل والعدالة والأمن المدخرين على توجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في البورصة، كذلك فإن التزام المنشآت المسجلة في البورصة بنشر التقارير المالية يعد حافزا للإدارة على بذل أقصى جهد، حتى تحافظ على حملة أسهم المنشأة، وعلى ثقتهم فيها، وحتى يمكنها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية إضافية بسرعة، وسهولة، وتكلفة منخفضة.

وإذا كانت كفاءة البورصة تقاس بقدرتها على التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، من خلال كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل، وعدالة السوق، وتوافر وسائل للحماية ضد المخاطر المتوقعة- فإن هناك عوامل كثيرة مشروعة وغير مشروعة من شأنها أن تضعف من قدرة السوق على تحقيق هذا الهدف، ومن العوامل المشروعة التي تؤثر على كفاءة البورصة: اعتماد المنشآت على الأرباح المحتجزة في التمويل، وضعف آلية التصويت داخل الجمعيات العمومية للمنشآت المصدرة للأوراق المالية، وأما العوامل غير المشروعة فتشمل الغش، والتدليس، والتلاعب بالأسعار من خلال المضاربات غير المشروعة، وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يرتكبها بعض المتعاملين في البورصة، وما يهنا هنا هو

معرفة أثر التلاعب بالأسعار على كفاءة البورصة، وفيما يلي نُبيِّنُ أثر التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية على متطلبات كفاءة البورصة السابق ذكرها:

١- أثر التلاعب على كفاءة التسعير: تتحقق كفاءة التسعير عندما لا يوجد فاصل زمني كبير بين الكشف عن المعلومة ووصولها إلى المستثمرين^(١٠٦)، وكذلك عندما لا تكون تكاليف الحصول على هذه المعلومة باهظة، بحيث يتمكن جميع المستثمرين من الحصول عليها، فتكون الأسعار واقعية، ومنطقية، ومنفقة مع القيمة الحقيقية للأوراق المالية، وعندما تتساوى فرص جميع المتعاملين في تحقيق الأرباح؛ إذ يصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادية نتيجة عدم استطاعتهم استغلال معلومات غير معلنة، أو أنها معلنة لكنها تتطلب تكاليف باهظة للحصول عليها.

ويؤثر التلاعب المعلوماتي على كفاءة التسعير ببورصة الأوراق المالية، كعدم الالتزام بواجب الإفصاح، أو استغلال المعلومات الداخلية، أو الإفصاح الإنتقائي للمعلومات^(١٠٧)، أو بث الشائعات غير الصحيحة، أو بناء توقعات مستقبلية للمنشأة لا أساس لها من الصحة، وذلك بهدف تحريك الأسعار في الاتجاه الذي يناسب المتلاعب إما صعوداً أو هبوطاً.

^{١٠٦} - لا يوجد في التشريع المصري أو التشريع المقارن تحديد لذلك الفاصل الزمني، وإنما هو متروك لتقدير القاضي.

١٠٧- يقصد بالإفصاح الانتقائي Selective Disclosure إفصاح الشركة المصدرة للورقة المالية لمعلومات مهمة إلى فئات معينة منتقاة، كالمحللين الماليين، وبعض المؤسسات المالية كالبانوك، وبعض الشركات العاملة بالسوق كشركات السمسرة أو شركات إدارة محافظ الأوراق المالية، أو بعض المساهمين بالشركة، وذلك قبل الإفصاح عنها للجمهور عامة، بهدف تحقيق أغراض خاصة.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

لذلك نجد أن القوانين التي تحكم أسواق رأس المال وأسواق التداول على نحو خاص تعطي من شأن الإفصاح، وتحرص أشد الحرص على أن يكون هذا الإفصاح كاملاً، أي عن كافة المعلومات التي تؤثر على سعر الأوراق المالية، وأن يكون فورياً، أي أن تُنشر تلك المعلومات وقت توفرها دون تأخير، ومما يتنافى مع ذلك الممارسة غير المشروعة لفئة خاصة من المتعاملين المُطَّلَعِينَ لعمليات شراء وبيع الأوراق المالية بناءً على معلومات تتوفر لديهم قبل أن تعلن لغيرهم، إذ يعد ذلك خرقاً لمبادئ العدالة والمساواة بين جميع المتعاملين في الأوراق المالية- وهي مبادئ يجب أن تقوم عليها السوق- ويدمر مقومات الثقة في صحة وسلامة معاملاتها، ويمثل إضراراً لفئة قليلة على حساب جمهور المتعاملين في السوق^(١٠٨)، الأمر الذي دفع المشرع في الدول المختلفة إلى إلزام المُطَّلَعِينَ بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية غير المعلنة للكافة، وكذلك الامتناع عن التعامل بناءً على هذه المعلومات، وذلك لما لممارسات المُطَّلَعِينَ غير المشروعة من آثار سيئة على متطلبات تحقق كفاءة التسعير ببورصة الأوراق المالية.

ويصنف أغلب الفقه الأمريكي المُطَّلَعِينَ إلى فئتين: الفئة الأولى هم المُطَّلَعُونَ بحكم اتصالهم بالمصدر الأصلي للمعلومة الجوهرية غير المعلنة، أي المُطَّلَعُونَ بشكل مباشر مثل مديري الشركات ومسئوليها، وكذلك كل مالك مستفيد بنسبة عشرة في المئة أو أكثر من أسهم الشركة، والفئة الثانية: مطلعون سُرِّبَتْ

١٠٨- د. محمد إسماعيل هاشم: الرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٤٧٠.
مجلة الحقوق للبحوث والقانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ (المجلد الاول

اليهم المعلومة عن طريق شخص من الفئة الأولى، ويطلق عليه في هذه الحالة (Tipper)، وعلى الذي تلقى المعلومة (Tippee)، ويترتب على هذا التصنيف عدم مسئولية المُطَّلِع متلقي المعلومة (Tippee) ما لم يثبت أنه على علم بخطأ معطي المعلومة له (Tipper) في حصوله عليها وإعطائها له^(١٠٩)، وهناك العديد من القضايا التي رفعت أمام المحاكم الأمريكية وكان موضوعها نماذج متعددة من تعاملات المطلعين^(١١٠).

أما المشرع المصري فكان له اتجاه خاص لتعريف المُطَّلِعِينَ، حيث فرَّق بين المُطَّلِع على المعلومات الداخلية والمتعامل الداخلي، فعرّف الأول تعريفاً شاملاً بأنه "كل من اطلع على معلومات بشأن الشركة أو ما تصدره من أوراق مالية، من شأنها تحقيق منفعة لصالحه، أو لصالح شخص آخر، وسواء تم الاطلاع بصورة شرعية أو غير شرعية وسواء اطلع بنفسه على المعلومات أو وصلت إلى علمه عن طريق شخص آخر، ويخضع استغلال المعلومات الداخلية لحكم المادة (٦٤)^(١١١) من قانون سوق رأس المال المصري^(١١٢)، كما عرّف المتعامل الداخلي بأنه "كل شخص حقق نفعاً، سواء بطريق مباشر أو غير مباشر لنفسه أو لغيره من تعامله بناءً على معلومات داخلية أو استغلاله لها، ويعتبر المستفيد من

١٠٩- د. محمد إسماعيل هاشم، المرجع السابق، ص ٤٧٨.

110- <http://www.sec.gov/answers/insider.htm>

١١١- راجع نص المادة (٦٤) من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م في هامش رقم (٢) ص ٣١ من هذا البحث.

١١٢- الفقرة (د) من المادة (٣١٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م. مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

المعلومات المشار إليها قد حقق نفعاً منها في تطبيق أحكام المادة (٦٤) من القانون في هذه الحالة^(١١٣)."

وبالتالي تطبق العقوبة المقررة بالمادة (٦٤) من قانون سوق رأس المال على أي مُطَّلَع على معلومات داخلية جوهرية حال استغلاله لتلك المعلومات، سواء تحقق من هذا الاستغلال نفع أم لم يتحقق، وسواء تحقق هذا النفع بتعامله بنفسه على الورقة أو الأوراق المالية موضوع المعلومات - حيث يتحول حينئذٍ إلى متعامل داخلي - أو كان الاستغلال على أي نحو آخر، كأن يعطي تلك المعلومات للغير بمقابل، وهذا التوجه للمشرع المصري يعد توجهاً محموداً ومسائراً لتطور العمل بالسوق من حيث تنوع أساليب الحصول على المعلومات الداخلية واستغلالها، وتعدد فئات المُطَّلَعِينَ، وذلك على نحو يصعب حصره^(١١٤).

وأما شركات إدارة محافظ الأوراق المالية وشركات السمسرة فقد خصها المشرع المصري بنص خاص يحظر عليها وعلى أي من المديرين أو العاملين بها التعامل على الأوراق المالية التي تكون قد توافرت لديهم معلومات بشأنها، أو بيانات عنها غير معلنة في السوق، أو غير متاحة لسائر المتعاملين^(١١٥).

كما تؤثر عمليات التلاعب القائمة على أساس نشر معلومات أو شائعات كاذبة مضللة على عدالة تسعير الأوراق المالية المتداولة في البورصة، حيث يعتمد بعض كبار المتداولين إلى نشر الشائعات والأكاذيب، وتسريب معلومات خاطئة

١١٣- الفقرة (هـ) من المادة (٣١٩) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

١١٤- د. محمد إسماعيل هاشم، مرجع سابق، ص ٤٧٩ - ٤٨٠.

١١٥- المادة (٢٤٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والإقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

عن شركة من شركات المساهمة، والقيام بعمليات تداول تصاحب هذه الأخبار والشائعات، وحث الذين يدعون التحليل الفني ليقوموا بالتغريب وموافقة تلك الشائعات، وهذه الطرق تهدف إلى إيجاد فارق سعري مصطنع، وعرقلة الأداء الطبيعي للطلب والعرض، وقد يكون الهدف هو السيطرة على السوق عن طريق الشراء المكثف للاستحواذ على الغالبية العظمى من ورقة مالية معينة في وقت معين، وهذا يهدف إلى تحطيم المنافسة، أو الحد منها عن طريق الشراء المكثف، والوصول إلى سعر احتكاري^(١١٦).

٢- أثر التلاعب على كفاءة التشغيل: يقصد بكفاءة التشغيل قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض، وهو يعكس السعر الحقيقي للأوراق المالية المتداولة، ويتأثر هذا التوازن بعمليات التلاعب بالأسعار، حيث تهدف هذه العمليات إلى التأثير على توازن الطلب والعرض بالسوق، فلا تعكس الأسعار القيمة الحقيقية للأوراق المالية، وتتنخفض كفاءة التشغيل بالبورصة، وسيترتب على ذلك انخفاض كفاءة التسعير، بسبب توقف كفاءة التسعير على كفاءة التشغيل.

فجميع صور التلاعب المعروفة تهدف إلى خلق انطباع زائف، إما بزيادة الكميات المعروضة من ورقة مالية ما، وإما بزيادة الطلب على هذه الورقة، وذلك خلافا لواقع الأمر، فعندما تهدف عمليات التلاعب إلى خداع المتعاملين في السوق وإيهامهم بجدوى الاستثمار في ورقة مالية معينة خلافا لحقيقة الحال - يؤدي

١١٦- د. صالح أحمد البربري: المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة، مرجع

سابق، ص ١٢ - ١٣.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

ذلك إلى زيادة الطلب على هذه الورقة؛ فيختل التوازن بين الطلب والعرض، وتتعطل آلية السوق في تحديد الأسعار، وعندما تهدف عمليات التلاعب إلى خداع المتعاملين وإيهامهم بخسارة محتملة، أو مشاكل متوقعة بالنسبة لورقة مالية معينة- سوف يسارع الكثيرون منهم إلى التخلص من هذه الورقة المالية لتقليل الخسائر المزعومة، أو البعد عن المشاكل المتوقعة، ويترتب على ذلك الكميات المعروضة من هذه الورقة المالية؛ فيختل التوازن بين الطلب والعرض، وتتكون الأسعار غير الحقيقية، وفي هذه الأحوال يستطيع المتلاعب تحقيق أرباح طائلة؛ إذ يدخل السوق مشتريا عندما ينخفض السعر، وبائعا عندما تتكشف الحقائق ويرتفع السعر.

٣- أثر التلاعب على عدالة السوق: السوق العادل- كما ذكرنا- هو ذلك السوق الذي تتاح فيه لجميع المتعاملين فرص متساوية للاستثمار وتحقيق الأرباح، أي السوق الذي تتوافر فيه كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، وتعتبر هذه العدالة شرطا أساسيا من الشروط اللازمة للقول بكفاءة السوق بصفة عامة، ولا يمكن لهذه العدالة أن تتحقق في الأسواق التي تنتشر فيها الممارسات غير المشروعة، ومنها عمليات التلاعب بالأسعار التي تعتمد على الغش والتدليس والاحتيال لإيقاع الغير في الخطأ، فتلحق الضرر بهذا الغير، وبالسوق بصفة عامة، ونتيجة لهذه الممارسات غير المشروعة يكون المتلاعب في وضع أفضل داخل السوق، يمكنه من جنى أرباح طائلة في فترات قصيرة على حساب جمهور المتعاملين في السوق، ويزداد الأمر سوءا عندما يكون جمهور المتعاملين في السوق بلا خبرة ودارية بكيفية التعامل مع هؤلاء المتلاعبين.

٤- أثر التلاعب على درجة الأمان ببورصة الأوراق المالية:

القاعدة العامة المتفق عليها في مجال الاستثمار أنه لا يوجد مجال استثماري آمن بنسبة مائة بالمائة، والاستثمار بالبورصة شأنه شأن بقية أنواع الاستثمار الأخرى التي هي عرضة لعدد من المخاطر، سواء أكانت مخاطر

داخلية أم مخاطر خارجية، والمخاطر الداخلية هي المخاطر التي ترتبط بآلية إجراء المعاملات داخل البورصة، مثل مخاطر الغش، والتدليس، والتلاعب بالأسعار، وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف، والمخاطر الخارجية هي المخاطر العامة التي تسود في البيئة الخارجية المجاورة لبيئة البورصة، وتترك آثارا سلبية، فالبورصات هي المرآة التي تعكس الوضع الاقتصادي والسياسي لبلد ما، ولذلك فإنها تمتلك حساسية شديدة لجميع العوامل التي تحيط بها، وترتبط ارتباطا مباشرا مع الأوضاع الاقتصادية والسياسية في ذلك البلد وغيره، ومثال هذه المخاطر: المخاطر السياسية، والمخاطر التشريعية، ومخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر السيولة، ومخاطر عدوى الأزمات المالية... الخ.

ويعتبر التلاعب بالأسعار من أكثر هذه المخاطر تأثيرا على البورصة؛ لأنه يلحق الضرر بغالبية المتعاملين في البورصة، ويفقد الثقة فيها؛ وفي الاستثمار في الأوراق المالية بصفة عامة، لدرجة أنه قد يؤدي إلى انهيار البورصة، فالصور المختلفة للتلاعب تؤدي إلى إيقاع الكثير من المستثمرين في المخاطر، فكيف يشعر المستثمر بالأمان في سوق تنتشر فيه عمليات التلاعب، وما يصاحبها من غش، وتدليس، وممارسات غير أخلاقية، وتسخير للتكنولوجيا الحديثة؛ لتتمكن فئة صغيرة من تحقيق أرباح كبيرة في فترة وجيزة على حساب بقية المستثمرين.

ومفاد ما تقدم أن التلاعب بالأسعار له آثار سلبية على كفاءة البورصة بعناصرها الأربعة سالفة الذكر، وهي كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل، وعدالة السوق، وعامل الأمان داخل السوق، وإذا كان الأمر كذلك، فإن الأثر الرئيس المترتب في هذه الحالة هو عدم تحقق نتائج السوق الكفاء التي ذكرناها آنفا، فلن تكون هناك عدالة في تسعير الأوراق المالية، وبالتالي لن تعبر الأسعار السائدة عن القيمة الحقيقية لهذه الأوراق، وسوف يختل التوازن بين الطلب والعرض بفعل

الممارسات غير المشروعة التي يقوم بها المتلاعبون، وسوف يتمكن هؤلاء المتلاعبون من تحقيق أرباح طائلة في فترات قصيرة على حساب جمهور المتعاملين في السوق، وسوف يلحقون الضرر بالسوق والاقتصاد القومي.

ثانياً: أثر التلاعب على أداء البورصة لوظائفها:

تعتبر بورصة الأوراق المالية العمود الفقري لسوق رأس المال الذي يلعب دوراً مهماً في تنمية الاقتصاد القومي، ولتحقيق ذلك تقوم هذه السوق بعدة وظائف اقتصادية مهمة ورئيسية^(١٧)، غير أن انتشار الممارسات غير المشروعة ببورصة الأوراق المالية- وخاصة جرائم التلاعب بالأسعار- يؤثر على أداء البورصة لوظائفها، وفيما يلي ذكر لأهم تلك الوظائف^(١٨) مقترنا بتوضيح لأثر التلاعب على كل منها:

١. تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، حيث تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون

- يرى البعض أن وظائف البورصة تنقسم إلى ثلاثة أنواع هي: الوظائف التقليدية، الوظائف الفنية والوظائف الاقتصادية، ويذكر تحت كل نوع من هذه الأنواع عدداً من الوظائف الفرعية، وبالتفصيل في كل هذه الوظائف نجد أن صاحب هذا الرأي أسهب في تعداد الوظائف التي تؤديها البورصة، وقد اقتصرنا في هذا البحث على أهم هذه الوظائف، وما زاد فإما أنه يفهم ضمناً من هذه الوظائف أو أنه من البديهييات التي يفترض أن يضطلع بها أي سوق، لمزيد من التفاصيل حول التقسيمات المختلفة لوظائف البورصة انظر: د. محمد الصيرفي: مرجع سابق، ص ٨١ وما بعدها.

- للمزيد من التفاصيل حول وظائف البورصة انظر: 118

- د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص ٦٧٠.
- د. أحمد محمد لطفي أحمد: معاملات البورصة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٦م، ص ٣٠ وما بعدها.
- د. حمدي عبدالعظيم: اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، ٢٠١٢م، ص ٣٥ وما بعدها.
- د. محمد الصيرفي: البورصات، مرجع سابق، ص ٨١ وما بعدها.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء في الأسهم أو السندات)، وذلك وفقا لإتجاهات الأسعار. ولا شك في أن انتشار عمليات التلاعب ببورصة الأوراق المالية سيترتب عليه فقدان الثقة في البورصة، وهو ما سيدفع الكثيرين من المستثمرين الحاليين إلى تصفية استثماراتهم في البورصة وتسجيلها، كما سيدفع المستثمرين المحتملين في بورصة الأوراق المالية إلى الإحجام عن الاستثمار في هذا المجال، وبالتالي سوف يقل الطلب على الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وهو ما يؤثر بالتبعية على حجم الإصدارات الجديدة بالسوق الأولية.

وسوف يؤثر هذا التراجع في حجم المدخرات المستثمرة في البورصة على حجم الادخار الكلي، كما سيؤثر على عملية توجيه المدخرات نحو خدمة أغراض التنمية، وسوف يبحث الكثير من المستثمرين عن مجالات استثمارية أخرى أكثر أمانا وأوفر ربحا، أما صغار المستثمرين فسوف يلجأون إلى البنوك لإيداع ما لديهم من مدخرات، أو يحتفظون بهذه المدخرات سائلة لديهم، وفي كلتا الحالتين سوف تتأثر المشاريع الاقتصادية بسبب نقص التمويل.

٢. المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقرضين)، فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقرضون باستخدام تلك الأموال

المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، وبالتالي يزيد مستوى المعيشة ليس فقط للمقترضين، بل لكل فئات المجتمع. وإذا فقد من لديهم الفائض (المقرضين) الثقة في وسيلة نقل فوائضهم المالية إلى الفئات التي تعاني من عجز في التمويل (المقترضين)، وهي الأوراق المالية المتداولة في البورصة، نتيجة لإنتشار عمليات التلاعب بالبورصة- فإنهم سيفضلون استثمار فوائضهم المالية في مجالات استثمارية أخرى، وهو ما يعني انقطاع الصلة بين من لديهم فائض ومن يعانون من نقص في السيولة اللازمة لعملية الإنتاج؛ فيقل الاستثمار، وينخفض الإنتاج.

٣. المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، حيث رافق ظهور أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب لسد نفقاتها المتزايدة، وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزنة العامة ذات الأجل المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال، لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

وفي حالة انتشار عمليات التلاعب ببورصة الأوراق المالية ستصبح الأوراق المالية التي تصدرها الحكومات أوراقا مالية منخفضة السيولة لصعوبة تسيلها عن طريق البورصة، أو لتسيلها، ولكن بخسائر كبيرة؛ لذلك سوف يحجم المدخرون عن شراء هذه الأوراق عندما تطرحها الحكومة عليهم، سواء بنفسها (من خلال الاكتتاب العام المباشر، أو الطرح المباشر ببورصة الأوراق

المالية)، أو عن طريق أحد البنوك، وبذلك ستعاني خطط التنمية من عجز كبير في الموارد المالية اللازمة لإنجازها.

٤. المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث إن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية. وسوف يترتب على انتشار عمليات التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة بالبورصة عدم تحقق هذه الوظيفة لفقدان الثقة في الأوراق المالية، وبالتالي عدم صلاحيتها لأن تكون غطاءً لعقد القروض المالية.

٥. المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب تحقق شرط الكفاءة في السوق بنوعيتها كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، فضلا عن ضرورة أن يكون السوق عادلا، بمعنى أن تتيح السوق فرصا متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات، كذلك ينبغي توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش، والتدليس، وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف.

وقد بيّنا من قبل أثر عمليات التلاعب بالأسعار على كفاءة البورصة بنوعيتها: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، وهو ما يقلل من كفاءة البورصة في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ إذ قد تؤدي الوسائل الاحتمالية والمعلومات المضللة إلى توجيه الموارد إلى مجالات أقل ربحية، وفي هذه

الحالة لا تكون السوق عادلة؛ لأنها لا تتيح فرصاً متساوية لكافة المتعاملين في السوق.

٦. تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضات أو المزايمة (المزاد العلني) التي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقاً لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات، وصكوكها، وأرباحها، ومراكزها المالية، وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية، ويمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب Highest Bid)، وللمشتري (أدنى سعر عرض Lowest Offer).

وفي ظل وجود التلاعب بالأسعار لن تتحقق هذه الواقعية في تحديد أسعار الأوراق المالية، فالشرط الأساسي اللازم لتحقيقها - وهو آلية الطلب والعرض المعمول بها في البورصة - سيقوم المتلاعب بتعطيله بتصرفات غير مشروعة، من شأنها إحداث ارتفاع أو انخفاض مصطنع في الأسعار، وبالتالي لا تعكس هذه الأسعار القيمة الحقيقية للأوراق المالية.

٧. أن سوق الأوراق المالية تُعد أداة مهمة لتقويم الشركات والمشروعات، إذ تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، وبها يتم الحكم على الشركات والمشروعات بالنجاح أو الفشل، فانهخفاض أسعار الأسهم

بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

ويتفرع عن هذه الوظيفة وظيفة أخرى، وهي استخدام التغير في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة كمؤشر للتغيرات الاقتصادية، واعتبارها أداة للتنبؤ بظروف النشاط الاقتصادي، لا سيما وأن التغير الحاد في أسعار الأوراق المالية عادة ما يسبق الدورات الاقتصادية¹¹⁹، فتكون بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات الصحيحة عندما يلزم الأمر.

وتحقيق هاتين الوظيفتين مرهون بكفاءة بورصة الأوراق المالية حتى تكون الأسعار السائدة أسعارا عادلة تعكس، القيمة الحقيقية للورقة المالية، وكذلك المركز الحقيقي للجهات المصدرة لها، فإذا ما انتشر التلاعب بالبورصة كثر الغش والتضليل، وتعطلت آلية السوق، وتكونت الأسعار غير الحقيقية التي لا يمكن الاعتماد عليها في تقويم الشركات والمشروعات، كما لا يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية.

المبحث الثاني

¹¹⁹ - د. محمد أحمد بن فهد: اقتصاديات النقود والبنوك، أكاديمية شرطة دبي، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٣م،

أثر التلاعب بالأسعار على المتداولين في البورصة

المتداولون في بورصة الأوراق المالية هم الذين تعقد الصفقات - بيعاً وشراءً - لحسابهم، سواء كانوا أفراداً أو شركات، ومن ثمّ فهم من العناصر المهمة التي تتركز عليها البورصة، لذا يجب حمايتهم من التصرفات غير المشروعة التي تتم داخل البورصة، ويعتبر التلاعب من أخطر هذه التصرفات، وذلك لما له من آثار ضارة على هولاء المتداولين، وبصفة خاصة صغارهم.

ويمكن تقسيم المتداولين في بورصة الأوراق المالية - حسب هدفهم من التداول - إلى ثلاثة أصناف^(١٠):

الصنف الأول: المتداول لمنفعة (Utilitarian Trader)، ويشمل المتداول الذي غرضه الأساسي الحصول على بعض المنافع الخاصة بالإضافة إلى الربح، وينشأ تداول هذا الصنف لأسباب خارجية لا علاقة لها بدقائق ما يحدث في الأسواق المالية، ويهم المتداول لمنفعة أن تتم تداولاته بسرعة وأقل تكلفة ممكنة، مما يجعله يفضل السوق التي تتسم بسيولة عالية؛ ولهذا يسمون أحياناً بمتدولي السيولة، ويدخل تحت هذا الصنف الأنواع الآتية من المتداولين:

^{١٠} - ورد هذا التقسيم عند د. محمد بن إبراهيم السحيباني: التلاعب في الأسواق المالية صور وآثاره، مرجع سابق ص ٣-٦، نقلاً عن:

- Larry Harris: Trading and Exchange: Market Microstructure for Practitioners, Oxford University Press, New York, 2003.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

١. **المستثمر (Investor):** وغرضه الأساسي استثمار مذكراته في شراء الأوراق المالية، للإفناق منها على حاجاته الاستهلاكية في المستقبل، أو بيع استثمارته السابقة في الأوراق المالية لغرض الإفناق منها على حاجاته الاستهلاكية الحاضرة.
٢. **المتحوط (Hedger):** وغرضه الأساسي تبادل المخاطر التي يواجهها في نشاطه الاقتصادي باستخدام المشتقات المالية، مثل العقود الآجلة، والمستقبليات، والخيارات.
٣. **المقامر (Gambler):** وغرضه من التداول المتعة والإثارة التي تصاحب مراهنته على الأحداث المستقبلية، والمقامر وإن كان يأمل في الربح إلا أنه لا يعتمد على أية أسباب لتحقيقه، ولا يمثل المتداولون لغرض المقامرة المحضة إلا نسبة قليلة جداً؛ لأن الغالب أنهم يخطون المقامرة باستراتيجية تداول أخرى كالاستثمار، أو التحوط، أو المضاربة، ونظراً لصعوبة التفريق بين المخاطرة المحسوبة والمقامرة، فإن معظم المقامرين لا يدركون في الواقع أنهم كذلك، بل يعتقدون أنهم يتبعون استراتيجيات تتسجم مع أهدافهم الاستثمارية، ويتميز المقامر بكتافة تداوله خاصة في المشتقات المالية، وعدم قدرته على التعبير بشكل واضح عن استراتيجية تداوله.
٤. **الهاوي (Fledgling):** وهو من يتداول ليتعلم كيف يتداول، فإن أتقن التداول باستخدام استراتيجية أو أكثر انتقل إلى فئة المتداولين للربح (الصنف الثاني)، وإن فشل ترك السوق، ومن يستمر منهم مع فشله يصبح من فئة المتداولين المسترسلين (الصنف الثالث).

٥. المتداول لمنفعة غيره (Cross-Subsidizer): وهو من يتداول لغرض نقل الثروة لطرف آخر، مثل مدير صندوق الاستثمار الذي يتداول لزيادة دخل سمسار معين، لأن زيادة حجم التداول يترتب عليها زيادة في حجم العمولات التي يحصل عليها السمسار مقابل الخدمات التي يؤديها.

٦. متجنب الضرائب (Tax-Avoider): ويشمل المتداولين لغرض تقليل الضرائب التي يدفعونها للحكومة، من خلال استغلال بعض الثغرات في النظام الضريبي.

الصف الثاني: المتداول للربح (Profit-Motivated Trader)، ويشمل من يتداول في السوق لمجرد أنه يتوقع تحقيق أرباح، ولا يتداول هذا الصف إلا إذا كانت لديهم أسباب مقنعة بأنهم سيربحون من وراء ذلك، ولذلك نجدهم يحققون أرباحا في المتوسط، ويدخل تحت هذا الصف نوعان رئيسان من المتداولين، هما:

١. المضارب (Speculator): وغرضه الأساسي تحقيق الربح من توقع تغير الأسعار في المستقبل، اعتمادا على المعلومات التي يجمعها ويحللها، أو - في بعض الأحيان - يصنعها، ويدخل المتلاعبون حسب هذا التصنيف تحت المضاربين، فكما ذكرنا في الفصل الأول من هذا البحث أن المضاربة إما أن تتم من خلال ممارسات مشروعة لا يجرمها القانون، وهنا تسمى مضاربة مشروعة أو حميدة، على الرغم من الاختلاف بشأنها بين مؤيد ومعارض، وإما أن تتم من خلال ممارسات يجرمها القانون فتتقلب إلى مضاربة غير مشروعة، أي تلاعب بالأسعار، وبالتالي قد يكون المضارب مضاربا متاجرا،

وقد يكون متلاعبا، لذلك يمكن القول بأن كل متلاعب يعتبر مضاربا بينما لا يعتبر كل مضارب متلاعبا.

٢. **التاجر (Dealer):** وغرضه الأساسي الربح من توفير السيولة للآخرين، وأشهر تجار الأوراق المالية صانعو الأسواق الذين يقومون عادة بإمداد السوق بشكل مستمر بعروض وطلبات تتيح لبقية المتداولين التنفيذ مقابلها، ومصدر ربح تجار الأوراق المالية هو الفرق بين أفضل العروض والطلبات، ولهذا يركز التجار على تحقيق أفضل توازن بين الطلب والعرض في السوق.

الصنف الثالث: المتداول المسترسل (Futile Trader)؛ وهو المتداول الذي يظن أنه متداول للربح، وهو بخلاف ذلك؛ لأن توقعاته حول الأسعار المستقبلية غير رشيدة، مما يتسبب في اتخاذه قرارات خاطئة حول توقيت دخوله إلى السوق أو الخروج منه؛ ولذا يخسر المتداول المسترسل في المتوسط، ويرجع خطأ توقعات هذا الصنف من المتداولين إما إلى فشلهم في الوصول إلى المعلومات الضرورية لتحقيق الربح، أو نقص مهارتهم وضعف قدرتهم على تحليل المعلومات، أو اعتمادهم في تداولاتهم على سماسة، أو مستشارين، أو مديري صناديق لا ينصرفون لمصلحتهم، وعادة ما يربح هذا الصنف من التداول من بعض المتداولين، ولكن يخسرون من متداولين آخرين أكثر مهارة وأفضل معلومات.

ويمثل صغار المستثمرين الجانب الأكبر من المتداولين في بورصة الأوراق المالية، وهؤلاء هم أقل المتداولين استعدادا لتحمل ما يترتب على عمليات التلاعب بأسعار الأوراق المالية من خسائر، وقد لا نبالغ إذا قلنا إن آثار تقلب

أسعار الأسهم على صغار المستثمرين تكون مدمرة؛ نظرا لأنهم - غالبا - ما يضاربون بكل ثروتهم أو بثروات الغير.

وبسبب ضعف القدرات الفنية لصغار المستثمرين نتيجة لخفتهم المتواضعة في مجال التحليل المالي، وبسبب صغر حجم تعاملاتهم الذي لا يمكنهم من التأثير على السوق، فإنهم لا يهتمون بالعوامل الأساسية في التحليل والتقييم وقياس التدفقات النقدية المستقبلية وغيرها من مبادئ التمويل التي يجب أن يتم استخدامها في التحليل المالي، فضلا عن عدم قدرتهم على الوصول إلى مصادر المعلومات الداخلية، ومن ثم فإنهم لا يدركون حجم المخاطر التي يمكن أن تحيط بهم في ظل سوق تغيب فيه الشفافية والإفصاح، وتنتشر فيه المضاربات غير المشروعة، ولذلك نجد أن أغلبية هؤلاء يميلون إلى اتباع استراتيجية سلوك القطيع (Herd Behavior)، حيث يتم تكثيف عمليات البيع عندما تميل الأسعار نحو التراجع، أو الشراء عندما تميل الأسعار نحو الارتفاع، أو من خلال تقليد بعض الشخصيات أو المتعاملين في البورصة الذين يمثلون المستثمرين الرئيسيين في البورصة، أو المؤسسات المالية الرئيسية، الأمر الذي يزيد حدة التقلبات التي تتعرض لها سوق الأوراق المالية.

وإذا كان المتعاملون في السوق يتبعون استراتيجية سلوك القطيع فمن الممكن تضليل المتعاملين في السوق بسهولة، وذلك عندما ينحرف المتعاملون الرئيسيون في السوق أو الذين ينظر إليهم على أنهم مفتاح البورصة.

وفي حال تعرض صغار المستثمرين لخسائر مالية كبيرة، نتيجة لعمليات التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، سوف يحجمون عن الدخول مرة أخرى إلى البورصة بسبب ضياع مدخراتهم، وبسبب حالة انعدام الثقة التي ستتكون لدى هؤلاء حول البورصة والاستثمار في الأوراق المالية بشكل عام.

أما بالنسبة للشركات المصدرة للأوراق المالية، فإنها وإن كانت لا تتعامل في البورصة مباشرة؛ لأنها تصدر أوراقها في سوق الإصدار، إلا أنها تتأثر بسبب التلاعب الواقع على أوراقها المالية في البورصة بطريقة غير مباشر، فعندما تنخفض أسعار أسهم الشركة بطريقة مصطنعة سوف تتكبد هذه الشركة خسارة كبيرة قد تصل إلى حد الإفلاس، كذلك عندما ترتفع أسعار أسهمها بطريقة مبالغ فيها فإنها ما تلبس أن تتكشف الحقائق، وتخفض قيمة هذه الأسهم إلى ما هو أقل من قيمتها الحقيقية نتيجة لفقدان الثقة في الشركة وأسهمها، الأمر الذي يقلل من فرص حصولها على تمويل في المستقبل.

المبحث الثالث

أثر التلاعب بالأسعار على الاقتصاد القومي

يترتب على انتشار التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية مجموعة من الآثار السلبية التي تلحق الضرر بالاقتصاد القومي ككل، مثل عدم توفير التمويل اللازم للتنمية الاقتصادية، والتسبب في الأزمات المالية والاقتصادية، وعدم العدالة في توزيع الدخل، وهو ما سنبينه فيما يلي:

١. عدم توفير التمويل اللازم للتنمية الاقتصادية:

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة رؤوس أموال مجمعة؛ إذ إنه من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية المنشودة في ظل غياب التكوينات الرأسمالية، وتبرز أهمية أسواق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية كأحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة، هذا فضلا عن أنها تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات ذات الطاقات التمويلية الفائضة والقطاعات التي تنفق إلى السيولة، ولديها فرص استثمارية واعدة، وهي بدورها تخدم التنمية الاقتصادية في الدولة.

لذلك تلعب سوق الأوراق المالية (بشقيها سوق الإصدار، وسوق التداول) دورا مهما في توفير التمويل اللازم للمشروعات الجديدة، وكذلك تمويل التوسعات الاستثمارية، والإحلال، والتطوير، والتجديد، والتطوير التكنولوجي، وذلك عن طريق سوق الإصدار، ولا يمكن لهذه العملية أن تتم بنجاح ما لم يكن هناك سوق تداول كفاء (البورصة) يُمكن المستثمرين الذين اكتبوا في هذه الأوراق المالية ابتداءً من تسهيل استثماراتهم بسهولة، وسرعة، ودون خسارة.

وهنا يثور التساؤل حول دور السوق الثانوية (البورصة) - وهي سوق لتبادل وانتقال ملكية الأوراق المالية- في تمويل التنمية الاقتصادية؛ لأن القطاعات المنتجة (المنشآت المصدرة للأوراق المالية) ليس لها مصلحة من جراء هذا النشاط، فهو لا يعني بالضرورة زيادة حجم المدخرات الوطنية وزيادة عمليات الاستثمار في الأوراق المالية، لأن التداول في بورصة الأوراق المالية لا يمثل أي إضافة إلى الاستثمار الفعلي، ولا يعد استثماراً حقيقياً جديداً، وإنما هو عبارة عن انتقال لملكية الأوراق المالية من شخص إلى آخر، وهذا لا يوفر التمويل بصورة مباشرة، ولكن يتم ذلك بصورة غير مباشرة من خلال قيام البورصات بتوفير السيولة للإصدارات الأولية من الأسهم، والسندات، والأوراق المالية الأخرى، وذلك بتسيير تداول هذه الأوراق وتحويلها إلى نقد بسرعة ويسر متى رغب حاملها ذلك.

فإذا كانت الأوراق المالية التي تُطرح وتُباع في السوق الأولية قابلة للتصرف فيها من خلال السوق الثانوية في مدة قصيرة وبأسعار تنافسية، فإن ذلك يرفع من قيمة هذا الاستثمار، وبالتالي يرفع من قيمة المردود النسبي لهذه الأوراق مقارنة بالأدوات المالية الأخرى، وفي المقابل فإن ضعف السوق الثانوية يترتب عليه قلة أو انخفاض المردود النسبي للأوراق المالية، وبالتالي يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها، وهذا يتضمن تكاليف مرتفعة لرأس المال، ويقلل من الحوافز على الاستثمار في المشاريع الجديدة، وهذا بطبيعة الحال يؤثر على توفر التمويل اللازم للتنمية الاقتصادية.

ومن هنا فإن الأسواق الثانوية (البورصات) تعتبر من العوامل المهمة في تمويل الاقتصاد القومي؛ لأنها تساهم في تخصيص المدخرات المتوفرة للمنشآت المستحقة لها، كما أن نجاح السوق الثانوية وزيادة نشاطها يضيف على الأوراق المالية جاذبية تعمل على استقطاب المدخرين، وهذا ينعكس إيجابيا على السوق الأولية للإصدارات؛ إذ يؤدي إلى إقبال المستثمرين وتفاعلهم مع الإصدارات التي تطرح في السوق الأولية المتمثلة في الإصدارات، والاكنتابات الجديدة، سواء أكانت الشركات الجديدة تؤسس لأول مرة، أم لزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة.

ويترتب على انتشار عمليات التلاعب بالأسعار فقدان المدخرين الثقة في بورصة الأوراق المالية، وعزوفهم عن استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية المتداولة فيها، وتحولهم إلى شكل آخر من أشكال الاستثمار، أو استثمار مدخراتهم في إحدى البورصات الأجنبية، وهو ما يعني تسرب بعض المدخرات الوطنية للاستثمار في الخارج.

وفي هذه الحالة سوف تلجأ الدول الراغبة في التمويل إلى الاقتراض الخارجي الذي تواجه فيه البلدان النامية صعوبات كبيرة؛ وذلك بسبب تصاعد مديونياتها الخارجية، وصعوبة الشروط المفروضة على التمويل الأجنبي في السوق العالمي المعاصر، فضلا عن ارتفاع تكلفة هذه الديون.

٢. التسبب في الأزمات المالية والاقتصادية:

الأزمات جمع أزمة، وهي الإضطراب، وتُعرَّفُ تبعاً لما تضاف إليه، فإذا قيل الأزمة الاقتصادية؛ فالمراد بها "اضطراب في الحالة الاقتصادية العادية، أو في التوازن الاقتصادي"، وإذا قيل الأزمة المالية؛ فالمراد بها اضطراب في القطاع المالي أو المصرفي من جهة وقوعه تحت العجز عن تسديد ديونه المستحقة^(١٢١).

وقد كشفت التحقيقات عقب انتهاء الكساد العظيم عام ١٩٢٩م أن أسواق رأس المال كانت سبباً أساسياً في حدوثه، خاصة وأن التشريعات كانت قاصرة عن تحقيق الانضباط في التعامل، إضافة إلى أن ممارسات غير أخلاقية قد وقعت من الأطراف المتعاملة، وكان لها أثر كبير في حدوث الأزمة، ومن بين تلك الممارسات البيع الصوري، والاحتكار، استغلال ثقة العملاء، واتفاقيات التلاعب، ولمواجهة تلك المثالب صدرت في الولايات المتحدة سلسلة من التشريعات التي استهدفت وضع حد لتلك الممارسات، كما استهدفت وضع قواعد جديدة تحكم العلاقات بين الأطراف المختلفة بشكل يضيق الفرصة أمام ظهور المزيد من أشكال الممارسات غير الأخلاقية^(١٢٢).

وإذا كان التوسع في التوريق يتجاوز الرافعة المالية والمغالاة في المشتقات المالية وعقودها قد تسبب في تفجير الأزمة المالية العالمية الأخيرة (سبتمبر

١٢١- د. أحمد زكي بدوي، د. صديقة يوسف محمود: معجم المصطلحات التجارية والمالية والمصرفية، دار الكتب المصرية، القاهرة، الطبعة الأولى، ١٤١٤هـ - ١٩٩٤م، ص ١١٦.

١٢٢- د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ٢٠٦.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

٢٠٠٨ م)، فإن التلاعب في توريق الرهون العقارية الأمريكية قد عمق من هذه الأزمة، وأدى إلى انتشارها في بقية مجالات القروض القابلة للتوريق، مثل مجالات القروض الطلابية، وشراء السيارات، وبطاقات الائتمان Credit Cards التي هي على وشك الانفجار؛ لأن قيمتها وصلت إلى تريليون دولار، وبدأ كثير من حاملها في التأخر عن سدادها^{١٢٣}.

وقد نشأت الأزمة الاقتصادية في أواخر عام ٢٠٠٨م داخل الولايات المتحدة الأمريكية، الأمر الذي أثر سلبا على بورصات الأوراق المالية العاملة داخلها، وامتد منها إلى أغلب الأسواق المالية في الكرة الأرضية، والسبب في ذلك يرجع إلى تسارع انتقال العدوى من البورصات الأمريكية إلى البورصات العالمية، ثم إلى البورصات المحلية بالنسبة لكل دولة على حدة؛ والسبب في ذلك يرجع إلى فقدان الثقة في النظام المالي السائد، مما يترتب عليه زيادة المعروض من الأسهم والسندات من أجل البيع، الأمر الذي يؤدي إلى تدهور قيمتها، وبناءً عليه فإن آثار الذعر التي تصيب السوق المالية لبلد معين له موقعه على الساحة الاقتصادية العالمية - تهدد باستقرار النظام المالي، ليس فقط في هذا البلد، بل في

١٢٣- د.صبري عبدالعزيز إبراهيم: التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، بحث مقدم إلى مؤتمر الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية المنعقد بكلية الحقوق بجامعة المنصورة في الفترة من ١- ٢ أبريل ٢٠٠٩م، ص ٣٦.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

كل البلاد المجاورة له، الأمر الذي يوقع المستثمرين في بورصاتها في دائرة المخاطر المولدة للأزمات^(١٢٤).

٣. عدم العدالة في توزيع الدخل والثروات:

تتيح شركات المساهمة لقاعدة عريضة من المستثمرين فرصة الاستثمار في الأوراق المالية، وكلما كانت القيمة الاسمية لأسهم الشركات المساهمة عند الإصدار الأولي منخفضة اتسعت الفرصة أمام ذوي الدخل المنخفضة والمتوسطة للدخول كمساهمين في تلك الشركات، حيث يرى الاقتصاديون أن أغلب ذوي الدخل المنخفضة والمتوسطة غالباً ما تكون مدخراتهم الخاصة صغيرة جداً، ولا تكفي لإنشاء مشاريع اقتصادية مستقلة ومربحة، فضلاً عن كونهم يفتقرون إلى الخبرة اللازمة لإنشاء المشاريع الاقتصادية وإدارتها، وقد لا يرغبون في توظيف مدخراتهم في البنوك بسبب الربا وبسبب التضخم النقدي الذي يأكل القيمة الحقيقية للنقود (أي القوة الشرائية لها)، وخصوصاً إذا كانت أسعار الفوائد المصرفية أقل من معدلات التضخم النقدي.

فإذا كانت الشركة مربحة احتفظ المستثمر بأسهمها كاستثمار طويل الأجل، وإذا كانت غير مربحة لجأ إلى بورصة الأوراق المالية لبيعها، وقد يربح من

^{١٢٤} - د.حسن محمد الرفاعي: سوق الأوراق المالية من المخاطر إلى الأزمات، قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الثاني: "متطلبات التنمية في أعقاب إفراغات الأزمة المالية العالمية"، جامعة بشار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ١٤٣١هـ - ٢٠١٠م، ص ٨. مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

بيعتها أيضا كاستثمار قصير الأجل، وهذا يعني أن عملية إعادة توزيع الدخل القومي قد تتم بطريقة اقتناء الأسهم وجني أرباحها، أو بطريقة تداولها عن طريق سوق الأوراق المالية، وفي كلتا الحالتين نجد أن صغار المدخرين. مستفيدون في تحسين مستوى معيشتهم، إضافة إلى أن عملية إعادة توزيع الدخل القومي من شأنها أن تعمل على تخصيص وإعادة تخصيص الموارد الاقتصادية الكلية برشد، وعقلانية، وعدالة، وتوازن اقتصادي؛ إذ إن الطلب الكلي على السلع والخدمات الذي ستم إعادة توجيهه وتدويره تجاه سلع وخدمات معينة بسبب عملية إعادة توزيع الدخل القومي، من شأنه أن يؤثر على العرض الكلي (أي الإنتاج الكلي)، ومن ثمَّ يؤثر في عملية تخصيص وإعادة تخصيص الموارد الاقتصادية الكلية التي تسبق العمليات الإنتاجية وتتخللها، وكذلك التي تعقبها.

ومع ذلك يحول التلاعب بالأسعار بين بورصة الأوراق المالية ودورها في إعادة توزيع الدخول والثروات في المجتمع، فيزيد الغني غنى، ويفقر الكثير، وكم من أموال ضاعت على أصحابها في لحظة قصيرة من الزمن، وأقعدتهم محتاجين، وبسبب ذلك انهارت بيوت، وتشتت أسر، وبسبب ذلك دخلت مئات الألوف من الأسر في حلقة الضمان الاجتماعي في بعض البلدان^(١٢٥).

^{١٢٥} - د. شوقي أحمد دنيا: التلاعب في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ١٣.

المبحث الرابع

مكافحة التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية

إن ما تم مناقشته في الفصل الأول والمباحث الثلاثة الأولى من هذا الفصل قد أكد على موقف الشريعة الإسلامية الراض للتلاعب بأسعار الأوراق

المالية المتداولة في البورصة، وهو المسلك نفسه الذي سلكه المشرع الوضعي في التشريع المصري والتشريعات المقارنة، وذلك لجسامة الآثار السلبية التي تترتب عليه؛ فهو يلحق الضرر بالبورصة فيضعف من كفاءتها، ويعوقها عن أداء وظائفها التي من أجلها وجدت، ويلحق الضرر أيضا بجمهور المتداولين فيفقدون بعض مدخراتهم أو كلها؛ ويفقدون الثقة في البورصة، والاقتصاد القومي أيضا؛ فيعدم توفير التمويل اللازم للتنمية الاقتصادية، ويتسبب في الأزمات المالية والاقتصادية، وعدم العدالة في توزيع الدخل والثروات.

ونتيجةً لهذه الآثار السلبية التي يخلقها التلاعب بأسعار الأوراق المالية كان لابد من التصدي لهذه الممارسات غير المشروعة بكل حزم؛ من أجل الحد من عمليات التلاعب بالأسعار في البورصة، وتتعدد طرق المكافحة، وسوف نخصص هذا المبحث لبيان بعض هذه الطرق، وذلك على النحو التالي:

أولاً: دور التشريع في التصدي لعمليات التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية:

جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية هي إحدى الجرائم الاقتصادية، وهي تؤثر - كما بينا - على حسن سير العمل بالبورصات، وسلامة التعاملات فيها، ولها تأثير سلبي على المستوى العام لأداء البورصات، وعلى المتعاملين

فيها، وكذلك على الاقتصادات القومية، ونظرا لخطورة هذه الجريمة فقد تصدت التشريعات المختلفة لجميع صور وأشكال التلاعب في أسعار الأوراق المالية.

فعندما تتحول المضاربة من مضاربة مقبولة، يسمح بها القانون، إلى مضاربة غير مقبولة، نتيجة لقيام المضاربين بالتأثير في أسعار الأوراق المالية ارتفاعا أو انخفاضاً، بطريقة مباشرة أو غير مباشرة حسب أهوائهم الشخصية، وباستخدام مجموعة من الوسائل غير المشروعة مثل: البيع الصوري، واتفاقيات الاحتكار، واتفاقيات التلاعب، وذلك بهدف التلاعب بأسعار الأوراق المالية، مما يؤثر على الأداء الطبيعي لقانون الطلب والعرض، ومن ثم حدوث خسائر لغالبية المتعاملين بالبورصة، وفقدان الثقة العامة في أسواق الأوراق المالية، وعزوف الكثير من المستثمرين عن دخول هذه الأسواق - تصبح حماية أسعار الأوراق المالية من أهم المهام التي يضطلع بها المشرع، ومن أهم الأهداف التي يجب أن يسعى إلى تحقيقها عن طريق كافة الوسائل القانونية المتاحة، لما لها من آثار سلبية على كافة الأطراف المتعاملة في البورصات والاقتصادات الوطنية.

ويجب التأكيد على أن الإطار القانوني المحكم الذي يمكن أن يتصدى لعمليات التلاعب بالبورصة هو أمر ضروري غير أن المبالغة في فرض القيود لحماية البورصة من المتلاعبين قد يؤدي إلى نتيجة عكسية، ألا وهي فشل البورصة في أداء دورها المهم في التنمية الاقتصادية؛ لذا يجب أن يصاغ التشريع بالطريقة التي تصون البورصة دون أن تعيق عملها وأدائها لوظائفها.

وفيما يلي نعرض - بصورة موجزة - دور التشريعات الوضعية في مكافحة التلاعب بالأسعار في أسواق رأس المال، وذلك في بعض الدول التي لها تاريخ كبير وتشريعات مهمة في مجال بورصة الأوراق المالية، مثل فرنسا، والولايات المتحدة الأمريكية، مع عرض للاطار القانوني لجريمة التلاعب بالأسعار في التشريع المصري:

(أ) مكافحة التلاعب بالأسعار في التشريع الفرنسي:

مرت تشريعات مكافحة التلاعب في فرنسا بمراحل عديدة بدأت منذ عام ١٨١٠م، حيث جرم قانون ١٨١٠م^{١٢٦} الممارسات غير المشروعة في السوق، فوفقا لنص المادة (٤١٩) من قانون سنة ١٨١٠م "يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن شهر ولا تزيد عن سنة أو بالغرامة كل من يقوم بممارسات غير مشروعة في السوق، مثل: تعمد نشر أخبار مضللة على العامة، من أجل رفع أو خفض أسعار السلع أو البضائع، أو لترتيب آثار سياسية، وذلك خلافا لقانون المنافسة الطبيعية، من خلال الاتفاق أو التحالف بين المالكين الرئيسيين لنفس السلع أو البضائع، بغرض عدم البيع، أو عدم البيع إلا عند سعر معين"، ومع ذلك فقد أكد الفقه الفرنسي^{١٢٧} على أن نطاق هذه المادة لا يمتد إلى الأوراق المالية، وبالتالي لا يمتد

^{١٢٦} - ويعرف هذا القانون أيضا بقانون العقوبات النابليوني لعام ١٨١٠م (Le Code Pénal Napoléonien de 1810)، وقد ظل هذا القانون مطبقا منذ صدوره في عام ١٨١٠م حتى عام ١٩٩٤م.

127- Edmond- Eugène Thaller: Traité élémentaire de droit commercial, 4eme édition, Librairie Nouvelle de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1910, p.491.

إلى الممارسات التي تهدف إلى رفع أو تخفيض أسعار الأوراق المالية، وذلك على الرغم من أن النص جاء عاما بشأن جريمة إفساد الأسعار والتواطؤ.

ورغم تعديل القانون المذكور في ٢٤ يوليو سنة ١٨٦٧م، فإنه لم يتناول بالعقاب إلا الجرائم المتعلقة بخفض أو رفع أسعار المواد الغذائية، أو الأوراق والأموال العامة، أي أن هذا التعديل لم ينص صراحة على تجريم التلاعب بأسعار الأوراق المالية، وقد أكدت محكمة النقض الفرنسية في حكم لها بتاريخ ٣٠ يونيو سنة ١٨٨٥م أنه لا يدخل في هذا الصدد الأوراق المالية^(١٢٨).

وعندما صدر المرسوم رقم ٦٧/٨٣٣ الصادر في ٢٨ سبتمبر ١٩٦٧م بشأن إنشاء لجنة عمليات البورصة La Commission des Opérations de Bourse (COB)، وفيما يتعلق بعملية إعلام حاملي الأوراق المالية والإعلان عن بعض عمليات بورصة الأوراق المالية^(١٢٩)، جرّمت المادة ١٠-١-١٠ فقرة ٣ إطلاق معلومات كاذبة تؤثر على مسار البورصة^(١٣٠)، كما جرّمت المادة ١٠-٣ من القانون سالف الذكر التلاعب في عمليات البورصة الذي يتم من خلال

128- Ibidem, mentioning a decision of the Cassation Court, Cass.com.

30 July 1885, D.86, 1.389

129- Journal officiel du 29 Septembre 1967.

130- <http://www.soficom.fr>

ممارسة أو محاولة ممارسة مناورات تؤثر على أسعار الأسهم باستخدام تقنية تسمى الغلاية (Bouilloire)، أو غرفة الغلاية (Boiler Room)^(١٣١).

وقد كان لصدور القانون رقم ٦٧/٨٣٣ دور مهم في تطور التشريع الفرنسي في مجال سوق المال؛ إذ نص على تأسيس لجنة عمليات البورصة، وهي المؤسسة التي كانت مسؤولة بمفردها عن الإشراف على الأسواق المالية الفرنسية، وكان لها حق التحقيق في الانتهاكات التي يقوم بها المتعاملون في سوق المال الفرنسي، وعندما صدر القانون رقم ٢٢/٧٠ الصادر في ٢٢ يناير ١٩٨٨م أكد على اختصاصات وصلاحيات لجنة عمليات البورصة، وذلك في سياق الإطار القانوني لعمليات الخصخصة التي كانت تجري في تلك الفترة في فرنسا، وقد عزز مشروع هذا القانون الذي أعدته الحكومة الفرنسية من اختصاصات وصلاحيات لجنة عمليات البورصة، ولكن البرلمان - بدعم من المجلس الدستوري - قيد سلطة لجنة

^{١٣١} - الغلاية (Bouilloire) أو غرفة الغلاية (Boiler Room) هي عبارة عن عمل إجرامي يرمي إلى حث الأفراد على الاستثمار في أوراق مالية غير معروفة بهدف إحداث ارتفاع مصطنع في أسعارها، وذلك من خلال إجراء عمليات مصطنعة بأسعار متسارعة في الارتفاع دون ارتباط بالأداء الاقتصادي للشركة، أو بطروف الطلب والعرض الطبيعية في أسواق رأس المال، وتستخدم هذه الطريقة غالبا على الأسهم ذات التداول المحدود، حيث يقوم المتلاعبون بإعطاء العديد من أوامر الشراء، حتى يقتنع المتعاملون بأهمية التعامل على هذا السهم، فيقبلوا على الشراء، ويستمر تصاعد السعر، ويزداد مع كل عملية صورية إلى النسبة القصوى المسموح بها للارتفاع، حتى يصل إلى السعر الذي يهدف إليه المتلاعبون، ثم يعطون بعد ذلك أوامر بيع الأسهم التي في حوزتهم مسبقا، ويحصلون على الأرباح التي يحققونها، ويخرجون من السوق، وتعتمد هذه العملية أساسا على الغش، ويتحقق لها النجاح كلما كان السوق ضيقا، فالنمو المفاجئ في حجم التعامل بالنسبة لمثل هذا السهم، والارتفاع المصطنع للسعر يخدع المستثمرين لصالح المتلاعبين.

عمليات البورصة في تطبيق عقوبات على الأشخاص الذين يتم التحقيق معهم،
وتثبت مخالفتهم لتشريعات البورصة^(١٣٢).

وعندما صدر القانون رقم ٥٣١ الصادر في ٢ أغسطس ١٩٨٩م، بشأن
أمن وشفافية السوق المالية، أعطى لجنة عمليات البورصة الحق في معاقبة
متهكي الأحكام القانونية في هذا الشأن، ووفقاً لهذا القانون أصبح للجنة عمليات
البورصة الحق في معاقبة الأشخاص الذين يغطون آلية عمل السوق لجني مكاسب
كبيرة غير مبررة، ولا يمكن الحصول عليها حال عمل السوق بشكل طبيعي، مما
ساعد على المساواة بين المستثمرين فيما يتعلق بالحصول على المعلومات^(١٣٣).

كما نص القانون رقم ٥٣١ على حق لجنة عمليات البورصة في استجواب
أي شخص يشتبه في مخالفته للأحكام المنظمة للبورصة، ولها كذلك طلب جميع
الوثائق والمستندات ذات الصلة، كما أعطى هذا القانون موظفي لجنة عمليات

132- Cristian Dutescu: Manipulation of Capital Market, Bucharest, 2008,

P. 38:

http://www.dutescu.com/uploads/files/The_manipulation_of_capital_mark

et- Cristian_Dutescu.pdf

133- Ibidem, P. 38.

البورصة الحق في دخول مقار المؤسسات التي تتعامل في السوق، كما يحق لموظفي اللجنة تفتيش محال إقامة الأشخاص الذين يتم التحقيق معهم، ولكن تحت رقابة قضائية، وتعتبر هذه الرقابة القضائية ضمانا مهمة لحرية الأفراد^(١٣٤).

وفي عام ٢٠٠٠م تم إصدار قانون الأسواق النقدية والمالية الفرنسي^{١٣٥} الذي نصت المادة ٤٦٥-١ والمادة ٤٦٥-٢ منه على معاقبة كل من ينشر معلومات كاذبة أو خاطئة في السوق، مما يؤثر على أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، وكذلك تجريم المناورات التي تهدف إلى التأثير على الحركة الطبيعية للسوق عن طريق تضليل المستثمرين.

وفي ١ أغسطس ٢٠٠٣م صدر القانون رقم ٢٠٠٣/٧٠٦م، وبموجبه تم دمج لجنة عمليات البورصة La Commission des Opérations de

134- Ibidem, P. 38.

135- Ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 relative à la partie Législative du code monétaire et financier.

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do;jsessionid=5F6D2242DC34>

[68A7E7AD93D48073E547.tpdjo10v_3?cidTexte=JORFTEXT000000](http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do;jsessionid=5F6D2242DC34_68A7E7AD93D48073E547.tpdjo10v_3?cidTexte=JORFTEXT000000)

[574489&categorieLien=id](http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do;jsessionid=5F6D2242DC34_68A7E7AD93D48073E547.tpdjo10v_3?cidTexte=JORFTEXT000000_574489&categorieLien=id)

Le Conseil des Marchés Bourse (COB)، وهيئة الأسواق المالية
Le Conseil Financiers (CMF)، ومجلس التأديب الخاص بالإدارة المالية
de Discipline de la Gestion Financière (CDGF)، في هيئة واحدة هي
هيئة الأسواق المالية (AMF) Autorité des Marchés Financiers،
وتختص هذه المؤسسة بتفعيل تطبيق القواعد القانونية المنظمة للأسواق المالية
الفرنسية.

(ب) مكافحة التلاعب بالأسعار في التشريع الأمريكي^(١٣٦):

يستند نشاط سوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية إلى عدة
قوانين وقواعد لتنظيم السوق، وتوفير الحماية للمستثمر، فضلا عن ترسيخ قواعد
العدالة والأمان للتعامل في السوق، ويعتبر قانون مقاومة الاحتكار (Antitrust
Act) الذي صدر في عام ١٨٩٧م هو أول القوانين التي صدرت في مواجهة
جريمة التلاعب وغيرها من الجرائم التي تتطوي على الإخلال بقانون الطلب
والعرض في السوق.

وعقب أحداث الكساد العظيم عام ١٩٢٩م كشفت التحقيقات أن أسواق
رأس المال كانت سببا أساسيا في حدوثه، فقد كانت التشريعات قاصرة عن تحقيق

^{١٣٦} - لمزيد من التفصيل حول التشريعات المنظمة لسوق رأس المال الأمريكي راجع:

- د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ١٨١ وما بعدها.

- Cristian Dutescu: Manipulation of Capital Market, Ibidem, P. 42 – 48.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧. المجلد الاول

الانضباط في التعامل، ذلك أن ممارسات غير أخلاقية قد وقعت من الأطراف المتعاملة، وكان لها أثر كبير في حدوث الأزمة، ومن بين تلك الممارسات البيع الصوري، والاحتكار، واستغلال ثقة العملاء، واتفاقيات التلاعب، ولمواجهة تلك المثالب صدرت في الولايات المتحدة سلسلة من التشريعات استهدفت وضع حد لتلك الممارسات، كما استهدفت وضع قواعد جديدة تحكم العلاقات بين الأطراف المختلفة بشكل يضيق الفرصة أمام ظهور المزيد من أشكال الممارسات غير الأخلاقية^(١٣٧)، ونعرض فيما يلي أهم هذه التشريعات بشيء من التفصيل:

١. قانون الأوراق المالية (Securities Act) لسنة ١٩٣٣م:

صدر قانون الأوراق المالية الذي يعرف أيضا بقانون الحقيقة (Truth in Securities Act) في عام ١٩٣٣م كآلية من آليات معالجة الآثار المدمرة التي خلفتها أزمة الكساد الكبير التي حدثت خلال الفترة من ١٩٢٩م حتى ١٩٣٣م^(١٣٨)، وعلى الرغم من أن هذا القانون لا يُعنى إلا بالأوراق المالية التي تصدر في سوق الإصدار (السوق الأولية)، إذ تخرج الأوراق المالية المتداولة في سوق التداول (السوق الثانوية) عن نطاق ولايته، فإن هذا القانون يعتبر البداية الحقيقية لمكافحة التلاعب في بورصات الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد هدف هذا القانون إلى ضمان توفير المعلومات عن الأوراق المالية

^{١٣٧} - دمنير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ٢٠٦.

التي تطرح في سوق الإصدار؛ وذلك لتزويد المستثمرين المحتملين بالمعلومات الصحيحة عن الأوراق المالية محل الإصدار؛ ليمكنوا من اتخاذ القرار الملائم بشأن الاستثمار فيها من عدمه، كما هدف هذا القانون إلى منع التزييف والغش وأي ممارسات غير مشروعة تؤثر على بيع الأوراق المالية^(١٣٩).

ولتحقيق هذه الأهداف ألزم القانون المنشآت المصدرة للأوراق المالية بتسجيل الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها، وذلك من خلال تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة في كل مرة ترغب فيها في إصدار أوراق مالية جديدة، ويقتضي هذا التسجيل تزويد اللجنة ببيانات عن المنشأة المعنية، ومعلومات بشأن الاتفاق المبرم بينها وبين بنك الاستثمار، وينبغي ملاحظة أن قبول طلب التسجيل لا يعني أن الورقة محل الإصدار جيدة، أو أن هناك ضمانات تجاه شراء الأوراق المالية المصدرة، وإنما يعني أنها استوفت تقديم المعلومات والبيانات التي يتطلبها القانون، وأن هذه البيانات صحيحة، أما الرفض فيعني عدم توافر البيانات المطلوبة، أو أن هناك ملاحظات بشأنها.

وتتطبق شروط التسجيل على المنشآت المحلية والأجنبية أو الحكومات التي تطرح أوراقا مالية في الولايات المتحدة الأمريكية، ويستثنى من ذلك ما يلي:

- الأوراق المالية المصدرة من الحكومات المحلية.

- الإصدارات الصغيرة التي لا تتجاوز حداً معيناً تحدده لجنة الأوراق المالية والبورصة.

- الإصدارات الخاصة بالمنشآت الاستثمارية الصغيرة.

كما تضمن قانون الأوراق المالية العديد من القواعد والإجراءات التي تنظم الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، وفي عام ١٩٨٢م تم تعديل هذا القانون، حيث أجاز المشرع للمنشأة أن تتقدم بخطة طويلة الأجل، تتضمن الأوراق التي ترغب في إصدارها خلال السنوات المقبلة، وبمجرد قبول الطلب يصبح من حق المنشأة أن تصدر تلك الأوراق على أي عدد من المرات.

٢. قانون البورصة (Securities Exchange Act) لسنة ١٩٣٤م:

صدر قانون البورصة لعلاج مسألتين هامتين أغفلهما قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣م، وهما: عدم تحديد جهة اختصاص معينة يلقي على عاتقها تنفيذ القانون، وقصر ولاية القانون المذكور على سوق الإصدار دون أن يمتد إلى سوق التداول، ويضاف إلى ذلك مسألة تالفة هي إحكام الرقابة على نشاط التعامل في الأوراق المالية للحد من الممارسات غير الأخلاقية^(٤٠).

وبالتالي فقد استهدف هذا القانون توسيع دائرة حماية المستثمر من التعامل في الأوراق المالية، سواء وقت الإصدار، أو التعامل، أو التداول، وذلك بمنع الممارسات غير المشروعة من خلال وضع القواعد التالية^(٤١):

١٤٠- د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ١٨٦.

١٤١- راجع:

- د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ١٨٦ وما بعدها.

- د. محمد حلمي عبدالنواب، مرجع سابق، ص ٤١٠-٤١٢.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

- جهة الإشراف على تنفيذ القانون: فقد نص القانون المذكور على إنشاء لجنة من خمسة أعضاء، يصدر بها قرار من رئيس الجمهورية، ويعتمده الكونجرس، ويطلق عليها لجنة الأوراق المالية والبورصة Securities and Exchange Commission (SEC).

- ولاية القانون: مدد القانون ولايته إلى السوق الثاني، وأصبح لزاما على كافة الأسواق المنظمة أن تتقدم بطلب تسجيل لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة، وقد منح القانون سلطات واسعة للجنة في شأن تلك الأسواق، وإصدار قواعد ولوائح تنفيذية داخلية تنص على طرد أي عضو يمارس نشاطه بطريقة غير قانونية.

- تفويض التصويت: وضع القانون قواعد لتنظيم عملية حصول أعضاء مجلس الإدارة أو المستثمرين على تفويض بالتصويت في الجمعية العمومية نيابة عن بعض حملة الأسهم، فالتفويض لا بد أن يقترن بتوضيح كل الحقائق والمعلومات عن حملة الأسهم، كما يتطلب التفويض موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة عليه للتأكد من استيفاء شروطه.

- التداول الداخلي: يحظر القانون تعامل المديرين والعاملين بالمنشأة الذين تتاح لهم معلومات داخلية لا تتاح للعامة؛ إذ يقومون بشراء أو بيع الأوراق المالية لتحقيق مكاسب أو تجنب خسارة بناءً على معلومات لديهم لا تتوافر للعامة، وكذلك يعد من الممارسات غير المشروعة قيامهم بتوفير معلومات لآخرين تمكنهم من الكسب أو تجنب الخسارة قبل أن تصل تلك المعلومات إلى العامة، وقد وضع القانون عقوبات صارمة على هذه التصرفات، وتم تشديدها في عام ١٩٨٤م بحيث تفرض على المستفيد

غرامة تعادل ثلاثة أضعاف ما حققه من ربح نتيجةً لاستخدامه لمعلومات داخلية.

وفي عام ١٩٨٦م وسَّع الكونجرس من قواعد الإفصاح لمزيد من الرقابة على المنشآت، بحيث تتطلب معلومات عن الشخص الذي يرغب في الحصول على أكثر من ٥% من أسهم المنشأة، سواء بالشراء المباشر، أو بنظام العطاءات.

ويُلزم القسم السادس عشر من القانون أعضاء مجلس الإدارة والعاملين الذين تزيد حصصهم عن ١٠% من الأسهم المسجلة للمنشأة بتقديم تقرير للجنة الأوراق المالية والبورصة عند حدوث أي تغيير في حصصهم بالمنشأة.

التداول وممارسة البيع: اهتم القانون بعمليات التداول والممارسات التي تتم في السوق، سواء في السوق المنظمة أو غير المنظمة من أجل حماية المستثمر والعامّة، وتم وضع مجموعة من الضوابط التي تمنع الغش، أو التدليس، أو أي نوع من الممارسات غير المشروعة، وتضطلع لجنة الأوراق المالية والبورصة بوضع القواعد المناسبة لتحقيق هذا الهدف.

٣. قانون شركات الاستثمار (Investment Company Act) لسنة

١٩٤٠م^{١٤٢}:

^{١٤٢} - د. محمد حلمي عبدالقواب، مرجع سابق، ص ٤١٣ - ٤١٤.

ينظم قانون شركات الاستثمار الشركات التي تستثمر في الأوراق أو تقوم بإعادة الاستثمار والطرح العام للأوراق المالية، كما يجب أيضا تسجيل الأوراق المالية التي تطرحها هذه الشركات وفقا لقانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣م.

ويتطلب تسجيل شركات الاستثمار الإفصاح عن مركزها المالي، والسياسات الاستثمارية، ومعلومات كاملة عن نشاطها، ويحدد القانون بصفة خاصة الشروط الآتية:

- منع تغيير طبيعة النشاط أو السياسات الاستثمارية دون موافقة أصحاب الأسهم.
- عدم تعامل الشركات مع أشخاص ثبت قيامهم بالغش في الأوراق المالية.
- منع مساهمة بنوك الاستثمار أو السماسرة إلا في حدود الأقلية.
- حظر الاستثمار فيما بين الشركات إلا بموافقة من لجنة الأوراق المالية والبورصة.
- يجب على شركات الاستثمار إرسال تقرير دوري إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة يبين تطور أعمالها.
- وإحكام الرقابة على ممارسات شركات الاستثمار فقد نص القانون أيضا على تجريم بعض الأمور، أهمها:

- ارتباط الشركة مع شخص ثبت ممارسته الغش والتواطؤ.
- إبرام الشركة لصفقات بينها وبين العاملين أو المديرين بصفتهم الشخصية دون موافقة اللجنة.

- استخدام القرض أو الأسهم في التمويل إلا في ظروف استثنائية.

٤. قانون حماية المستثمر في الأوراق المالية (Security Investor Protection Act) لسنة ١٩٧٠م:

أصدر المشرع في الولايات المتحدة الأمريكية في عام ١٩٧٠م قانونا خاصا لحماية المستثمر، ونص فيه على إنشاء مؤسسة حماية المستثمر التي تهدف إلى تأمين حسابات المتعاملين في الأوراق المالية لدى مكاتب السمسرة، وتلتزم مكاتب السمسرة بعضوية المؤسسة، وتدفع أقساطا سنوية من أرباحها، وتقوم المؤسسة باستخدام حصيلة العضوية في تعويض العملاء عن خسائرهم بسبب إفلاس مكاتب السمسرة، وقبل إنشاء هذه المؤسسة كانت بورصة نيويورك هي التي تقوم بتعويض خسائر العملاء من أموال مخصصة لهذا الغرض، غير أن تزايد عدد شركات السمسرة التي تعرضت للإفلاس أدى إلى نضوب تلك المخصصات وعجز بورصة نيويورك عن تعويض خسائر العملاء.

وقد أدى هذا القانون إلى تشجيع الأفراد على التعامل مع مكاتب السمسرة دون خوف من نوعية المكاتب أو حجمها المالي، وهو ما يشجع على المزيد من التعامل في الأوراق المالية وانتعاش البورصة.

٥. قوانين السماء الزرقاء (Blue Sky Laws):

يقصد بقوانين السماء الزرقاء تلك القوانين التي تصدرها كل ولاية، ورغم التفاوت في مكونات وتفاصيل تلك القوانين من ولاية إلى أخرى، فإن هناك مجالات أساسية مشتركة فيما بينها، وفي مقدمة تلك المجالات الممارسات غير

الأخلاقية التي تصدر من المتعاملين في أسواق رأس المال، وشروط تسجيل الأوراق المالية لدى الجهة المختصة في الولاية، وذلك بالنسبة للأوراق التي تتداول محليا، إلى جانب وضع شروط تسجيل بيوت السمسرة التي يسمح لها بممارسة عملها داخل الولاية^{١٤٢}.

(١٤١) تسجيلها.

^{١٤٢} - د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ٢٠٠ - ٢٠١.

٦. قانون ساربانس أوكسلي (Sarbanes Oxley Act) لسنة ٢٠٠٢م^(١٤٤) صدر هذا القانون عقب انهيار إحدى أكبر الشركات الأمريكية في مجال الطاقة، وهي شركة إنرون (Inron)، وكذلك شركة ورلدكوم (Worldcom) بالاشتراك مع شركة المحاسبة آرثر أندرسون (Arthur Andersen LLP) في عام ٢٠٠٢م، وهذا القانون يهتم بشكل عام بإحكام الرقابة المحاسبية على الشركات، وهو يُعنى بالشركات الأمريكية والأجنبية التي تتداول أسهماها في البورصة الأمريكية، بحيث يجب عليها عمل تقارير سنوية للجنة الأوراق المالية والبورصة بخصوص ما يتعلق بالإجراءات الرقابية المحاسبية الداخلية.

كما يوجب هذا القانون على المحاسبين الخارجيين أن يتأكدوا من أن الشركة قد أحكمت رقابتها الداخلية على الأنظمة المحاسبية التي تستخدمها، ويجب كذلك على مكتب المحاسبة الخارجي أن يقوم بالشهادة على صحة التقارير المالية الصادرة عن الشركة، وقد نص القانون على جزاءات مدنية وجنائية في حالة عدم التطبيق^(١٤٥).

١٤٤- ويعرف هذا القانون أيضا باسم (قانون إصلاح شركات المحاسبة العامة وحماية المستثمر)

(The Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act)

- https://www.sec.gov/news/studies/2009/sox-404_study.pdf

145- Greg Farrell: America Robbed Blind, Wizard Academy Press, 2005.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ١٧ - المجلد الاول

(ج) مكافحة التلاعب بالأسعار في التشريع المصري:

جرّم المشرع المصري - منذ زمن بعيد، وبصفة عامة - عمليات التلاعب بالأسعار، فقد نصت المادة (٣٤٥) من القانون رقم ٥٨ لسنة ١٩٣٧م بإصدار قانون العقوبات، على أن "الأشخاص الذين تسببوا في علو أو انحطاط أسعار غلال أو بضائع أو بونات أو سندات مالية معدة للتداول عن القيمة المقررة لها في المعاملات التجارية بنشرهم عمدا بين الناس أخبارا أو إعلانات مزورة أو مفتراة أو بإعطائهم للبايع ثمنا أزيد مما طلبه أو بتواطئهم مع مشاهير التجار الحائزين لصنف واحد من بضاعة أو غلال على عدم بيعه أصلا أو على منع بيعه بثمن أقل من الثمن المتفق عليه فيما بينهم أو بأي طريقة احتيالية أخرى يعاقبون بالحبس مدة لا تزيد على سنة، وبغرامة لا تتجاوز خمسمائة جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط".

ومن الملاحظ أن المشرع المصري في هذا النص لم يقصر التجريم على المضاربة غير المشروعة في الأوراق المالية فقط، وإنما جعل نطاقه يمتد إلى سلع ومواد أخرى، وقد جعل المشرع المصري معيار المضاربة غير المشروعة هو ارتفاع أو انخفاض قيمة هذه السلع أو القيم المنقولة عن السعر المقرر له في

المعاملات التجارية، أي السعر السائد وفقا للمجرى الطبيعي لقانون الطلب والعرض^(١٤٦).

كما يلاحظ أيضا من النص السابق، أن المشرع المصري قد جرّم طائفتين من الأفعال خلال تجريمه للتلاعب بالأسعار، وهما:

١. نشر أخبار وإعلانات كاذبة أو مفتراة تؤدي إلى رفع أو خفض الأسعار.
 ٢. عرض أسعار أعلى من الأسعار السائدة في السوق على البائعين وذلك بالتواطؤ مع مشاهير التجار في السوق، وصولا إلى الاستحواذ على سلع أو أوراق مالية معينة، وذلك لاحتكارها والتحكم في سعرها علوا أو انخفاضا.
- وبالرغم من أن المشرع المصري قد ذكر في المادة السابقة بعض الوسائل الاحتمالية التي تقع بها الجريمة فإنه أطلقها في نهاية النص بقوله "أو بأية طريقة احتمالية أخرى"؛ إذ أدرك المشرع صعوبة الإحاطة الشاملة بكل الوسائل الاحتمالية، وترك الباب مفتوحا لأية وسيلة أخرى من شأنها أن تؤدي إلى رفع أو خفض الأسعار^(١٤٧).

وعندما صدر القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بشأن سوق رأس المال حظر

^{١٤٦} - د. عمر سالم: "الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ١٩٩٩م، ص ٥.

١٤٧ - د. نصيف محمد حسين: النظرية العامة في الحماية الجنائية للمستهلك، النسر الذهبي للطباعة والنشر، القاهرة، ١٩٩٨م، ص ٢٢١.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧. المجلد الاول

المشروع المصري في المادة ٦٣^(١٤٨) منه التلاعب بأسعار الأوراق المالية أو التأثير على السوق، وذلك بقوله "مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد، منصوص عليها في أي قانون آخر يعاقب بالحبس مدة لا تزيد على خمس سنوات، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه، ولا تزيد على عشرين مليون جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين: ... ٦- كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي، أو عملية صورية، أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق...".

وهنا يثير البعض^(١٤٩) مشكلة التنازع الظاهري بين النصوص القانونية في مجال تجريم عمليات التلاعب، حيث يوجد أكثر من نص تحريمي يمكن أن تندرج تحته الواقعة المرتكبة، ويبين هذا البعض الحل في هذه الحالة، وهو أن النص الخاص (نص المادة ٦٣) من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بشأن سوق رأس المال) يقيد النص العام (المادة ٣٤٥) من القانون رقم ٥٨ لسنة ١٩٣٧ بإصدار قانون العقوبات) ويستبعده من التطبيق، وعلى ذلك فإن النص الواجب التطبيق على جرائم التلاعب في أسعار الأوراق المالية أو المضاربة غير المشروعة هو نص المادة (٦٣) من قانون سوق رأس المال باعتباره النص الخاص، كما أن نص المادة (٦٣) يقرر عقوبة أشد من العقوبة المنصوص عليها في المادة (٣٤٥)

١٤٨- تم استبدال صدر المادة (٦٣) من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بشأن سوق رأس المال بموجب القانون

رقم ١٢٣ لسنة ٢٠٠٨م

١٤٩- د. محمد فاروق عبدالرسول، مرجع سابق، ص ١٣٤.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ١٧٠-١٧١ - الصفحة الأولى

ويلاحظ أن المشرع المصري في المادة (٦٣) سألفة الذكر لم يحدد وسائل محددة يتم بواسطتها ارتكاب جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية، وبذلك يكون قد ترك الباب مفتوحاً لأية وسيلة من الوسائل التي تؤثر على الأسعار بطريقة مفتعلة وغير طبيعية، وذلك إيماناً من المشرع بأنه لا يمكن حصر كل الوسائل الاحتمالية التي تتصف بالتجدد والتطور الدائمين، وهذا المسلك هو نفسه الذي سلكه المشرع في التشريعات المقارنة.

وقد سارت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري^{١٥٠} على النهج الذي نفسه انتهجه المشرع في القانون، فنصت في صدر المادة (٣٢١) منها على أنه "يحظر مطلقاً التلاعب بأسعار الأوراق المالية...)", غير أنها أوردت بذكر بعض الأمثلة لممارسات التلاعب المجرمة، وذلك بقولها في ذات المادة (...ويحظر على الأخص القيام بأي مما يلي:

١. التأثير على السوق أو على الأسعار بأي تعامل من خلال تنفيذ عمليات لا تؤدي إلى تغيير المستفيد الفعلي.
٢. تنفيذ عمليات متفق عليها مسبقاً بقصد الإيحاء بوجود تداول على ورقة مالية معينة.

١٥٠- الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣م، والمنشورة بالوقائع المصرية العدد

٨١ تابع في تاريخ ١٩٩٣/٠٤/٠٨م.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية للعدد الأول. ٢٠١٧. المجلد الأول

٣. نشر أو المساعدة في نشر أخبار مضللة أو غير مدققة.
٤. نشر أخبار تتعلق بقرّب تغير سعر ورقة مالية من أجل التأثير علي أسعارها والتعامل عليها.
٥. اشتراك الجهة المصدرة في التعامل علي أوراقها المالية بغرض التأثير علي سعرها، أو بطريقة يترتب عليها الإضرار بأى من المتعاملين عليها، وذلك دون الإخلال بالأحكام المنظمة للتعامل على أسهم الخزينة.
٦. الإدلاء في وسائل الإعلام- أيا كان نوعها- بأي معلومات غير صحيحة، أو غير مدققة، من شأنها التأثير علي السوق أو المتعاملين فيه لتحقيق نفع شخصي، أو لصالح شخص، أو جهة معينة.
٧. إجراء عمليات أو إدراج أوامر بنظم التداول بالبورصة بغرض الإيحاء بوجود تعامل على ورقة مالية، أو التلاعب في أسعارها من أجل تسهيل بيعها أو شرائها.
٨. الاشتراك في أي اتفاقات أو ممارسات تؤدي لتضليل أو خداع المستثمر، أو للتأثير بصورة مصطنعة، أو التحكم في أسعار بعض الأوراق المالية، أو في السوق بصفة عامة.
٩. القيام منفردا أو بالاشتراك مع آخرين بإدخال أوامر إلى نظم التداول بالبورصة، يكون هدفها إعطاء صورة مضللة أو غير صحيحة عن حجم نشاط وسيولة أو سعر ورقة مالية معينة في السوق.
١٠. القيام منفردا أو بالاتفاق مع آخرين بإدخال أوامر إلى نظم التداول بالبورصة علي ورقة مالية معينة للتأثير علي سعر الورقة، سواء بالارتفاع، أو الانخفاض، أو التثبيت، تحقيقا لأهداف غير مشروعة، مثل التأثير في قيمة الاستثمارات لتحقيق نفع خاص، أو للتهرب من الضرائب، أو للوصول لسعر

معين تم الاتفاق عليه مسبقا مع طرف آخر تحقيقا لغرض مخالف للقانون أو القواعد والأعراف المهنية كرفع أسعار أوراق مالية معينة للحصول على ائتمان بضمانها.

١١. استغلال أمر أو مجموعة أوامر صادرة من عميل أو مجموعة عملاء، وتكون كميات هذه الأوامر من شأنها تحريك سعر ورقة مالية، أو القيام بالتداول في نفس اتجاه هذه الأوامر قبل تنفيذها، مما قد يحقق أرباحا نتيجة استغلال أوامر العملاء بصورة غير مشروعة، كما يحظر أيضا الاتفاق مع آخرين، أو إصدار توصيات لهم بالتحرك في نفس اتجاه هذه الأوامر قبل تنفيذها.

١٢. التعامل بأسماء وحسابات وهمية لتنفيذ بعض الصفقات، أو إدراج أوامر وهمية بنظم التداول بالبورصة لا تقابلها أوامر بيع أو شراء حقيقية، أو إدراج أوامر بأسعار لا مبرر لها، يكون من شأنها خلق حالة ظاهرية مضللة، لا تمثل واقع التداول الفعلي.

١٣. السيطرة أو محاولة السيطرة على الطلبات أو العروض بالسوق، أو الاستحواذ أو محاولة الاستحواذ علي موقف متحكم في ورقة مالية للتلاعب في سعرها، أو لخلق أسعار غير مبررة، أو للتأثير علي قرارات المتعاملين بشأنها.

١٤. نشر معلومات غير حقيقية أو مضللة عن السوق بقصد تحريك أسعار الأوامر والتنفيذ نحو اتجاه معين.

١٥. الامتناع عن عرض أو طلب الأوراق المالية بيعا أو شراء بقصد التأثير علي أسعارها على الرغم من وجود أوامر بيع أو شراء، أو الاتفاق مع أي طرف على القيام بعمليات توهي بوجود عرض أو طلب على هذه الأوراق".

وبذلك يكون المشرع قد قام من خلال هذه المادة بضرب أمثلة لصور التلاعب بأسعار الأوراق المالية التي تعد شائعة الحدوث في أسواق الأوراق المالية؛ وذلك لأن صور التلاعب- كما ذكرنا- لا يمكن أن تقع تحت حصر في الواقع.

ويقرر البعض^(١٥١) أنه لا يشترط أن يؤدي ارتكاب الوسائل الاحتمالية إلى حدوث تأثير مفتعل على الأسعار بالفعل، بل يكفي محاولة ذلك، ويعبر عن ذلك صراحةً نص المادة (٦٣) من قانون سوق رأس المال السالف ذكرها، فالجرائم الاقتصادية عموماً لا تتطلب وقوع ضرر فعلي، بل يكفي مجرد التهديد بوقوع هذا الضرر.

والغالب في القانون العام هو تجريم النتائج الضارة، أما تجريم النتائج الخطرة فأمر نادر، وعلى العكس من ذلك تغلب النتائج الخطرة في الجرائم الاقتصادية؛ لذلك فإن المشرع قصد بتجريم الأفعال المتقدمة منع وقوع النتائج الضارة، وهو لا يعاقب عليها بوصف الشروع أو المحاولة، وإنما بوصفها جرائم تامة قائمة بذاتها^(١٥٢).

وجدير بالذكر أن المشرع المصري قد أجاز لرئيس البورصة - في المادة

^{١٥١} - د. محمد فاروق عبدالرسول، مرجع سابق، ص ١٣٤.

^{١٥٢} - د. محمود محمود مصطفى: الجرائم الاقتصادية، الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٧٩م، ص

(٢١) من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بشأن سوق رأس المال-وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار، وإلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة بتنفيذها، أو التي تتم بسعر لا مبرر له، كما أعطى المشرع لرئيس البورصة الحق في وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه، وله أن يتخذ في الوقت المناسب أيًا من الإجراءات السابقة^(١٥٣).

وقد ورد بقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ في المادة (٢٣) منه النص على أن: "ينشأ صندوق خاص، تكون له الشخصية المعنوية لتأمين المتعاملين من المخاطر غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ويكون إنشاء هذا الصندوق بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على عرض الوزير واقتراح مجلس إدارة الهيئة، ويتضمن قرار إنشاء الصندوق نظام إدارته، وعلاقته بالشركات المشار إليها، ونسبة مساهمة كل منها في موارده، ومقابل التأخير في الوفاء بهذه المساهمة وأي مبالغ مستحقة للصندوق عن المواعيد المحددة للوفاء بها، وكذلك قواعد إنفاق واستثمار هذه الموارد، والمخاطر

١٥٣- للاطلاع على بعض العمليات التي قامت إدارة البورصة بإلغائها بسبب التلاعب راجع الرابط التالي:

<http://www.alborsanews.com/?s=%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%84%D8%A7%D8%B9%D8%A8+%D9%81%D9%8A+%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9>

التي يؤمنها الصندوق، وأسس التعويض عنها".

وتنفيذا لهذا النص أصدر رئيس الوزراء القرار رقم ١٧٦٤ لعام ٢٠٠٤م بإنشاء صندوق تأمين لحماية المتعاملين في السوق من الأخطار غير المتعلقة بالتداول والناجمة عن أنشطة شركات الأوراق المالية.

ويضم الصندوق في عضويته جميع الشركات المرخص لها بمزاولة أحد الأنشطة العاملة في مجال الأوراق المالية، وهي: الوساطة في الأوراق المالية، وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، والوساطة في السندات، وأمناء الحفظ، والمقاصة والتسوية، والإيداع والقيود المركزي.

ويلتزم صندوق حماية المستثمر بتغطية الخسائر المالية لعملاء الأعضاء ضد المخاطر غير التجارية الواقعة في نطاق حماية الصندوق، والتي قد تؤدي إلى اختفاء العضو من سوق المال، وهي:

- الإفلاس أو التعثر.
 - إخلال العضو بالتعاقد المبرم بينه وبين العميل.
 - خطأ أو إهمال أو احتيال العضو أو ممثله القانوني أو القائم بالإدارة الفعلية أو أحد العاملين لديه.
 - إخلال العضو أو أي من العاملين لديه بالواجب المهني.
- ولا يلتزم الصندوق بتغطية كافة المخاطر التجارية الناتجة عن ارتفاع وانخفاض الأسعار بالبورصة، أو الخسارة المترتبة على قرار استثماري خاطئ من

المستثمر، كما لا يلتزم الصندوق بالتعويض عن المخاطر المترتبة على التعامل في أوراق مالية غير مقيدة بجداول البورصة.

ويستطيع المستثمر الذي يتعرض لأحد المخاطر التي تدخل في نطاق

حماية الصندوق أن يتقدم إلى الصندوق بطلب تعويض الأضرار التي تعرض لها، على أن يدعم طلبه بالوثائق والمستندات الآتية:

- صورة من العقد المبرم مع الشركة.
- صورة من أوامر البيع والشراء.
- صورة من إخطار العضو بالواقعة محل المخالفة.
- كشف حساب نقدي صادر من الشركة.
- مستندات إثبات السداد للشركة.

وفي جميع الأحوال لا تقبل الشكوى بعد مضي سنة ميلادية من حدوث

الواقعة، وتتولى إحدى لجان الفحص النظر في الطلب، واتخاذ قرار بشأنه من حيث أحقية أو عدم أحقية صاحبه في التعويض، ويستطيع المستثمر التظلم من قرارات لجان الفحص خلال خمسة عشر يوما من تاريخ علمه بقرار اللجنة أمام مجلس إدارة الصندوق، كما يمكنه التظلم من قرار مجلس إدارة الصندوق أمام الهيئة العامة للرقابة المالية خلال خمسة عشر يوما من تاريخ إخطاره بقرار مجلس إدارة الصندوق^(١٥٤).

^{١٥٤} - لمزيد من التفصيل حول آلية عمل الصندوق راجع الرابط التالي:

http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/cma_reports/sandok%20hemalet%20mostathmer.htm

ثانيا: تعزيز دور الجهات الرقابية للحد من عمليات التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية:

على الرغم من الأهمية الكبيرة للأطر التشريعية الحاكمة لبورصات الأوراق المالية، فإن وجود القوانين المجرمة للممارسات غير المشروعة في البورصة وفرض عقوبات رادعة على مرتكبيها لا يكفيان وحدهما للحد من عمليات التلاعب، فمما لا شك فيه أن طبيعة عمل البورصة تتسع للعديد من الممارسات غير المشروعة أو غير الأخلاقية التي لا هدف من ورائها سوى تحقيق المكاسب الشخصية على حساب الآخرين، وهو ما يستوجب وجود جهاز رقابي جيد، يراقب التداولات، ويضبط التجاوزات، ويُفَعِّل تطبيق القانون.

ومن هنا تبرز أهمية الدور الرقابي على البورصة كأحد الأدوار التي يتوقف عليها نجاح نشاط البورصة من خلال الحد من الممارسات غير المشروعة التي تتم بها، ومن أهم صورها التلاعب بالأسعار، وكلما نجح الدور الرقابي في منع تلك الممارسات وتحقيق أكبر قدر من الشفافية والوضوح كان ذلك دافعا لازدهار البورصة وتحقيق الأهداف المرجوة من وجودها.

وقد ناط المشرع في كثير من الدول مهمة الإشراف والرقابة على البورصة إلى جهات محددة، وجعلها سلطات إدارية عامة مستقلة، وتختص هذه الجهات الرقابية بتفعيل النصوص القانونية المنظمة للسوق، وتتبع الحالات المشتبه فيها،

والعمل على التحقق من مشروعيتها، مع نشر ما اتخذته الهيئات الرقابية من إجراءات، فمثل هذا النشر يمكن أن يحد في ذاته من حجم عمليات التلاعب بالأسعار.

وهناك عناصر معينة يمكن عند وضعها في الاعتبار أن تؤكد أو تنفي وجود تلاعب في الأسعار، من ذلك تلاحق عمليات الشراء لعمليات البيع التي أدت إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، أو تلاحق عمليات البيع لعمليات الشراء التي أدت إلى ارتفاع سعر الأوراق المالية، وبعد قصر الفترة الزمنية بين كلا النوعين. من العمليات مؤشرا على التلاعب، فضلا عن ضخامة العمليات التي ترتب عليها تحقيق الربح لشخص المتلاعب، غير أنه ينبغي على الجهة القائمة على السوق أن تتحقق من أنه ليست هناك ثمة أحداث- على مستوى الشركة المصدرة للورقة المالية، أو على مستوى الاقتصاد الوطني، أو على المستوى الدولي- هي التي أدت إلى هذه الارتفاعات أو الانخفاضات، فإن وجد ما يبرر ذلك على أي من تلك المستويات، وبالقدر الذي يسمح بارتفاع الأسعار أو انخفاضها إلى تلك المستويات، لا يمكن اعتبار العمليات التي تمت على تلك الأوراق تلاعبا بالأسعار^(١٥٥).

^{١٥٥} - أشرف أحمد عبدالمنعم: رقابة الدولة على سوق الأوراق المالية في مصر (دراسة قانونية مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية)، أطروحة قدمت إلى كلية الحقوق - جامعة القاهرة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، ٢٠٠٨م، ص ٢٩٣.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧. المجلد الاول

ونعرض فيما يلي هيكل وطبيعة الجهات الرقابية على بورصة الأوراق المالية في كل من فرنسا، وبريطانيا، والولايات المتحدة الأمريكية.

(أ) الرقابة على بورصة الأوراق المالية في فرنسا:

ضمانا لإحكام الرقابة وحسن سير العمل داخل سوق الأوراق المالية في فرنسا أنط المشرع الفرنسي الاختصاص في الإشراف والرقابة على البورصة إلى ثلاث جهات أساسية، هي: لجنة عمليات البورصة (COB)، وهيئة الأسواق المالية (CMF)، ومجلس التأديب الخاص بالإدارة المالية (CDGF)، وفي عام ٢٠٠٣م أدمجها في سلطة واحدة أطلق عليها سلطة الأسواق المالية (AMF)، وجعلها سلطة إدارية عامة مستقلة، ونعرض فيما يلي تطور الدور الرقابي لكل من لجنة عمليات البورصة ومجلس الأسواق المالية بشيء من التفصيل:

- لجنة عمليات البورصة (COB):

أنشئت لجنة عمليات البورصة بالقانون رقم ٦٧/٨٣٣ الصادر في ٢٨ سبتمبر ١٩٦٧، وقد استوحى المشرع الفرنسي فكرة إنشاء هذه اللجنة من القانون الأمريكي الخاص بإنشاء لجنة الأمن والتبادل الأمريكية "Security and Exchange Commission" (SEC) التي أنشئت لحماية الادخار العام عقب الأزمة الاقتصادية العالمية عام ١٩٢٩م، فقد اقتضت الحاجة إنشاء هذه

اللجنة لإعادة الثقة بين المدخرين والبورصة، وللقضاء على روح اليأس التي أصابت المدخرين بسبب طول فترة هذه الأزمة^(١٥٦).

وقد رأى المشرع الفرنسي قبل إنشاء لجنة عمليات البورصة (COB) أنه لا يمكن الوصول إلى أمن واستقرار السوق المالية إلا إذا شعر المدخرون بأن لديهم جميعاً كافة المعلومات الخاصة بالشركات التي يستثمرون فيها مدخراتهم، ولتحقيق هذه الغاية بالذات أنشئت لجنة عمليات البورصة لتراقب التزام الشركات والمؤسسات المالية بأحكام القانون^(١٥٧).

وتعتبر لجنة عمليات البورصة سلطة إدارية عامة مستقلة، خصها المشرع بتنظيم مستقل، ومنحها سلطات وصلاحيات محددة؛ لتتمكن من أداء الوظائف المنوطة بها^(١٥٨)، ويظهر استقلال لجنة عمليات البورصة فيما خوله لها المشرع من سلطات (السلطة التنظيمية - سلطة المراقبة - الإنذار - الجزاء).

156- Paul- Jacques Lehmann: Bourse et marchés financiers, Paris, Dunod, 2002, P.64.

157- Germain M., et Frison- Roche M- A, C.O.B., *Revue de Droit Bancaire*, n°40, novembre- décembre, 1993, p.235.

- Nelly D.: La bourse et ses back- office, 3e édition, Paris, Ed. Economica, 2001, P. 28.

158- Schoen T., Le contexte réglementaire français et la directive sur les services d'investissement, *Les Petites Affiches*, n°5, 10 janvier, 1996.

وعلى الرغم من أن تلك اللجنة توصف بالاستقلالية كجهة إدارية فإنها لا تتمتع بشخصية قانونية مستقلة؛ إذ لا يُضفي عليها أي نص قانوني الشخصية القانونية، لا صراحة ولا ضمنا، مما يترتب عليه انعدام الذمة المالية الخاصة، فلا تنفرد بذمة مالية تستقر فيها حقوقها، وتتحمل التزاماتها، ومن ثم فإن ميزانية الدولة هي التي تمدها بالموارد اللازمة لمباشرة نشاطها^(١٥٩).

ويترتب على انعدام الشخصية القانونية المستقلة للجنة عمليات البورصة نتيجة مهمة مؤداها أنها لا تستطيع أن تكون طرفا في التقاضي، أي ليس بمقدورها أن تغدو طرفا في دعوى أمام القضاء بصفتها مدعيا أو مدعيا عليه^(١٦٠)، ويترتب على استحالة قيام لجنة عمليات البورصة بالتقاضي أن كافة الدعاوي التي تتعلق بها يجب مباشرتها في مواجهة الدولة، ويمثلها في ذلك الوكيل القضائي للخزانة Agent Judiciaire du Trésor، وذلك باعتبار أن الدولة هي المسئولة عن نتائج ممارسة اللجنة لأعمالها^(١٦١)، هذا في الوقت الذي أعطى فيه المشرع في المادة (١٢) من القانون رقم ٩٦/٥٩٧ الصادر في ٢ يوليو ١٩٩٦ رئيس اللجنة حق

159- Didier P., Droit commercial, Tome 3, PUF, 1993, p.24.

160- C. Cass. Com., 15 mars 1994, Dalloz, 1995, Somm., p.195.

161- C. Adm. Paris, 5 vrip 1979, Revue Soc. 1981, p. 339, Comm J. Daigre, conseil d'Etat, 22 Juin 1984, Revue SOC., 1985, p.634, Comm. J. Daigre.

التقاضي باسم الدولة أمام كافة الجهات القضائية فيما عدا القضاء الجنائي.

ويتكون هذه اللجنة (COB) طبقا لآخر تعديل صدر به القانون رقم ٥٩٧ لسنة 1996م^(١٦٦) من رئيس، وتسعة أعضاء، ويعين الرئيس بقرار من مجلس الوزراء لمدة ست سنوات غير قابلة للتجديد، ويتكون الأعضاء من:

- مستشار من مجلس الدولة.
- مستشار من محكمة النقض.
- مراقب من ديون المحاسبة.
- ممثل عن هيئة الأسواق المالية.
- ممثل عن البنك المركزي.
- عضو عن الجهاز القومي للمحاسبات.
- ثلاثة أعضاء من ذوى الخبرة والكفاءة في مجال الادخار والاكتتاب العام، يعينهم رئيس مجلس الشيوخ، ورئيس الجمعية الوطنية، ورئيس اللجنة الاقتصادية والاجتماعية.

وهؤلاء الأعضاء يعينون لمدة أربعة أعوام قابلة للتجديد مرة واحدة، ويجب عليهم أن يخطرُوا اللجنة بما لديهم من مصالح شخصية أو أى نشاط اقتصادي أو مالي يمارسونه.

162- Loi n° 96- 597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, Version consolidée au 03 mai 2015.

وأما عن اختصاصات اللجنة فهي تتمثل في حماية المدخرات المستثمرة في الأدوات المالية التي تطرح للجمهور من خلال الاكتتاب العام، وكذلك فهي تعمل على توفير الشفافية والإفصاح للمستثمرين من خلال الإشراف على الإعلام، كما تعمل على حسن تشغيل الأسواق المالية والإشراف على الادخار الجماعي^(١٦٣).

ولكي تتمكن لجنة عمليات البورصة من أداء هذه المهام فقد زودها المشرع الفرنسي بمجموعة من السلطات، منها سلطة إصدار اللوائح المنظمة التي تساعد في إنجاز المهام المنوطة بها، بالإضافة إلى عدد من الأدوات القانونية مثل إصدار الإرشادات والتوصيات إلى جانب النشرات والاقتراحات والآراء.

كما تتمتع لجنة عمليات البورصة بسلطة المراقبة التي تهدف إلى انتظام العمل في الأسواق المالية.

وأخيرا فقد زود القانون لجنة عمليات البورصة بسلطات جزائية تستطيع عن طريقها توقيع جزاءات محددة في حالة ارتكاب المخالفات التي نص عليها القانون واللوائح التنظيمية.

وتؤدي لجنة عمليات البورصة دورا مهما في الإشراف على السوق والملاحقة التأديبية والجنائية ضد الذين يتلاعبون أو يزيفون الأداء الطبيعي

163- Article L 621- 1, Code monétaire et financier.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول .

للبورصة، وتميز لائحة لجنة عمليات البورصة^(١٦٤) بين التلاعب في تكوين الأسعار بصفة عامة وبين حالة بعض الشركات التي تتدخل في السوق لشراء أسهمها، وتتضمن هذه اللائحة مجموعة من الأحكام المهمة، نذكر منها ما يلي:

- إن تحديد سعر السوق يجب أن ينتج من مواجهة أوامر الشراء مع أوامر البيع^(١٦٥).
- يجب ألا تهدف الأوامر إلى إعاقة تكوين السعر الطبيعي أو إيقاع الغير في الخطأ، وتطبق أحكام هذه اللائحة على مديري الشخص المعنوي^(١٦٦).
- يجب أن تعكس الأوامر الغرض الذي قام من أجله الشخص بإعطاء هذه الأوامر، كما يجب أن تكون الأوامر التي تصل للسوق بواسطة الأشخاص أطراف العملية قد تحققت وفقا للغاية التي ينشؤونها، سواء بالشراء بالنسبة للطالب أو بالبيع بالنسبة للبائع قبل أن يتم التداول على مجموعة من الصكوك، ويجب على كل شخص أعطى أوامر للسوق أن يعطي تبريرا منطقيا لهذه الأوامر، إذا ما طلبت منه لجنة عمليات البورصة ذلك بمناسبة التحقيق^(١٦٧).
- تطبق القواعد السابقة على الأوراق المالية خارج الجدول^(١٦٨).

164- COB Regulation n°90- 04.

165- Article 2, COB Regulation n°90- 04.

166- Article 3, COB Regulation n°90- 04.

167- Article 4, COB Regulation n°90- 04.

168- Article 4, COB Regulation n°90- 04.

ويرى البعض^(١٦٩) أن القواعد السابقة التي تضمنتها لائحة لجنة عمليات البورصة (COB)، وضعت الحدود والضوابط للسلوك المشروع، وهذه القواعد الموضوعية، تسمح بملاحقة حتى الأشخاص الاعتباريين على قدم المساواة مع الأشخاص الطبيعيين، وأن المشرع الفرنسي أحسن صنعا عندما ترك للجنة عمليات البورصة معاقبة هذا السلوك عن طريق لائحتها وتوقيع الجزاءات المادية؛ لأن ذلك يدخل في صميم عملها والغاية من وجودها، وقد ظهرت فاعلية لجنة عمليات البورصة في التحقيقات التي قامت في بعض عمليات البورصة، وما تكشف عنها من ممارسات غير مشروعة، وما طبق بشأنها من جزاءات، يتم نشرها في المنشورات الدورية للجنة عمليات البورصة وتقاريرها الشهرية والسنوية.

- هيئة الأسواق المالية (CMF):

أنشئت هيئة الأسواق المالية (CMF) بموجب القانون الصادر في عام ١٩٩٦م والمعروف في فرنسا بقانون تحديث الأنشطة المالية، وهي هيئة ذات طبيعة خاصة، تتمتع بالشخصية الاعتبارية، وتعتبر أعلى سلطة للإشراف على حسن أداء الأسواق المالية، وتخضع للقانون الخاص رغم أن مهمتها ذات طابع عام، غير أن ذلك لا يضعها ضمن أجهزة الدولة ومؤسساتها العامة.

وتتكون الهيئة من ١٦ عضواً، يعينون بقرار من وزير المالية والاقتصاد لمدة ٤ سنوات، ويعين أربعة عشر منهم بالتشاور مع المؤسسات المهنية والنقابات

- د. صالح أحمد البربري، مرجع سابق، ص ٣٢ - ٣٣. 169

الممثلة لها، ويختار عضوان آخران من الشخصيات ذات الخبرة في المجال المالي.

ويحضر اجتماع الهيئة عضو يمثل البنك المركزي، ومندوب عن الحكومة، دون أن يكون لهما صوت في الاقتراع.

وتقوم الهيئة بتكوين مجموعات متخصصة من بينها للقيام بمهامها المختلفة التي تنشر عنها تقريرا سنويا، يتضمن النشاط الذي قامت به، وهو ما يعكس عادة صرامة الإشراف والرقابة.

ورغم أن الهيئة لا تتمتع بصلاحيات السلطة العامة فإن طبيعة عملها - باعتبارها السلطة صاحبة الوصاية على أسواق المال - تعطيها السلطات الثلاث التالية^(١٧٠):

السلطة الأولى: هي السلطة اللائحية؛ إذ تقوم (CMF) بوضع لائحتها العامة، ويتم التصديق عليها من وزير المالية والاقتصاد بعد أخذ رأى لجنة عمليات البورصة والبنك المركزي، وتنظم هذه اللائحة ما يلي:

- قواعد السلوك التي يلتزم بها العاملون في خدمات الاستثمار، والشركات العاملة بالسوق، وغرف المقاصة.

¹⁷⁰ - Article 32 et 33, Loi n° 96- 597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, Version consolidée au 03 mai 2015.

- الشروط المتعلقة بمزاولة مهنة خدمات الاستثمار.

- شروط اعتماد قواعد غرف المقاصة.

- القواعد الأساسية الخاصة بالأسواق النظامية، وشروط الإفصاح، والإعلان

عن المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية المقبولة بالسوق النظامية.

- تنظيم الاكتتاب المتعلق بالأوراق المالية المتداولة بالأسواق النظامية.

السلطة الثنائية: هي سلطة إصدار القرار؛ إذ تستطيع هيئة الأسواق المالية

(CMF) اتخاذ قرارات ذات طابع عام أو فردي في مجال تطبيق لائحتها العامة،

ولا تخضع هذه القرارات لتصديق وزير المالية والاقتصاد.

السلطة الثالثة: سلطة التأديب والإشراف؛ إذ تتمتع هيئة الأسواق المالية (CMF)

بسلطات واسعة في الإشراف على ضمان احترام القائمين بخدمات الاستثمار

للقوانين واللوائح والالتزامات المهنية الواجبة التطبيق، دون أن يكون لها أي سلطة

تحقيق، كما تراقب أيضا صحة العمليات التي تتم في السوق النظامية.

(ب) الرقابة على بورصة الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية:

تختص لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) بالإشراف على سوق رأس

المال وتنفيذ أحكام قوانين الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، والمهام

الرئيسية للجنة هي حماية المستثمرين، والعمل على نزاهة أسواق الأوراق المالية،

وخلق الثقة العامة في الاستثمار في الأوراق المالية، ومكافحة الممارسات غير

المشروعة التي تقع داخل السوق لتحقيق مكاسب كبيرة على حساب جمهور المتعاملين في السوق^(١٧١).

فنتيجة لضعف الإشراف الحكومي على أسواق الأوراق المالية قبل أحداث الكساد العظيم في عام ١٩٢٩م، وعدم جدية تطبيق سياسة الإفصاح، وتحت تأثير الرغبة في الثراء السريع- انهارت البورصة الأمريكية في عام ١٩٢٩م، وفقد الكثير من المستثمرين أموالا طائلة فيها، كما خسرت البنوك كثيرا من أموالها، وتلا هذا الانهيار كساد اقتصادي كبير، وفقدان للثقة العامة في السوق، وكان هناك إجماع على أنه لا يمكن الخروج من هذا الكساد إلا من خلال إعادة الثقة في أسواق رأس المال، لذا عقد الكونجرس لجان استماع لبحث الأسباب التي أدت إلى تلك الأحداث، ووضع الحلول اللازمة لمواجهتها.

وقد أثبتت التحقيقات التي قامت بها لجان الاستماع وجود العديد من حالات التلاعب بأسعار الأوراق المالية، وقيام أعضاء مجالس إدارات الشركات والعاملين فيها بالتعامل في البورصة بناءً على معلومات سرية غير معلنة للكافة، وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية، لذلك فقد أصدر الكونجرس عددا من القوانين لإعادة ثقة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية.

¹⁷¹ - U.S. Securities and Exchange Commission: How the SEC Protects Investors and Maintains Market Integrity, Washington D.S, December 1999, P.2.

وبناءً على قانون البورصة الصادر في عام ١٩٣٤م تم إنشاء لجنة الأوراق المالية والبورصة؛ لتقوم بتنفيذ أحكام تلك القوانين، والإشراف على أسواق الأوراق المالية لحماية المستثمرين والحد من الممارسات غير المشروعة التي تقع فيها.

وتتكون اللجنة من خمسة مفوضين، يتم تعيينهم بقرار من رئيس الولايات المتحدة بعد ترقية وموافقة مجلس الشيوخ، ومدة عضوية كل منهم خمس سنوات، ولا يتم تعيين أكثر من ثلاثة مفوضين من حزب سياسي واحد، كما يعين الرئيس أحد المفوضين رئيساً للجنة، وهو أعلى سلطة تنفيذية في اللجنة، وتنقسم اللجنة إلى أربعة أقسام، هي (١٧٢):

- ١- قسم منشآت الأعمال.
- ٢- قسم شركات الاستثمار.
- ٣- قسم التنفيذ.
- ٤- قسم شؤون أسواق الأوراق المالية.

وتؤدي لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) وظائفها بكفاءة عالية، وتقوم بدور مهم في ضبط التعامل في سوق الأوراق المالية الأمريكية، وتساهم في تفعيل القوانين المنظمة للسوق، وتقوم بالإعلان - بصفة دورية - عن نتائج أعمالها،

172- Ibidem., P. 4 - 5.

وذلك من خلال النشرات الورقية والإلكترونية، كما تتيح كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بعملها على موقعها على شبكة المعلومات^(١٧٣).

ويعمل باللجنة ما يقرب (٢,٩٠٠) موظف، ويوجد مقرها الرئيسي في

العاصمة واشنطن، كما أن اللجنة (١١) مكتبا إقليمياً ومحلياً موزعة على كافة

أنحاء الدولة، ويعقد المفوضون اجتماعات لمناقشة الموضوعات المختلفة التي تهم اللجنة، وتهدف هذه الاجتماعات إلى النظر في الموضوعات الآتية^(١٧٤):

١- تفسير القوانين الفيدرالية المتعلقة بالأوراق المالية.

٢- النظر في تعديل القوانين واللوائح القائمة.

٣- اقتراح اللوائح الجديدة التي تتناسب مع المتغيرات التي تحدث في سوق الأوراق المالية.

٤- بحث المقترحات الخاصة بتطبيق أحكام القوانين واللوائح.

(ج) الرقابة على بورصة الأوراق المالية في مصر:

تتولى الهيئة العامة للرقابة المالية مراقبة سوق المال للتأكد من أن التعامل

يتم على أوراق مالية سليمة، وأنه غير مشوب بالغش، أو النصب، أو الاحتيال،

أو الاستغلال، أو المضاربات الوهمية^{١٧٥}، لذلك تعتبر الرقابة على بورصة

الأوراق المالية إحدى المهام التي أناط بها المشرع المصري إلى الهيئة العامة

للرقابة المالية، وقد أنشئت الهيئة العامة للرقابة المالية بموجب القانون رقم ١٠

173 - <http://www.sec.gov/>

174 - Ibidem., P.6.

١٧٥- البند (٤): المادة (٤٣) من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال المصري.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ١٧٠١، المجلد الأول

لسنة ٢٠٠٩م، وتختص الهيئة بالرقابة والإشراف على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، بما في ذلك أسواق رأس المال، وبورصات العقود الآجلة، وأنشطة التأمين، والتمويل العقاري، والتأجير التمويلي، والتخصيم، والتوريق^{١٧٦}، وذلك بهدف تحقيق سلامة واستقرار تلك الأسواق والأدوات، وتنظيم الأنشطة وتميئتها، وتعظيم قدرتها التنافسية على جذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية، والعمل على الحد من مخاطر عدم التنسيق، ومعالجة المشاكل التي تنتج عن اختلاف الطرق أو الأساليب الرقابية.

وقد حلت الهيئة العامة للرقابة المالية محل كل من الهيئة المصرية للرقابة على التأمين، والهيئة العامة لسوق المال، والهيئة العامة لشئون التمويل العقاري في تطبيق أحكام قانون الإشراف والرقابة على التأمين الصادر بالقانون رقم ١٠ لسنة ١٩٨١م، وقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، وقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠م، وقانون التمويل العقاري الصادر بالقانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١م، كما حلت محل تلك الهيئات فيما تختص به في أي قوانين وقرارات أخرى، وتعتبر الهيئة الجهة الإدارية المختصة في تطبيق أحكام قانون التأجير التمويلي الصادر بالقانون رقم

^{١٧٦} - انظر المادتين الأولى والثانية من القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩م بشأن تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية.

١٧٧- انظر المادة (٣) من القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩م بشأن تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، وهذا النسخ الذي تم بين هيئات الرقابة المالية النوعية هو ما خلصت إليه العديد من الدراسات التي تناولت بالبحث الأسس التي يقوم عليها النظام الرقابي الحديث على الأسواق المالية، حيث توصلت هذه الدراسات إلى نتيجة مفادها أن وجود هيئات رقابية متعددة يختص كل منها بالرقابة على قطاع فرعي معين، وإن كان يؤدي إلى تخصص محدود، إلا أنه يؤدي في الوقت نفسه إلى حالة من تشرذم النظام الرقابي التي بدورها تؤدي إلى افتقار النظرة الشاملة في الرقابة على قطاعات هي بطبيعتها متكاملة ومتربطة، وأي قرار يتخذ بشأن أي منها غالبا ما يكون له تأثيرات مباشرة أو غير مباشرة على القطاعات الأخرى، وأن الرقابة الفعالة يجب أن تقوم على تسويق وتكامل الإجراءات التي تتخذ بشأن كل من قطاعاته الفرعية، ولتحقيق ذلك يجب ضم الجهات الرقابية النوعية المتعددة في جهة واحدة أو اثنتين لتحقيق هذا التنسيق، والتكامل، والارتقاء بمستوى الرقابة على كل من الأسواق والمؤسسات المالية، وقد بدأ هذا الاتجاه في المملكة المتحدة عام ١٩٩٧م، وتعزز بإنشاء هيئة الخدمات المالية (FSA) UK (The Financial Services Authority) التي صدر قانون الخدمات والأسواق المالية عام ٢٠٠٠م ليحدد اختصاصاتها، وسلطاتها، وينظم أعمالها بحيث تختص بالرقابة على البنوك، وشركات التأمين، والمستثمرين المائنين، والائتمان العقاري، والوسطاء الماليين، وهذا النسخ هو ما أخذت به عدة دول أهمها فرنسا عام ٢٠٠٣م، حيث أنشأت هيئة الأسواق المالية الفرنسية L'Autorité des Marchés Financiers التي تضم كلا من: لجنة عمليات البورصة La Commission des Opérations de Bourse (COB)، وهيئة الأسواق المالية، Le conseil des Marchés Financiers (CMF)، وهيئة الضبط المالي Discipline de la Gestion Financière (CDGF)، كما صارت ألمانيا على ذات النهج؛ فأنشأت في عام ٢٠٠٢م هيئة الرقابة المالية الفيدرالية The Federal Financial Supervisory Authority (BaFin)، ثم مصر في عام ٢٠٠٩م حيث أنشأت الهيئة العامة للرقابة المالية The Egyptian Financial Supervisory Authority (EFSA) لتحل محل كل من الهيئة المصرية للرقابة على التأمين، والهيئة العامة لسوق المال، والهيئة العامة لشئون التمويل العقاري، وفي المقابل لم يأخذ المشرع الأمريكي بهذا الاتجاه، إذ لم يأخذ بفكرة ضم أو إجماع بعض جيات الرقابة الأمريكية رغم تعددها، ورغم العديد من الدراسات والتوصيات التي صدرت عن المراكز البحثية بالجامعات واللجان المتخصصة الأمريكية التي تحذّر هذا النسخ، بل ورغم وجود مشروع قانون لتحديث هيكل الرقابة المالية، تقدمت به وزارة

ولا يجوز اتخاذ إجراءات التحقيق أو رفع الدعوى الجنائية الخاصة بالجرائم المنصوص عليها في القوانين المذكورة في الفقرة السابقة إلا بناء على طلب كتابي من رئيس الهيئة، ويجوز لرئيس الهيئة التصالح عن هذه الجرائم في أي حالة كانت عليها الدعوى مقابل أداء مبلغ للهيئة لا يقل عن مثلي الحد الأدنى للغرامة، ويترتب على التصالح انقضاء الدعوى الجنائية الخاصة بالجريمة التي تم التصالح بشأنها، وتأمّر النيابة العامة بوقف تنفيذ العقوبة إذا وقع الصلح أثناء تنفيذها، ولو بعد صيرورة الحكم باتاً.

وتعمل الهيئة على سلامة واستقرار الأسواق المالية غير المصرفية، وعلى تنظيمها وتمييزها، وعلى توازن حقوق المتعاملين فيها، كما تقوم بتوفير الوسائل والنظم وإصدار القواعد التي تضمن كفاءة هذه الأسواق وشفافية الأنشطة التي تمارس فيها، وللهيئة في سبيل تحقيق أغراضها - على الأخص - القيام بما يأتي^{١٧٨}.

١. الترخيص بمزاولة الأنشطة المالية غير المصرفية.

الخزائن الأمريكية إلى الكونجرس الأمريكي في مارس ٢٠٠٨م، ويقصر هيئات الرقابة المالية على ثلاث فقط، هي: هيئة للرقابة على الأسواق المالية، هيئة للإشراف على الاستقرار المالي، وهيئة للإشراف على سلامة الأداء، ولكن ذلك القانون لم يصدر، وتختلف الآراء حول مسألة دمج هيئات الرقابة المالية النوعية بين مؤيد ومعارض، وكلّ يؤيد وجهة نظره بمجموعة من المبررات، لمزيد من التفصيل حول هذا الموضوع انظر: د. محمد إسماعيل هاشم، مرجع سابق، ص ٤٩٢ وما بعدها.

^{١٧٨} - انظر المادة (٤) من القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩م بشأن تنظيم الرقابة على الأسواق والأنشطة المالية غير المصرفية.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

٢. التفتيش على الجهات التي يرخص لها بالعمل في الأنشطة والأسواق المالية غير المصرفية.
 ٣. الإشراف على توفير ونشر المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية غير المصرفية.
 ٤. ضمان المنافسة والشفافية في تقديم الخدمات المالية غير المصرفية من خلال الرقابة على الأسواق.
 ٥. حماية حقوق المتعاملين في الأسواق المالية غير المصرفية واتخاذ ما يلزم من الإجراءات للحد من التلاعب والغش في تلك الأسواق ؛ وذلك مع مراعاة ما قد ينطوى عليه التعامل فيها من تحمل لمخاطر تجارية.
 ٦. الإشراف على تدريب العاملين في الأسواق المالية غير المصرفية؛ وعلى رفع كفاءتها.
 ٧. الاتصال والتعاون مع هيئة الرقابة المالية غير المصرفية في الخارج والجمعيات والمنظمات التي تجمعها أو تنظم عملها.
 ٨. المساهمة في نشر الثقافة والتوعية المالية الاستثمارية.
- ولتفعيل الدور الرقابي للهيئة العامة للرقابة المالية تنص المادة (١٥) من القانون رقم ١٠ سنة ٢٠٠٩م بشأن تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية على أن " يكون لموظفي الهيئة الذين يصدر بتحديد أسمائهم أو وظائفهم قرار من وزير العدل بناء على عرض الوزير المختص - صفة مأموري الضبط القضائي في إثبات الجرائم التي تقع بالمخالفة لأحكام قانون الإشراف والرقابة على التأمين الصادر بالقانون رقم ١٠ لسنة ١٩٨١م، وقانون الشركات

العامة في مجال تلقى الأموال لاستثمارها الصادر بالقانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨م، وقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، وقانون التأجير التمويلي الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥، وقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠م، وقانون التمويل العقاري الصادر بالقانون رقم ١٤٨ لسنة ٢٠٠١م، والقرارات الصادرة تنفيذا لها، ولهم في سبيل ذلك الإطلاع على السجلات، والدفاتر، والمستندات، والبيانات في مقر الشركات والمؤسسات المالية، والأشخاص الخاضعة لرقابة الهيئة، أو الأماكن التي توجد بها، وعلى المسؤولين في الجهات المذكورة أن يقدموا إلى الموظفين المذكورين البيانات، والمستخرجات، وصور المستندات التي يطلبونها. لهذا الغرض^{١٧٩}.

كما تساهم الهيئة بدور مهم في نشر الثقافة والتوعية المالية والاستثمارية من خلال ما تصدره من تقارير ومطبوعات، وما تعقده من مؤتمرات وندوات، كما نص قانون إنشاء الهيئة في مادته الحادية عشرة على أن " ينشأ معهد يسمى معهد الخدمات المالية، يتبع الهيئة، ويكون له شخصية اعتبارية وموازنة مستقلة، ويختص المعهد بالعمل على تنمية مهارات العاملين في مجال الخدمات المالية

^{١٧٩} - انظر المادة (١٦) من القانون رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٩م بشأن تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية.

غير المصرفية بهدف مسايرة التطور العالمي وترسيخ قواعد العمل المهني السليم وعلى الأخص ما يلي:

- إعداد الدراسات والبحوث وتوفير البيانات والمعلومات والإحصائيات المتعلقة بالقطاع المالي غير المصرفي.

- نشر الثقافة والتوعية المالية والاستثمارية والتعريف بأحدث الممارسات الدولية في مجال الخدمات المالية غير المصرفية.

وبناءً على ما تقدم يمكننا القول بأن المشرع المصري قد منح الهيئة العامة

للمراقبة المالية العديد من الصلاحيات التي تمكنها من أداء دورها، والجدول التالي

يبين عدد الدعاوى التي قامت الهيئة العامة للمراقبة المالية بتحريكها ضد

المتلاعبين (شركات عاملة في مجال الأوراق المالية، شركات مصدرة لأوراق

مالية- عملاء) خلال عامي ٢٠١٣، ٢٠١٤م:

جدول رقم (1)

عدد الدعاوى القضائية التي تم تحريكها من جانب الهيئة العامة للرقابة المالية ضد المتلاعبين بسوق المال خلال عامي ٢٠١٣، ٢٠١٤

المدعى عليه	شركات عاملة في مجال الأوراق المالية	شركات مصدرة لأوراق مالية	عملاء
٢٠١٤	١٠	٠	٢٤
٢٠١٣	٢٧	٢	٢٢

المصدر: جدول من إعداد الباحث من بيانات مجمعة من: التقرير السنوي للهيئة العامة للرقابة المالية لعامي ٢٠١٣، ٢٠١٤م.

ويلاحظ من الجدول السابق أن أغلب عمليات التلاعب تقع من العملاء المتداولين في السوق، كما يلاحظ أيضا صغر عدد الدعاوى التي تم تحريكها خلال عامي ٢٠١٣، ٢٠١٤م؛ إذ بلغت ٥١ دعوى خلال عام ٢٠١٣م، و٣٤ دعوى خلال عام ٢٠١٤م، ويتضح صغر هذا العدد إذا علمنا أن عدد الشكاوى

التي وردت إلى الهيئة من المتعاملين في السوق ضد الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية فقط بلغت ٤١١ شكوى خلال عام ٢٠١٣م، و٤٠٩ شكوى خلال عام ٢٠١٤م^(١٨٠)، هذا بالإضافة إلى كثرة المشاكل التي يعاني منها السوق، وبصفة خاصة خلال الخمس سنوات السابقة.

ويؤخذ على الهيئة أنها لا توفر أية تفاصيل عن هذه الدعاوى من حيث طبيعتها، ولا من حيث ما تم فيها من إجراءات أحكام صدرت بشأنها؛ لذلك نهيب بالهيئة العامة للرقابة المالية أن تقدي- في مجال توثيق عمليات التلاعب التي تقع في سوق المال المصري- بلجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) التي تخصص- منذ عام ١٩٩٥م- قسما مستقلا على موقعها الإلكتروني تحت عنوان "بيانات الدعاوى القضائية"، وهو يتضمن كافة الدعاوى التي رفعتها اللجنة أمام المحكمة الاتحادية، ويتم تحديثه يوميا؛ في كل يوم يتم نشر كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بالقضايا التي رفعتها اللجنة، ويتم تغذية الموقع بكل ما يتعلق بالدعوى حتى صدور حكم نهائي فيها، سواء بالإدانة أو البراءة^{١٨١}.

١٨٠- التقرير السنوي للهيئة العامة للرقابة المالية لعام ٢٠١٤، ص ٧٠، متاح على الرابط التالي:

- http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/efsa_report/report_efsa50.htm

- للإطلاع على هذا القسم تصفح الرابط التالي: 181

file:///C:/Users/Toshiba/Desktop/SEC%20Litigation%20Releases%20index.html

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٢. المجلد الاول

ثالثاً: دور حوكمة الشركات في الحد من عمليات التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية:

على الرغم من ظهور عدد من الأفكار المرتبطة بمفهوم حوكمة الشركات (Corporate Governance) على مدى القرنين الماضيين فإن التفكير في مضمون هذا المفهوم بدأ منذ أوائل القرن العشرين، وذلك في أعقاب حالات الإفلاس التي واجهت العديد من الشركات بعدد من الدول، وهذه الحالات كانت أحد أهم الأسباب التي أدت إلى انهيار سوق الأسهم في عام ١٩٢٩م، وما تلاها من انهيارات مالية واقتصادية في الثلاثينات، ثم في السبعينيات والتسعينيات من القرن العشرين، وهي انهيارات أدت إلى حدوث حالات إفلاس ليست بالقليلة للكثير من الشركات والكيانات الضخمة، وما ترتب عليها من ضياع المليارات على آلاف، بل وملايين المساهمين، وقد كان لذلك كله أثر سيئ على الاقتصاد الدولي، وقد أرجع كثير من المحللين الاقتصاديين حدوث تلك الأزمات إلى عدد من الأسباب، منها عدم كفاءة الإدارة بالشركات، والفساد، وعدم الإفصاح عن المعلومات، وقصور الأنظمة المؤسسية والتشريعية والمحاسبية

وغيرها^(١٨٢).

وقد زادت من حدة الدعوة إلى حوكمة الشركات + ممارسات الشركات متعددة الجنسيات في اقتصاديات العولمة؛ إذ تقوم بالاستحواذ والاندماج بين الشركات من أجل السيطرة على الأسواق العالمية، رغم وجود الآلاف من الشركات متعددة الجنسيات، فإن هناك مائة شركة فقط هي التي تسيطر على مقدرات التجارة الخارجية على مستوى العالم من خلال ممارساتها الاحتكارية^(١٨٣).

كما اكتسب مفهوم حوكمة الشركات أهمية كبرى بالنسبة للديمقراطيات الناشئة؛ نظراً لضعف النظام القانوني الذي لا يمكن معه إجراء تنفيذ العقود وحل المنازعات بطريقة فعالة، كما أن ضعف نوعية المعلومات تؤدي إلى منع الإشراف والرقابة، وتعمل على انتشار الفساد وانعدام الثقة^(١٨٤).

وفي أعقاب الدعوة إلى حوكمة الشركات وزيادة حدتها قام صندوق النقد الدولي ("IMF" International Monetary Fund)، والبنك الدولي (The

182- Sir Adrian Cudbury: Corporate Governance, a Framework for Implementation, the International Bank for Reconstruction and Development/THE WORLD BANK, 2000, P. 1.

١٨٢- د.محمد سويلم: حوكمة الشركات في الأنظمة العربية والمقارنة (بين التنظيم والمسئولية التأديبية والمدنية والجنائية)، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠م، ص ١٦.

١٨٤- د.محمد سويلم: المرجع السابق، نفس الصفحة.
مجلة الحقوق للبحوث التنويرية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٢ المجلد الأول
٨٦٢

World Bank Organization)، بجانب منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) بدراسة أليات حوكمة الشركات بعد ما تبين لهم أن سبب هذه الانهيارات باختصار يتحدد في انعدام وجود أسلوب ممارسة الإدارة الرشيدة للشركات المنهارة، وقاموا بوضع مبادئ خاصة بحوكمة الشركات،- وتم تحديدها في عدة مبادئ، هي: حماية حقوق المساهمين، والمعاملة المتكافئة للمساهمين، ودور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات، والإفصاح والشفافية وأخيرا مسؤوليات مجلس الإدارة^(١٨٥).

ولا يوجد تعريف أوحده متفق عليه لمفهوم حوكمة الشركات، بل توجد تعريفات كثيرة لهذا المصطلح، فقد تعددت الدراسات التي تناولت هذا الموضوع بالبحث والتعريف ومحاولة وضع المبادئ القابلة للتطبيق، وربما يرجع السبب في تعدد التعريفات التي قيلت في حوكمة الشركات إلى تداخل عناصر هذا المصطلح مع العديد من الأمور المؤسسية، والاقتصادية، والمالية، والمحاسبية، والرقابية، والإدارية للشركات، وهو الأمر الذي يؤثر على الاقتصاد والمجتمع ككل، لذلك فقد اهتمت بعض الدراسات بتعريف حوكمة الشركات من المنظور القانوني، وبعض الدراسات الأخرى من المنظور الاقتصادي، والبعض الثالث من المنظور المجتمعي، كما قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) بتعريف

^{١٨٥}- د.محمد أحمد سلام: حوكمة الشركات ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية وتحقيق التنمية المستدامة- مع التطبيق على الاقتصادات الناشئة، مصر ودول الخليج العربي- دراسة قانونية اقتصادية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٣م، ص ٦-٧.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

مفهوم حوكمة الشركات^(١٨٦).

ويشير مفهوم حوكمة الشركات بشكل عام + إلى القواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية وحملة الأسهم وأصحاب المصالح والأطراف المرتبطة بالشركة من ناحية أخرى، وبالأحرى يقدم هذا المصطلح إجابات لعدة تساؤلات من أهمها: كيف يضمن المالكون ألا تسيء الإدارة استغلال أموالهم؟ وكيف يتأكد هؤلاء أن الإدارة تسعى إلى تعظيم ربحية أو قيمة أسهم الشركة في الأجل الطويل؟ وما مدى اهتمام الإدارة بالمصالح الأساسية للمجتمع في مجالات الصحة والبيئة؟ وأخيراً: كيف يتمكن حملة الأسهم وأصحاب المصالح من رقابة الإدارة بشكل فعال؟^(١٨٧).

ووفقاً لما سبق نستطيع القول بأن قواعد وضوابط الحوكمة تهدف إلى تحقيق الشفافية والعدالة، ومنح حق مساهمة إدارة الشركة، ومن ثم تحقيق الحماية للمساهمين وكافة الأطراف المرتبطة بالشركة، وذلك من خلال الحمل على تحقيق النمو المطرد في قيمة استثمارات حملة الأسهم إلى أقصى درجة ممكنة، وكذلك الحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة، بما يؤدي إلى تنمية

^{١٨٦} - للإطلاع على هذه التعريفات راجع: نرمن نبيل أبو العطا: حوكمة الشركات والتمويل مع التطبيق على سوق المال بمصر، أطروحة للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد من كلية الاقتصاد والعلوم السياسية- جامعة القاهرة، ٢٠٠٦م، ص ١-٢.

^{١٨٧} - د. محمد سويلم: حوكمة الشركات في الأنظمة العربية والمقارنة، مرجع سابق، ص ٤٢.
مجلة حقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

الاستثمار، وتشجيع تدفقه، وتنمية المدخرات، وتعظيم الربحية، وإتاحة فرص عمل جديدة، كما أن هذه القواعد تؤكد على أهمية الالتزام بأحكام القانون والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي، ووجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين، مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية، تكون لها مهام واختصاصات وصلاحيات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة عن التنفيذ.

وتهدف قواعد الحوكمة بشكل خاص إلى تحسين نوعية ممارسات مجلس الإدارة، وتحسين أداء الشركات، ورفع القدرة على المنافسة، ورفع قيمة الشركة، وتعزيز ثقة أصحاب المصالح الآخرين في الشركة، كما تساعد الحوكمة في تحسين المناخ الاستثماري، وتفعيل أداء السوق المالي وتوسيعه، ورفع القدرة التنافسية للاقتصاد من خلال رفع ثقة المتعاملين بالشركة، وتعزيز قدرة الدولة على مواجهة الأخطار^{١٨٨}.

وقد قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. في عام ١٩٩٩م بوضع خمسة معايير لحوكمة الشركات، ثم قامت في عام ٢٠٠٤م بإدخال بعض التعديلات على هذه المعايير ليصبح عددها ستة معايير، وتتمثل هذه المعايير

١٨٨- مدونة قواعد حوكمة الشركات في فلسطين

(<http://www.hawkama.ps/SitePages/Hawkama.aspx>)

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكافة الحقوق. جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

١. ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات.
٢. حفظ حقوق جميع المساهمين.
٣. المعاملة المتساوية بين جميع المساهمين.
٤. دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة سلطات الإدارة بالشركة.
٥. الإفصاح والشفافية.
٦. مسئوليات مجلس الإدارة.

وقد أصبحت حوكمة الشركات عنصرا مهما في تحقيق التنمية؛ ذلك أنها ترتبط ارتباطا وثيقا بزيادة الإنتاجية وتدعم معدلات النمو الاقتصادي للدول على المدى الطويل، كما أن حوكمة الشركات - من خلال الإفصاح الكامل عن المعلومات - تعمل على تخفيض تكلفة رأس مال المنشأة، وأيضا تيسر الحصول على مصادر أرخص لتمويل الشركة أو المنشأة، وهو ما يزيد من أهمية الحوكمة في الدول النامية، وتساهم الحوكمة كذلك في جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية، وتساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال، ومكافحة الفساد الذي يعيق تحقيق النمو داخل الشركات، ويساعد ذلك كله على استقرار الأسواق المالية - بصفة عامة - والبورصات بصفة خاصة.

- كيف تساهم حوكمة الشركات في الحد من التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية:

يمكن لمبادئ الحوكمة - إذا طبقت بصورة سليمة - أن تساهم في الحد من

جرائم التلاعب بالأسعار ببورصة الأوراق المالية، فجوهر الحوكمة يقوم على تأكيد مسؤوليات الإدارة، وتعزيز مساءلتها، وتحسين الممارسات المحاسبية والمالية والإدارية، من خلال التأكيد على التطبيق الكامل لمبدأ الشفافية والإفصاح داخل الشركة، كل ذلك من شأنه أن يحد من عمليات التلاعب بالأسعار على النحو التالي:

- تساعد الحوكمة على الكشف عن حالات التلاعب التي تتم داخل الشركة، والتي قد تعطي مؤشرات غير حقيقية عن المركز المالي للشركة، وبالتالي اتخاذ الإجراءات الواجبة بشأنها، وعلاج أسبابها وآثارها قبل تأثيرها على حياة الشركة أو القيمة الحقيقية أو السوقية لأسهمها المتداولة ببورصة الأوراق المالية.

- تساعد الحوكمة على حماية أصول الشركة، وكذلك حماية حقوق المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح في الشركة، وتعزز من دورهم في مراقبة أداء الشركة والقائمين على إدارتها، وبذلك تحمي الشركة والعاملين والمساهمين فيها من شر التلاعب، والفساد الإداري، والأزمات، والإفلاس.

- إن الإفصاح الكامل عن المعلومات التي تتضمن أداء الشركة والوضع المالي والقرارات الجوهرية المتخذة من قبل الإدارة العليا للكافة في نفس الوقت وبنفس القدر، دون تفرقة بين جميع المساهمين، وكذلك مبدأ حفظ حقوق المساهمين، يساعدان على الحد من التلاعب باستغلال المعلومات الداخلية التي تكون غير معنونة للكلية، والتي لا يعرفها المستثمرون في بورصة الأوراق المالية، فلا يتمكن المٌطلِّعون على هذه المعلومات من استغلالها بأنفسهم أو إفشائها لأشخاص آخرين غير مُطلِّعين عليها، فيستفيدون منها على حساب

بقية المتداولين.

- يؤدي مبدأ الإفصاح والشفافية إلى الحد من الإشاعات الكاذبة والمضلة التي يطلقها المتلاعبون لتضليل المستثمرين لحثهم على البيع أو الشراء بناءً على هذه الإشاعات وخلافاً للحقيقة، كما سيغلق الباب أمام وسائل الإعلام ومواقع الإنترنت أو أي وسيلة أخرى لنشر معلومات غير صحيحة، وبالتالي ستكون قرارات المستثمرين انعكاساً للمعلومات الصادرة عن الشركة المعنية.

وخلاصة القول فإن مبادئ حوكمة الشركات تعمل على استقرار بورصات الأوراق المالية، وبصفة خاصة في الدول النامية، وتجنبها شر الوقوع في الأزمات المالية المحلية والعالمية؛ يرى كثير من المحللين أن قصور نظم إدارة الشركات ساهمت وبشكل كبير في حدوث الكثير من الأزمات المالية.

رابعاً: تعميق الوعي الاستثماري للحد من عمليات التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية:

تعتبر مشكلة انخفاض الوعي الاستثماري في مجال الاستثمار في بورصة الأوراق المالية + خاصة بالنسبة لصغار المدخرين + مشكلة قديمة؛ فهي ليست وليدة اليوم أو أمس، وتزداد حدة هذه المشكلة في الدول النامية، فنتيجة لحدوث بورصات الأوراق المالية في هذه الدول + توجد حالة من الفراغ من الوعي الاستثماري، وعدم إدراك المدخر للدور التنموي لبورصة الأوراق المالية، وبالتالي نشأت أجيال كاملة لا تعلم عن البورصة شيئاً، مما خلق حائطاً منيعاً بين المدخرين وبورصة الأوراق المالية، لدرجة أننا قد لا نبالغ إذا قلنا إن الغالبية

العظمى من المدخرين لا تعرف عن البورصة سوى اسمها.

ومن خلال النظر إلى جمهور المدخرين في البلدان النامية نجد أن أغلبهم يدر أمواله في الأوعية الادخارية التقليدية والمتمثلة في البنوك، وشهادات الاستثمار، وصناديق توفير البريد، وتستحوذ البنوك على الجانب الأكبر من المدخرات، وذلك بسبب عدم إقبال المدخرين على الاستثمار في الأوراق المالية، إما لجهله به، وإما لخوفه منه، خاصة وأن البنوك حرصت على جذب المدخرين إليها وعدم تحويلهم عنها إلى الاستثمار في الأوراق المالية، وذلك عن طريق رفع أسعار الفائدة التي أعفاها المشرع من الخضوع لأي ضريبة.

ومما لا شك فيه أن تواضع نشاط البورصات وعزوف المدخر عنها يرجع في غالب الأمر إلى انعدام الثقة فيها، وجهل المدخر بها، وبمزاياها، بسبب هذه الأمية الاستثمارية، وكذلك ضيق البورصة، وعدم وجود صانع السوق الذي لا يهدف إلى تحقيق الربح، ويحمي السوق من الهزات العنيفة ويحد من المضاربة غير المشروعة على الأسعار، والتي تُلحق بالسوق والمتعاملين فيه أضراراً جسيمة.

وقد فطن المشرع في كثير من الدول إلى مشكلة الأمية الاستثمارية ببورصة الأوراق المالية وعدم الرشد الاستثماري لدى المدخرين - وبصفة خاصة المدخر الصغير - فأوجب على الشركات المصدرة للأوراق المالية والمتداول أسهمها بالسوق نشر القوائم المالية في وسائل الإعلام، وإعلانها للجمهور بشكل

دوري ومستمر تحقيقاً للإفصاح والشفافية اللازمة لعمل قوى السوق الحرة وظروف المنافسة الكاملة، وبذلك يكون جميع المتعاملين في البورصة على علم تام بجميع البيانات والمعلومات عن الشركات المتداول أسهمها، وتقوم الشركات العاملة في البورصة مثل شركات السمسرة، والوساطة المالية، وشركات إدارة المحافظ المالية، وشركات تقييم وترتيب الأوراق المالية بنشر الوعي بين المواطنين حول كيفية التعامل في البورصة، وإعلام المتعاملين بتوقعات الأسعار في المستقبل، ونتائج تحليل المعلومات والبيانات ومناقشتها مع المتعاملين، فضلاً عن عرضها في وسائل الإعلام المقروءة والمسموعة والمرئية بشكل يومي؛+ مما يجعل معاملات البورصة ثقافة عامة لجميع المواطنين عن طريق تبسيط المعلومات والشرح والتحليل بعيداً عن المصطلحات المعقدة^{١٩}، فعلى الرغم من التغطية الواسعة لأخبار التداول بالصحف والقنوات الفضائية فإن جانب التوعية لا يأخذ حظه؛ إذ تتوجه الرسالة الإعلامية إلى المتعاملين باعتبارهم ذوي خبرة، بينما الغالبية منهم ليس لديهم أساسيات التعامل، ويبدو ذلك من مخاطبة المتعاملين بمصطلحات فنية، لا دراية لهم بها.

كما سمح المشرع في أغلب الدول بإنشاء صناديق استثمار، يديرها خبراء في الأوراق المالية، ويتعرض أصحاب وثائق الاستثمار لأقل قدر من الخطر بسبب خبرة القائمين عليها، وإتباعهم لمبدأ التنوع في الأوراق المالية التي يتضمنها

^{١٩}- د. حمدي عبدالعظيم: مرجع سابق، ص ٤١.

الصندوق، ومع ذلك تبقى المشكلة الأساسية، وهي الأمية الاستثمارية لدى المدخرين وجاهلهم بعملية الاستثمار في الأوراق المالية.

لذا يجب على الجهات الرقابية ووسائل الإعلام الاقتصادي والاستثماري أن تبذل المزيد من الجهد للمساهمة في محو هذه الأمية لجذب المزيد من المستثمرين إلى الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، وبصفة خاصة صغار المدخرين، وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، وتعريفهم بطبيعة وكيفية الاستثمار ببورصة الأوراق المالية، وكذلك تعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عليها.

إن توعية المستثمرين بأساليب الاستثمار الصحيحة بالبورصة، يحقق لهم استثماراً آمناً، ويُمكنكَّ من كل مستثمر من تخطيط وتنفيذ استثماراته على النحو الذي يحقق أهدافه الاستثمارية، ويتناسب مع إمكانياته المالية، وهذه التوعية تحصن المستثمرين ضد الانزلاق وراء التحليلات الفنية والمالية غير القائمة على أسس علمية، أو الانسياق وراء الشائعات، وتجعلهم يتخذون القرارات الاستثمارية السليمة، وفي الوقت المناسب^(١٩١)، كما أن توعية المستثمرين بأساليب وصور التلاعب تحميهم من الوقوع في شرك المتلاعبين.

وتتكامل عملية التوعية مع إحكام الرقابة على إصدار التحليلات الفنية والأبحاث المالية، والتي يستطيع من خلالها المستثمر الواعي التفرقة بين الصحيح وغير الصحيح مما يصل إليه من معلومات.

^{١٩١} - د. محمد إسماعيل هاشم، مرجع سابق، ص ٥٢٠.

كذلك يمكن لهيئات الرقابة على السوق أن تتبنى برامج توعية متطورة للمستثمرين، ويمكنها في سبيل ذلك الاستعانة بالمعاهد العلمية المتخصصة والمراكز المتخصصة في مجال الأوراق المالية بالداخل والخارج.

ويجب ألا تقتصر حملات وبرامج التوعية على الضحايا المحتملين للممارسات غير المشروعة بيورصة الأوراق المالية، ومنها عمليات التلاعب بالأسعار، وإنما يجب أن توجه كذلك إلى الطرف الآخر، وهم المتلاعبون أنفسهم، وتبصيرهم بخطورة الممارسات غير المشروعة التي يمارسونها، وحكمها الشرعي، وموقف القانون منها، والعقوبات المقررة لها، لعل ذلك يكون رادعا لهم عما يفترونه من جرائم يترتب عليها أضراراً جسيمة.

كما يجب تنفيذ حملات توعية موجهة إلى شركات الوساطة، تبين إجراءات الرقابة على السوق، وكيفية اكتشاف حالات التلاعب، وآليات التبليغ عنها للجهات الرقابية^(١٩٢).

وقد قامت الهيئة العامة للرقابة المالية برصد الأخطاء التي وقع فيها عدد من المستثمرين خلال الأعوام الماضية، وذلك في جميع مراحل التعامل مع شركة السمسة (إبرام عقد فتح الحساب - عملية التداول - كشف الحساب - إنهاء التعامل)، وكذا التعامل مع أمناء الحفظ، مع بيان المخاطر التي تترتب عليها وتأثيرها على المستثمر، وما يلزم اتخاذه من تصرفات لتلافي الوقوع في هذه الأخطاء، وذلك لأخذها في الاعتبار من قبل المستثمر حتى تتم جميع الإجراءات الخاصة بعملية الاستثمار بصورة سليمة حفاظاً على أمواله، وقامت الهيئة بنشر هذه الأخطاء على موقعها الإلكتروني تحت عنوان "سبل التعامل الآمن"، وهي

١٩٢- د. محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق صورته وآثاره، مرجع سابق، ص ٣٩.
مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول
٨٧٢

تتكون من جزأين على النحو التالي^(١٩٣):

الجزء الأول: التعامل مع شركات السمسرة في الأوراق المالية:

- الأخطاء الخاصة باختيار شركة السمسرة والتعاقد معها.
- الأخطاء الخاصة بعمليات التداول (شراء وبيع).
- الأخطاء الخاصة بالعمليات المالية وكشوف الحسابات.
- إنهاء التعامل وتصفية الحساب لدى شركة السمسرة.

الجزء الثاني: التعامل مع أمناء حفظ الأوراق المالية:

- الأخطاء الخاصة باختيار أمين الحفظ والتعاقد معه.
- الأخطاء الخاصة بعمليات الشراء والبيع ومتابعة الرصيد الورقي.
- إنهاء التعامل وتصفية الحساب لدى أمين الحفظ.

كما قامت الهيئة العامة للرقابة المالية بإعداد مجموعة المطبوعات

التعليمية لتوعية المستثمر في سوق الأوراق المالية مثل: دليل الاستثمار في الأوراق المالية، وخطوات الاستثمار في البورصة، وكيف تتابع استثمارك في سوق الأوراق المالية، والتعامل في سوق الأوراق المالية المفاهيم والممارسات الخاطئة^(١٩٤).

وعلى الرغم من الجهود التي تبذلها الهيئة العامة للرقابة المالية في مجال

١٩٣- لمزيد من التفاصيل حول هذا الموضوع راجع الرابط التالي:

- file:///C:/Users/Toshiba/Desktop/safe_deal_cma.htm

١٩٤- للاطلاع على هذه الكتيبات والمزيد منها راجع الرابط التالي:

- http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/cma_pages/report_cma.htm

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

نشر الوعي الاستثماري، فإنه من المفيد أن تقوم بإصدار نشرة يومية متخصصة،
تنشر فيها القرارات المتعلقة بالأنشطة التي تتولى الهيئة الرقابة عليها، خاصة
أنشطة أسواق الأوراق المالية، كما تنشر أخبار تلك الأسواق، ونشرات الأكتتاب،
والتقارير المالية الدورية التي تلتزم الشركات المقيدة بنشرها طبقاً لأحكام القانون رقم
١٥٩ لسنة ١٩٨١م، والقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، ولإحتيئهما التنفيذية، وما
ترغب الهيئة كذلك من توجيهه للمستثمرين من نصائح أو إرشادات في ضوء
ظروف السوق المتغيرة، وألا تكتفي الهيئة بما ينشر على موقعها الإلكتروني من
معلومات، فقد لا يتيسر للكثيرين الإطلاع على هذا الموقع، علاوة على أن ثقافة
الإعلام الإلكتروني مازالت غير منتشرة على نطاق واسع في المجتمع
المصري^(١٩٥).

ويتوقع أن تؤدي هذه الحملات والبرامج التوعوية إلى زيادة انضباطية
السوق والتزام الأطراف المختلفة بأنظمة السوق، وتفعيل دورهم الوقائي في منع
حدوث عمليات التلاعب.

(خامساً) فرض ضريبة على الأرباح الرأسمالية التي تحققها الاستثمارات قصيرة
الأجل بالبورصة^(١٩٦):

١٩٥- د.محمد إسماعيل هاشم، مرجع سابق، ص ٥٢١-٥٢٢.

١٩٦- كانت بداية هذا النوع من الضرائب على يد الاقتصادي الأمريكي (James Tobin) الحائز على
جائزة نوبل في الاقتصاد عام ١٩٨١م، والذي اقترح فرض ضريبة زهيدة (واحد في الألف) على كل المعاملات
التي تتم في أسواق التبادل للمحافظة على استقرارها، وإصلاح النظام النقدي الدولي، وفي نفس الوقت تحقيق
عائد لجميع شعوب العالم؛ لأنها منتمد العالم بمبلغ ١٦٦ مليار دولار سنوياً، أي ضعف المبلغ المطلوب سنوياً
مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ المجلد الأول

يرى البعض^(١٩٧) أنه يمكن الحد من عمليات التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية من خلال فرض ضريبة على الأرباح الرأسمالية التي تحققها الأموال المستثمرة في البورصة لمدة قصيرة، كثلاثة أو ستة أشهر مثلا، كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تفرض ضريبة بنسبة ٣٠% على الأرباح الرأسمالية الناشئة عن بيع الأوراق المالية، والتي تباع قبل مرور ثلاثة أشهر على شرائها.

وهذا الرأي وإن كان يتناسب مع بورصات الدول المتقدمة كالولايات المتحدة، وفرنسا، وإنجلترا؛ لأنها بورصات قوية، وذات كفاءة عالية، فإنه لا يتناسب وظروف البورصات في الدول النامية والتي تسعى إلى قيام بورصات نشطة فيها، وبالتالي استخدام النظم الضريبية فيها لتشجيع التعامل في البورصات، لا لأن تكون عامل طرد، فما من شك في أن فرض ضريبة على الأرباح الرأسمالية الناشئة عن بيع الأوراق المالية في هذه الدول يمكن أن يحد وإلى حد كبير من إجمالي الاستثمارات في هذه البورصات^(١٩٨).

للقضاء على "الفقر المدقع في العالم، وقد عُرفت هذه الضريبة باسمه (ضريبة توبين (Tobin Tax)، لمزيد

من التفاصيل عن ضريبة توبين انظر:

- د. عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي: إصلاح النظام النقدي الدولي (ضريبة توبين)، دار الفكر العربي، الإسكندرية، ٢٠١٠م، ص ١٣ وما بعدها.

١٩٧- د. محمد علي القرني: نحو سوق مالية إسلامية، مجلة الدراسات الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث بجدّة،

ديسمبر ١٩٩٣م، ص ١٨.

^{١٩٨}- في ذات المعنى:

- أشرف أحمد عبد المنعم: مرجع سابق، ص ٢٩٣.

- Mitchell Ponsler: Emerging Market Stocks, New York Institute of Finance, 1998, P.76.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الإسكندرية العدد الأول ٢٠١٧ - المجلد الأول

فعلى سبيل المثال كانت البورصة المصرية معفاة تماما من أي ضرائب على الأرباح المحققة نتيجة المعاملات (الأرباح الرأسمالية)، أو التي توزع في شكل نقدي على المساهمين بالشركات المقيدة بالبورصة^(١٩٩)، غير أن قرارا بقانون صدر عن رئيس الجمهورية بتعديل بعض أحكام قانون الضريبة على الدخل^(٢٠٠)، ليتيح فرض ضرائب على الأرباح المحققة في البورصة، وتضمنت التعديلات فرض ضريبة رأسمالية سنوية على الأرباح المحققة من البورصة، وعلى التوزيعات النقدية بنسبة ١٠%، بينما أعتت توزيعات الأسهم المجانية، وأول عشرة آلاف جنيه من توزيعات الأرباح من الضرائب، وسمحت بترحيل الخسائر لمدة ثلاث سنوات، وقد أقرت الحكومة اللائحة التنفيذية لقانون ضريبة الأرباح الرأسمالية، وضريبة التوزيعات بالبورصة، وتم نشرها في الجريدة الرسمية تمهيدا للعمل بها^(٢٠١).

وتجد هذه الضريبة مبرراتها في الآتي:

- أن القانون يتفق ومبادئ العدالة الضريبية؛ لأن نظام الضرائب على الدخل يجب أن يشمل كل المواطنين، وكل المؤسسات، وقبل صدور هذا القانون كان

^{١٩٩} - لم تشهد البورصة المصرية أي نوع من أنواع الضرائب من قبل سوى ضريبة الدمغة؛ وهي الضريبة التي ألغيت بحكم دستوري في عام ١٩٩٦م ثم أعيدت في عام ٢٠١٢م قبل أن تُستبدل بِقانون الضريبة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات النقدية الصادر بقرار بقانون من رئيس الجمهورية في عام ٢٠١٤م.

٢٠٠ - القانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤م بشأن تعديل بعض أحكام قانون الضريبة على الدخل والمنشور بالجريدة الرسمية العدد ٢٦ مكرر (أ) في ٣٠ يونيو ٢٠١٤م.

٢٠١ - قرار وزير المالية رقم ١٧٢ لسنة ٢٠١٥م بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون الضريبة على الدخل الصادرة بقرار وزير المالية رقم ٩٩١ لسنة ٢٠٠٥م، والمنشور بالوقائع المصرية - العدد ٧٩ تابع (ب) في ٠٦ أبريل ٢٠١٥م.

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الاسكندرية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول

المستثمر في الأنشطة المختلفة كالصناعة أو التجارة يخضع للضريبة على ما يحققه من أرباح، في حين أن المستثمر في البورصة لا يخضع لأي ضريبة على أرباح التداول بالرغم من استفادة الاقتصاد من الاستثمارات المباشرة في المجالات المختلفة لمساهمتها في الحد من البطالة وزيادة الناتج المحلي.

- أن القانون المائل ألغى ضريبة الدمغة التي كانت تفرض على التعاملات التي تتم داخل البورصة، بغض النظر عن تحقيق أرباح أو تكبد خسائر، فكان المستثمر يدفع ضريبة الدمغة حتى في حالة الخسارة، وقد قُدمت حسيلة ضريبة الدمغة من الإيرادات العامة، وبالتالي زاد العجز في الموازنة العامة، فجات هذه الضريبة لتعوض هذا النقص في الإيرادات العامة.

- أن القانون أخضع الأرباح المحققة خارج مصر للضريبة على أساس مبدأ عالمية الدخل أو الإيراد.

- يتمثل وعاء الضريبة في الأرباح المحققة فعليا نتيجة التصرف بالبيع في الأوراق المالية؛ وليس نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للأسهم، وهو ما يساعد على التقليل من المضاربة بالبورصة وتشجيع المستثمرين على الإبقاء على ملكيتهم للأسهم والأوراق المالية لمدد أطول.

- أن القانون قرر إعفاء مبلغ عشرة آلاف جنيه من الأرباح أي التوزيعات النقدية، وذلك مراعاة لصغار المستثمرين.

وعلى الرغم من هذه المبررات فإن الضريبة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات النقدية في البورصة المصرية سوف تؤدي إلى إضافة أعباء جديدة على الأسهم المسجلة فيها، وسيكون المستثمر هو الخاسر في هذه الحالة، وهو ما قد يدفع المنشآت إلى التلاعب في قيم أصولها عند إعادة التقييم بهدف الاندماج أو التقسيم لتفادي دفع الضريبة.

كما قد تؤدي الضريبة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات النقدية في البورصة المصرية إلى هروب المستثمرين إلى بورصات أخرى مجاورة لا تفرض أية ضريبة على الأرباح المتحققة فيها.

وخلص القول في هذا الموضوع، أن فرض ضريبة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات النقدية بالبورصة له تطبيقات في الكثير من البورصات العالمية، وأسعار أكبر من الأسعار المقررة بالقانون المصري، وهو يتفق مع مبادئ العدالة الضريبية، كما أن القانون يهدف إلى تحقيق الصالح العام، وتوفير إيرادات تساهم في سد عجز الموازنة العامة للدولة، ومع ذلك فالوقت ما زال غير مناسب لفرض هذا النوع من الضرائب + لأنه وإن كان يطبق في بعض البورصات العالمية لبعض الدول المتقدمة فهذا نتيجة لما تتمتع به هذه الدول من استقرار يجعل المستثمرون يسعون إليها، أما البورصات الناشئة فهي تسعى دائما لجذب المستثمرين، بتقديم حوافز وضمانات متعددة، ونظرا للظروف الاقتصادية والسياسية والأمنية التي تمر بها مصر في الوقت الراهن، والخسائر التي منيت بها البورصة خلال الخمس سنوات الماضية، فإن فرض هذه الضريبة في مثل هذا التوقيت لم يكن عملا موفقا، على الأقل من حيث التوقيت الذي صدر فيه.

ونتيجة لكثرة الاعتراضات والمناشآت والوقفات من جانب المتعاملين في البورصة، وكذلك نتيجة لبعض التراجع في حجم التداول منذ اللحظة الأولى للإعلان عن القانون، استجاب رئيس مجلس الوزراء، وأصدر قرارا بتأجيل العمل بقرار فرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية والعوائد النقدية لمدة عامين^(٢٠٢)، غير أن هذا القرار يحتاج تدخلا تشريعا من قبل رئيس الدولة.

^{٢٠٢} - جريدة الأهرام، السنة ١٣٩ العدد ٤٦٩١٥ الصادر يوم الثلاثاء، ١ من شعبان ١٤٣٦ هـ الموافق ١٩ مايو

الخاتمة

تناول هذا البحث موضوع التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية، وقد تضمن مقممةً وفصلين، واشتملت المقدمة على التعريف بالبحث، وإشكاليته، وفرضياته، وأهدافه، وأهميته، ومنهجه، وخطة الدراسة فيه.

وتناول الفصل الأول الذي جاء تحت عنوان التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية مفهوم التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، وصوره، والفرق بينه وبين المضاربة في البورصة، والحكم الشرعي له.

أما الفصل الثاني فقد تناول الآثار الاقتصادية للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية على كل من: البورصة، وعلى المتداولين فيها، وعلى الاقتصاد القومي، كما تعرض هذا الفصل لطرق مكافحة التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية.

وقد توصل الباحث من خلال هذا البحث إلى عدد من النتائج التي في ضوئها أوصى بعدد من التوصيات، نذكرها فيما يلي على التوالي:

(أولاً) النتائج:

١. أن التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة هو عبارة عن ممارسات وتصرفات غير مشروعة، يقوم بها بعض المتعاملين في بورصة الأوراق المالية لتعطيل آلية الطلب والعرض في تحديد أسعار الأوراق المالية

المتداوله واستبدالها بأسعار مصطنعة وانطباعات زائفة لدى المتعاملين على ورقة مالية معينة لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة الجارية وقيمتها الحقيقية.

٢. أن الهدف الأساسي من التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة هو تحقيق أرباح غير عادية بطرق غير مشروعة على حساب بقية المتداولين، ويتحقق هذا الهدف من خلال رفع السعر، أو تثبيته، أو خفضه.

٣. أن هناك بعض الممارسات التي تتم داخل البورصة، وتؤثر على آلية الطلب والعرض في تحديد أسعار الأوراق المالية، ومع ذلك لا تعتبر من قبيل التلاعب المُخْدَرِّم، مثل قيام متعهد توزيع الإصدارات الجديدة للأوراق المالية بشراء ما يعرض منها للبيع في البورصة خلال فترة توزيع الورقة المالية، وذلك لحماية سعرها من الهبوط، ومثال آخر وهو ما يحدث في حالة الإعداد لعملية بيع كبيرة ومهمة، حيث يقوم المسؤولون في الشركة بمحاولة تثبيت سعر الورقة المالية خلال الأيام والأسابيع السابقة على عملية البيع الكبيرة؛ حتى يستطيع صغار المستثمرين أن يستفيدوا من المزايا نفسها التي يستفيد منها المستثمرون الكبار.

٤. أن المتلاعبين بأسعار الأوراق المالية في البورصة يلجأون - في سبيل تحقيق أهدافهم - إلى كل الوسائل والطرق الممكنة لتحقيقها، ولا يمكن لهذه الوسائل أن تقع تحت حصر؛ وذلك بسبب ما تتميز به من تغير وتطور مستمرين.

٥. أن أغلب التشريعات لا تذكر صوراً محددة للتلاعب، وإنما اكتفت بذكر الضوابط التي تجعل من المعاملة نوعاً من أنواع التلاعب، وذلك بسبب ما تتميز به وسائل وطرق التلاعب من التجديد والابتكار.

٦. أن المشرع المصري + في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م + لم يحدد وسائل محددة يتم بواسطتها ارتكاب جريمة التلاعب بأسعار الأوراق

مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق - جامعة الامكنترية العدد الاول ٢٠١٧ المجلد الاول ...

المالية، وإنما ترك الباب مفتوحاً لأية وسيلة من الوسائل التي تؤثر على الأسعار بطريقة مفتعلة وغير طبيعية، ثم جاءت اللائحة التنفيذية لهذا القانون لتحظر التلاعب بالأسعار مطلقاً، ثم تحدد على وجه الخصوص بعض الممارسات التي تعتبر من قبيل التلاعب بالأسعار.

٧. أن التعامل الصوري هو توافق الطلبات، وإتفاقيات التلاعب، وشراء الأوراق المالية بقصد الاحتكار، والتلاعب باستغلال المعلومات الداخلية، والضخ، والتفريغ، وخيانة الأمانة واستغلال ثقة العملاء تعتبران من أشهر صور التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

٨. أن مصطلح التلاعب بأسعار الأوراق المالية يعتبر مرادفاً لمصطلح المضاربة غير المشروعة؛ لأنهما يتفقان في الوسيلة والهدف، فكلاهما يتم من خلال ممارسات غير مشروعة تعتمد على الغش، والتدليس، والاحتيال استناداً إلى الدراسة، والعلم، والخبرة، والتنبؤ بالظروف والأسعار المستقبلية للورقة المالية، وكلاهما يهدف إلى تحقيق أرباح غير عادية في فترة قصيرة على حساب بقية المتداولين في السوق.

٩. أن صانع السوق الذي يبغى تحقيق الربح لا يعتبر من المتلاعبين بالأسعار؛ لأنه متداول غير مُطَّع على قيمة الورقة المالية، ويحدد أسعار عروضه وطلباته بشكل رئيس بناءً على وضع الطلب والعرض في السوق؛ ولا يتدخل في السير الطبيعي للعروض والطلبات في السوق، وذلك عكس المتلاعب الذي يعتمد في نشاطه على تعطيل آلية السوق؛ فيؤثر على التكوين الطبيعي للأسعار بطرق مفتعلة، لذلك من المتصور أن يكون صانع السوق هو نفسه أحد ضحايا المتلاعب.

١٠. أن المضاربة المشروعة (الحميدة) في بورصة الأوراق المالية تؤدي مجموعة من الوظائف الاقتصادية التي تساعد على تنشيط البورصة، وبدونها تظل البورصة راكدة، ومن هذه الوظائف: تعادل العرض والطلب داخل البورصة، وتخفيف حدة تقلبات الأسعار، وتنشيط حركة التداول وتغطية الاكتتابات العامة.

١١. أن المضاربة المشروعة في البورصة وإن كانت تساعد على تنشيط البورصة لما تؤديه من وظائف اقتصادية؛ إلا أنه يجب على المستثمرين ألا يتحولوا عن الاستثمار المباشر - وإهمال مشروعاتهم الاقتصادية - إلى الاستثمار المالي عن طريق المضاربة في الأوراق المالية، لما في ذلك من آثار اقتصادية سيئة على البورصة، والمتعاملين فيها، والاقتصادات الوطنية.

١٢. أن الحكم الشرعي للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية هو التحريم، إذ تدخل أغلب صور التلاعب ضمن أنواع التغرير القولي والفعلي، كالغش، والنجش، والتدليس، وكتمان العيوب، والدعاية الكاذبة، وتؤدي كل هذه التصرفات إلى أكل أموال الناس بالباطل، وضياح ثروات العديد من الأفراد، والأسر، والمشروعات، فقتنى مجموعة محدودة من المتلاعبين على حساب الأغلبية العظمى من المستثمرين، كذلك فإن التلاعب بالأسعار مخالف للقيم الأخلاقية الحاكمة للاستثمار في الشريعة الإسلامية.

١٣. أن التلاعب بالأسعار يؤثر سلباً على كفاءة التسعير ببورصة الأوراق المالية، وهي تتحقق عندما لا يوجد فاصل زمني كبير بين الكشف عن المعلومة ووصولها إلى المستثمرين، وكذلك عندما لا تكون تكاليف الحصول على هذه المعلومة باهظة، فالتلاعب المعلوماتي والتلاعب القائم على أساس

نشر معلومات كاذبة أو شائعات مضللة وغيرها من صور التلاعب تحجب المعلومات الصحيحة الحالية عن غالبية المستثمرين+ فيؤدي ذلك كله إلى إيجاد فارق سعري مصطنع، وتعرقل الأداء الطبيعي لقانون الطلب والعرض. ١٤. أن كفاءة التشغيل ببورصة الأوراق المالية، أي قدرتها على خلق التوازن بين الطلب والعرض، وهو ما يعكس السعر الحقيقي للأوراق المالية+ تتأثر بعمليات التلاعب بالأسعار+ لأن هذه العمليات تهدف إلى التأثير على توازن الطلب والعرض بالسوق، فلا تعكس الأسعار السائدة القيمة الحقيقية للأوراق المالية.

١٥. أن التلاعب بالأسعار يؤثر سلباً على عدالة السوق، فإن كانت عدالة السوق تقتضي أن يتاح لجميع المتعاملين في السوق فرصاً متساوية للاستثمار وتحقيق الأرباح، فإن عمليات التلاعب تجعل المتلاعب في وضع أفضل من بقية المستثمرين+ لاعتماده على الغش والاحتيال لإيقاع الغير في الخطأ.

١٦. أن التلاعب بالأسعار يؤثر سلباً على درجة الأمان بالبورصة + لأنه يلحق الضرر بغالبية المتعاملين فيها، ويفقد الثقة فيها، وفي الاستثمار في الأوراق المالية بصفة عامة، فالصور المختلفة للتلاعب تؤدي إلى إلحاق الضرر بالغالبية العظمى من المستثمرين، ومن نَحَّ لا يشعر المستثمر بالأمان في سوق تنتشر فيه عمليات التلاعب، وما يضاعفها من غش، وتدليس، وممارسات غير أخلاقية.

١٧. أن التلاعب بالأسعار يحول دون أداء البورصة لوظائفها التي من أجلها وجدت، وهو ما يؤثر على دورها في المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية، ويهدد بانهيار البورصة، ونشوب الأزمات المالية والاقتصادية.

١٨. أن التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية يلحق الضرر بغالبية المستثمرين في البورصة (صغار المستثمرين) + لأنهم يتعرضون لخسائر مالية كبيرة، تجعلهم يحجمون عن الدخول مرة أخرى إلى البورصة بسبب ضياع مدخراتهم، وبسبب حالة انعدام الثقة التي ستكون لدى هؤلاء حول البورصة والاستثمار في الأوراق المالية بصفة عامة.

١٩. أن التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية يؤثر سلبا على الاقتصاد القومي، مثل عدم توفير التمويل اللازم، والتسبب في الأزمات المالية والاقتصادية، وعدم العدالة في توزيع الدخل والثروات.

٢٠. أن مكافحة التلاعب بأسعار الأوراق المالية والحد من انتشاره تتطلب إطارا قانونيا محكما؛ ليحدد الضوابط التي تجعل من معاملة ما في البورصة فعلا مجرما، ولينشئ هيئات رقابية تشرف على تطبيق القانون، وتضبط المخالفين، وتوقع الجزاءات المالية والإدارية، وتحرك الدعاوى الجنائية ضدهم.

٢١. أن مكافحة التلاعب بالأسعار والحد منه تتطلب تعزيزا لدور الجهات الرقابية، فكلما نجح الجهاز الرقابي في منع عمليات التلاعب بالأسعار

وتحقيق أكبر قدر من الشفافية والوضوح كان ذلك دافعا لازدهار البورصة وتحقيق الأهداف المرجوة من وجودها.

٢٢. أن أغلب عمليات التلاعب بالأسعار التي تقع في سوق المال المصري تقع من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، والعملاء المتداولين في السوق، ففي عام ٢٠١٣م بلغ عدد الدعاوى التي قامت الهيئة بتحريكها ٥١ دعوى، في حين بلغت في عام ٢٠١٤م ٣٤ دعوى، وأن هذه الأعداد تعتبر صغيرة، ولا تتناسب مع عدد الشكاوى التي وردت إلى الهيئة ضد الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، فقد بلغت ٤١١ شكوى خلال عام ٢٠١٣م، و٤٠٩ شكوى خلال عام ٢٠١٤م.

٢٣. أن التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات يمكن أن يساهم في الحد من عمليات التلاعب، لأن جوهر الحوكمة يقوم على تأكيد مسؤوليات الإدارة، وتعزيز مساءلتها، وتحسين الممارسات المحاسبية والمالية والإدارية، من خلال التطبيق الكامل لمبدأ الشفافية والإفصاح داخل الشركة، ومن شأن ذلك كله أن يحد من عمليات التلاعب بالأسعار.

٢٤. أن تعميق الوعي الاستثماري لدى صغار المستثمرين بالبورصة من خلال وسائل الإعلام المقروءة والمسموعة والمرئية، يمكن أن يساهم بدور فعال في الحد من عمليات التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية.

٢٥. أن فرض ضريبة رأسمالية على الأرباح الرأسمالية التي تحققها الاستثمارات قصيرة الأجل ببورصة الأوراق المالية يمكن أن يساهم بدور مهم في الحد من عمليات التلاعب في البورصة، غير أن هذا الإجراء وإن كان يلائم

البورصات القوية في الدول المتقدمة إلا أنه لا يتناسب مع البورصات الناشئة في الدول النامية التي تتميز بالضيق والكفاءة المنخفضة إذ قد تؤدي مثل هذه الضريبة إلى هجرة رؤوس الأموال الوطنية أو انصراف البعض عن الاستثمار في الأوراق المالية إلى أي مجال استثماري آخر.

ثانياً التوصيات:

في ضوء النتائج السابقة يوصي الباحث- في مجال مكافحة التلاعب
بالأسعار في بورصة الأوراق المالية - بالآتي:

١. تطوير الأطر القانونية التي تنظم بورصة الأوراق المالية، والعمل على تحديثها بصفة مستمرة لتفادي ما قد يعترضها من نقص، أو ما يشوبها من عوار، لتواكب التطور المستمر في وسائل وطرق التلاعب بالأسعار التي تتطور بصفة مستمرة، وكذلك تغليظ العقوبات المقررة على جرائم التلاعب بأسعار الأوراق المالية.
٢. تفعيل دور الجهات الرقابية على بورصة الأوراق المالية للحد من عمليات التلاعب بالأسعار، من خلال تحديث الأنظمة واللوائح، والتعليمات، وخاصة الأنظمة الإلكترونية، ومواكبة الاتجاهات الحديثة في مجال الرقابة على الأسواق المالية.
٣. تطوير آليات التداول ببورصة الأوراق المالية، ومنح إدارة البورصة مزيداً من الصلاحيات، لأن ذلك يضمن الثقة في البورصة.
٤. زيادة الإهتمام بالمحاكم الاقتصادية المختصة بالنظر في قضايا التلاعب بالأسعار الأوراق المالية، وإمدادها بكافة الإمكانيات والوسائل الحديثة، والإهتمام بقضااتها، فلا يعين في هذه المحاكم إلا من لديه معرفة وخبرة كبيرة في هذا المجال، مثل الحصول على دورات تدريبية معينة، أو الإبتعاث، ولو لمدة سنة إلى إحدى الدول ذات القضاء المتميز في مجال الفصل في المنازعات المالية والاقتصادية.

٥. إعداد وتنفيذ حملة توعية لجميع المتعاملين في السوق، وخاصة المستثمرين، وذلك من خلال وسائل الإعلام المختلفة ومواقع التواصل الاجتماعي على شبكة الإنترنت، تُبين إجراءات الرقابة على السوق، والتعريف بأهم صور

التلاعب، وكيفية اكتشاف التلاعب، وآليات التبليغ عنها للجهات الرقابية، حتى يتسنى للمتعاملين في السوق توقي الحذر من أن يكونوا ضحايا لحيل واستغلال المتلاعبين.

٦. أن يساهم رجال الدين في مجال التوعية بخطورة وأضرار التلاعب بأسعار الأوراق المالية في البورصة، وأن يبينوا للناس الحكم الشرعي لمثل هذه الممارسات، خاصة وأن الكثير من المتلاعبين قد لا يعرفون الحكم الشرعي لهذه الممارسات، وكذلك العقوبة المقررة.

٧. الإهتمام بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات بصورة سليمة؛ لما لها من عظيم الأثر على عنصرى الشفافية والإفصاح بالنسبة للشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية؛ لتغلق الطريق أمام المتلاعبين من الاستفادة من المعلومات غير المعلنة أو نشر شائعات وأكاذيب مضللة.

٨. تفعيل آليات تعويض المتضررين من عمليات التلاعب ببورصات الأوراق المالية، على أن تنظم هذه العملية بقانون، ويمكن في هذا المجال الإهتمام بالتجربة الأمريكية، حيث أصدر المشرع في الولايات المتحدة الأمريكية في عام ١٩٧٠م قانوناً خاصاً لحماية المستثمر، ونص فيه على إنشاء مؤسسة حماية المستثمر والتي تهدف إلى تأمين حسابات المتعاملين في الأوراق المالية لدي مكاتب السمسرة، وتلتزم مكاتب السمسرة بعضوية المؤسسة، وتدفع أقساطاً سنوية من أرباحها، وتقوم المؤسسة باستخدام حصيلة العضوية في تعويض العملاء عن خسائرهم بسبب إفلاس مكاتب السمسرة، وقد أدى هذا القانون إلي تشجيع الأفراد على التعامل مع مكاتب السمسرة دون خوف من نوعية المكاتب أو حجمها المالي، وهو ما يشجع على المزيد من التعامل في الأوراق المالية وانتعاش البورصة.

٩. تشجيع مراكز البحوث والباحثين على بحث أنواع وأساليب التلاعب، والآثار الاقتصادية المترتبة عليها، وطرق معالجتها، بشرط أن تجمع هذه الدراسات

التأصيل النظري لهذه المشكلة، وكذلك الواقع العملي، فصعوبة الحصول على معلومات واقعية وإحصائيات حقيقية يجعل ما كتب في موضوع التلاعب بمثابة جرس إنذار لتوجيه الجهود والخبرات نحو هذا الموضوع لدراسة أبعاد المشكلة، وبصفة خاصة في شقها العملي، واكتشاف الحلول التي تحد من انتشارها، وكذلك الآليات التي تجبر ضرر ضحاياها.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

(أ) القرآن الكريم:

(ب) الكتب الشرعية:

١. الفائق في غريب الحديث، لابن الأثير.
٢. تبيين الحقائق، للزليعي، -طبعة دار الكتاب الإسلامي- بيروت.
٣. تفسير القرطبي، لأبي عبد الله محمد بن أحمد الأنصاري القرطبي، طبعة دار الكتب المصرية- القاهرة.
٤. جواهر الإكليل شرح مختصر خليل، طبعة دار الكتب العلمية- بيروت.
٥. فتح الباري، شرح صحيح البخاري، لإحافظ أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، تحقيق محب الدين الخطيب، وترقيم محمد فؤاد عبد الباقي، ومراجعة محب الدين الخطيب.
٦. الحاوي الكبير، للماوردي، طبعة دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة الأولى، ١٤١٩ هـ - ١٩٩٩ م.
٧. سنن ابن ماجة، لمحمد بن يزيد القزويني، طبعة دار إحياء الكتب العربية.
٨. سنن الترمذي، طبعة دار إحياء التراث العربي - بيروت.
٩. السنن الصغرى، للبيهقي، طبعة دار الفكر - دمشق/ سورية، الطبعة الثالثة، ١٤٠٣ هـ - ١٩٨٣ م.
١٠. السنن الكبرى، للبيهقي، طبعة دار الفكر - دمشق/ سورية، الطبعة الثالثة، ١٤٠٣ هـ.

١١. شرح النووي على صحيح مسلم، للإمام يحيى بن زكريا بن شرف النووي،
طبعة دار إحياء التراث العربي - بيروت.

١٢. صحيح ابن حبان.

١٣. صحيح البخاري، كتاب البيوع.

١٤. صحيح مسلم، كتاب البيوع.

١٥. فيض القدير شرح الجامع الصغير، لعبد الرؤوف المناوي طبعة المكتبة
التجارية الكبرى - مصر.

١٦. كشف الظنون، لحاجي خليفة، طبعة دار الفكر - دمشق، الطبعة الثالثة،
١٤٠٣هـ - ١٩٨٣م.

(ج) كتب اللغة العربية والمعاجم:

١. لسان العرب، لابن منظور، ج ١.

٢. معجم مقاييس اللغة، لأحمد بن فارس، دار الجبل، بيروت، ١٩٧٧م.

٣. القاموس المحيط، الفيروز آبادي، ج ١.

- المصباح المنير، لأحمد بن محمد بن علي المقرئ الفيومي.

(د) الكتب الاقتصادية والقانونية:

١. أحمد زكي بدوي، د. صديقة يوسف محمود: معجم المصطلحات التجارية

والمالية والمصرفية، دار الكتب المصرية، القاهرة، الطبعة الأولى، ١٤١٤هـ -

١٩٩٤م.

٢. أحمد محمد لطفي أحمد: معاملات البورصة، دار الفكر الجامعي،

الإسكندرية، ٢٠٠٦م.

٣. جمال عبدالعزيز العثمان: الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة- دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠م.
٤. حمدي عبدالعظيم: اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، ٢٠١٢م.
٥. د.محمود محمد فهمي: سوق المال وبورصة الأوراق المالية، ندوة عقدت بمركز البحوث والدراسات القانونية بكلية الحقوق، جامعة القاهرة، نوفمبر ١٩٩٥م.
٦. سامر مظهر قنطقجي: فقه الأسواق، دار الرسالة ناشرون، بيروت، الطبعة الأولى، ٢٠٠٤م.
٧. سيد طه بدوي محمد: عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠١م.
٨. صبري عبدالعزيز إبراهيم، المدخل إلى علم الاقتصاد برؤية إسلامية، بدون ناشر وبدون سنة نشر.
٩. طارق عبدالعال حماد: بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠م.
١٠. عبدالحكيم مصطفى الشرقاوي: إصلاح النظام النقدي الدولي (ضريبة تويين)، دار الفكر العربي، الإسكندرية، ٢٠١٠م.
١١. عبدالغفار حنفي: البورصات (أسهم- سندات- وثائق الإستثمار- خيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٤-٢٠٠٥م.

١٢. عمر سالم: الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ١٩٩٩م.
١٣. مجدي شهاب: اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، ٢٠٠٠م.
١٤. محمد أحمد بن فهد: اقتصاديات النقود والبنوك، أكاديمية شرطة دبي، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٣م.
١٥. محمد أحمد سلام: حوكمة الشركات ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية وتحقيق التنمية المستدامة- مع التطبيق على الاقتصادات الناشئة، مصر ودول الخليج العربي- دراسة قانونية اقتصادية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٣م.
١٦. محمد أحمد عبدالخالق سلام: الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية- دراسة مقارنة، بدون ناشر، وبدون سنة نشر.
١٧. محمد إسماعيل هاشم: الرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية- دراسة قانونية مقارنة بين النظامين المصري والأمريكي، بدون ناشر، ١٤٣٢هـ - ٢٠١١م.
١٨. محمد الصيرفي: البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٦م.
١٩. محمد حلمي عبدالقواب: البورصة المصرية والبورصات العالمية (آلية عملها - الرقابة عليها - الربط بين البورصات)، مؤسسة الطوبجي، القاهرة.
٢٠. محمد سويلم: إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، ١٩٩٢م.

٢١. محمد سويلم: حوكمة الشركات في الأنظمة العربية والمقارنة (بين التنظيم والمسئولية التأديبية والمدنية والجنائية)، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠م.

٢٢. محمد فاروق عبدالرسول: الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية- دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٧م.

٢٣. محمود محمود مصطفى: الجرائم الاقتصادية، الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٧٩م.

٢٤. منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق المال، بدون ناشر، ٢٠١٢م.

٢٥. نصر على أحمد طاحون: شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر (دراسة تأصيلية لبورصات المال وشركات الإدارة في مصر مقارنة بالدول الغربية)، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٣م.

٢٦. نصيف محمد حسين: النظرية العامة في الحماية الجنائية للمستهلك، النسر الذهبي للطباعة والنشر، القاهرة، ١٩٩٨م.

(٥) المقالات:

١. أحمد بن محمد الخليل: جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، متاح على الرابط الإلكتروني التالي:

<http://www.alkutubcafe.com/book/kgaylj.htm>

٢. أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، دلة البركة، جدة، ١٤١٥هـ.

٣. حسن محمد الرفاعي: سوق الأوراق المالية من المخاطر إلى الأزمات، قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي، بحث مقدّم إلى المنتدى

الدولي الثاني: "متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية"،
جامعة بشار؛ كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ١٤٣١هـ -
٢٠١٠م.

٤. حسين حسين شحاته: الحكم الشرعي للتلاعب في سوق الأوراق المالية،
سلسلة دراسات وبحوث في الفكر الاقتصادي الإسلامي، متاح على الرابط
التالي:

<http://www.darelmashora.com/>

٥. رفيق يونس المصري: المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والمعارضين،
مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، جدة، الاقتصاد الإسلامي، مجلد رقم ٢٠،
العدد رقم ١، ١٤٢٨هـ - ٢٠٠٧م.

٦. سعيد بوهراوة: التلاعب في الأسواق المالية - عرض تحليلي نقدي، بحث مقدم
إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ٢٣ - ٢٧ شوال
١٤٣١هـ الموافق ٢ - ٦ أكتوبر ٢٠١٠م.

٧. شوقي أحمد دنيا: التلاعب في الأسواق المالية، بحث مقدم إلى الدورة العشرين
لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ١٩ - ٢٣ محرم ١٤٣٢هـ الموافق
٢٥ - ٢٩ ديسمبر ٢٠١٠م.

٨. صالح أحمد البربري: المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية -
دراسة مقارنة، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة
والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ١٦ - ١٨ صفر ١٤٢٨هـ
الموافق ٦ - ٨ مارس ٢٠٠٦م.

٩. صبري عبدالعزيز إبراهيم: التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، بحث مقدم إلى مؤتمر الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، المنعقد بكلية الحقوق بجامعة المنصورة في الفترة من ١-٢ أبريل ٢٠٠٩م.
١٠. عبدالله بن محمد العمراني: التلاعب في الأسواق المالية- دراسة فقهية، بحث مقدم إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ١٩-٢٣ محرم ١٤٣٢هـ - ٢٥-٢٩ ديسمبر ٢٠١٠م.
١١. محمد بن إبراهيم السحيباني: التلاعب في الأسواق المالية صورته وأثاره، بحث مقدم إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ٢٣-٢٧ شوال ١٤٣١هـ الموافق ٢-٦ أكتوبر ٢٠١٠م.
١٢. محمد عبدالحليم عمر: أزمة البورصات العالمية، مركز الشيخ صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر، سلسلة المنتدى الاقتصادي، المنتدى الثالث، ١٩٩٧م.
١٣. محمد علي القرني: نحو سوق مالية إسلامية، مجلة الدراسات الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث بجدة، ديسمبر ١٩٩٣م.
١٤. محمود محمد فهمي: سوق المال وبورصة الأوراق المالية، ندوة عقدت بمركز البحوث والدراسات القانونية بكلية الحقوق، جامعة القاهرة، نوفمبر ١٩٩٥م.
١٥. مفتاح صالح ومعارفي فريدة: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، العدد ٧، ٢٠٠٩ - ٢٠١٠م.

(و) الرسائل العلمية:

١. أشرف أحمد عبدالمنعم: رقابة الدولة على سوق الأوراق المالية في مصر دراسة قانونية مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية)، أطروحة قدمت إلى كلية الحقوق - جامعة القاهرة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، ٢٠٠٨م.
٢. نرمين نبيل أبو العطا: حوكمة الشركات والتمويل مع التطبيق على سوق المال بمصر، أطروحة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد من كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - جامعة القاهرة، ٢٠٠٦م.

(ز) القوانين والتقارير باللغة العربية:

١. القانون رقم ٥٣ لسنة ٢٠١٤ بشأن تعديل بعض أحكام قانون الضريبة علي الدخل والمنشور بالجريدة الرسمية العدد ٢٦ مكرر (أ) في ٣٠ يونيو ٢٠١٤م.
٢. القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بشأن سوق رأس المال.
٣. قرار وزير المالية رقم ١٧٢ لسنة ٢٠١٥م بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون الضريبة على الدخل الصادرة بقرار وزير المالية رقم ٩٩١ لسنة ٢٠٠٥م، والمنشور بالوقائع المصرية - العدد ٧٩ تابع (ب) في ٠٦ أبريل ٢٠١٥م.
٤. اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣م، والمنشورة بالوقائع المصرية العدد ٨١ تابع في تاريخ ٠٨/٠٤/١٩٩٣م.

ثانيا: المراجع باللغة الإنجليزية:
(أ) الكتب والمقالات باللغة الإنجليزية:

1. Al- Mawrid Al- Hadeeth Dictionary.
2. Arkadev Chatterjea, Joseph A. Cherian, and Robert A. Jarrow: Market Manipulation and Corporate Finance, a New Perspective, Financial Management, 1993.
3. Baxt, R., H.A.J. Ford, and A. Black, 1996, Securities Industry Law (5th edition, Butterworths, Sydney).
4. Cristan Dutescu: Manipulation of Capital Market, Bucharest, 2008.
5. Greg Farrell: America Robbed Blind, Wizard Academy Press, 2005.
6. Larry Harris: Trading and Exchange: Market Microstructure for Practitioners, Oxford University Press, New York, 2003.
7. Louise Yamada: Market Magic: Riding the Greatest Bull Market of the Century, John Wiley & Sons. Inc., New York, 1998.
8. Mitchell Ponser: Emerging Market Stocks, New York Institute of Finance, 1998.

9. Order 2000- 1223 from 14 December 2000 (Official Journal from 16 December 2000).
10. Penguin Office Dictionary, Penguin Reference Library, 2006.
11. Richard J. Teweles: The Stock Market, Jhon Wile & Sons, Inc., New York, 1999.
12. Sir Adrian Cudbury: Corporate Governance, a Framework for Implementation, the International Bank for Reconstruction and Development/THE WORLD BANK, 2000.
13. U.S. Securities and Exchange Commission: How the SEC Protects Investors and Maintains Market Integrity, Wshington D.S, December 1999.

(ب) القوانين والتقارير باللغة الإنجليزية:

1. The American Securities Act of 1933.
2. The American Stock Exchange Act of 1934.
3. The American Investment Company Act of 1940.
4. The American Security Investor Protection Act of 1970.
5. The American Sarbanes Oxley Act of 2002.

ثالثاً: المراجع باللغة الفرنسية:

(أ) الكتب والمقالات باللغة الفرنسية:

1. Bertrand Hommey: Les Bourses des valeurs et l'économie dirigée, Thèse de Doctorat, Imp., Maurice Lavergne, Paris, 1942.
2. Didier P., Droit commercial, Tome 3, PUF, 1993.juin 1984, Revue SOC., 1985, Comm. J. Daigre.
3. Edmond- Eugène Thaller: Traité élémentaire de droit commercial, 4eme édition, Librairie Nouvelle de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1910.
4. Germain M., et Frison- Roche M- A, C.O.B., *Revue de Droit Bancaire*, n°40, novembre- décembre, 1993.
5. Le petit Larousse illustre, Ed. Larousse, 2007.
6. Nelly D.: La bourse et ses back- office, 3e édition, Paris, Ed. Economica, 2001.
7. Paul- Jacques Lehmann: Bourse et marchés financiers, Paris, Dunod, 2002.
8. Petit Larousse, Librairie Larousse, 1967.
9. Schoen T., Le contexte réglementaire français et la directive sur les services d'investissement, *Les Petites Affiches*, n°5, 10 janvier, 1996.

(ب) القوانين والتقارير باللغة الفرنسية:

1. COB Regulation n°90- 04.
2. Loi n° 96- 597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, Version consolidée au 03 mai 2015.
3. Ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 relative à la partie Législative du code monétaire et financier.

رابعاً: مواقع الإنترنت:

- <http://www.sec.gov/answers/tmanipul.htm>
- https://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_03_6.pdf.
- <http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/CMALaw/Pages/Ch8Article49.aspx>
- <http://www.cma.org.sa/cma/RegulationsFB/Ar-10/>
- <http://www.alkutubcafe.com/book/kgaylj.html>
- <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21621.htm>
- <http://www.sec.gov/answers/insider.htm>
- http://en.wikipedia.org/wiki/Securities_Act_of_1933
- https://www.sec.gov/news/studies/2009/sox-404_study.pdf
- <http://www.hawkama.ps/SitePages/Hawkama.aspx>
- <http://www.oecdbookshop.org/get-it.php?REF=5L9ZP74L21R3&TYPE=browse>

- [http://www.dutescu.com/uploads/files/The_manipulation_of_capital_market- Cristian_Dutescu.pdf](http://www.dutescu.com/uploads/files/The_manipulation_of_capital_market-Cristian_Dutescu.pdf)
- <http://www.soficom.fr>
- http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do;jsessionid=5F6D2242DC3468A7E7AD93D48073E547.tpdjo10v_3?cidTexte=JORFTEXT000000574489&categorieLien=id
- http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/cma_pages/report_cma.htm
- http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/cma_reports/sandok%20hemalet%20mostathmer.htm
- http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/efsa_report/report_efsa50.htm
- http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/efsa_report/report_efsa36.htm