



جامعة حلب
كلية الحقوق
قسم القانون التجاري

الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية

رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الحقوق

إعداد الطالب:

همام القوصي

بإشراف:

الدكتور محمد قرياش

٢٠١١ م - ١٤٣٢ هـ



جامعة حلب
كلية الحقوق
قسم القانون التجاري

الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية

رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الحقوق

إعداد الطالب:

همام القوصي

بإشراف:

الدكتور محمد قرياش

المدرس في قسم القانون التجاري

من كلية الحقوق - جامعة حلب

٢٠١١ م - ١٤٣٢ هـ

شهادة الأستاذ المشرف

أشهد بأنَّ العمل جاء نتيجة بحث قام به الطالب المرشح همام القوصي، وأنَّ أي رجوع إلى بحث آخر موثق ضمن العمل.

الأستاذ المشرف: د. محمد قرياش

تصريح

إنَّ هذا البحث لم يسبق أن قبل لنيل أيَّة شهادة من أيِّ نوع كانت.

الطالب المرشح: همام القوصي

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

(سُبْحَانَكَ اللَّهُمَّ لَعَلَّنا إِلهًا مَا

عَلِمْنَا

إِنَّا أَنْتَ الْعَلِیْمُ الْحَكِیْمُ)

صَدَقَ اللّٰهُ الْعَظِیْمُ

الآیة ۳۱، سورۃ البقرۃ

إهداء

إلى بنوع الأحسانه ومصدر العنزاني

إلى حمبي الأول والأخير

إلى طهارة خيوط السماء

ونور الأيام المظلمة

إلى نخلة علم نصح يوما

إلى أمي

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلوة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين، وبعد:
فإنني أتقدم بخالص الشكر والتقدير والعرفان بالجميل إلى جميع أعضاء الهيئة التدريسية في قسم القانون
البحري في جامعة حلب.

وأخص بالذكر الدكتور محمد قاتر رحال المدرس في قسم القانون البحري في كلية الحقوق بجامعة
حلب على تربيته لنا بقبوله رئاسة لجنة الحكم على الرسالة.

وأشكر بشكل خاص الأستاذي العزيز محمد محب الدين قرباش المدرس في قسم القانون البحري في كلية
الحقوق بجامعة حلب لما تكوّن به عليّ من قبول إسراره عليّ هذا العمل، ولما قدمه لي من نصيحه ونوعيته،
وكان له الفضل من بعد الله تعالى في إنجاز هذا العمل.

كما أخص بالذكر الدكتور حسن كتلو المدرس في قسم المحاسبة في كلية الاقتصاد بجامعة حلب على تربيته
لنا بقبوله عضوية لجنة الحكم على الرسالة.

وأقدم باسمي آيات الشكر والعرفان لسورية العزة والكرامة حفظها الله وأولادها عليها الأسماء
واللذوهار.

وأرسل تقديري عبر الأفاق إلى بلدي الأسير فلسطين، وأتمنى لها تسرّع تمسك الحرية على مسجدها
الأقصى، ولأهلها تطلّأ فرماني نراها لاظهار يوم ما.

مُخَطَّطُ البَحْثِ

الفصل الأول: استغلال المعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: طبيعة المعلومات الداخلية

المطلب الأول: شروط المعلومات الداخلية

المطلب الثاني: المُطَّلَع على المعلومات الداخلية

المبحث الثاني: أساليب استغلال المعلومات الداخلية

المطلب الأول: أنواع أساليب استغلال المعلومات الداخلية

المطلب الثاني: مُواجهَة أساليب استغلال المعلومات الداخلية

الفصل الثاني: التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: عمليات تداول للتلاعب بالأسعار

المطلب الأول: عمليات تداول اعتياديَّة للتلاعب بالأسعار

المطلب الثاني: عمليات تداول غير اعتياديَّة للتلاعب بالأسعار

المبحث الثاني: مواجهة التلاعب بالأسعار

المطلب الأول: مواجهة عمليات التلاعب غير التداولية

المطلب الثاني: مواجهة جميع عمليات التلاعب بالأسعار

المقدمة

الممارسات أو الأعمال المحظورة في سوق الأوراق المالية هي: "أي عمل أو ممارسة أو خطة أو نهج أو وسيلة محظورة بموجب القانون أو الأنظمة أو القرارات أو التعليمات الصادرة بمقتضاه"^١.

ويمكننا تعريف سوق الأوراق المالية بالمكان الذي يتم الاجتماع فيه بشكل دوري بين المتعاملين على الأوراق المالية^٢ المدرجة^٣ في السوق والتي تُصدرها مجموعة من الجهات، وذلك لتداولها^٤ بين البائعين والمشتريين الذين يتخذون قراراتهم الاستثمارية^٥ بناءً على معلومات جوهرية خاصة بالأوراق المالية ومصدرها، وهذا ما يشكل سعر السوق الذي يتحدد بفعل تلاقي عوامل العرض مع الطلب. وتقوم سوق الأوراق المالية في صورتها النموذجية (السوق الكفاء Efficient Market) بتحريك الاقتصاد، وتترك الأحداث الحاصلة فيها أثراً عميقاً

^١ أنظر: قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١.

^٢ الأوراق المالية هي عبارة عن صكوك تمثل مبالغ نقدية قابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقاً لحاملها، وأهم هذه الصكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات أو المؤسسات أو المصارف أو الدول، أمّا الأوراق التجارية فهي تمثل ديوناً قصيرة الأجل، بينما تمثل الأوراق المالية استثمارات طويلة الأجل. أنظر: د. جمال عبد الناصر، المعجم الاقتصادي، دار أسامة للنشر والتوزيع، دار المشرق الثقافي، عمّان، ٢٠٠٦، الطبعة الأولى، حرف الألف، الصفحة ٦٧.

^٣ الإدراج: هو قيد الأوراق المالية في سجلات السوق بحيث تكون قابلة للتداول فيه. أنظر: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ١٧/١/٢٠١٠، المادة ١.

وتتوفر كافة قرارات مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية في موقع سوق دمشق للأوراق المالية على الرابط:

http://www.dse.sy/user/?page=laws_regul.

^٤ المُصدِر: هو الشخص الاعتباري الذي يقوم أصولاً بإصدار أوراق مالية أو يعلن عن رغبته في إصدارها. أنظر: قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١.

^٥ التداول أو المتاجرة Trade هي عملية شفوية أو إلكترونية تتضمن فريقاً يشتري ورقة مالية من فريق آخر. أنظر: M. IBRAHIM, F.A. FARHAT, dictionary of business and finance, (English - Arabic), DAR AL-KOTOB AL-ILMYAH, Beirut, 2007, 1th edition, letter T, page 672.

^٦ الاستثمار هو توظيف أو تشغيل المال بقصد تحقيق النماء (الربح). أنظر: د. جمال عبد الناصر، مرجع سابق، حرف الألف، الصفحة ٢٤. والقرار الاستثماري هو القرار الذي يدير عملية الاستثمار.

9 في الوضع الاقتصادي للدولة، وبالتالي تتبع أهمية تنظيم سوق الأوراق المالية وضبطها من أهمية دورها وأثر نشاطها.

فلم يعد الرادع الأخلاقي كافياً لردع المتلاعبين حيث أصبحت المخاطرة واحتمال الخسارة غير مقبولة بنظر المتلاعبين في السوق، وحلَّ التلاعب في السوق والمضاربة^٧ غير المشروعة والربح^٨ المضمون محل الاستثمار الحقيقي. ومن هذه النقطة تظهر وظيفة القانون بمحاربة ممارسات المتلاعبين في سوق الأوراق المالية، ويتوجب عليه لتنفيذ هذه المهمة بنجاح أن يحلَّ آلية عمل السوق أولاً ليعرف مسالك التلاعب، ومن ثمَّ يقيد الممارسات التي تخالف قانون السوق بحدود صارمة تردع من تسوّل له نفسه التلاعب، ومن لم يرتدع فيجب أن يسن القانون له عقوبة تتناسب مع فعله، ويجب أن تكون إدارة السوق والهيئة المناط بها واجب الرقابة على السوق، في كامل الحذر والحيطه حتى لا تترك مجالاً لوجود انتهاك للسير الطبيعي فيها.

ولن ينتهي دور القانون هنا، فالعالم المسارع في التطور والحدثة يُنتج كل يوم أسلوباً جديداً يمكن استخدامه كأداة ليمارس المتلاعبون عن طريقها جميع أشكال العبث بالسوق وباقتصاد الدولة، فمن هنا يجب أن يلاحق القانون أحدث التطورات ويتبعها بالتشريعات التي تسد باب انتهاك قانون سوق الأوراق المالية بممارسات غير قانونية وليدة. ولهذا السبب فإننا لا نقصد بالممارسات غير القانونية تلك المخالفات التي تنتهك القانون النافذ في السوق وحسب، بل أيضاً كل الممارسات التي تخالف روح قانون سوق الأوراق المالية وهدفه، أي تلك الممارسات التي تتلاعب بقانون "العرض والطلب" "Supply and Demand" الذي يشكّل السعر العادل والمنافسة الحرة والمساواة بين المتداولين في السوق، فالقوانين الوضعية سنّها المشرّع ليضمن عدم المساس بهذه المبادئ النبيلة ولكي يسير السوق بألية عمل منظّمة وشريفة.

ويجمع هذه الممارسات غير القانونية أن لها مظهراً صورياً من النجاح والأرباح والتفوق وأن لها وجهاً حقيقياً قائماً ملؤه الاستغلال والغش والتلاعب في قانون السوق، ومن يعرف

^٧ المضاربة Speculation في سوق الأوراق المالية هي عملية شراء للأوراق المالية بهدف تحصيل ربح سريع منها.

أما المضارب Speculator فهو الشخص الذي يُحاول سبق الجميع في الشراء والبيع بربح. أنظر: M. IBRAHIM, F.A. FARHAT, op. cit., letter S, page 615.

^٨ الربح هو النماء الناتج عن التجارة، وهو ما يزيد عن قيمة رأس المال. أنظر: د.جمال عبد الناصر، مرجع سابق، حرف الراء، الصفحة ١٩٢.

وعائد الاستثمار هو الربح المتحقق بالنسبة للموجودات المستثمرة. المرجع السابق، حرف العين، الصفحة ٢٤٨.

10 التجارة جيِّداً يعلم أن من أهم أركانها الثقة بين المتعاملين فيها، وقد ترسَّخ في ذهن المشرِّع دائماً حماية هذه الثقة عند وضعه للقوانين التجارية الناظمة للأعمال التجارية، فما بالناس بسوق الأوراق المالية والتي يتم التداول فيها بأوراق مالية تُتمثل أهم وأوثق الجهات التجارية في الدولة.

وعلى هذا الصعيد، فقد وضع المشرع بعض الضوابط والضمانات للمبادئ التي أرادها أن تسود في سوق الأوراق المالية والتي تُشكِّل التزامات مبدئية على كل من في السوق أن يحترمها ويعمل بها، وإلا انهارت هذه المبادئ التي تمثِّل أركان وقوف السوق، ممَّا قد يؤدي إلى انهيارها مع ما يتركه ذلك من آثار عميقة على اقتصاد الدولة بشكل عام. وبالتالي يمكننا أن نشبِّه التنظيم القانوني لسوق الأوراق المالية بالبناء الذي يقوم على مجموعة من الأعمدة، وكذلك الأمر بالنسبة لقانون السوق (قانون العرض والطلب) فهو يقوم على مجموعة من المبادئ التي يجب أن تُحَوِّم، وإلا فإنَّ هذا البناء سوف يبدأ بالتصدُّع مع انتهاك أول مبدأ، ثم ينهار جزئياً مع غياب الثاني، إلى أن ينهار كلياً مع انتهاء جميع المبادئ ويصبح مرتعاً للممارسات غير القانونية التي يقوم بها مضاربون همُّهم الأول هو تحقيق الأرباح وإن كانت على أنقاض السوق.

ولن يعود المستثمر الحقيقي الشريف -الذي وقع ضحية لممارسة غير قانونية- لاستثمار مدخراته في سوق الأوراق المالية، وهنا الطامة الكبرى، فالسوق إن لم يُقبل عليها جمهور المستثمرين الحقيقيين ستهوي إلى ظلام الكساد والخسارة الحتمية، عندها فقط يتركها من سمحت لهم أخلاقهم القيام بالممارسات غير القانونية، وتبقى سوق الأوراق المالية في انتظار القانون الذي يحكمها ليسير بها وباقتصاد الدولة في الدرب الصحيح.

وتظهر خطورة الممارسات غير القانونية بشكل أعمق وأكبر في الأسواق الناشئة، ومن هنا تتركز أهمية فضح هذه الممارسات وتحسين سوق دمشق للأوراق المالية بالقوانين والآليات التي تتعلَّق بنشاط السوق بهدف الوصول إلى المؤيد القانوني والإداري المناسب لضمان - ولو بنسبة مقبولة- خلو السوق من هذه الممارسات. وسبب التأثير الكبير للممارسات غير القانونية على الأسواق الناشئة والوليدة يتمثِّل بنقص الخبرة الاستثمارية وكذلك نقص حجم التداول.

فمن جهة نقص الخبرة الاستثمارية فهي تتمثل في اندفاع المستثمرين نحو الشراء أو البيع عندما لا يكون للمستثمرين خبرة كافية. أمّا نقص حجم التداول^٩ كسبب للتأثير العميق في الأسواق الناشئة الناتج عن الممارسات غير القانونية، فيتلخّص في أن السوق الناشئة أو الوليدة تكون قيمة مجموع التداولات الحاصلة فيها قليلة أو متواضعة قياساً بالأسواق العريقة ذات القيمة الكبيرة في التداول، وبالتالي فإنّ مؤشر السوق سيتأثر سلباً من ممارسة غير قانونية تستهدف أوراق مالية ذات قيمة سوقية قليلة، بينما الأسواق الكبيرة التي تتمتع بقيمة تداول كبير قد لا تتأثر، أو تتأثر بشكل محدود بهذه القيمة التداولية من التلاعب. كما أنّ عدد الأوراق المالية التي يُدرجها المُصدرين في الأسواق الوليدة لا تكون كبيرة، وذلك خوفاً من إغراق السوق وانخفاض الأسعار، وكذلك خوفاً من عدم قدرة المُصدر على تغطية الإصدار، ولذلك تبقى أسعار الأوراق المالية لهؤلاء المُصدرين عرضة للتلاعب بسبب سهولة التأثير على سعرها السوقي^{١٠} عبر صفقات تداولية محدودة^{١١}.

ولم يعد بالإمكان أن نتجاهل هذه الممارسات وآثارها، وأصبح من الضروري على أي نظام قانوني يحكم سوق الأوراق المالية أن يسد أبواب التلاعب الكثيرة، وتظهر هنا أهمية البحث في هذا الموضوع من حيث شرح ماهية الممارسات غير القانونية وفضح الآليات التي يعمل بها المتلاعبون لكي يتم تعطيّلها، وكشف الآثار الخطيرة لكل ممارسة لكي تتناسب عقوبة الفعل مع أثره واستعداد فاعله للقيام به.

ويحاول الباحث إيجاد الإجابة عن السؤال الذي يمثّل إشكالية البحث، وهو: ما هي الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية؟، وكيف واجه المشرع السوري بشكل خاص وباقي المشرعين عامةً الممارسات غير القانونية التي قد تحدث في سوق الأوراق المالية؟، وهل كانت هذه المواجهة القانونية كافية؟.

وسنستخدم المنهج الوصفي التحليلي في دراسة هذا البحث، حيث نقوم بوصف الممارسة التي نريد دراستها بأبعادها القانونية، ونزيل عنها الغموض، ومن ثم نقوم بتحليل النصوص

^٩ حجم التداول هو قيمة الأسهم التي يتم تداولها في قاعة السوق (البورصة). أنظر: د.جمال عبد الناصر، مرجع سابق، حرف الحاء، الصفحة ١٤٣.

^{١٠} السعر السوقي للورقة المالية هو السعر الذي تتم من خلاله صفقات التداول في سوق الأوراق المالية، وهو السعر الذي يتشكّل من خلال تلاقي العرض بالطلب عبر أوامر التداول في السوق.

^{١١} فيتم التأثير مثلاً على سعر الأوراق المالية العائدة لمُصدر برأس مال صغير عبر صفقة تداول لـ ٥٠ سهم من أصل ألف سهم مدرّج، بينما لا يمكن التلاعب بسعر ورقة مالية لمُصدر يدرج عدد كبير من أوراقه المالية في السوق إلا بصفقة تداول لـ ٥٠٠ سهم كحد أدنى من أصل مليون سهم مدرّج.

القانونية النازمة للممارسات المُخلة بقانون السوق وكذلك نحلّ حالات الفراغ التشريعي ونقترح نصاً قانونياً يناسبها لكي يحكمها، ونحلّ القرارات والأنظمة والتعليقات التي تصدرها السوق أو الهيئة التي تقوم على رقابتها، للوصول إلى نص تنظيمي مُتخصّص ومدروس.

وسنبحث في محورين يُعدّان الركنان الرئيسيان للممارسات غير القانونية التي تقوم في سوق الأوراق المالية، وهما أولاً استغلال المعلومات الداخلية، والتي يستفيد منها قلة من المتداولين، فيتم عن طريق هذه الممارسة خرق مبدأ المساواة في الحصول على المعلومات بين المتداولين في السوق (الفصل الأول). وثانياً التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق ويتم عبر هذه الممارسة خرق آلية تشكل السعر العادل الذي يتشكّل عبر تلاقي العرض مع الطلب (الفصل الثاني) وتتفرّع معظم وأهم الممارسات غير القانونية المنتشرة في السوق من هذين المحورين، وبالتالي فإنّ البحث فيهما سيقود إلى حلول تشريعية وتنظيمية وإدارية مقترحة إذا تمّ الأخذ بها نكون قد قمنا بما يمليه علينا الواجب في حماية اقتصاد الدولة عامّة وسوق الأوراق المالية خاصّة من الممارسات غير القانونية.

الفصل الأول:

استغلال المعلومات الداخلية

في سوق الأوراق المالية

يمكننا تعريف استغلال المعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية كممارسة غير قانونية بأنه: تعامل الشخص في السوق عندما يكون حائزاً على معلومات جوهرية وسرية، فيقوم عن طريق تداول الأوراق المالية بتحقيق ربح أو تجنب خسارة¹²، وهي ممارسة غير عادلة ولذلك يجب اعتبارها غير قانونية¹³، وذلك لأنها تنتهك مبدأ الشفافية والإفصاح الذي يُكرّس المساواة بين المتعاملين في السوق في الحصول على المعلومة اللازمة للاستثمار المدروس. و تسمى هذه الممارسة أيضاً بـ"اتجار المُطّلعين" "Insider Trading"¹⁴ على اعتبار أنّ المُطّلع يقوم بالاتجار بالمعلومات الداخلية للترجّح من التعامل على أساسها، أو بـ"تعامل المُطّلعين" "Insider Dealing"¹⁵ - "le délit d'initié" وهي تسمية غير شاملة قد لا تشمل تحقيق الربح، وكذلك يُطلق عليها اسم "التعامل الداخلي"¹⁶ وهذه التسمية تركز على

¹² M.V. SEITZINGER, federal securities law: insider trading, report for congress, order code RS21127, congressional research service, the library of congress, January 30, 2002, page 1.

¹³ مؤسسة مورنينج ستار، سلسلة كتب الاستثمار التدريبيية: الأسهم، كيف تدخل عالم سوق الأسهم، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، الصفحة ٢٢٧، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Morningstar, Inc., Investing Workbook Series: Stock 1, How to Get Started in Stocks, Wiley & Sons, Inc., 2005.

¹⁴ See: USA insider trading and securities fraud enforcement act, public law 100-704—, Nov. 19, 1988.

وتتوفر كافة التشريعات وقرارات لجنة البورصة والأوراق المالية الأمريكية (Securities Exchange Commission - SEC) على موقع اللجنة:
<http://www.sec.gov>.

¹⁵ See: UK company securities (insider dealing) act, issued in 11th march 1985, comes into force on 1st July 1985.

وتتوفر كافة التشريعات البريطانية على الموقع:
<http://www.opsi.gov.uk>.

¹⁶ أنظر في هذا الخصوص: قرار مجلس إدارة هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، رقم ٢٠/٥، الخاص بنظام الإفصاح، الصادر بتاريخ ١٨/١٢/٢٠٠٦، المادة ١. وتتوفر كافة التشريعات والقرارات الفلسطينية الخاصة بتنظيم سوق الأوراق المالية على موقع البورصة الفلسطينية:
<http://www.pex.ps>.

14 داخلية أو سرية التعامل بشكل خاص. أما تسمية "استغلال المعلومات الداخلية"، فتشرح واقعة التعامل بناءً على معلومات داخلية بهدف تحقيق منفعة من وراء ذلك، لأنَّ لفظ "الاستغلال" يعني محاولة تحقيق الربح والمنفعة، وهي التسمية الأكثر مناسبة من وجهة نظرنا.

ومن جهة قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، فإنَّه لم ينص صراحةً وبالمطلق على تجريم استغلال المعلومات الجوهرية غير المعلنة (الداخلية)، بل اكتفى باعتباره مخالفة للقانون استغلال الشخص بحكم وظيفته أو مركزه لمعلومات داخلية أو سرية تتعلق بأوراق مالية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية أو إفشاء هذه المعلومات لغير مرجعه المختص أو القضاء^{١٧}، وكذلك الخداع أو التدليس أو التلاعب بنشاط الإصدار أو التداول أو الانتقال لملكية الأوراق المالية^{١٨}، وهاتين القاعدتين هما السند القانوني المتاح لتجريم استغلال المعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية حسب هذا القانون.

ولكن جاءت تعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية بحظر عام على تداول الأوراق المالية بناءً على المعلومات الداخلية أو أي معلومات جوهرية قبل الإعلان عنها في السوق^{١٩}، وهذا حظر عام على كافة المتعاملين، ويمكن تفعيله لمنع أي استغلال للمعلومات ينتهك مبادئ السوق.

أمَّا قانون سوق رأس المال المصري فقد عاقب على إفشاء السر الذي يتصل به الشخص بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون، أو يُحقَّق نفعاً منه هو أو زوجته أو أولاده^{٢٠}، وقد تمَّ ذكر حظر أي تعامل بناءً على اطلاع على معلومات جوهرية غير معلنة بدون تحديد

^{١٧} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

وتتوفر كافة التشريعات السورية الخاصة بتنظيم سوق الأوراق المالية في موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية على الرابط التالي:

http://www.scfms.sy/forms/www/guest_lawslist.php.

^{١٨} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٩/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{١٩} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٤٠١، الخاص بتعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٥/٢٨، المادة ١٤.

^{٢٠} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٤.

شخصية المطلع عليها في قواعد العضوية في البورصة المصرية^{٢١}، كما تمّ اعتبار مهام توفير ونشر المعلومات، بالإضافة إلى ضمان المنافسة والشفافية، وحماية حقوق المتعاملين، والحد من مخاطر الغش في الأسواق المالية غير المصرفية -ومنها سوق الأوراق المالية- من المهام التي تقوم بها الهيئة العامة المصرية للرقابة المالية في سبيل تحقيق أغراضها^{٢٢}. وذهب رأي قانوني إلى وضع معيار عام يقاس عليه في تجريم استغلال المعلومات الداخلية ألا وهو انتهاك المحافظة على سرية معلومات الوظيفة أو المركز من الشخص المؤمن^{٢٣} "Fiduciary Duty" أو إساءة استعمال صلاحيات الوظيفة أو المركز "Misappropriation"^{٢٤} وذلك في قانون سوق الأوراق المالية الأمريكي^{٢٥} وقانون تعامل المطلعين البريطاني^{٢٦}، والالتزام بالنقطة التي أعطيت له من خلال وظيفته أو مركزه "Obligation de Confidence" في فرنسا منذ المرسوم رقم ٨٣٣ لعام ١٩٦٧^{٢٧}، وبالتالي يخرج عن نطاق استغلال المعلومات الداخلية وفقاً لوجهة النظر هذه استغلال الشخص للمعلومات الداخلية التي علم بها بمحض المصادفة، أو عبر أي طريقة أخرى غير رسمية. لأنّه لا يكون في هذه الحالة قد خرق أي واجب تفرضه عليه وظيفته أو مركزه.

^{٢١} قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦، المادة ٣٨، أنظر الرابط: http://www.egyptse.com/pdf/Membership_rules_a.pdf.

وقد حلّت الهيئة العامة المصرية للرقابة المالية محل الهيئة العامة لسوق المال. أنظر: القانون المصري، رقم ١٠، الخاص بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، الصادر بتاريخ ٢٥/٢/٢٠٠٩، المادة ٣. وتتوفر كافة القوانين المصرية الخاصة بتنظيم سوق المال، وقرارات الهيئة العامة لسوق المال المصري في موقع "الهيئة العامة المصرية للرقابة المالية"، وذلك على الرابط التالي:

http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2_ar/laws_cma/laws_cma.htm.

^{٢٢} القانون المصري، رقم ١٠، الخاص بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، الصادر بتاريخ ٢٥/٢/٢٠٠٩، المادة ٤، الفقرات ٣ و ٤ و ٥.

^{٢٣} د.حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٩٦، الصفحة ٦١.

^{٢٤} أنظر تعريف مجلس الشيوخ الأمريكي لاتجار المطلعين لدى: المرجع السابق، الصفحة ١٧٣.

^{٢٥} USA securities exchange act, of 1934, [as amended through P.L. 111-72, approved October 13, 2009], section 10\B\5.

^{٢٦} UK company securities (insider dealing) act, issued in 11th march 1985, section 8.

^{٢٧} Décret de France, N° 67-833, du 28\9\1967, section 10\1, 2.

وتتوفر كافة التشريعات والقرارات واللوائح الخاصة بتنظيم الأسواق المالية في فرنسا على موقع هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF): <http://www.amf-france.org>.

16 وسنبحث بشكل متعمق في ممارسة استغلال المعلومات الداخلية من خلال دراسة طبيعة المعلومات الداخلية (المبحث الأول) شروطها (المطلب الأول) والمُطَّلَعِين عليها (المطلب الثاني)، وكذلك من خلال دراسة أساليب استغلال المعلومات الداخلية (المبحث الثاني) أنواع هذه الأساليب (المطلب الأول) ومواجهتها (المطلب الثاني).

المبحث الأول

طبيعة المعلومات الداخلية

ذكر قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية المعلومات الداخلية^{٢٨} في إطار منع ممارسة الاستغلال بتسمية "معلومات داخلية أو سرية"^{٢٩}، واعتبر نظام الإفصاح السوري أنّ هذه المعلومات قد تتعلّق بمصدر أو أكثر أو بورقة مالية أو أكثر^{٣٠} حيث أدخل المشرع المعلومات ذات الطابع السري والتي لا يجوز الإفصاح عنها ولا معرفتها من الجمهور (مثل أسرار المصدر الصناعية) ضمن مفهوم المعلومات الداخلية القابلة للاستغلال.

ومن الواضح أنّ التعريف السابق قد أدخل المعلومات الداخلية المرتبطة بالأوراق المالية ضمن مفهوم المعلومات القابلة للاستغلال وإن لم تكن هذه المعلومات قادمة من مصدر الأوراق المالية، وهي وجهة نظر صائبة للمشرع السوري، حيث أنّ هذا التعريف سيجعل حظر استغلال المعلومات الداخلية أشمل، وأكثر تأثيراً وصرامة.

وبرأينا فإنّ المعلومات الداخلية هي: "معلومات غير معلنة حقيقية وجوهية التأثير على الأوراق المالية، وتؤثر في أسعارها ونشاط التداول عليها". وقد تكون من داخل مصدر الأوراق المالية التي تتأثر أوراقه بهذه المعلومات (مثل المعلومات الخاصة بتوزيعات الأرباح أو الاندماج) أو من خارج هذا المصدر (مثل المعلومات الداخلية الآتية من مصدر آخر، كخطط الاستيلاء، أو إفلاس المنافس)، وفي الحالتين تُعدّ الجهة التي جاءت المعلومات منها "مصدراً للمعلومات" "Source of information".

^{٢٨} يُطلَقُ عليها البعض اسم: "المعلومات غير العادلة" "Unfair Information". أنظر:

H.E. LELAND, insider trading: should it be prohibited?, the Journal of Political Economy, the University of Chicago press, Vol. 100, No. 4., August 1992, page 860.

^{٢٩} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٣٠} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٨/٢٨، المادة ١، الفقرة أ.

وعلى هذا الصعيد، فإنَّ مُصدري الأوراق المالية يصدر عن أعمالهم عدد كبير من المعلومات. فالسؤال المهم هنا: أيُّ هذه المعلومات تعتبر معلومات داخلية مؤثرة على المستثمر وقد تدفع به لاتخاذ قرار استثماري، وهي التي نسميها المعلومات الجوهرية؟.. ومن ثمَّ كيف يستطيع المستغل لهذه المعلومات أن يستفيد منها قبل عموم المستثمرين وعندئذٍ نطلق صفة الداخلية على هذه المعلومات؟.. وكيف يستطيع الشخص أن يطلع على معلومات في غاية السرية والأهمية واستغلالها قبل الجميع؟.

هذه الأسئلة وغيرها تُمثلُ الإشكاليات التي نحاول توضيحها وإيجاد حلول قانونية لها من خلال هذا المبحث، وذلك عن طريق دراسة شروط المعلومات الداخلية (المطلب الأول)، وبعدها دراسة المُطلع على المعلومات الداخلية (المطلب الثاني).

المطلب الأول

شروط المعلومات الداخلية

لا تُعتبرُ أي معلومة هدفاً للمستثمرين الراغبين بالتعامل بناءً على المعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية، كما أنَّ القانون لم يُعتبر أي معلومة جوهرية معلومة داخلية إلاَّ بشروط، فحتى تدخل المعلومات الجوهرية في نطاق المعلومات الداخلية، وتصبح محلاً ممكناً لممارسة استغلال المعلومات الداخلية، يجب أن يتوافر فيها عدَّة شروط، وتتقسم هذه الشروط إلى نوعين، الأوَّل يتعلَّق بموضوع هذه المعلومات أي بذاتها، والثاني بالظروف المحيطة بها والتي يجب أن تتوافر لاعتبار المعلومات داخلية.

أولاً: الشروط الموضوعية للمعلومات الداخلية

يجب اللجوء إلى اعتبارات موضوعية من المعلومات الداخلية ذاتها عند وضع شروطها، ولذلك فإنَّ البحث في هذه الشروط يتطلب دراسة متأنية في تكوين المعلومات الداخلية لنعرف في النهاية أيُّ العناصر ستدخل ضمن نطاقها، وأيُّها سيخرج من هذا النطاق.

فالمعلومات الداخلية من وجهة نظر القانون يجب أن لا تكون مفتوحة على كل الاحتمالات من حيث موضوعها، فهي معلومات غير معلنة أي يجب أن تتسم بالسرية، كما أنَّ لهذه المعلومات السرية احتمالات كثيرة يُفترض أن يجمعها القانون ويحددها بناءً على اشتراط أن تكون ذات تأثير معيَّن في سوق الأوراق المالية.

أ: سرية المعلومات

إنَّ من صفات ممارسة استغلال المعلومات الداخلية الغموض، والاستتار بالظاهر القانوني من الحقيقة غير القانونية المنتهكة لقانون السوق ومبادئه، فالمعلومات الداخلية يجب أن تُصَف بـ"السرية" "Confidentiality" وتدعى بـ"المعلومات السرية" "Confidential Information"، أي تلك التي يقتصر الأشخاص المُطلَّعين عليها على فئة محدودة تختلف أسباب حيازتهم لهذه المعلومات، فيجب بالتالي ألا يكون قد أُفْصِحَ عن المعلومات للملأ^{٣١}.

والمعلومة السرية برأينا هي "حقيقة مخفية عن الجمهور وتتعلق بالأوراق المالية أو بالتداول عليها أو بمصدرها"، فهي تُصَف بقلة عددها وقوة تأثيرها وغلاء سعرها وضرورة الإفصاح عنها، وبالتالي فإنَّ صفة السرية يجب أن تعطي الأفضلية للمتعامل على أساسها فهي تجعله يأخذ قراراً استثمارياً ناجحاً لأنَّه وببساطة لا يوجد أحد يعلم بهذه المعلومة، أو أنَّه هناك من يعلم بها ولكنَّ أخلاقه أو خوفه من سلطة القانون منعه من استغلالها.

وقد ذكر نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية أنَّ المعلومة الداخلية هي "المعلومة غير المُعلن عنها..."^{٣٢}.

كما اعتبر نظام العضوية في البورصة المصرية أنَّ المعلومات الداخلية هي: "المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين..."^{٣٣}، وأيضاً اعتبرت اللائحة التنفيذية رقم [90-08] الصادرة عن لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) أنَّ "المعلومات المتميِّزة" "Informations Privilégiées" هي معلومات "غير مُعمَّمة" "non"

³¹ B. FERON, les délits boursiers, en droit belge et en droit compare, Colloque Les délits financiers, Bruxelles, Belgam, 30 septembre 1999, section 1\2, page 15.

³² قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١، الفقرة ب.

³³ قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦، المادة ١، الفقرة ١٢.

وتتوفر كافة القرارات المصرية الخاصة بتنظيم سوق المال، وقرارات الهيئة العامة لسوق المال المصري في موقع الهيئة العامة المصرية للرقابة المالية، وذلك على الرابط التالي:

http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2_ar/efsa2_merge_page/cma_merge_page.htm.

20 AMF) "L'Autorité "هيئة الأسواق المالية الفرنسية" publique"^{٣٤}، وبعد أن حلت "هيئة الأسواق المالية الفرنسية" (des marchés financiers) محل لجنة عمليات البورصة إعمالاً للقانون الفرنسي رقم ٧٠٦ عام ٢٠٠٣^{٣٥}، أصدرت الهيئة الفرنسية لائحة عامة بموضوع التلاعب بالسوق وكان آخر تعديل لهذه اللائحة في عام ٢٠٠٩، وقد عرّفت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) المعلومات المميزة بأنها تلك التي لا تصل للعموم^{٣٦}، وقد أكدت محكمة النقض الفرنسية ذلك^{٣٧}.

وهكذا فقد اشترطت أغلب القوانين شرط السرية للمعلومات الداخلية تاركَةً تقدير الأمور التفصيلية للقضاء^{٣٨} لأنها لم تحدد وتنظم إشكاليات كثيرة محيطة بهذا الشرط.

ويجب أن نفرّق بين سرية المعلومات كشرط من شروط المعلومات الداخلية محل ممارسة الاستغلال وبين المعلومات السرية التي لا يجوز الإفصاح عنها، فالمعلومات الداخلية هي معلومات سرية إلى حين الإفصاح عنها إلى جمهور المشاركين في السوق. أما المعلومات السرية التي لا يجوز الإفصاح عنها فهي معلومات منع القانون الاطلاع عليها ولم يُجزّ الإفصاح عنها تحت طائلة المسؤولية القانونية وأطلق عليها قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية تعبير المعلومات السرية واعتبرها محلاً محتملاً لاستغلال المعلومات

³⁴ Commission des Opérations de Bourse (COB) de France, règle [90-08], du 17/7/1990, section 1.

³⁵ Loi de France, N° 2003-706, de sécurité financière, du 1er août 2003.

³⁶ Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 621-1.

³⁷ Cour de Cassation de France, Chambre criminelle, Cassation partielle, Audience publique du 14 juin 2006, Publication: Bulletin criminel, 2006 N° 178, page. 616.

³⁸ وقد اعتبرت "المحكمة العليا الأمريكية" "United States Supreme Court" أن الغرض الرئيسي لممارسة استغلال المعلومات الداخلية يتمثل في بيع وشراء الأوراق المالية بريح بالاستناد إلى معلومات سرية. أنظر:

Carpenter versus United States, United States Supreme Court, 1987. See: M.A.YAHYA, the legal status of "Dump & Sue": should plaintiffs and their attorneys be prohibited from trading the stock of companies they sue? – a law and economics approach, March 9, 2005, page 24, margin 85.

21 الداخلية^{٣٩}، وقد أطلق نظام معايير السلوك المهني في سوق دمشق للأوراق المالية على المعلومات السرية التي لا يجوز الإفصاح عنها اسم "المعلومات غير المعلنة"^{٤٠}. ومن جهة أخرى، فإنَّ المعلومات تُعدُّ سريةً حتى ولو لم يكن المُطلِّع هو الوحيد الذي يعلم بها طالما كانت في حيازة عدد محدَّد مقارنةً بباقي المشاركين في السوق^{٤١}، فهي بالتالي قد تكون معلنة ضمن نطاق محدود من الأشخاص. فإذا تمَّ الإفصاح بطريقة لا تجعل المعلومات السرية معروفة لعموم المستثمرين وإنما لعدد محدَّد، فلا يؤثر هذا بتوصيفها كمعلومات سرية طالما عُرِفَت بينهم أنَّها سرية^{٤٢} وحافظوا عليها مكتومة في أعماقهم، لأنَّهم سعوا إليها لكي يضمنوا معرفة وضع المصدر المالي، ولأنَّهم يعرفون كيفية تعامل الجمهور مع هذه المعلومات عندما تُنشر للعلن^{٤٣} فيسبقون السوق بخطوة عن طريق الاطلاع المحدود على المعلومات فيما بينهم.

وبالتالي فالمعيار الحاسم لاعتبار المعلومة سرية برأينا هو تعيين وتحديد المُطلِّعين عليها بالنسبة إلى غير العالمين بها.

فإذا كانت فئة المُطلِّعين معيَّنة ومحدَّدة بالنسبة إلى العموم تكون المعلومات سرية لأنَّ هذه الحالة من الاطلاع المُقتصرِ على فئة معيَّنة قد تؤدي إلى التلاعب بألية عمل سوق الأوراق المالية^{٤٤}، أي أنَّ المعلومة الداخلية التي يعلم بها عدد يمكن حصره من الأشخاص

^{٣٩} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٤٠} قرار مجلس إوارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٧١، الخاص بنظام معايير السلوك المهني في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٨/٦/١٨، المادة ١٣.

^{٤١} د. صالح البربري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، عام ٢٠٠١، الطبعة الأولى، الصفحة ٢١٩.

^{٤٢} د. أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مطبوعات جامعة الكويت، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، الكويت، عام ١٩٩٨، الصفحة ١٦.

^{٤٣} مايكل كوفل، أسرار البورصة، ترجمة رشا جمال، الدار العربية للعلوم - ناشرون، بيروت عام ٢٠٠٧، الصفحة ٢٨، العنوان الأصلي للكتاب بالإنكليزية:

How Great Traders Make Millions in Up or Down Markets, Pearson Education, Inc., Publishing as Financial Times Prentice Hall, New Jersey, 2006.

^{٤٤} د. صالح البربري، مرجع سابق، الصفحة ٢١٩.

تبقى سرية، والسبب في ذلك يكمن بأنّ المعلومات في هذه الحالة لا تزال تعطي المطلع عليها أفضلية في السوق لأنّ معظم المتعاملين لا يعلمون بها بسبب عدم تعميمها وعدم الإفصاح عنها بشكل علني للجمهور.

ومعيار الفصل بالنسبة لإزالة صفة السرية عن المعلومات برأينا هو الإعلان الرسمي عنها من الشركة، أو النشر في وسائل الإعلام المالية العامة مما يُعتبر إفصاحاً حسب ما يتطلبه القانون^{٤٥} عبر القنوات الرسمية لإعلان المعلومات للمساهمين^{٤٦}، وبدون اجتزاء من المعلومات الداخلية^{٤٧}، ويجب أن يكون الإعلان موجّهاً إلى عدد غير معروف من الناس^{٤٨}. والمعلومات السرية لا تشمل الوقائع السرية التي تمّ حدوثها فقط، بل تشمل أيضاً النقاشات أو الدراسات الجارية التي سيتم اتخاذ قرارات نهائية بحقها لاحقاً فهي تُعتبر معلومات جوهرية كما أقرّ نظام وتعليمات الإفصاح السورية^{٤٩}، لأنّها تمثل بذاتها معلومات جوهرية، وبالتالي فحتى مفاوضات العقود المهمّة، ومسودة القرارات الغير العادية تعتبر معلومات سرية جوهرية، ومن الممكن أن تكون داخلية إن توافرت فيها باقي الشروط.

وذلك عكس رأي قواعد العضوية في البورصة المصرية التي اعتبرت أنّ المعلومات التي يتم استغلالها تكون غير معلن عنها للجمهور والتي لم يتم نشرها سواء لفئة محدّدة أو لعدة جهات. أنظر: قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٤/١٧، المادة ١، الفقرة ١٠.

وبالتالي حسب هذه القواعد فإنّ مجرد انتشار الخبر بين فئة محدّدة يُفقد المعلومات صفتها السرية.

^{٤٥} د. أحمد عبد الرحمن المحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ١٧.

^{٤٦} د. عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٩٩، الطبعة الأولى، الصفحة ٦٦.

⁴⁷ B. FERON, op.cit., section 1.2.1., page 17.

⁴⁸ S. VOLZ, la surveillance des bourses en France et en Allemagne une comparaison analytique, Université Robert Schuman, Strasbourg III, année universitaire 2002/2003, page 38.

^{٤٩} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٨/٢٨، المادة ١٤، الفقرة ب.

ب: تأثير المعلومات

لا يمكن لمعلومات سرية فقط أن يتم استغلالها في سوق الأوراق المالية، فقد تكون هذه المعلومات غير مؤثرة على قرار الشخص الذي ينوي استغلالها، أي أنها قد لا تفيده في تحقيق الخطوة الاستباقية التي ينوي القيام بها عبر استغلاله للمعلومات الداخلية.

ولذلك يتم اشتراط "الجوهرية" "Materiality" في المعلومات الداخلية، بمعنى أن تحظى بقدر من الأهمية والتأثير^{٥٠} يُؤهلها تحريك أسعار الأوراق المالية سلباً أو إيجاباً، حيث أنّ قيمة المعلومات تأتي من الحدث المؤثر الذي يُمثلها^{٥١}.

ومعنى كون المعلومات مؤثرة حسب نظام وتعليمات الإفصاح السورية أن تؤدي إلى رفع أسعار الأوراق المالية أو انخفاضها إذا تمّ الإعلان عنها^{٥٢}، وقد وصف "نظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات" قواعد حوكمة الشركات المساهمة السورية هذه المعلومات بأنها ذات "طبيعة مالية مؤثرة"^{٥٣}، وهذا تأكيد لاشتراط تأثير المعلومات حتى تدخل في إطار الحظر عن التعامل على أساسها.

واعتبر نظام العضوية في البورصة المصرية أنّ المعلومات الجوهرية تتحوّل إلى داخلية مع توافر شروطها بأن يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية المطروحة للتداول، أو على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها، أو التأثير على اتجاهات التعامل في السوق^{٥٤}، وهذا يوضّح أهمية تأثير المعلومات على أسعار الأوراق المالية.

⁵⁰ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, report of the emerging markets committee, March 2003, Section 1.1.2.1. page 4.

⁵¹ 박영석, 주가시계열을 통한 내부자거래 적출에 관한 연구, (서강대), (بارك يونج), Korea, سيوك, دراسة عن استخراج المطلعين في تداول الأسهم من خلال سلسلة زمنية، جامعة سون جانج) 2008.01., page 14.

^{٥٢} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١، الفقرة ب. أنظر أيضاً: د. عمر سالم، مرجع سابق، الصفحة ٦٢.

^{٥٣} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (٣١)م، الخاص بنظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات "قواعد حوكمة الشركات المساهمة، الصادر بتاريخ ٢٩/٦/٢٠٠٨، المادة ١٦.

^{٥٤} قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦، المادة ٢، الفقرة ١١.

ونصت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) في لائحتها الخاصة بالتلاعب بالسوق في آخر تعديل لها عام ٢٠٠٩ على أن المعلومات المميزة هي المعلومات التي من المحتمل أن يكون لها تأثير كبير على أسعار الأدوات المالية المرتبطة بالمعلومات أو الأدوات المالية الأخرى ذات العلاقة إن أصبحت عامة^{٥٥}.

وقد ذكرت محكمة النقض الفرنسية هذا الشرط عندما اعتبرت أن تعامل الشخص المُطلع قبل الجمهور على أساس معلومات معينة هو استغلال للمعلومات الداخلية ولكن: "شريطة أن تكون هذه المعلومات دقيقة، وسرية، أي أن تؤثر على مسار وتحديد قيمة المعاملات"^{٥٦}. ويجب أن نعقب على هذه الفكرة بالتنبيه إلى أن شرط التأثير في المعلومات الداخلية يتعلّق بالقيمة الحالية للورقة المالية^{٥٧}، أي في الوقت الذي كان يعتقد المُطلع أنه سيحقق منافع من التعامل على أساسها.

ومن جهة أخرى، يجب أيضاً أن تكون المعلومات الداخلية ذات تأثير حقيقي أيضاً، أي ناتج حتماً عن معلومات حقيقية، فالتأثير المشتراط حتى تكون المعلومات داخلية وصالحة كمحل لممارسة الاستغلال هو التأثير الطبيعي في الأسعار أي التأثير غير المفتعل الناتج عن معلومات حقيقية فيشمل هذا الشرط أن تكون المعلومات مؤثرة بما فيه الكفاية^{٥٨} وأن تكون حقيقية.

ويمكننا استشفاف قيام استغلال المعلومات الداخلية استناداً إلى معلومات مؤثرة وحقيقية، إذا كان حجم التعامل على الأوراق المالية كبيراً، حيث أن ذلك يعطينا دليلاً على أن المعلومات التي تعامل على أساسها الشخص كانت جوهرية باعتقاده^{٥٩}.

وبالتالي، لا تُعتبر الشائعات من المعلومات الداخلية لأنّ الشائعة لا تعطي تأثيراً حقيقياً في السوق وإنما تأثيراً مؤقتاً ومفتعلاً، بالإضافة إلى أن السوق عرضة للشائعات والتعامل على أساسها قد لا يربّب مسؤولية، وهذا النوع لا يرقى لمرتبة المعلومة الداخلية^{٦٠}، فيجب أن

⁵⁵ Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 621-1.

⁵⁶ Cour de Cassation de France, Chambre criminelle, Cassation partielle, Audience publique du 14 juin 2006.

⁵⁷ N. BERCOT, M. KESLASSY, détection du délit d'initié, département de mathématiques appliquées, Ecole Polytechnique, Décembre 2005, section 1.2., page 3.

⁵⁸ B. FERON, op.cit. , section 1\2, page 15.

⁵⁹ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., Section 1.1.2.1., page 4.

^{٦٠} د.د. عمر سالم، مرجع سابق، الصفحة ٦١.

يكون ممؤس الاستغلال قد تحصل على المعلومات الداخلية (مثل معرفة الخسائر أو تأكيد تنبؤات توزيع الأرباح^{٦١}) من علاقته بالشركة أو بمطلع على الشركة أو من شخص يبيع المعلومات مثلاً، وأن يستغل هذه المعلومات ويتاجر على أساسها في السوق^{٦٢}، ويجب بالتالي أن تؤدي التعاملات بناءً على معلومات داخلية إلى "...أضرار محققة للقيم الحقيقية لأسعار الأسهم..."^{٦٣} وليس للقيم المزيفة والمصابة بتلاعب الشائعات الوهمية.

وقد أكد بروتوكول منع تداول المطلعين -والذي هو جزء من ميثاق الأمم المتحدة لحوكمة الشركات - على أن المعلومات الداخلية هي معلومات دقيقة^{٦٤} ولا يمكن اعتبار الشائعات كذلك لأنها غامضة وغير دقيقة، كما أن المعلومات لا يجب أن تكون قد حدثت أو أنها ستحدث بالتأكيد ولكن من المحتمل بشكل واضح أنها ستحدث^{٦٥}، وإن كانت هذه الإمكانية ضئيلة^{٦٦}.

أما المعلومات الداخلية التي لا يعرف مثلاً أنها ستكون ذات تأثير إيجابي سيعصد بأسعار الأسهم^{٦٧} أم سلبي سيخفص أسعارها،.. الخ، وغيرها من المعلومات الحقيقية ذات التأثير الطبيعي في السوق والتي لا يمكن تحديد تأثيرها، فلا يمكن اعتبارها معلومات داخلية برأينا لأنها لا تفيد ممارس الاستغلال فلن يستطيع اتخاذ قراره شبه المضمون بناءً عليها، وبالتالي لن يستطيع استغلالها.

وأيضاً، فإننا نرى أن معيار تقدير المعلومة، هل هي داخلية أم لا وجوهريّة مؤثرة أم لا، يجب أن يكون على أساس "مضمون المعلومة"، وليس للتقدير الشخصي لمستغّلها، فبذلك يسهل إثبات الممارسة، حيث أن مستغل المعلومات سيّدعي أنه لم يكن يعتقد أنها داخلية

^{٦١} د. صالح البربري، مرجع سابق، الصفحة ٢١٨.

^{٦٢} د. أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٢١.

^{٦٣} د. حسين فتحي، مرجع سابق، الصفحة ٤٥.

^{٦٤} وقد اعتبرت محكمة استئناف باريس أن المعلومات تكون دقيقة إذا أعطت فرصة معقولة للنجاح بغض النظر عن عدم وجود اليقين الكامل باتجاه الأسعار المستقبلي. أنظر:

Cour d'appel de Paris, N° de pourvoi: 18762/2002.; audience publique du 1 avril 2003.

^{٦٥} Protocole de prévention d'un délit d'initié, ce protocole fait partie intégrante de la charte de gouvernance d'entreprise de la société, section 1.3, page 3.

^{٦٦} S.J. HUDDART, B. KE, information asymmetry and cross-sectional variation in insider trading, Contemporary Accounting Research, Vol. 24, No. 1, spring 2007, page 199.

^{٦٧} السهم Stock هو حصة ملكية في رأسمال الشركة. أنظر:

M. IBRAHIM, F.A. FARHAT, op. cit., letter S, page 626.

26 ومؤثرة فوراً اتهامه، وإثبات عكس هذا الكلام أمر صعب لأنه يدخل في نفسية المتهم وقت قيامه بالممارسة، واعتبار المعلومة داخلية بغض النظر عما يعتقد مستغلها لا يعارض مبدأ المساواة بين المتعاملين في السوق حيث أن فهم المعلومة واستيعابها ومعرفة توصيفها يُعتبر أمر شخصي يختلف من شخص لآخر ولا يمكن القياس عليه ولا ترتيب العقوبة على أساسه^{٦٨}، وقد أخذ القضاء البلجيكي بهذا الرأي أيضاً^{٦٩}.

ثانياً: الشروط الظرفية للمعلومات الداخلية

تُحيط بالمعلومات الداخلية -التي قد تكون محلاً للاستغلال- ظروف متنوعة من حيث المكان والزمان، وهذه الظروف التي يتوجب حصولها لاعتبار المعلومات داخلية تتقلب من ظرف مرافق إلى شرط.

وتتمحور الشروط الظرفية حول مكان استغلال المعلومات، والزمن الذي استُغلت به، فإن كانت المعلومات الداخلية في المكان والزمن المناسبين لاستغلالها، تكتمل الشروط ونصبح أمام معلومات تصلح للاستغلال من الشخص المُطلع عليها.

أ: الشرط المكاني

يجب أن تكون المعلومات الداخلية مكتملة الشروط في مكان السوق الذي ستم به ممارسة الاستغلال، أي أن المعلومات يجب أن تكون سرية، وأن تؤثر في أسعار الأوراق المالية العائدة للمصدرين المسجلين في مكان السوق^{٧٠}، وبالتالي قد تفقد هذه المعلومات سريتها أو تأثيرها في مكان آخر، وإن كان المصدر قد أدرج أسهمه فيه^{٧١}. ومعنى ذلك أن استغلال المعلومات في أحد الأسواق قد يُعد استعمالاً مشروعاً لمعلومات مُفصح عنها في سوق آخر، وذلك لأن المعلومات المتميزة حسب هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) هي عبارة عن مجموعة من الظروف والأحداث التي حدثت أو التي قد

^{٦٨} د. صالح البربري، مرجع سابق، الصفحة ٢٢٢.

^{٦٩} Charleroi commercial court, 27 septembre 1995. Voir la référence: B. FERON, op.cit., section 2.4, page 21, référence 83.

^{٧٠} The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.1.2.1., page 4.

^{٧١} فمثلاً قد تكون إحدى المعلومات معلومة داخلية في سوق دمشق للأوراق المالية، ومعلومة مُعلنة غير داخلية في سوق عمّان للأوراق المالية بالنسبة لذات المصدر الذي أدرج أوراقه المالية في السوقين، وذلك بسبب إمكانية الإفصاح عن المعلومة في سوق عمّان قبل سوق دمشق.

تحدث، والتي قد تؤثر على أسعار الأدوات المالية^{٧٢}، وهذه الظروف والأحداث قد تختلف بين فروع نفس الشركة لاختلاف موطنها والسوق الوطنية المدرجة فيها^{٧٣}.

وبالتالي فإن معنى الشرط المكاني يتمثل برأينا في "ضرورة كون المعلومات سرية وجوهية التأثير في مكان السوق الذي استُغلت فيه حتى تكون معلومات داخلية"، ولا يؤثر في المعنى السابق أن تكون المعلومات داخلية في عدة أسواق مرتبطة مع بعضها لأن السوق أصبح يعني مجموعة المعاملات وليس مكاناً جغرافياً^{٧٤}، خاصة وأن العالم الحديث بدأ يتطور باتجاه تشكيل حيز اقتصادي محلي موحد^{٧٥}.

ومن جهة أخرى، يستهدف الاتجاه العالمي -الذي تسعى إليه معظم أسواق المال العالمية- ربط أسواق المال في العالم كله تطبيقاً لما يسمى بـ: "عولمة أسواق الأوراق المالية" "Globalization of the Securities Markets"، حيث أن الظواهر القانونية في مجال القانون التجاري خاصةً تتجاوز الدول والقارات، ولذلك تتأثر النظم القانونية بغيرها وتؤثر فيها أيضاً^{٧٦}، ولهذا السبب أصبحت أسواق الأوراق المالية حول العالم أكثر تعقيداً وارتباطاً ببعضها البعض وهذا ما دفع المشرعين إلى الإسراع بضبط الأسواق بالقواعد القانونية خوفاً من التأثيرات الخارجية وتطور التقنيات المالية^{٧٧}.

⁷² Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 621-1.

^{٧٣} ففي الولايات المتحدة تمّ معاقبة شركة مكسيكية لاستغلالها معلومات داخلية في سوق نيويورك للأوراق المالية وليس في سوق مكسيكو سيتي. أنظر:

Greenfield versus Banpais S.A., the Southern District of New York, October 11, 1994. Mentioned at: J. SIEGEL, can foreign firms bond themselves effectively by renting U.S. (United States) securities laws?, August 8, 2002, table VII, page 66.

^{٧٤} د. صالح البربري، مرجع سابق، الصفحة ٢٢٦.

⁷⁵ Ю. Сизов, Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России, Московский опыт, Москва 1999, (تنظيم الدولة لسوق)، يو سيزوف، page 14. (الأوراق المالية في روسيا، تجربة موسكو، موسكو ١٩٩٩

^{٧٦} د. حسين فتحي، مرجع سابق، الصفحة ٨.

⁷⁷ N. APOSTOLOVA, S. LAY, T. WILHELM, la loi dite de sécurité financière: présentation générale, séminaire droit des marchés financiers, du 8 octobre 2003, page 4.

وننتج عن ذلك تأثر أسواق الأوراق المالية ببعضها بشكل كبير، حيث أنّ أي أزمة تحدث لسوق ما سوف تؤثر موجاتها في غيرها من الأسواق الأخرى المرتبطة بها لا محالة، حتى قيل أنّه: "إذا شعرت بورصة نيويورك بالبرد عطست بورصة طوكيو على الفور"^{٧٨}.

وهذا الارتباط العالمي بين أسواق الأوراق المالية والتأثير المتبادل بينها إلى جانب تطوّر وسائل الاتصال وتشابه الاستراتيجيات الاستثمارية نتج عنه انخفاض أهمية الشرط المكاني للمعلومات الداخلية بين الأسواق المرتبطة، فالمكان أصبح يشمل أسواق مالية كثيرة قد ارتبطت ببعضها، وأصبحت المعلومات الداخلية في سوق ما تحظى بنفس الوصف في الأسواق المرتبطة بها.

وإن كانت الاعتبارات السابقة لم تلغ هذا الشرط بعد، فلا تزال الكثير من الأسواق منفصلة عن بعضها أو تعيش في عزلة خوفاً من الارتباط الذي سيجر لها تبعية في التأثيرات المالية السلبية، ولذلك قد لا يشترك سوقان للأوراق المالية بتوصيف إحدى المعلومات على أنّها داخلية نتيجة تغيير البيئة الاستثمارية الموجودة أو نتيجة لاختلاف إجراءات الإفصاح أو بسبب عدم السماح لشركات خارجية بإدراج أسهمها... الخ، ويُعد الاعتبار الأخير الأهم برأينا لإضعاف التأثيرات المتبادلة بين أسواق الأوراق المالية.

وبالتالي لا بد من النص على الشرط المكاني للمعلومات الداخلية لأنّه لا يزال قادراً على تفرغ المعلومات الداخلية من محتواها الجوهري، ولكنّ معظم القوانين حول العالم تجاهلت هذا الشرط على اعتبار أنّها تنظّم السوق الخاصّة ببلدها وإدراج الأوراق المالية العائدة لمصدر من دولة أخرى سوف يخلق مشكلة توصيف معلوماته الداخلية داخل السوق، فهل يجب اعتبار كل ما هو قابل للاستغلال في البلد الأصلي لهذا المصدر قابلاً للاستغلال كذلك في البلد الذي أدرج أوراقه المالية في سوقها من وقت قريب. بالتأكيد هناك فرق خاصّة مع وجود اختلافات بين أنظمة الإفصاح المتطورة والتقليدية، وكذلك في سرعة وصول المعلومة وأسلوب الإفصاح عنها والوعي الاستثماري لموضوع المعلومة وتأثيرها.

^{٧٨} ونعطي مثلاً على ارتباط أسواق الأوراق المالية العالمية فيما يخص المعلومات الداخلية، فلو أنّ شركة يابانية مشهورة أدرجت أسهمها في بورصة باريس وبورصة نيويورك بالإضافة إلى بورصة طوكيو، وهي أسواق مالية مرتبطة مع بعضها وتتأثر إيجاباً وسلباً بهذا الارتباط. وإذا قامت هذه الشركة بالإفصاح عن معلومة جوهريّة، فإنّ هذه المعلومة ستكون مباحة للجمهور في الأسواق الثلاثة في نفس الوقت لارتباط هذه الأسواق ببعضها، وبالتالي تُعتبر المعلومات داخلية قبل هذا الإفصاح ويمكن استغلالها في الأسواق الثلاثة في نفس الوقت، وأيضاً بعد الإفصاح عن هذه المعلومات ووصولها للجمهور تفقد المعلومة صفتها الداخلية وتصبح عامة في الأسواق الثلاثة في نفس الوقت.

ولذلك تَنْصُّ أغلب الدول في نطاق تطبيق قانون سواق الأوراق المالية على أنَّها تعني بـ"السوق" سوقها المالية الوطنية كما ذكرت اللائحة الداخلية لسوق البحرين للأوراق المالية^{٧٩} أو تُضيف إلى هذا التعريف الأسواق التي سيتم الترخيص لها بالعمل فيما بعد مثلما نص قانون سوق الأوراق المالية السوري^{٨٠}، فيما لم ينص قانون سوق رأس المال المصري في نطاق تطبيق أحكام القانون إلاً على عبارة "سوق رأس المال" بدون نسبته إلى مصر، وهذا ما يسمح في المستقبل بتفسير التسمية السابقة على نطاق أوسع.

ولهذا فإنَّ تحديد الدول لسوقها المالية على أنه الملتزم الوحيد بقوانينها يؤدي إلى اختلاف المعلومات الداخلية التي تعد محلاً صالحاً لممارسة الاستغلال من سوق إلى آخر، وبالتالي يظهر الشرط المكاني للمعلومات الداخلية كركن ضروري لاعتبار المعلومات التي تمَّ استغلالها داخلياً، لأنَّها في مكان السوق - وفقط في هذا المكان - تُعتبر داخلية.

ب: الشرط الزمني

للزمن دور فائق الأهمية في تكوين المعلومات الداخلية، فالمعلومات لن تكون داخلية لفترة طويلة وإنما لفترة محدَّدة، وهذا يعني أنَّه قبل هذه الفترة وبعدها تفقد المعلومات صفة الداخلية، فالزمن يلعب دائماً لمصلحة من يستغلُّه بأسرع ما يمكن وبالأسلوب الصحيح، وعلى هذا فإنَّ المُطَّلعين على المعلومات الداخلية لديهم ميزة الاطلاع ولكن لبعض الوقت^{٨١}، فإذا قاموا باستغلال هذه الميزة في وقتها تحدث مخالفة القانون.

وبالتالي يظهر أنَّ هناك خيطاً رفيعاً بين الاستخدام القانوني وغير القانوني للمعلومات الداخلية^{٨٢}، وهو استغلال المعلومات قبل تعميمها على الجمهور.

^{٧٩} قرار وزير التجارة والزراعة البحريني، رقم ١٣، الخاص بإصدار اللائحة الداخلية لسوق البحرين للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ١٢/٢٤/١٩٨٨، المادة ١.

تتوفر كافة التشريعات والقرارات الخاصة بتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية في (المظلة القانونية) الموجودة على موقع سوق البحرين للأوراق المالية: <http://bahrainstock.com>.

^{٨٠} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، الخاص بقانون سوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ١٠/١/٢٠٠٦، المادة ٢، الفقرة أ. أنظر كذلك: قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١.

^{٨١} S.J. HUDDART, B. KE, op. cit., page 197.

^{٨٢} إسماي فيرير، كل شيء عن البورصة، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، الصفحة ٢٥٤، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Esmé Faerber, ALL ABOUT STOCKS, McGraw – Hill, New York, 2000, Second Edition.

والفترة الحاسمة لاعتبار المعلومات داخلية هي: "الفترة التي تفصل بين علم المُطلَع بالمعلومات وبين الإفصاح العام عنها والإمكانية الفعلية لعموم المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية بناءً عليها"، وبالمقابل فإنَّ المعلومات لا تبقى داخلية بعد الإفصاح عنها للجمهور وإباحة استعمالها^{٨٣}.

وقد حظر "نظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات" قواعد حوكمة الشركات المساهمة السوري أن يتم تعامل أعضاء مجلس إدارة الشركة والمديرين والعاملين فيها على أسهم الشركة لفترة تالية للأحداث المفاجئة التي تؤثر على نشاط الشركة ومركزها المالي إلى أن يتم الإفصاح عن ذلك للجمهور^{٨٤}، أي أنَّ مجرد حصول مثل هذا الحدث يجعل من الشرط الزمني يمتد إلى أن يتم الإفصاح عنه، وبالتالي حتى وإن ترك أحد الموظفين عمله في إحدى الشركات مثلاً فهو ممنوع من التعامل على أسهمها طالما أنَّه يحوز على معلومات لم تفقد بعد شرطها الزمني أي أنَّها لا زالت جوهرية وسرية.

ومن جهة أخرى، يجب أيضاً إعطاء المستثمرين فرصة لاستيعاب معلومات الإفصاح، كما نصحت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية^{٨٥} (IOSCO) ^{٨٦}.

وقد أخذت تعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية في حساباتها هذا الأمر، فحظرت على المُطلَّعين الذين أرسلت الشركات المُدرجة أسمائهم، التعامل بالأوراق المالية العائدة لهذه الشركة والمدرجة في السوق من أول ٤٥ يوم من بداية السنة المالية الجديدة أو تاريخ الإعلان عن النتائج الأولية للسنة المالية أيهما أقرب ومن أول ٣٠ يوم من بداية نصف السنة المالية الجديدة أو تاريخ الإعلان عن النتائج المالية النصف سنوية أيهما أقرب وفي يوم الإعلان عن أية معلومة جوهرية خاصة بالشركة أو بأوراقها

⁸³ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.1.1.2., page 3.

^{٨٤} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (٣١)م، الخاص بـ"نظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات" قواعد حوكمة الشركات المساهمة، الصادر بتاريخ ٢٩/٦/٢٠٠٨، المادة ١٦.

⁸⁵ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.1.1.2., page 3

^{٨٦} نشأت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) عام ١٩٨٣ عندما تمَّ تحويلها من جهة داخلية أمريكية إلى جهة دولية، ويُعترف بها اليوم كُمحدد عالمي لمستوى أوق الأوراق المالية، ومن أهم مبادئ المنظمة تسهيل التعاون بين الحدود، وتخفيض الأخطار المالية العالمية، وحماية المستثمرين، وضمان وجود أسواق مالية عادلة ذات كفاءة عالية. أنظر الرابط: <http://www.iosco.org/about/index.cfm?section=background>.

وقد انضمت هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية إلى هذه المنظمة في شهر حزيران من العام ٢٠١٠. أنظر الخبر المنشور على موقع الهيئة www.scfms.sy بتاريخ ١٣/٦/٢٠١٠.

31 المالية^{٨٧}، وهذه المدد القانونية تلي الإفصاح عن المعلومات حرصاً على وصول المعلومات للعدد الأكبر من الجمهور، وفي حال تعامل المُطلع خلال مدد حظر التعامل المذكورة تنشأ "قرينة قانونية" "Legal Presumption" تفيد باستغلاله للمعلومات الداخلية التي يُفترض علمه بها.

ونتيجة لما سبق فإنّ توقيت حصول المستثمرين على المعلومات يُعد ذا تأثير هام عليهم^{٨٨}، ولذلك يُفضّل في حال نشوء معلومة جوهرية أن يتم الإفصاح عنها بسرعة وبدون تباطؤ لأنّ ذلك يضيّق المسافة الزمنية المتاحة أمام المُطلع الداخلي عليها لكي يستغلّها، ولهذا يعتبر توفير هيكل تكنولوجي معلوماتي من مستلزمات أسواق الأوراق المالية لأنّ المعلومات الآتية من هذا السوق تفقد قيمتها -كقاعدة عامة- مع مرور الزمن^{٨٩}، والأصل أن يتم نشر المعلومات الداخلية للعموم فور اطلاع من يحوزها عليها أو عدم القيام بأي عملية بناءً عليها^{٩٠}.

وتأتي أهمية الشرط الزمني من كون العبرة بتأثير المعلومات الداخلية كشرط لها هو في وقت إعطاء أمر التداول وليس في وقت تنفيذه^{٩١}، بمعنى أنّ المستغل للمعلومات الداخلية كان يعلم أنّ المعلومات التي يستغلّها هي داخلية وجوهرية التأثير وقت إعطاء الأمر. أما وقت التنفيذ - أي وقت تلاقي الأوامر المتقابلة من بيع وشراء في نظام التداول - فلا يهم بقاء المعلومات داخلية أم فقدانها لصفحتها في هذا الوقت، لأنّ المُستغلّ لها قد قام بكل أركان ممارسة الاستغلال ولكنه فشّل، والفشّل لا يعني البراءة.

ومن جهة أخرى، تفترض بعض القوانين وجود فترة معقولة من الزمن^{٩٢} بين علم المُطلع بالمعلومات الداخلية وبين تعامله على أساسها، على اعتبار أنّ الفاصل الزمني بين "واقعة العلم" و"واقعة الاستغلال" يجب أن تكون معقولة وغير مبالغ فيها، وهذه العملية تضع نقطتين من الزمن يجب أن يتم استغلال المعلومات خلالهما، أولهما العلم بالمعلومات

^{٨٧} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٤٠١، الخاص بتعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٥/٢٠٠٩، المادة ٥.

^{٨٨} M.J. WATSON, the regulation of capital markets, market manipulation and insider trading, page 2.

^{٨٩} د.نضال الشعار، الأسواق المالية "البورصة"، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، عام ٢٠٠٢، الصفحة ٢٧.

^{٩٠} د.عمر سالم، مرجع سابق، الصفحة ٦٤.

^{٩١} د.أحمد عبد الرحمن الملحم، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٢٥.

^{٩٢} د.حسين فتحي، مرجع سابق، الصفحة ٥٠.

32 الداخلية وثانيهما نهاية الفترة التي اعتبرها القانون الحد الأقصى لإمكانية استغلال المعلومة. وقد نصح البعض تحديد هذه الفترة الفاصلة بأسبوعين قبل الإفصاح عن المعلومات⁹³.

وبعض القوانين لم يحدّد المدة الزمنية السابقة وترك تحديدها للقضاء مثل القانون السوري والمصري، والبعض الآخر حدّدتها بمدة معينة لا يمكن بعدها اعتبار المُطَّلِع قد تاجر على أساس المعلومات مثل قانون تعامل المُطَّلِعين البريطاني الذي يَعتَبَرُ استغلال المعلومات محظوراً بين اتصالها بعلم المطلع ولغاية ٦ أشهر⁹⁴، فالتقارب الزمني بين الاطّلاع على المعلومات الداخلية واستغلالها مشروط لاعتبار المستغل أنّه قد استند على هذه المعلومات التي لم تعلن للجمهور حسب وجهة النظر هذه والتي تبناها المشرع الفرنسي منذ المرسوم رقم ٨٣٣ لعام ١٩٦٧⁹⁵.

وفي الحقيقة نحن نرى أنّ القاعدة يجب أن لا تربط الزمن بفقدان قابلية المعلومات للاستغلال بقدر ما تربطها بفقدان المعلومات لتأثيرها الجوهرية على أسعار الأوراق المالية بدون النظر إلى مدّة بقائها في حيازة المُطَّلِع عليها، أي أنّ فقدان قابلية المعلومات للاستغلال يجب أن يربط بفقدانها لتأثيرها ولقدرتها على إعطاء العالم بها الأفضلية على باقي المشاركين في سوق الأوراق المالية.

وحسناً فعل المشرّع السوري والمصري بعدم وضع حد أقصى من الزمن لاعتبار المعلومات داخلية، فالمهم هو ملاحقة المُستغل للمعلومات الذي اتخذ قراراً استثمارياً صائباً بفضل معلومات داخلية إذا بقيت مستوفية لشروطها ومهما بلغت مدّة حيازته لها.

المطلب الثاني

المُطَّلِع على المعلومات الداخلية

على الرغم من أنّ المحافظة على البيئة التنافسية تعد من القضايا الأساسية في تنظيم سوق الأوراق المالية⁹⁶ فإنّ الواقع يؤكّد وجود فئة مُطَّلِعة على المعلومات الداخلية خلال مراحل تكوينها، وقد تقوم باستغلالها مستهدفةً الوصول إلى مركز متميّز عن باقي

⁹³ 박영석, (بارك يونج سيوك), op. cit., page 13.

⁹⁴ UK company securities (insider dealing) act, issued in 11th March 1985, section 1\2.

⁹⁵ Décret de France, N° 67-833, du 28\9\1967, section 9/1.

⁹⁶ Ю. Сизов, (يو سيزوف), op. cit., page 2.

33 المساهمين، فما يقوم به المُطلّعين عند تعاملهم على أساس المعلومات الداخلية هو تحقيق التفوق في مجال المعلومات⁹⁷.

وقد تمّ تعريف المُطلّع في نظام وتعليمات الإفصاح السوري بـ: "الشخص الذي يطّلع على المعلومات الداخلية بحكم وظيفته أو مركزه"⁹⁸، وهي تسمية تقصر الشخص المُطلّع على الشخص العالم بالمعلومات عن طريق وظيفته أو بحكم منصبه أي المُطلّع الرئيسي الذي يفترض فيه العلم بهذه المعلومات، ولكن هناك أيضاً مُطلّع ثانوي يعلم بالمعلومات بطرق عدّة كالإفشاء أو التوّّي وبدون أن يكون صاحب منصب أو وظيفة، حيث أنّ نشاط المُطلّع يتركز على العلم بمعلومات مؤثّرة وسريّة بالنسبة إلى جمهور المستثمرين والاستفادة من هذه الميزة⁹⁹ بغض النظر عن الوسيلة التي علم بها هذا المُطلّع بالغيب، وهذا هو جوهر ممارسة استغلال المعلومات الداخلية.

ومن جهة قواعد العضوية في البورصة المصرية فاعتبرت أنّ المُطلّع هو "كل من" اطّلع على معلومات الشركة أو أوراقها المالية لتحقيق منفعة شخصية له أو لغيره سواء أتمّ الاطلاع بصورة شرعية أو غير شرعية (مُطلّع ثانوي) وسواء أطلّع عليها بنفسه أم وصلته بواسطة شخص آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة¹⁰⁰، وهذا يعني أنّ القواعد السابقة قد تنبّهت للمُطلّع الثانوي وأدخلته في مفهوم المُطلّع على المعلومات الداخلية.

أمّا المرسوم رقم ٨٣٣ لعام ١٩٦٧ الخاص بإنشاء لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB)، فقد عرّف المُطلّع "Initié" بـ: "الشخص الذي يحصل، بمناسبة وظيفته على معلومات تتعلّق بالبورصة ويستخدمها قبل الغير مما يزيّف أداء سوق البورصة، ويحدث اضطراباً في قانون العرض والطلب"¹⁰¹، ويقتصر التعريف السابق على المُطلّع الرئيسي،

⁹⁷ 박영석 , (بارك يونج سيوك), op. cit., page 4.

⁹⁸ قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١، الفقرة ب. أنظر أيضاً: قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١. أنظر أيضاً: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٤٠١، الخاص بتعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٥/٢٠٠٩، المادة ١.

⁹⁹ T.P. WISNIEWSKI, M.T. BOHL, the information content of registered insider trading under lax law enforcement, International Review of Law & Economics, 2005 - Elsevier, page 2.

¹⁰⁰ قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦، المادة ٢، الفقرة ١٣.

¹⁰¹ Décret de France, N° 67-833, du 28\9\1967, section 10/1.

34 ولذلك فقد عرّفت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) -والتي حلّت محل لجنة عمليات البورصة- المٌطلّع في لائحتها الخاصة بالتلاعب بالسوق بالشخص الذي يطلّع على المعلومات بسبب مزية أعطته إيّاها جريمة أو مخالفة^{١٠٢}، وبهذا فقد تمّ تضمين المٌطلّع الثانوي والذي يحوز على المعلومات بعد واقعة إفشائها.

ومن جهتنا نعرّف الشخص المٌطلّع ب: "أي شخص له اطلاع على معلومات داخلية قبل الإفصاح عنها للجمهور، سواءً بصفة أساسية أو ثانوية"، فالمٌطلّع يجب أن يكون لديه معرفة تتمثل في وجود معلومات غير منشورة تؤثر على مسار سعر الأوراق المالية^{١٠٣}.

أولاً: المٌطلّع الرئيسي على المعلومات الداخلية

إنّ "المٌطلّع الرئيسي" "Principal Insider" الذي يُفترض فيه الاطلاع على المعلومات الداخلية من داخل مصدر المعلومات ندعوه بالمٌطلّع الرئيسي الداخلي، بينما ندعو الشخص الخارجي عن هذا المصدر والذي يُفترض فيه أيضاً العلم بمعلوماته الداخلية بالمٌطلّع الرئيسي الخارجي.

أ: المٌطلّع الرئيسي الداخلي

إنّ من أهم وأخطر ممارسي استغلال المعلومات الداخلية هو الشخص الآتي من داخل مصدر المعلومات، لأنّه مٌطلّع ليس فقط على المعلومات الجوهرية غير المعلنة للجمهور، بل أيضاً على ظروف ولادة هذه المعلومات ومصادرها، والأهم من هذا كله معناها ودلالاتها، وهذا سيقوده في حال استغلالها إلى قرار استثماري ناجح على الأغلب.

والفئة التي يُفترض وصولها إلى معلومات الشركات المُصدرة للأوراق المالية نتيجة علاقة معينة تربطها بمصدر المعلومات تُسمّى: "الأطراف ذوي العلاقة"^{١٠٤} "Related Parties". ويقوم هؤلاء -وبخاصة "المحترفين" "Professionals" منهم- بحياسة المعلومات الداخلية في سياق واجبهام العادي وقد يتعاملون على أساسها^{١٠٥} مستفيدين من سرية العلاقة التي

¹⁰² Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 622-2.

¹⁰³ S. VOLZ, op.cit., page 37.

^{١٠٤} الأطراف ذوي العلاقة هم الأطراف الذين ينبغي الإفصاح عن التعامل معهم محاسبياً. أنظر: د.جمال عبد الناصر، مرجع سابق، حرف الألف، الصفحة ٣٦.

¹⁰⁵ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.1.1.4., page 3.

ترابطهم بمصدري المعلومات^{١٠٦}، ومستغلين مركزهم في المصدرين، فيقومون باستغلال وظيفتهم أو مركزهم في سبيل تحقيق مصلحة شخصية^{١٠٧}.

ويُعتبر من "الأطراف ذوي العلاقة" بالشركة المُصدرة للأوراق المالية حسب نظام الإفصاح السوري: عضو مجلس الإدارة في الشركة أو الشركة الأم أو الشركات التابعة^{١٠٨}، وهناك أيضاً المدير العام أو أي موظف يتبع إدارة الشركة ويرفع تقاريره إلى المدير العام بشكل مباشر، و كذلك كل شخص يمتلك أو يسيطر على ١٠ في المائة أو أكثر من حقوق التصويت^{١٠٩} في الشركة الأم أو الشركات التابعة أو الشركات الشقيقة، وكل شخص ينتسب إلى أي من الأطراف ذوي علاقة من الأشخاص الطبيعيين المذكورين ويشمل ذلك "الزوج أو الزوجة والأولاد القُصّر"^{١١٠}.

فالمُطلَع الرئيسي الداخلي برأينا هو "مُطلَع من داخل مصدر للمعلومات يُفترض فيه العلم بمعلوماته الداخلية المرتبطة بالأوراق المالية"، وقد عرّفهم البعض بأنهم الأشخاص الذين يملكون صلاحية الإدارة أو الإشراف على المصدر، أو يشاركون في رأس مال المصدر (مستحويين)، أو يملكون حق الوصول إلى المعلومات الداخلية بسبب ممارسة سلطة العمل أو المهنة أو الوظيفة^{١١١}، وقد يستغلون المعلومات الداخلية لتحقيق الأرباح، أو لتفادي الخسائر.

وقد تمّ تضمين الأشخاص السابقين في قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بعبارة "شخص ما" عند حظر استغلال المعلومات داخلية أو سرية لتحقيق مكاسب

¹⁰⁶ M.A. YANYA, op. cit., page 18.

¹⁰⁷ Ю. Сизов, (يو سيزوف), op. cit., page 57.

^{١٠٨} "الشركة الأم: الشركة التي تسيطر على شركة أو شركات أخرى عن طريق تمكُّ أكثر من نصف رأس مالها، و/أو يكون لها السيطرة على تأليف مجلس إدارتها، ويشمل ذلك الشركة القابضة. الشركة التابعة: الشركة التي تخضع لسيطرة شركة أم". أنظر: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧، المادة ١.

^{١٠٩} يعتبر التصويت من حقوق المساهم وهو الحق الذي يعطيه الإمكانية لاتخاذ القرارات عند اجتماع الهيئة العامة للشركة، وللمزيد من المعلومات حول حق التصويت. أنظر: المرسوم التشريعي السوري، رقم ٢٩، الخاص بقانون الشركات، الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/١٤، المادة ١٨٣.

^{١١٠} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٨/٢٨، المادة ١، الفقرة ب.

¹¹¹ B. FERON, op.cit., section 1.1.1., page 5.

36 مادية أو معنوية وذلك بحكم الوظيفة أو المركز^{١١٢}، ويلفظ "كل من" اطلع على سر بموجب وظيفته في قانون سوق رأس المال المصري^{١١٣}.

وعرّفت لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) المُطلّعين الرئيسيين بـ"الأشخاص الذين لديهم معلومات متميزة بسبب صفتهم كأعضاء في مجلس إدارة أو توجيه أو متابعة مُصدر الورقة المالية، أو بسبب الوظيفة التي يمارسونها لدى هذا الأخير"^{١١٤}، وبعد ذلك ذكرت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) هذا النوع من المُطلّعين الذين يحصلون على المعلومات الداخلية بسبب عضويتهم في التنظيم الإداري، أو الهيئات الإشرافية لدى مُصدر الأوراق المالية^{١١٥}.

ومن أكثر الأشخاص اطلاعاً وتأثيراً في الشركات المُصدرة للأوراق المالية رئيس وأعضاء مجلس الإدارة، فطاقم إدارة الشركة يُدعى بالمُطلّع النموذجي^{١١٦}، لأنّ لهذا المجلس -وفقاً لقانون الشركات السوري- صلاحيات واسعة للقيام بجميع الأعمال التي يقتضيها تسيير أعمال الشركة وفقاً لغاياتها، وهذه الصلاحيات محدودة فقط بنصوص القانون أو بنظام الشركة الأساسي وبالتقيّد بتوجيهات الهيئة العامة^{١١٧}.

وهناك أيضاً، مدقق الحسابات الذي يُنتخب من الهيئة العامة العادية^{١١٨}، حيث أنّ مدقق يجب أن يعمل لضمان عدم وجود مخالفات قانونية في الجهة التي يعمل بها^{١١٩}، كما يجب

^{١١٢} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{١١٣} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٤.

^{١١٤} Commission des Opération de Bourse (COB) de France, règle [90-08], du 17/7/1990, section 2.

^{١١٥} Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 622-2, 1°.

^{١١٦} د.حسين فتحي، مرجع سابق، الصفحة ٢٠.

ونعطي مثلاً عن هذه الحالة الحكم الذي أصدرته محكمة استئناف باريس بحق المدير المالي ورئيس خزانة شركة Telecom الإيطالية في قضية استغلال المعلومات الداخلية الخاصة بالشركة المذكورة. أنظر: Cour d'appel de Paris, N° de pourvoi: 18762/2002., audience publique du 1 avril 2003.

^{١١٧} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٢٩، الخاص بقانون الشركات، الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/١٤، المادة ١٤٥.

^{١١٨} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٢٩، الخاص بقانون الشركات، الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/١٤، المادة ١٦٨، الفقرة ٤.

^{١١٩} H.B. LOOSDREGT, prévenir les risqué éthiques de votre entreprise, guide pratique à l'usage des dirigeants, Insep Consulting Éditions, page 12.

37 أن يتصرّف بهدف تحقيق مصلحة المساهمين بما ينعكس على أسعار الأوراق المالية العائدة للمصدر وزيادتها وارتفاع الأرباح التي تُدفع للمساهمين سنوياً، فيتعارض بالتالي استغلاله للمعلومات الداخلية مع هذه المبادئ والواجبات^{١٢٠}.

ومن المُطلعين الرئيسيين الداخليين برأينا أيضاً: أعضاء مكتب الشؤون القانونية في المصدر، والخبراء المندوبين من المصدر في الموضوع الذي سيرفعون به تقريرهم، والمحاسبين القانونيين الخارجيين عن الشركة عند الاستعانة بهم في مراجعة الأساليب المالية لديها^{١٢١}، وكتب قرارات المصدر، و مترجمي الأحاديث في اجتماعات مجلس الإدارة، وكذلك مصفّي الشركة الذي يديرها بعد حلّها، والخبراء الفنيين، ولجنة التدقيق لدى الشركات المصدرة^{١٢٢}، ... الخ.

ولكن السؤال هنا هو: هل نمنع المُطلع الرئيسي الداخلي من التعامل بالأوراق المالية العائدة للمصدر المرتبط به؟.

بحسب قانون الشركات السوري فقد اقتصر منع التعامل في أوراق المصدر المالية على مُدقق الحسابات، حيث حظر عليه القانون المضاربة بأسهم الشركة التي يدقق حساباتها سواء جرى هذا التعامل بالأسهم بصورة مباشرة أو غير مباشرة وذلك تحت طائلة العزل والتعويض^{١٢٣}، ولم يحظر التعامل على أوراق المصدرين من أعضاء مجلس الإدارة أو الأشخاص المكلفين بتمثيل الشركة.

¹²⁰ B. DECHARNEUX, D. BLAMPAIN, réflexions d'éthique sur le délit d'initié, faculté des sciences appliquées faculté des sciences économiques, Université libre de Bruxelles, Université d'Europe, Mars 2006, section 2.2.2, page 7.

¹²¹ القانون المصري، رقم ٩٣، الخاص بالإيداع المركزي للأوراق المالية، الصادر عام ٢٠٠٠، المادة ٤٣، الفقرة ٢.
¹²² أنظر إلى صلاحيات لجنة التدقيق لدى الشركات المصدرة والتي تعطيها الحق بالاطلاع الرئيسي من داخل المصدرين: قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٨/٢٨، المادة ١٦، الفقرة د. وبالنسبة للمدقق الداخلي الممنوع من إنشاء واستغلال المعلومات أنظر: قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (٣١)م، الخاص بنظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات "قواعد حوكمة الشركات المساهمة"، الصادر بتاريخ ٢٠٠٨/٦/٢٩، المادة ١٥.

¹²³ المرسوم التشريعي السوري، رقم ٢٩، الخاص بقانون الشركات، الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/١٤، المادة ١٩٣. أنظر كذلك: قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٤، الخاص بنظام اعتماد مفتشي الحسابات لدى الجهات الخاضعة لرقابة هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٨/٢٨، المادة ١١.

وقد جاءت تعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية معطيةً هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية والسوق^{١٢٤} الحق في منع أي من الأشخاص المذكورين في التعليمات (الأعضاء والأشخاص المطلعين وأقربائهم والأشخاص المرتبطين بالوسيط) من التداول في الحالات التي تراها مناسبة وهي الحالات التي تهدف إلى حماية جمهور المستثمرين^{١٢٥}.

وبهذا أصبح بإمكان الهيئة أو السوق إيقاف من ترتاب في أمره من المطلعين عن التداول وإن كان القانون لم يمنعه، وهذه الصلاحية ترتب مسؤولية كبيرة على عاتق الهيئة والسوق يجب أن تتقّد بكل شفافية وموضوعية، خاصّة أنّ التعليمات السابقة قد أعطت لمجلس إدارة السوق الحق بفتح مجال التداول أمام الأشخاص الممنوعين من القيام بتعاملات تداولية وذلك بعد الحصول على موافقة المدير التنفيذي وبعد إعلام الهيئة بذلك^{١٢٦}.

وقد حسم قانون الشركات الكويتي هذه المسألة عبر نص قانوني مميّز حظر على عضو مجلس الإدارة بيع أو شراء أو التنازل عن أسهم الشركة التي هو عضو في مجلس إدارتها بشكل تام (لأسهم الضمان والأسهم العادية) طيلة مدة عضويته فيها إلا وفقاً للضوابط التي تضعها وزارة التجارة والصناعة^{١٢٧}، وكان لقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية نص مشابه^{١٢٨}، وقاعدة الحظر التام هذه تعني أنّ أي تداول لعضو مجلس الإدارة وهو في منصبه يُعد قرينة قاطعة لا تقبل إثبات العكس على استغلال العضو للمعلومات التي اطلع عليها بحكم منصبه^{١٢٩}، ونحن نعتبر هذا الموقف هو الأسلم للسوق والأكثر واقعية.

^{١٢٤} لم تحدد تعليمات تعامل الأعضاء المذكورة الجهة التي تملك منع التعامل في السوق، ونقترح أن تكون مجلس إدارة السوق، وذلك لأنّ مجلس إدارة السوق مكلف بمراقبة أعمال السوق من أجل حماية المستثمرين الذين يتعاملون به، والتأكد من أن التعامل يتم على أسس سليمة وعادلة. أنظر: المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، الخاص بقانون سوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/١٠/١، المادة ١٠، الفقرة ٢/أ.

^{١٢٥} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٤٠١، الخاص بتعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٥/٢٨، المادة ١٢.

^{١٢٦} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٤٠١، الخاص بتعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية، المادة ١١.

^{١٢٧} القانون الكويتي، رقم ١٥، الخاص بالشركات التجارية، الصادر عام ١٩٦٠، المعدل بالمرسوم بالقانون الكويتي، رقم ٥٢، الصادر بتاريخ ١٩٩٩/٦/١٥، المادة ١٤٠.

^{١٢٨} القانون السوداني رقم ٤٩، الخاص بسوق الخرطوم للأوراق المالية، الصادر عام ١٩٩٤، المادة ٥١.

^{١٢٩} د. يعقوب يوسف صرخو، "الأسهم وتداولها في الشركة المساهمة"، رسالة مقدمة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت عام ١٩٨٢، غير منشورة، الصفحة ٣٥٤.

ب: المطلع الرئيسي الخارجي

إن افتراض علم المطلع الرئيسي على ما يكون بين يديه من معلومات داخلية وجوهرية مؤثرة لا يأتي فقط ممّن هو من داخل المصدر أو غيره من مصدري المعلومات الداخلية، فقد يوجد شخص خارجي عن مصدر الأوراق المالية ومع ذلك لديه اطلاع مفترض على المعلومات الداخلية فيه، وهو "المطلع الخارجي" "Outside Insiders"، ويوصف بالخارجي لأنّه غير مُستخدم في الشركة^{١٣٠}.

ولم يحدّد قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية موقع الوظيفة أو المركز التي يعلم من خلالها المطلع الرئيسي بالمعلومات الداخلية أو السرية^{١٣١} فيمكن أن تكون في شركة مُصدرة للأوراق المالية فيكون مطلع رئيسي داخلي، أو في أحد الجهات الخارجية عن مصدر المعلومات الداخلية (مثل السوق أو الهيئات أو اللجان الإدارية والتنظيمية المُطلعة أو الشركات الممارسة لنشاطها في السوق والتي يمكنها الاطلاع على المعلومات الداخلية^{١٣٢})، فيصبح حينئذٍ المطلع: "مطلع رئيسي خارجي".

حتى مُفتش الحسابات الذي تُعيّنه هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية -غير المفتش المعين من قبل الشركة- لإجراء عمليات تدقيق محدّدة خلال فترة زمنية معينة وعلى نفقة

¹³⁰ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.2.1.1., page 8, 9.

^{١٣١} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{١٣٢} نصّ قرار رئيس مجلس المفوضين السوري رقم (٩٤)م لعام ٢٠١٠ على أنّه: "يتعين على الشركة المرخص لها ممارسة أعمال الوساطة في الأوراق المالية تزويد الهيئة بقوائم شهرية بأسماء الأشخاص من غير العاملين فيها والذين تستعين بهم لتقديم خدمات محددة تمكنهم من الاطلاع على معلومات داخلية ترتبط بممارسة الشركة لأعمالها، ومدرائهم المباشرين في الشركات التي يعملون بها، وأسماء أزواجهم أو زوجاتهم وأبنائهم القصر، ويتولى ضابط الامتثال (الشخص المكلف بمراقبة أعمال شركة الوساطة المالية) مهمة إبلاغ الهيئة بكافة الصفقات المنفذة عن طريق الشركة لصالحهم". أنظر: قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (٩٤)م، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١٠/٥، المادة ١.

وهذا النص يوضّح ضرورة التصدي لإمكانية استغلال المطلع الرئيسي الخارجي على المعلومات الداخلية التي اطلع عليها لدى شركة الوساطة. ونقترح أن يتم تعميم التزام شركة الوساطة المذكور في هذا النص على جميع الشركات والجهات المدرجة في السوق حتى يتم الإحاطة بكل حالات الاطلاع الرئيسي الخارجي ومراقبتها.

40 الشركة^{١٣٣} يُعتبر مُطَّعاً رئيسياً خارجياً، وتتركز خطورة الاستغلال هنا في أنّ المطَّع الموظف العام يتمتع بثقة في شخصه كونه يُمثّل الدولة التي يحق لها الاطلاع على مجريات الأمور والمعلومات الداخلية.

أمّا قانون سوق رأس المال المصري فقد اعتبر أنّ كل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون، أو حَقَّق نفعاً منه أو زوجته أو أولاده مستحقاً لعقوبة استغلال المعلومات الداخلية^{١٣٤}، وبالتالي فالقانون المصري أيضاً لم يحدّد العمل الذي يؤدي لاتصال الشخص بالمعلومات الداخلية فقد يكون العمل في المُصدر وبما يتّصل بأسراره، أو في كيان غير مُصدر للأوراق المالية، وفي الحالتين يكون المطَّع رئيسي.

وقد عرّفت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) المطَّع الرئيسي الخارجي في لائحتها المتعلقة بالتلاعب بالسوق بالشخص الذي يمتلك الوصول إلى هذه المعلومات من خلال ممارسة وظيفته أو مهنته أو واجباته^{١٣٥}، ويجعل هذا التعريف الشخص المطَّع الرئيسي الخارجي من ضمن المُطلعين الرئيسيين.

ومن جميع التشريعات السابقة نجد أنّه يجب إدخال أصحاب المناصب العامة ذوي الإطلاع الرئيسي الخارجي على المعلومات الداخلية في فئة المُطلعين الذين يفترض فيهم العلم بالمعلومات واستغلالها^{١٣٦}.

ولكن هل نمنع المطَّع الرئيسي الخارجي من التعامل على الأوراق المالية العائدة للمُصدر الذي يطلّع على معلوماته الداخلية؟.

^{١٣٣} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٢، الخاص بنظام الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية وقواعد ممارستها لأعمالها، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١٧، الفقرة ب.

^{١٣٤} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ٢٢/٦/١٩٩٢، المادة ٦٤.

^{١٣٥} Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 622-2, 3°.

^{١٣٦} وفي حادثة واقعية جرت في المملكة العربية السعودية عام ٢٠٠٦، تبين أنّ لبعض القائمين في هيئة سوق المال في السوق المالية السعودية (تداول) دور كبير في إفشاء معلومات داخلية عن نتائج التداول قبل أن يتم الإعلان عنها، وذلك لمصلحة تجار كبار وأشخاص ذوي مصالح. أنظر:

د.حسام أبو طعيمة، دور شفافية المعلومات تجاه إعادة الثقة لصغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودي. (بالطبيق على منطقة عسير)، الندوة العلمية الأولى لقسم المحاسبة (السوق المالية السعودية: نظرة مستقبلية)، جامعة الملك خالد، أبها، ١٣-١٤ نوفمبر/تشرين الثاني ٢٠٠٧ م، الصفحة ٢٢.

41 في هذا السياق منع قانون سوق الأوراق المالية السوري المدير التنفيذي للسوق أن يساهم أو يمتلك أو يقع تحت تصرّفه أية أوراق مالية صادرة عن أي شركات خدمات أو وساطة مالية عضو في السوق^{١٣٧}، وكذلك منع النظام الداخلي لمركز المقاصة والحفظ المركزي مدير المركز من القيام بأي عمل حكومي أو تجاري آخر أو أن تكون له مصلحة أو ملكية في أي شركة خدمات ووساطة مالية في السوق^{١٣٨}.

وهي قواعد تنظم حالات استثنائية فالموظف الرسمي المطلع بشكل رئيسي على المعلومات الداخلية من خارج مصدرها لم يمنع من التعامل بها بشكل كامل، وإنّ وجهة النظر التي تقول بالمنع النهائي للمطلع الرئيسي الخارجي من التعامل على الأوراق المالية العائدة للمصدر المطلع عليه هي وجهة نظر ليست بعيدة عن الصواب، لأنّ المطلع هذا إن قام باستغلال المعلومات الداخلية بشكل حذر تصعب ملاحظة قيامه بهذه الممارسة، ويصعب إقامة الدليل عليه^{١٣٩}.

ثانياً: المطلع الثانوي على المعلومات الداخلية

"المطلع الثانوي" "Secondary Insider" أو "الوكيل" "agent" كما سماه قانون تعامل المطلعين البريطاني^{١٤٠} هو شخص عادي، لا يملك من السلطات الظاهرة شيئاً مهماً بالنسبة للمعلومات الداخلية، حتى أنّ البعض أطلق عليهم تسمية "أشباه المطلعين" "Quasi Insiders"^{١٤١}، لكنهم بالمقابل يطلعون بطريقة غير مشروعة على المعلومات الداخلية، وهذا ما يعطيهم أفضلية العلم بالمعلومات "Information Advantage"، وهو ما يخالف مبدأ المساواة بين المساهمين في الحصول على المعلومة. و المطلع الثانوي من الممكن أن يكون من داخل مصدر المعلومات الداخلية أو من خارجه.

^{١٣٧} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، الخاص بقانون سوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ١٠/١٠/٢٠٠٦، المادة ١٢، الفقرة هـ. أنظر أيضاً: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٧١، المتضمن نظام معايير السلوك المهني في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ١٨/٦/٢٠٠٨، المادة ٣، الفقرة ج.

^{١٣٨} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ١١٦، الخاص بالنظام الداخلي لمركز المقاصة والحفظ المركزي، الصادر بتاريخ ٢٥/٨/٢٠٠٨، المادة ٤.

^{١٣٩} S. BRODY, criminal insider trading: prosecution, legislation, and justification, Stanford Law school, May 2009, page 20.

^{١٤٠} UK company securities (insider dealing) act, issued in 11th march 1985, sections 13/1.

^{١٤١} د. حسين فتحي، مرجع سابق، الصفحة ١٢٧.

أ: المَطَّلَعُ الثَّانَوِي الدَّاخِلِي

يحاول المستثمرون تفادي الأخطار المحيطة بهم بثتى الوسائل وحتى إزالتها تماماً عبر التعامل بناءً على المعلومات الداخلية، فأصبحت هذه المعلومات مثل الكنز الثمين الذي يحوم حوله الراغبين بالاطّلاع عليه، خاصّة إن كان هناك اتصال مع الجهة التي تُصدر هذه المعلومات مثلما يحدث مع المَطَّلَعُ الثَّانَوِي الدَّاخِلِي، الذي هو عبارة عن مستخدم في المُصدر ولكن غير مخوّل بالاطّلاع على المعلومات الداخلية.

ولم ينص قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية على اعتبار استغلال المعلومات الجوهرية غير المعلنة (الداخلية) من المَطَّلَعِينَ الثَّانَوِيِينَ قبل نشرها للجمهور مخالفة للقانون بشكل واضح^{١٤٢}، بل اكتفى بحظره استغلال الشخص بحكم وظيفته أو مركزه لمعلومات داخلية أو سرية تتعلق بأوراق مالية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية أو إنشاء هذه المعلومات لغير مرجعه المختص أو القضاء^{١٤٣}، وكذلك حظر الخداع أو التديليس أو التلاعب بنشاط الإصدار أو التداول أو الانتقال لملكية الأوراق المالية^{١٤٤}. فمن الممكن شمول النص العام الخاص باستغلال المعلومات الداخلية للمَطَّلَعِ الثَّانَوِي عن طريق قاعدة أنّ "المُطَّلَقُ يجري على إطلاقه والعام يبقى على عمومه ما لم يرد دليل بالتقييد أو بالتخصيص"، مع أنّنا لا نذهب مع هذا الرأي فاعتبار الوظيفة أو المركز صلة وصل بين الشخص والمعلومات الداخلية يفترض برأينا وجود علاقة مباشرة بنشاط الجهة^{١٤٥} مصدر

^{١٤٢} كذلك قام المشرع المصري أيضاً بحماية استغلال المعلومات غير المعلنة بصفة جزئية. أنظر: د. شعبان أحمد محمود، د. رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون رأس المال، الجزء الثاني، دار أبو المجد للطباعة بالهرم، القاهرة، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى، الصفحة ١٦٩١، أنظر كذلك: القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٤.

^{١٤٣} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{١٤٤} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٩/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{١٤٥} د. عمر سالم، مرجع سابق، الصفحة ٤٥.

43 المعلومات الداخلية، أي أنّ الوظيفة أو المركز الذي يعطي المعلومات الداخلية تعبير يناسب المطلّعين الرئيسيين فقط^{١٤٦}.

وأخيراً، جاءت تعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية بحظر عام وصريح على "كافة المتعاملين" بتداول الأوراق المالية بناء على المعلومات الداخلية أو أي معلومات جوهرية قبل الإعلان عنها في السوق^{١٤٧}.

وبالنسبة لقانون سوق رأس المال المصري فقد نصّ على تجريم تحقيق النفع من السر أو المعلومات الداخلية الذي يتم الاتصال بها بحكم العمل^{١٤٨}، وهذا النص لا يشمل المطلّع الثانوي إلاّ بناءً على قاعدة المطلق يبقى على إطلاقه، وهي قاعدة يجب أن يتم الحذر في تطبيقها عند النص الجزائي فلا جريمة ولا عقوبة إلاّ بنص قانوني ويفضّل التفسير الضيق في مجال فرض العقوبات.

ولكن تلافيت قواعد العضوية في البورصة المصرية بعد ذلك هذا العموم ونصّت على "حظر أي تعامل" بناءً على اطلاع على معلومات جوهرية غير معلنة بدون تحديد شخصية المطلّع (رئيسي أم ثانوي)^{١٤٩}.

بينما ذكرت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) في لائحتها الخاصة بالتلاعب بالسوق الشخص الذي يطّلع على المعلومات بسبب ميزة أعطته إيّاها جريمة أو مخالفة^{١٥٠}، وبهذا فقد تمّ اعتبار المطلّع الثانوي والذي يحوز على المعلومات بعد واقعة إفشائها، مُطلّعاً على المعلومات الداخلية ممّا يوجب عليه عدم التعامل على أساسها في السوق^{١٥١}.

^{١٤٦} مع استثناء حالة أن تكون الشركة المرخّصة للتعامل بالأوراق المالية هي المطلّع الثانوي مستغل المعلومات، فهذه الحالة تمّ النص عليها بصراحة في نظام معايير السلوك المهني في سوق دمشق للأوراق المالية، أنظر: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٧١، الخاص بنظام معايير السلوك المهني في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٨/٦/١٨، المادة ١٢، الفقرة ١١.

^{١٤٧} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٤٠١، الخاص بتعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٥/٢٨، المادة ١٤.

^{١٤٨} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بقانون سوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٤.

^{١٤٩} قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٤/١٧، المادة ٣٨.

^{١٥٠} Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), Article 622-2, 4°.

^{١٥١} أقرّ القضاء الفرنسي بمسؤولية مهندس غير مخوّل بالاطلاع على المعلومات الداخلية (مطلّع ثانوي داخلي) في شركة CARRFOUR في فرنسا بعد استغلاله لحديث مدير الشركة مع مدير شركة أخرى سمعه بالمصادفة،=

ولذلك ومن خلال استعراض القوانين السابقة، تظهر لنا نتيجة تتمثل بأنه لا بد من حظر استغلال المعلومات الداخلية من المطلع الثانوي الداخلي الذي يتمسك ببراءته المفترضة من موقعه الذي قد يستفيد منه باستخراج المعلومات الداخلية والتعامل على أساسها، فقد يكون هذا سر تحوّل بعض الأشخاص من عمال نظافة إلى رأسماليين أثرياء، وأيضاً فنيي أجهزة الكمبيوتر والسائقين والسكرتارية غير المسموح لهم بالاطلاع على المعلومات الداخلية الذين حقق عدد منهم أموال كثيرة في الظلام.

ب: المطلع الثانوي الخارجي

ليس للمطلع الثانوي الخارجي صفة في داخل المصدرين أو غيرهم من مصدري المعلومات الداخلية، ولا يقع عليهم أي واجب تجاه هذه الجهات، فالخارجيين هم أشخاص مستقلين عن مصدر المعلومات وقد يحصلون على المعلومات الداخلية بأساليب غير مشروعة تُدعى على الأغلب بالاتصالات التي تجري "وراء الكواليس" "Behind the Scenes"، وبالتالي لا يفترض فيهم بالتأكيد معرفة أية معلومات عن الجهة التي أنتجتها إلا ما تم الإفصاح عنه قانوناً، وهذا يعني ضرورة إثبات واقعة استغلالهم للمعلومات الداخلية لأنهم هنا يُعتبرون خارج الشبهات حتى يثبت العكس.

وقد تصل المعلومات الداخلية إلى المطلع الثانوي الخارجي عبر المصادفة فنطلق عليه اسم "المطلع العرضي" "Accidental Insider"^{١٥٣}.

وعلى هذا فقد فرضت تعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية حظر عام وصريح على "كافة المتعاملين" بتداول الأوراق المالية بناء على المعلومات الداخلية أو أي معلومات جوهرية قبل الإعلان عنها في السوق^{١٥٤}، وهذا الحظر العام يشمل بكل تأكيد المطلع الثانوي الخارجي لأنه لن يستطيع أن يتصل من كونه متعامل في السوق.

=وتعامله في السوق على أساس هذه المعلومات. أنظر: د.عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحتين ٤٦ و ٤٧.

¹⁵² V.E. SCHWARTZ, P.D. BERNSTEIN, protect investors from plaintiffs' lawyers' stock manipulation, Legal Backgrounder, Washington Legal Foundation, Vol. 18 No. 28, 27, June 2003, page 1.

¹⁵³ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.2.2.2., page 9.

^{١٥٤} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٤٠١، الخاص بتعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٥/٢٠٠٩، المادة ١٤.

وفي مصر، أدخلت قواعد العضوية في البورصة المصرية المُطلَع الثانوي الخارجي في نطاق المُطلَعين على المعلومات الداخلية عندما أعطى حكم الاطّلاع عليها بصورة شرعية نفس حكم الاطلاع عليها بصورة غير شرعية^{١٥٥}، مما يجعل المُطلَعين الثانويين من الخارج والذين اطلعوا على المعلومات الداخلية بشكل يخالف القانون من فئة المُطلَعين على المعلومات الداخلية.

وقد اعتبرت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) الشخص الذي يخوّل نشاطه الإجرامي أو المخالف للقانون الوصول للمعلومات المتميزة، مُطلَعاً عليها^{١٥٦}.

وحسب ما لمسناه من عرض القوانين السابقة فإنّ معظمها تُغطّي المُطلَعين الثانويين فيما يخص منعهم من استغلال المعلومات الداخلية من خلال التعريفات العامة^{١٥٧}، وذلك طبعاً لاستحالة الإحاطة بكل الحالات التي ستحدث مستقبلاً والتي تعطي المعلومات الداخلية لشخص غير مخوّل بحيازتها مثل حالات المصادفة والاطّلاع بسبب الظروف.

وبرأينا فإنّ صفة الشخص لا تتغيّر من وجوب النص على عقوبة تُفرض على الممارسات التي اقترفها طالما كان مخالفاً للقانون^{١٥٨}، ولذلك يُحبَّذ عدم تقييد حظر تعامل المُطلَع على أساس المعلومات الداخلية بوجود علاقة من أي نوع مع مُصدر الأوراق المالية أو مصدر المعلومات الداخلية.

ونستطيع أن نقول بأنّ أكثر الخارجيين عن مُصدري المعلومات قدرة على الولوج إلى داخل الحظر الموجود على المعلومات الداخلية، هي الجهات التي تقدم خدمات مالية داخل

^{١٥٥} قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق

المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦، المادة ٢، الفقرة ١٣.

^{١٥٦} Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 622-2, 4°.

^{١٥٧} The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.2.2.2., page 9

^{١٥٨} وقد أكد القضاء في الولايات المتحدة ضرورة "حماية سلامة أسواق الأوراق المالية ضد انتهاكات الأشخاص الثانويين الخارجيين بالنسبة للشركة التي تمّت حيازة معلوماتها السرية من قبلهم، والتي ستؤثّر على سعر أوراقها المالية عندما يتم الإفصاح عنها". أنظر:

United States Supreme Court versus O'Hagan, 1996. See: S.M. BAINBRIDGE, insider trading, in Encyclopedia of Law and Economics, Cheltenham, Edward Elgar, 2000, page 776, 777.

46 سوق الأوراق المالية وموظفيها، مثل شركات الوساطة المالية، وشركات الاستشارات المالية، وشركات إدارة المحافظ المالية^{1٥٩}، ووكالات الأنباء المختصة بالمجال الاقتصادي،... الخ. ونتيجةً لوعي السوق بأنَّ موظفي شركات الخدمات المالية والشركات ذاتها قد يشكّلون مُطلَعاً ثانوياً ممكناً من خارج الجهات التي تُصدر المعلومات الداخلية فقد أعطى نظام الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية وقواعد ممارستها لأعمالها في سورية الحق لمجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية إلغاء ترخيص أي من شركات الخدمات المالية المرخصة في عدة حالات منها حالة عدم تحلّي مسؤولي وموظفي الشركة بالكفاءة الفنية والمهنية اللازمة لقيامهم بأعمال الشركة، وبشكل خاص فيما يتعلّق بقضايا الاستقامة والنزاهة والأمانة وحماية مصالح العملاء والالتزام باللوائح والقواعد الواردة في هذا النظام^{1٦٠}.

المبحث الثاني

أساليب استغلال المعلومات الداخلية

إنّ دراسة التصرفات التي تُمثّل الممارسات غير القانونية أو "التصرفات المحظورة" "Prohibited Activities" عن طريق المعرفة الحقيقية بوقائع استغلال المعلومات الداخلية يُعدّ "القضية المفتاحية" "Key Issue"^{1٦١}، في دراسة هذه الممارسة. حيث ينتقل المُطلّع من مرحلة الوصول إلى المعلومات الداخلية إلى مرحلة البدء بتنفيذ الممارسة والاستغلال الفعلي لها. وحتى نعطي فكرة وافية ومعقّمة عن أساليب استغلال المعلومات الداخلية ينبغي أن ندرس هذه الأساليب من حيث أنواعها ومواجهتها في المطلبين التاليين.

^{1٥٩} لمزيد من المعلومات حول استغلال المعلومات الداخلية من شركة إدارة المحافظ المالية وخرقها للالتزام بالمحافظة على استقرار السوق المالي، أنظر: د. نصر على طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصلية لبروصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ٢٠٠٣، الصفحة ٤٢١.

^{1٦٠} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٢، الخاص بنظام الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية وقواعد ممارستها لأعمالها، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١٠، الفقرة أ.

¹⁶¹ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.3., page 9.

المطلب الأول

أنواع أساليب استغلال المعلومات الداخلية

وفقاً لمبادئ سوق الأوراق المالية يُفترض أن تتأاح المعلومات الجوهرية المؤثرة على قرار المستثمرين للجمهور بهدف تحقيق التساوي في الوصول إلى المعلومات المؤثرة على الأسعار وإعطاء الإمكانية للمستثمرين بأن يتخفوا قرارهم بناءً عليها، فإذا قام المُطلع بانتهاك هذا المبدأ واستغلال المعلومات الداخلية مباشرة لتحقيق "منفعة شخصية" "Personal Gain"، ينشأ الأسلوب المباشر، وهو ما يدعى بـ"التعامل" "Trading".

أمّا الأسلوب غير المباشر وهو ما يُطلق عليه "الاتصال" "Tipping"، فيعتمد على انتقال المعلومات الداخلية إلى شخص ثالث (المُتصل) وهو غير مصدر المعلومات والمُطلع الرئيسي، وبعدها يقوم هذا المتصل باستغلال المعلومات الداخلية.

أولاً: الأسلوب المباشر

لاستغلال المعلومات الداخلية

ينشأ الأسلوب المباشر لاستغلال المعلومات الداخلية عند "اطّلاع فئة محددة من الأشخاص على المعلومات الداخلية بشكل شرعي واستغلالهم المباشر والشخصي لها"، ولهذا فإنّ على القانون وضع قواعد تمنع هذا الأسلوب.

وتتركز خطورة الأسلوب المباشر في سرعة استغلال المعلومات وصعوبة كشف الاستغلال لأنّه في جانب منه أمر نفسي شخصي، والقانون من واجبه بالتالي تسهيل إثبات هذه الممارسة عبر وضع معيار موضوعي كالقريضة التي على المُطلع الرئيسي.

ويجب أن نشير إلى أنّ تنفيذ الأسلوب المباشر لاستغلال المعلومات الداخلية يستهدف منفعة المُطلع على هذه المعلومات والذي يقوم باستغلالها مباشرة ونسبي الممارسة عندئذ "خدمة منفعة المُطلع على المعلومات الداخلية"، وقد تستهدف الشركة في حالة أخرى منفعتها عبر استغلالها لمعلوماتها الداخلية إذا دخلت إلى السوق لتشتري أوراقها المالية، ونطلق على هذه الحالة "خدمة منفعة الشركة بمعلوماتها الداخلية".

أ: خدمة منفعة المُطَّلَع على المعلومات الداخلية

يظهر المُطَّلَعين على المعلومات الداخلية في مركز مُمَيَّز عن باقي المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وعندما يقوم هذا المُطَّلَع بنفسه أو بواسطة الأطراف ذات العلاقة به مباشرة باستغلال المعلومات الداخلية فإنَّه يستهدف غاية محدَّدة وهي تحقيق منفعة بالمصطلح العام لها.

وقد ذكر قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في إطار منعه لاستغلال المعلومات الداخلية قاعدة تتمثل بأن تكون غاية المُستغل للمعلومات الداخلية أو السرية هي "تحقيق مكاسب مادية أو معنوية"^{١٦٢}.

وقد جاء قانون سوق رأس المال المصري بتعبير عام هو "تحقيق النفع"^{١٦٣}، ويدخل في عموم هذا اللفظ جميع أنواع المكاسب وإن لم تكن مادية.

كما أنَّ المشرع المصري هنا استلزم تحقيق المنفعة لقيام استغلال المعلومات الداخلية^{١٦٤}، فتحقق المنفعة في هذا القانون يُعتبر عنصراً أساسياً في ممارسة استغلال المعلومات الداخلية^{١٦٥}، مع أنَّ عدم تحقيق المنفعة لا يجب أن يعني أنَّ الشخص بريء لمجرد فشله بتحقيق مراده من العملية، لذلك كان يُفضَّل ذكر جملة "بغاية تحقيق النفع" لكي تتم ملاحقة مستغل المعلومات الداخلية لمجرَّد وجود إرادة تحقيق منفعة وحتى لو لم تتحقق هذه المنفعة بشكل فعلي.

^{١٦٢} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{١٦٣} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٤. أنظر أيضاً: القانون المصري، رقم ٩٣، الخاص بقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، لعام ٢٠٠٠، المادة ٥٦.

^{١٦٤} عاقب قانون سوق رأس المال المصري: "...كل من أفشى سرا اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون، أو حقق نفعاً منه هو أو زوجته أو أولاده...". أنظر: القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٤.

ومن الواضح من النص السابق أنَّ المشرع المصري استلزم تحقيق النفع لمعاينة استغلال المعلومات الداخلية، وللمزيد من المعلومات، أنظر: د. شعبان أحمد محمود، رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون رأس المال، الجزء الثاني، مرجع سابق، الصفحة ١٦٩٩.

^{١٦٥} د. عمر سالم، مرجع سابق، الصفحة ١٣٧.

حيث أنّ اشتراط تحقق المنفعة يمنع حماية المساهمين والسوق من ممارسات استغلال

المعلومات الداخلية التي لم يتحقق فيها فائدة أو ربح^{١٦٦}.

أمّا قواعد العضوية في البورصة المصرية فقد أقرت عدم جواز استغلال المعلومات من المُطلعين "لحسابهم الشخصي"^{١٦٧}، ويوحى ذلك بإمكانية ملاحقة مستغل المعلومات الداخلية لمجرد السعي وراء مصلحته الشخصية من الاستغلال.

ولكن القواعد نفسها عرّفت المتعامل الداخلي بكل شخص "حقق نفعاً" من التعامل الداخلي أو استغلال المعلومات الداخلية^{١٦٨}، ممّا يعني إصرار هذه القواعد على ضرورة تحقيق النفع في تعريف المتعامل الداخلي والتغاضي عن هذا الاعتبار في نص حظر استغلال المعلومات الداخلية، ويفضّل أن يأخذ القاضي برأينا بالنسبة لهذا القانون بنص حظر استغلال المعلومات الداخلية لأنّه المعنى يمنع الممارسة أكثر من التعريف.

وقد تنبّه المشرع الفرنسي مبكراً لهذه الفكرة، حيث نصّ المرسوم الفرنسي رقم ٨٣٣ لعام ١٩٦٧ على "الالتزام بالامتناع عن الاستفادة" "Obligation d'abstention" من المعلومات المميزة للشركة من قبل طاقم الإدارة والمراقبة فيها^{١٦٩}، وهو التزام شامل لكل ما يؤدي بالمُطلع على المعلومات الداخلية للاستفادة الشخصية من هذا الاطلاع، وبعدها اعتبرت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) أنّه يجب الامتناع عن استخدام المعلومات الداخلية التي في حوزة الفئة المُطلعة عليها "لحسابها الخاص أو لحساب طرف ثالث، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر"^{١٧٠}. وبالنسبة للنصوص السابقة يجب توافر ركن معنوي في ممارسة استغلال المعلومات الداخلية مفاده "استهداف تحقيق منفعة من وراء استغلال المعلومات الداخلية"، وهذا لا يعني ضرورة تحققها فعلاً لقيام الممارسة.

^{١٦٦} ولذلك من الممكن اقتراح اعتبار تحقق المنفعة من الاستغلال موجباً لفرض عقوبة إضافية. أنظر: المرجع السابق، الصفحة ١٩٤، أو لزيادة مبلغ الغرامة والحبس عن الاستغلال الذي لم يُحقق الغاية منه.

^{١٦٧} قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٤/١٧، المادة ٣٨.

^{١٦٨} قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٤/١٧، المادة ٢، الفقرة ١٤.

^{١٦٩} Décret de France, N° 67-833, du 28/9/1967, section 10\1,2.

^{١٧٠} Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 622-1.

أما بالنسبة للمكاسب المادية من الأسلوب المباشر لاستغلال المعلومات الداخلية فالمسألة واضحة، وتتمثل بتحقيق ربح^{١٧١} أو تفادي خسارة^{١٧٢}، ويكون هذا المكسب المادي هو المُحرِّك والباعث وراء ارتكاب هذه الممارسة غير القانونية.

ولكن أليس تحقيق أرباح مادية مستقبلية يستغرق حالة شراء المُطلِّع لأوراق مالية يعلم أنّ أرباحها سوف تتردد، فيشترئها من أجل تقاضي أرباحها وليس من أجل الاستفادة من ارتفاع أسعارها؟.

بالتأكيد يمكننا إدخال أرباح الأسهم ضمن المنفعة المادية التي يستهدف المُطلِّع تحقيقها عند استغلاله المعلومات الداخلية، وذلك لأنّ النفع المادي ذكره قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية دون اشتراط مصدره^{١٧٣}، فالأمر سيان أمام القانون في حالتي تحقيق هذا النفع من بيع الأوراق المالية أو من تقاضي فوائدها، فالمهم هو تحقق النفع.

أما بالنسبة للمكاسب المعنوية الآتية من الأسلوب المباشر لتعامل المُطلِّعين، فنطرح التساؤل الآتي: أليس من الممكن أن يقوم منافس الشركة المُصدرة مثلاً باستغلال معلوماتها الداخلية التي حصل عليها بطرق غير مشروعة (مُطلِّع ثانوي خارجي)؟. وهل يُعتبر ذلك استغلالاً للمعلومات الداخلية وإن لم يستهدف المنافس تحقيق كسب مادي وإنما مجرد إيذاء المنافس؟.

في الحقيقة إنّ إيذاء الشركة المنافسة باستغلال معلوماتها الداخلية يؤدي إلى هز صورة الشركة أمام الجمهور ويدفعهم إلى الاستثمار في الشركة الأخرى، فمثل هذا الفعل يُعطي منفعة مادية على المدى البعيد (أو الربح على المدى الطويل) للشركة التي قامت بالممارسة

^{١٧١} وقد توسّعت محكمة النقض الفرنسية في مفهوم تحقيق الربح من استغلال المعلومات الداخلية وإن كان إرضاءً لـ

"مودة شخصية" "personnel attaché". أنظر:

Cour de cassation de France, chambre criminelle, N° de pourvoi: 05-13047, audience publique du 11 juillet 2006, publication: Bulletin 2006 IV N° 178, page 169 – 184.

^{١٧٢} وقد حكمت محكمة الاستئناف في نيويورك بمسؤولية مدراء شركة "مساعدات التشغيل" MAI عن بيعهم لأوراقهم المالية بعد علمهم بأن أسعار أسهمها ستتدهور بسبب عدم قيام الشركة بالصيانة الدورية لأجهزة الحاسبات الآلية خاصتها. أنظر:

Diamond versus Oreamuno, New York appeal court, 1969. See: S.M. BAINBRIDGE, op. cit., page 795.

^{١٧٣} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

51 على حساب منافستها، فبدلاً من التخطيط لتطوير الشركة ولحاقها بالمنافسين يتم التخطيط لتدمير المنافسين وإنزالهم تحت مستوى المنافسة.

و لا يُشترط في النية المتمثلة بتحقيق منفعة مادية أن تكون هذه المنفعة فورية ولذلك يُعتبر إيذاء المنافس برأينا هنا قد استهدف منفعة مادية بعيدة المدى عند استغلال معلوماته الداخلية.

أما إن أراد منافس الشركة الانتقام المُجَرَّد وإن أدَّى ذلك إلى تحطيمهما معاً بالإضافة إلى القطاع الاقتصادي الذي يباشرون نشاطهم فيه، فهذا ما يشمل مصطلح "المنفعة المعنوية" التي ذكرها قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية^{١٧٤}، وهكذا تم تضمين هذه الممارسة في الحظر المفروض على استغلال المعلومات الداخلية.

ب: خدمة منفعة الشركة بمعلوماتها الداخلية

تتمتع الشركة بشخصية اعتبارية مستقلة عن الشركاء المؤسسين لها وذلك بموجب القيام بإجراءات الشهر^{١٧٥}، وتستطيع من خلال هذه الشخصية المستقلة ممارسة نشاطها باسمها الخاص وليس باسم ممثلها^{١٧٦}، وبالتالي تتحمل الشركة كشخص اعتباري تبعات أعمالها من الناحية القانونية فتدفع التعويضات المدنية من ذمتها المالية، وتتحمّل العقوبات الجزائية غير البدنية.

وهكذا تستطيع الشركة دخول سوق الأوراق المالية مشترياً أو بائعاً، ليس للأوراق المالية العائدة لغيرها من الجهات المدرجة في السوق فحسب، ولكن لأسهمها التي أدرجتها للتداول أيضاً^{١٧٧}.

^{١٧٤} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{١٧٥} وذلك باستثناء شركة المحاصة. أنظر: المرسوم التشريعي السوري، رقم ٢٩، الخاص بقانون الشركات، الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/١٤، المادة ١٣، الفقرة ١، وسبب هذا الاستثناء أن شركة المحاصة لا تظهر للجمهور على أنها شركة، ولذلك خشي المشرع أن يعطيها شخصية اعتبارية فيقوم الشركاء باستغلالها لمصلحتهم وإيذاء الغير حسن النية.

^{١٧٦} "يكون اسم الشركة وفق الأحكام القانونية الخاصة بها". أنظر: المرسوم التشريعي السوري، رقم ٢٩، الخاص بقانون الشركات، الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/١٤، المادة ١١، الفقرة ١.

^{١٧٧} ويأخذ مجلس إدارة الشركة المساهمة وفق أحكام قانون سوق الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه قرار الشراء أو البيع لأسهم الشركة، ويقرر المجلس كيفية التصرف بهذه الأسهم. أنظر: المرسوم التشريعي السوري، رقم ٢٩، الخاص بقانون الشركات، الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/١٤، المادة ٩٧، الفقرة ١.

ولهذا تُعتبر عملية شراء الشركة لأسهمها طريقاً ممكناً لجعل الشركة في موقع مُميّز عن باقي المتعاملين على أسهمها وهو ما يفتح الباب لإمكانية القيام بممارسة استغلال المعلومات الداخلية^{١٧٨}. فتكون الشركة قد انتهكت مبدأ المساواة في الحصول على المعلومة، ومبدأ الإفصاح الفوري عن المعلومات^{١٧٩}.

ولذلك اشترطت لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) -التي تمّ إلغاؤها فيما بعد- أن لا يكون الغرض من عملية شراء الشركة لأسهمها التأثير على السير العادي للسوق وإيقاع الغير في الغلط^{١٨٠}.

ومثل هذه الوقائع هي التي دفعت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) -التي حلت محل لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB)- إلى منع الشركة من شراء أسهمها في فترتين الأولى خلال فترة ١٥ يوماً تسبق نشر حساباتها السنوية أو المرحلية (وهذه الفترة غير كافية بالنسبة للتشريع الفرنسي لأنّ مجلس إدارة الشركة يلتزم بإعداد الحسابات السنوية قبل شهر من تاريخ دعوة الجمعية العامة للاجتماع حسب المادة ٢٤٣ من المرسوم الفرنسي ١٩٦٧/٣/٢٣^{١٨١}) والثانية خلال المدة بين توافر معلومات جوهرية على أسعار أسهم الشركة التي تنوي شراء أسهمها وبين تاريخ الإفصاح عن هذه المعلومات للجمهور^{١٨٢}.

والسؤال هنا، هل يُسأل المصدر كشخص اعتباري عن استغلال معلوماته الداخلية لمصلحته، وخاصةً في عملية شراء الشركة لأسهمها؟.

^{١٧٨} أستاذنا الدكتور محمد محب الدين قرياش، "النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، دراسة مقارنة بين القانونين الفرنسي والمصري"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت عام ٢٠٠٤، غير منشورة، الصفحة ١٧١.

^{١٧٩} وقد حدثت حالة واقعية في مصر عام ٢٠٠٢، حيث قامت إحدى الشركات بشراء أسهمها على أساس استغلالها لمعلوماتها الداخلية. أنظر: د. شعبان أحمد محمود، د. رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون رأس المال، الجزء الأول، دار أبو المجد للطباعة بالهرم، القاهرة، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى، الصفحة ٩١٤.

^{١٨٠} Commission des opérations de bourse (COB) de France, règle N° [98-03], 1998, section 7/1.

^{١٨١} أستاذنا الدكتور محمد محب الدين قرياش، مرجع سابق، الصفحة ١٧٧، والهامش ١.

^{١٨٢} Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 631-6.

بالنسبة للمُشرِّع السوري، فقد نصَّ على عبارة "شخص ما" في إطار منعه لاستغلال المعلومات الداخلية^{١٨٣}، وهو ما يعني أنَّ المستغل قد يكون شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً، فأبي شخص سوف يكون مسؤول عن ممارسة الاستغلال ولو كان وجوده معنوياً وليس مادياً أو طبيعياً.

أمَّا قانون سوق رأس المال المصري فقد استخدم لفظ "كل من" في إطار منع استغلال المعلومات الداخلية وأتبعها بـ "حقوق نفعاً هو أو زوجته أو أولاده"^{١٨٤} وهذا ما يعطي الانطباع بأنَّ لفظ "كل" يشمل الشخص الطبيعي فقط^{١٨٥}، ولكن بعدها وضعت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال التزامين على "الشركة" - كشخص معنوي - بالامتناع عن استغلال المعلومات الداخلية^{١٨٦}، والمحافظة على سرية بيانات العملاء وعليها أن تكفل التزام مديريها والعاملين بها بهذا الالتزام^{١٨٧}، وبالتالي تمَّ وضع مسؤولية على الشخص المعنوي بالإضافة إلى مسؤوليته عن أعمال تابعيه^{١٨٨} والأهم أنَّ قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية في البورصة المصرية، حظرت استغلال المعلومات المؤثرة على سعر الأوراق المالية والشراء أو البيع على أساسها من "الشركة"^{١٨٩}، وبهذا تمَّ إدخال الشركة كشخص اعتباري ضمن الممارسين المحتملين لاستغلال المعلومات الداخلية.

ومن جهة أخرى، نصَّ القانون الفرنسي رقم ٥٩٧ لعام ١٩٩٦ بصريح العبارة على إمكانية تحقق المسؤولية الجنائية للأشخاص الاعتبارية^{١٩٠}، وبعد ذلك أوضحت هيئة الأسواق

^{١٨٣} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{١٨٤} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٤.

^{١٨٥} د. صالح البربري، مرجع سابق، الصفحة ٢١٥.

^{١٨٦} قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري، رقم ١٣٥، الخاص بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون ٩٥ لعام ١٩٩٢، الصادر بتاريخ ١٩٩٣/٤/٢٨، المادة ٢٤٤.

^{١٨٧} قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري، رقم ١٣٥، الخاص بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون ٩٥ لعام ١٩٩٢، الصادر بتاريخ ١٩٩٣/٤/٢٨، المادة ٢٣٠.

^{١٨٨} د. نصر على طاحون، مرجع سابق، الصفحة ٤٣١.

^{١٨٩} قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٣٠، بشأن قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي القاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ٢٠٠٢/٦/١٨، والنافذ اعتباراً من ٢٠٠٢/٨/٢٨، المادة ٢٨.

^{١٩٠} Loi de France, de modifiée de modernisation des activités financières, N° 96-597, du 2 juillet 1996, section 10/4.

المالية الفرنسية (AMF) أنّ الشخص الطبيعي الذي له سلطة اتخاذ القرار يتعامل الشخص الاعتباري على أساس المعلومات الداخلية ينطبق عليه مفهوم المُطّلع الذي قام بتعامل المُطّلعين¹⁹¹، ويكون بالتالي هو المسؤول عن هذه الجريمة من ناحية المسؤولية الجزائية. ويُفضّل النص الصريح على مسؤولية الشخص المعنوي عن ممارسة استغلال المعلومات الداخلية لخطورة هذه الجريمة وخوفاً من تفسير الصمت بالإجازة¹⁹²، خاصة في ظل السماح للشركات بشراء أسهمها حيث يجب أن يترافق ذلك بحماية قانونية لجمهور المساهمين والسوق.

ثانياً: الأسلوب غير المباشر

لاستغلال المعلومات الداخلية

قد يجد المُطّلع على المعلومات الداخلية نفسه في موقع شُبْهة، وَيَعْتَبِر -تبعاً لخوفه- أنّ الأنظار من حوله تضعه في موقع اتهام، وعلى الرغم من ذلك يريد مخالفة القانون وتحقيق المنافع غير المشروعة عبر الكنز الذي بين يديه (المعلومات الداخلية).

ولن يجد المُطّلع الرئيسي وسيلة أفضل من "إفشاء" "Tipping" أو "تمرير" "Passing" هذه المعلومات لشخص آخر بمقابل دفع ثمنها، وهذا الشخص الثالث الذي يعلم بالمعلومات بعد مصدرها والمُطّلع عليها، نسميه "المُتّصل الرئيسي" "Principal Tippee"¹⁹³ أي أول شخص اتصل بالمعلومات الداخلية عن طريق المُطّلع عليها، وتُعد واقعة "الاتصال" بحد ذاتها مخالفة للقانون.

وبعدها سيقوم المُتّصل على الأغلب بالتعامل على الأوراق المالية في السوق على أساس هذه المعلومات التي أُفْشيت له، وعندها تنشأ مخالفة أخرى للقانون وهي "استغلال المعلومات الداخلية من المُتّصل الرئيسي"، حيث أنّ المُطّلع الرئيسي قد لا يستغل المعلومات الداخلية بنفسه خوفاً من العقوبة¹⁹⁴.

ومن جهة أخرى، قد يجد المُتّصل الرئيسي نفسه أيضاً قد اقترب من مواقع الشبهات عند اتصاله بالمُطّلع الذي أعلمه بالمعلومات، أو أنّه لا يريد زج نفسه في تداول حقيقي على

¹⁹¹ Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 622-2.

¹⁹² د. عمر سالم، مرجع سابق، الصفحة ١٥٤.

¹⁹³ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.2.2.1., page 9.

¹⁹⁴ T.P. WISNIEWSKI, M.T. BOHL, op. cit., page 3.

أساس المعلومات الداخلية، أو أنّ المُتَّصِل لا يعرف أي شيء عن سوق الأوراق المالية.. الخ، وغيرها من الأسباب التي قد تدفع المُتَّصِل الرئيسي إلى إفشاء المعلومات الداخلية لشخص رابع والذي من الممكن أن يفشيها هو الآخر لشخص خامس.. الخ، وهكذا قد تنتقل المعلومات بين عدد غير محدّد من الأشخاص الذين يبيعونها بمقابل أسعار مختلفة حتى تصل إلى الشخص المُتَّصِل الذي يستغلّها بالفعل في تعامل على الأوراق المالية، ونسمي كل مُتَّصِل على المعلومات بعد المُتَّصِل الرئيسي بـ"المُتَّصِل الثانوي" "Secondary Tippee"¹⁹⁵، وعندما يقوم هذا المُتَّصِل بالتعامل الداخلي في السوق نسَمّي ممارسته هذه بـ"استغلال المعلومات الداخلية من المُتَّصِل الثانوي".

أ: استغلال المعلومات الداخلية من المُتَّصِل الرئيسي

عندما يتم تمرير المعلومات الداخلية إلى "مُتَّصِل رئيسي" "Principal Tippee" من مُطَّع رئيسي¹⁹⁶، تنشأ على الفور ممارسة إفشاء المعلومات الداخلية من مُطَّع عليها، وبعد ذلك قد يقوم المُتَّصِل الرئيسي باستغلال المعلومات الداخلية بقصد تحقيق منفعة معينة، وبالتالي لا يقتصر استغلال المعلومات الداخلية على المُطَّعين¹⁹⁷.

وهذه الممارسة تنتهك مبدأ المساواة في الحصول على المعلومة بشكل واضح، فالسبب الذي جعل المُتَّصِل الرئيسي يمتلك أفضلية على باقي المتداولين هو دفعه ثمن المعلومات التي أفشاها المُطَّع عليها، وهو أمر مرفوض، ولذلك تمّ اعتبار إفشاء المعلومات الداخلية مخالفة للقانون كونه يهدم مبدأ تكافؤ الفرص¹⁹⁸، ويجرّك العرض والطلب قبل أن يتم الإفصاح عن المعلومات الداخلية التي تمّ إفشاؤها. فيجب إذاً حظر إفشاء المعلومات الداخلية من المُطَّع إلى المُتَّصِل الرئيسي الذي يعتبر شخص "خارجي" "Outsider"، ومنع المُطَّع والمُتَّصِل الرئيسي من استغلال المعلومات الداخلية.

¹⁹⁵ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.2.2.1., page 9.

¹⁹⁶ ولا يعتبر المُتَّصِل الذي يتلقّى المعلومات الداخلية من مُطَّع ثانوي مُتَّصِلاً رئيسياً، وذلك لأنّ المُطَّع الثانوي قد يكون أحد المتصلين الذين حصلوا على المعلومات بطريقة غير مشروعة مثل الإفشاء، أمّا المُتَّصِل الرئيسي فهو الشخص المُطَّع الذي يتلقّى المعلومات من مصدر موثوق مخوّل بالاطلاع على المعلومات وهو المُطَّع الرئيسي.

¹⁹⁷ Protocole de prévention d'un délit d'initié, op.cit., section 1.4, page 3.

¹⁹⁸ د. صالح البربري، مرجع سابق، الصفحة ٢٤٤.

ويتحمّل الآثار السلبية لاستغلال المعلومات الداخلية عموم المستثمرين مع مُصدري الأوراق المالية التي تمّ التعامل عليها على أساس المعلومات الداخلية، ولهذا جاء دور القانون والجهات القائمة على تنفيذه لإيقاف ومنع ومعاقبة استغلال المعلومات الداخلية من المُتصل الرئيسي.

وقد نصّت أغلب القوانين على تحريم إفشاء المعلومات الداخلية حيث أنّ تزويد المعلومات المطلوبة للغش كان يُعدّ جريمةً دائماً¹⁹⁹، ولهذا اعتبرت معظم القوانين إفشاء المعلومات بذاته مخالفة للقانون، بدون اشتراط وجود منفعة أو تحقّق ضرر، فالجريمة تقوم بدون النظر إلى الضرر الذي تكبّدته الشركة أو المنفعة التي حصل عليها المُفشي²⁰⁰.

وقد اعتبر قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية إفشاء المعلومات الداخلية مخالفة لأحكام القانون وذلك في حالة إفشاء المعلومات التي يتحصّل عليها شخص ما بحكم وظيفته أو مركزه لغير مرجعه المُختص أو القضاء²⁰¹، وكذلك أخذ قانون سوق رأس المال المصري بنفس الموقف، فاعتبر كل شخص أفشى سراً اتّصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون هو المستحق لعقوبة الإفشاء²⁰².

أمّا في فرنسا فقد صدر قانون ١٩٨٩/٨/٢ أو عدّل مرسوم إنشاء لجنة عمليات البورصة (COB) فأضاف فقرة للمادة ١٠-١ عاقب فيها على إعلان المعلومات المميزة لشخص آخر من غير الكادر العادي لمهنة أو وظيفة المُطلّع إذا كانت ممارسة هذه المهنة أو الوظيفة هي السبب في حيازة تلك المعلومات²⁰³.

¹⁹⁹ E.W. KITCH, regulation of the securities market, in Encyclopedia of Law and Economics, Cheltenham, Edward Elgar, 2000, page 823.

²⁰⁰ د.شعبان أحمد محمود، رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون رأس المال، الجزء الثاني، مرجع سابق، الصفحة ١٦٩٥.

²⁰¹ القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، شرح أحكام قانون رأس المال، الجزء الثاني، وكان قانون سوق الأوراق المالية السوري قد حظّر على المدير التنفيذي في السوق ونائبه وأي من موظفي السوق إفشاء أية معلومات سرية اطلّعو عليها بحكم عملهم داخل السوق لأي طرف آخر غير مُفوّض بالاطّلاع عليها، المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، الخاص بقانون سوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/١٠/١، المادة ١٢، الفقرة ٢/هـ. أنظر أيضاً: قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (٣١)م، الخاص بـ"نظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات" قواعد حوكمة الشركات المساهمة، الصادر بتاريخ ٢٠٠٨/٦/٢٩، المادة ٧، الفقرة ج.

²⁰² القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٤.

²⁰³ Loi de France, du 2\8\1989, section 10/1/2.

وبعد إلغاء لجنة عمليات البورصة الفرنسية، جاءت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) بنص في لائحته المتعلقة بالتلاعب في السوق يلزم الأشخاص المُطَّلعين على المعلومة المتميزة بالامتناع عن "الإفصاح عن المعلومات" إلى شخص آخر بشكل مخالف لقواعد وظيفته أو واجبات مهنته²⁰⁴.

وعلى هذا، فإنَّ إفشاء المعلومات الداخلية من المُطَّلع الرئيسي عليها هو أمر مُتَّق على اعتباره مخالفة للقانون في العديد من التشريعات، وكذلك فإنَّ استغلال المُتَّصل الرئيسي الذي تحصَّل على هذه المعلومات في الصورة الأخيرة هو بالتأكيد تعامل غير مشروع. ونلاحظ من القوانين السابقة أنَّ المُتَّصل الرئيسي لم يتم ذكره كشخص قام بمخالفة للقانون بما يخص ممارسة إفشاء المعلومات إليه إلا بنصوص عامة قد لا يتم تفسيرها بهذا الاتجاه، فالشخص الذي يتلقَّى المعلومات الداخلية من المُطَّلع الرئيسي يُسأل قانونياً فيما لو قام باستغلالها. أما قبل ذلك فلا يوجد ما يُجرِّم قيامه بتلقِّي المعلومات مع أنَّ نيته قد تتجه في ذلك الوقت إلى استغلالها في السوق، ومع أنَّه يكون قد انتهك مبدأ الإفصاح العام عن المعلومات²⁰⁵.

ويبدو أنَّ السبب هو صعوبة إقامة الدليل لمساءلة المُتَّصل عن عملية الإفشاء، خاصَّة أنَّ ما يربط المشتركين في هذه الممارسة هو أنظمة معلوماتية شديدة التعقيد²⁰⁶، وبرأينا فإنَّ صعوبة المهمة لا يجب أن تجعلنا نترك المُتَّصل بدون عقوبة، فهو في جريمة الإفشاء شريك وقد يكون مُحَرِّضاً أو مساهماً أيضاً ولذلك تجب مساءلته.

ب: استغلال المعلومات الداخلية من المُتَّصل الثانوي

عرَّفت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) "المُتَّصل الثانوي" "Secondary Tippee" بـ"الشخص الذي يتلقَّى المعلومات الداخلية من مصادر غير المُطَّلع الرئيسي"²⁰⁷، إنَّ التعريف السابق يُركِّز على مصدر المعلومات الداخلية بالنسبة للمُتَّصل الثانوي وهو المُتَّصلين سواء أكانوا رئيسيين أم ثانويين، ولكن لا يجوز أن يكون

²⁰⁴ Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), Article 622-1.

²⁰⁵ N. BERCOT, M. KESLASSY, op.cit., section 1, page 3.

²⁰⁶ وفي حكم مميِّز لمحكمة استئناف باريس اعتبرت المحكمة مجرد علاقة التوكيل والصدقة هي علاقة سببية ربطت تعامل المُتَّهم (المتصل الرئيسي) والمُطَّلع الرئيسي. أنظر:

Cour d'appel de Paris, N° de pourvoi: 18762/2002., audience publique du 1 avril 2003.

²⁰⁷ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.2.2.1., page 9.

مصدر المعلومات شخص مُطَّلِع بشكل مباشر، وهذا يعني أنّ المُتَّصِل الثانوي يتم رُفده بالمعلومات من مصدر غير رسمي وغير موثوق أحياناً، وهذا ما قد يدفعه لإفشائها لمُتَّصِل ثانوي آخر، وهكذا تستمر دائرة الإفشاء للمعلومات الداخلية حتى يقوم أحد المُتَّصِلين الثانويين باستغلالها والتعامل على أساسها في السوق، أو تفقد المعلومات صفتها الداخلية بسبب الإفصاح عنها ووصولها إلى جمهور السوق قبل أن يتم استغلالها.

ومن وجهة نظرنا يُعرَّف مُفْشِي المعلومات الداخلية بـ"أي شخص يطَّلِع على معلومات داخلية ويقوم بإفشائها بمقابل لشخص آخر ينوي استغلالها". حيث نرى مثل المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) أنّ التطبيق الأمثل للقانون هو عندما يخضع كل الأشخاص الذين تعاملوا بالمعلومات الداخلية لعقوبات النص القانوني^{٢٠٨}، ومن ضمنهم المُفْشِي حتى وإن كان مُتَّصِل رئيسي أو ثانوي.

بالمقابل، فقد اختلفت التشريعات في تنظيم مسألة الاتصال أو الإفشاء الذي يقوم به المُتَّصِل الثانوي^{٢٠٩}.

ويبدو أنّ قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية قد اقتصر في تجريمه إفشاء المعلومات الداخلية على المُطَّلِعِينَ الرئيسيين، وذلك لأنّه نصَّ على حظر إفشاء المعلومات التي يتحصَّل عليها شخص ما بحكم وظيفته أو مركزه لغير مرجعه المُختص أو القضاء^{٢١٠}، وهذا يعني أنّ إفشاء المعلومات المُجرَّم وفق هذا القانون يجب أن يأتي من شخص له وظيفة أو مركز يُخوِّلونه الاطلاع على المعلومات الداخلية، وهو ما ينطبق فقط على المُطَّلِع الرئيسي الذي يقوم بإفشاء المعلومات لا يشمل بالتالي إفشاء المعلومات من مُتَّصِل رئيسي إلى مُتَّصِل ثانوي.

كما أنّ قواعد النشر الفوري المنتظم للمعلومات في سوق دمشق للأوراق المالية حظرت على أعضاء مجلس إدارة السوق والمدير التنفيذي له وموظفي السوق ومفتش الحسابات الخارجي له تحت طائلة المساءلة القانونية^{٢١١} الإفصاح عن المعلومات السرية التي لا يجوز

²⁰⁸ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.2.2.1., page 9.

²⁰⁹ I bid., section 1.3.2., page 11.

^{٢١٠} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٢١١} قرار رئيس مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٩١، الخاص بقواعد النشر الفوري المنتظم للمعلومات، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٥/٢٨، المادة ٥.

الإطلاع عليها إلا من قبل المدير التنفيذي للسوق وموظفي السوق المختصين^{٢١٢}، وهذه القاعدة أيضاً تُشير إلى انتهاك حرمة المعلومات السرية التي لا يجوز الإفصاح عنها للعموم من قبل المُطَّلعين الرئيسيين عليها ولم يتم ذكر أي شخص اطلع على هذه المعلومات عن طريق الإفشاء أو عن طريق عمليات إفشاء متتالية بين مُتَّصِلين ثانويين.

ولكن قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية قد نصَّ على منع الخداع أو التديليس أو التلاعب بنشاط الإصدار أو التداول أو الانتقال لملكية الأوراق المالية^{٢١٣}، وهذا النص من الممكن تفسيره برأينا ليشمل المُفْشي المُتَّصِل الرئيسي أو الثانوي، فالنص عام والمُفْشي يساهم بعملية خداع تستهدف نشاط تداول الأوراق المالية، لأنَّ الإفشاء الذي يقوم به المُتَّصِلين بالمعلومات الداخلية يجعل المُتَّصِل الثانوي الذي أُفْشيت له المعلومات يظهر كغيره من المستثمرين وكأَنَّه لا يتميَّز عنهم بمعرفته لمعلومات داخلية وهذا ما يمنع عنه معظم أخطار الاستثمار ويضمن له الربح أو تفادي الخسارة وتحقيق منفعة بنسبة ضمان كبيرة، وذلك هو الخداع بعينه.

وقد اعتبر قانون سوق رأس المال المصري أنَّ كل شخص أفشى سراً اتَّصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون يُعتبر مُسْتَحَقّاً لعقوبة الإفشاء^{٢١٤}، وهذا يعني قَصْرُ الاتصال المُجَرَّم على الاتصال مع المُطَّلِع الرئيسي وإسقاط إفشاء المعلومات بين المُتَّصِلين، ولم تختلف قواعد العضوية في البورصة المصرية كثيراً في منعها لإفشاء المعلومات حيث حظت على الشركات العضو وعلى الذين يطلعون على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم أو طبيعة المهام التي يقومون بها بخصوص الأوراق المالية القابلة للتداول، إفشاء تلك المعلومات إلى طرف ثالث (مُتَّصِل رئيسي) بطريقة مباشرة أو غير مباشرة^{٢١٥}.

وقد قامت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) بالنص في لائحته المتعلقة بالتلاعب بالسوق على فعل إفشاء المعلومات الداخلية عبر حظر فعل تقديم "المشورة"

^{٢١٢} قرار رئيس مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٩١، الخاص بقواعد النشر الفوري المنتظم للمعلومات، الصادر بتاريخ ٢٨/٥/٢٠٠٩، المادة ٤، الفقرة أ.

^{٢١٣} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ١٩/٦/٢٠٠٥، المادة ١٨، الفقرة ٩/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٧/٩/٢٠٠٩.

^{٢١٤} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ٢٢/٦/١٩٩٢، المادة ٦٤.

^{٢١٥} قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦، المادة ٣٨.

60 "Recommander" على أساس هذه المعلومات بدون تحديد لشخصية مقدم المعلومات^{٢١٦}، وبهذا فقد شمل نص الهيئة الفرنسية حالة الشخص المُفشي للمعلومات الداخلية بعد أن أُفشيت إليه (مُتصل ثانوي)^{٢١٧}، بالإضافة إلى إفشاء المعلومات من المُطلَع الرئيسي.

المطلب الثاني

مُواجهة أساليب استغلال المعلومات الداخلية

لا يكفي لمحاربة ممارسة غير قانونية مثل استغلال المعلومات الداخلية أن ندرس شروطها وعناصرها وأساليبها فقط، حيث أن دراسة المواضيع السابقة تُعتبر دراسة للمبادئ النظرية التي تُصنّف استغلال المعلومات الداخلية ضمن مخالفات القانون، وواجب القانون لا يقف عند هذا الحد، لأنّ عليه أيضاً أن يحدد أثر عنصر القصد في مواجهة استغلال المعلومات الداخلية ووضع العقوبة المناسبة لهذه الجريمة.

أولاً: أثر عنصر القصد في

مُواجهة استغلال المعلومات الداخلية

إنّ عنصر القصد هو العنصر المعنوي الذي يُشترط توافره لاعتبار الجريمة مقصودة ودخولها في إطار انتهاك القانون، وهو عبارة عن الإرادة الآتمة التي تقصد انتهاك القانون أو كما تُسمّى بـ"القصد الإجرامي"، وقد عرّف قانون العقوبات السوري القصد الإجرامي بـ"نية" إرادة ارتكاب الجريمة على ما عرفها القانون^{٢١٨}، وهذه "النية" "Intention" - "L'intention" هي التي تؤكّد سعي الفاعل للقيام

²¹⁶ Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 622-1, 2°.

^{٢١٧} حدثت قضية واقعية عن اتصال ثانوي حصل بين أحد الصحفيين في الولايات المتحدة (متصل رئيسي) ومجموعة من المستثمرين (متصلين ثانويين). انظر:

Dirks versus American Securities Exchange Commission, Supreme Court of the United States, 1983: مشار إليه في: د.حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، مرجع سابق، الصفحة

١٣٣.

^{٢١٨} المرسوم التشريعي السوري، رقم ١٤٨، الخاص بقانون العقوبات، الصادر بتاريخ ١٩٤٩/٦/٢٢، المادة ١٨٧.

61 بالفعل الذي يُمتل الجريمة وتحقيق نتيجة هذا الفعل^{٢١٩}، ويتألف القصد الإجرامي بالعموم من العلم بطبيعة الفعل، وإرادة القيام به فعلاً ونتيجة^{٢٢٠}.

وستقوم بدراسة مدى ضرورة توافر عنصر القصد في جريمة استغلال المعلومات الداخلية وما إذا كان الاستغلال أو الإفشاء غير المقصود يُعتبر مخالفة للقانون أم لا في الفقرة الأولى. وسنرى كيفية إثبات عنصر القصد في جريمة استغلال المعلومات الداخلية وكيف يقوم التحقيق وغيره من الوسائل القانونية بإثبات الاستغلال مهما بلغ أسلوب القيام به من التعقيد والتحايل في الفقرة الثانية.

أ: اشتراط القصد في جريمة استغلال المعلومات الداخلية

يبدو لأوّل وهلة أنّ مسألة اشتراط القصد لاعتبار استغلال المعلومات الداخلية جريمة أمر محسوم على اعتبار أنّ الشخص الذي لم يقصد استغلال المعلومات بعيد عن هذا الجرم. إلاّ أنّ المسألة ليست بهذه البساطة، فالقانون هو من يحدّد ضرورة وجود القصد من عدمه أي أنّ القانون هو الذي يشترط توافر عنصر القصد في هذه الجريمة لترتيب العقوبة.

كما أنّ القاضي يجد صعوبة في فرض العقوبة إذا كان تعريف استغلال المعلومات الداخلية غامضاً خاصّة في مسألة اشتراط استغلال المعلومات الداخلية "قصداً" "Intentionally"^{٢٢١}.

ويبدو أنّ كثير من المُشرّعين قد اشتراطوا "القصد" "Intent" في ممارسة استغلال المعلومات الداخلية^{٢٢٢} حتى يتم ترتيب العقوبة^{٢٢٣}.

وبالنسبة للقانون السوري الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية فقد حظر استغلال الشخص بحكم وظيفته أو مركزه لمعلومات داخلية أو سرية تتعلق بأوراق مالية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية أو إفشاء هذه المعلومات لغير مرجعه المختص أو

^{٢١٩} د. عبود السراج، قانون العقوبات القسم العام، منشورات جامعة حلب، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، حلب، عام ١٩٩٧، الصفحة ٢١٩.

^{٢٢٠} المرجع السابق، الصفحة ٢٢٦.

^{٢٢١} The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 1.3., page 10.

^{٢٢٢} I bid., section 1.3.4., page 11.

^{٢٢٣} وقد أكدت محكمة النقض الفرنسية هذا الرأي. أنظر:

Cour de Cassation de France, Chambre criminelle, Cassation partielle, Audience publique du 14 juin 2006.

القضاء^{٢٢٤}، ونلاحظ أنّ لفظ "استغلال" الذي استخدمه المشرع السوري في هذا القانون ينفي إمكانية قيام مخالفة القانون بالإهمال أو السهو كما أنّه يتطلّب قصداً جنائياً خاصاً هو قصد تحقيق المكاسب المادية أو المعنوية.

ولكن تعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية حظرت على كافة المتعاملين "تداول الأوراق المالية بناءً على المعلومات الداخلية" أو أي معلومات جوهرية قبل الإعلان عنها في السوق^{٢٢٥}، والحظر الأخير أقل اشتراطاً للقصد الإجرامي من حيث اللفظ، ولكن القاضي حتى يستطيع أن يحكم بتجريم بعض الوقائع القريبة من استغلال المعلومات الداخلية المقصود مثل حالات الإهمال أو الخطأ الجسيم التي تقترب في فداحتها من القصد، يجب أن يكون هناك نص صريح يجرم هذا الفعل ف"لا حريمة ولا عقوبة إلاّ بنص قانوني".

ولكن قانون العقوبات السوري قد جرّم الفاعل إن قبل بالمخاطرة، فتعد الجريمة مقصودة وإن تجاوزت النتيجة الجرمية الناشئة عن الفعل أو عدم الفعل قصد الفاعل إذا كان قد توقع حصولها فقبل بالمخاطرة^{٢٢٦}، وبالتالي يمكن اعتبار الفاعل العالم بالمخاطرة والقابل بها قاصداً لفعله، وهو ما يدعى "القصد الجنائي الاحتمالي".

بينما نصّ قانون سوق رأس المال المصري على "منع تحقيق النفع من السر"^{٢٢٧}، ونصّت التعليمات التنفيذية الخاصة به على "منع التعامل بناءً على معلومات غير معلنة في السوق" أو غير متاحة لسائر المتعاملين فيه^{٢٢٨}، ومن الألفاظ المستخدمة في منع استغلال المعلومات الداخلية يبدو أنّ المشرّع المصري قد تطلّب توافر قصد تحقيق النفع في النص الأوّل وهو قصد جنائي خاص، و قصد التعامل على أساس المعلومات الداخلية وهو القصد الجنائي العام في جريمة استغلال المعلومات الداخلية.

^{٢٢٤} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٢٢٥} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٤٠١، الخاص بتعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية لدى سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٥/٢٨، المادة ١٤.

^{٢٢٦} المرسوم التشريعي السوري، رقم ١٤٨، الخاص بقانون العقوبات، الصادر بتاريخ ١٩٤٩/٦/٢٢، المادة ١٨٨.

^{٢٢٧} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بقانون سوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٤.

^{٢٢٨} قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري، رقم ١٣٥، الخاص بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، الصادر بتاريخ ١٩٩٣/٤/٢٨، المادة ٢٤٤.

وبالمقابل فقد نصّت بعض القوانين صراحةً على تجريم استغلال المعلومات الداخلية الذي يجري سهواً أو بـ"الإهمال" "negligently" مثلما فعل المشرع النرويجي عبر قانون الاتجار بالأوراق المالية²²⁹، أو تجريم التعامل الداخلي المبني على "الإهمال الجسيم" "gross negligence" كما نصّ قانون العقوبات الفنلندي²³⁰.

وإنّ المواقف التشريعية السابقة تُعْتَبَرُ أنّ مُجرّد إهمال الشخص لمصدر المعلومات ولصفتها الداخلية وقيامه بالتعامل على أساسها يعد استغلالاً لها، وإن لم يكن يقصد استغلال المعلومات الداخلية وانتهاك مبدأ المساواة بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وهو موقف قريب من الواقع لأنّ منع استغلال المعلومات الداخلية قد يتحوّل إلى أمر شبه مستحيل إذا اشترط القانون عناصر عديدة يجب إثباتها لتطبيق العقوبات، وذلك بشكل خاص فيما يتعلّق بالعناصر النفسية المعنوية التي يصعب إثباتها.

وقد استحدث المشرّع الفرنسي جريمة جديدة في قانون ٢ آب/أغسطس ١٩٨٩ يكون الفعل المؤدي فيها للعقوبة هو الإفشاء غير المقصود، وقد أطلق عليها جريمة "العشاء في المدينة" "dîner en ville"، وبالاعتماد على هذه الجريمة المُستحدثة يُعتبر المُطلّع الذي أفشى المعلومات الداخلية دون قصد مُستحقاً للعقوبة، وتمّ إعطاء هذه التسمية استناداً لحالة قيام مدير بالثرثرة وإفشاء معلومات داخلية بشكل غير مقصود في عشاء خارج الإطار المهني²³¹، والغاية من هذه الجريمة حسب محكمة النقض الفرنسية هي منع قيام أي شخص يحصل على معلومات داخلية عبر ممارسة مهنته أو وظيفته بالتواصل مع أي شخص آخر خارج النطاق العادي حول هذه المعلومة²³²، حيث أنّ المعلومات كانت تنتشر عادةً في اللقاءات الاجتماعية خلال العطلات أو خلال الحفلات في باريس²³³.

²²⁹ Norway securities trading act, the act enters into force partly on 1 November 2007, section 17-3 (1).

²³⁰ Finland penal code, of (39/1889; amendments up to 650/2003 as well as 1372/2003, 650/2004 and 1006/2004 included), chapter 51 - security markets offences (475/1999), section 5.

²³¹ د. صالح البربري، مرجع سابق، الصفحة ٢٤٤.

²³² Cour de cassation de France, chambre criminelle, cassation partielle, audience publique du 14 juin 2006.

²³³ N. DE MONTRICHER, changes in the policy prohibiting insider trading in France, paper prepared for the IPSA section of the structure of governance, at the George Washington University, Washington (USA), May 22-24, 2003, page 10.

وكنتيجة، نرى أنّ آلية افتراض وجود القصد بمجرد القيام بالإفشاء هو حل جذري لمشكلة صعوبة الإثبات، وإن كان حلاً قاسياً بعض الشيء في مواجهة المُتهم المَهمل، إلاّ أنّه يتوافق وخطورة استغلال المعلومات الداخلية.

ب: إثبات عنصر القصد في جريمة استغلال المعلومات الداخلية

تكتنف مسألة الإثبات صعوبات كثيرة مهما بلغت الجريمة من الوضوح، فما بالنا بجريمة استغلال المعلومات الداخلية، والتي يعد إقامة الدليل عليها ما يسمى بـ: "مُعْضَلَة الإثبات"^{٢٣٤} "Le Problème de la preuve"^{٢٣٥}.

وذلك لاعتبار أنّ أي شخص مُشتبه به بريئاً إلى أن يتم نزع هذا الافتراض عنه وتجرّيمه، فـ"كل مُتَّهَم بريء حتى يُدَان بحكم قضائي مُبرم" كما أقرّ دستور الجمهورية العربية السورية^{٢٣٦}، ولا يُصدر القاضي حكماً بالإدانة إلاّ إذا توصل إلى قناعة تامّة بها، وإلاّ حكم بالبراءة، حيث تقول محكمة النقض السورية في إحدى أحكامها "أنّ الدليل ما يوصلك إلى اليقين والشك يفسر في مصلحة المُتَّهَم والحدود تُدرأ بالشبهات..."^{٢٣٧}، فيتم "افتراض البراءة" "la Présomption d'innocence" في الأشخاص إلى أن تثبت إدانتهم.

إنّ هذه المبادئ النبيلة السابقة تجعل من مهمّة الجهات المسؤولة عن جمع الأدلة مهمّة دقيقة خاصّة في مجال إثبات العناصر النفسية ومنها القصد الإجرامي، فلا يكفي أن يُرفَق ملف المُتَّهَم بدليل عادي أو قرينة بسيطة لاقتناع القاضي بالإدانة.

فيُعتبر التحقيق إحدى وسائل التأكّد من حقيقة الاشتباه الجنائي، ويهدف بالأساس إلى حماية مصلحة الأفراد والمصلحة العامة حيث تقتضي العدالة عدم وضع أشخاص أبرياء في قفص الاتهام لدى المحكمة، وكذلك عدم انشغال القضاء بدعاوى كيدية لا أساس لها من

^{٢٣٤} إنّ صعوبة اكتشاف جريمة استغلال المعلومات الداخلية قد تُسبّب جرائم مستمرة ومركبة تستمر لسنوات، وفي قضية حقيقية اكتشفت عام ١٩٩٩ قام المُطَّلَعين على شركة Livent, Inc الكندية بالغش طوال ثماني سنوات عبر اطلاعهم على معلومات شركتهم الداخلية، وأثنان منهم ارتكب ١٦ جريمة في هذه الفترة. أنظر:

J. SIEGEL, op cit, Table VIII, page 69.

^{٢٣٥} B. FERON, op.cit., section 5\1, page 29.

^{٢٣٦} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٢٠٨، الخاص بدستور الجمهورية العربية السورية، الصادر بتاريخ ١٩٧٣/٣/١٣، المادة ٢٨، الفقرة ١.

^{٢٣٧} محكمة النقض السورية، نقض رقم ١١، صادر بتاريخ ١٩٦٤/٤/٢٨، مجموعة القواعد القانونية، الصفحة ١١، مشار إليه في: د.حسن جوخدار، أصول المحاكمات الجزائية، الجزء الثاني، في المراحل الإجرائية التي تمر بها التهمة، منشورات جامعة حلب، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، حلب، عام ٢٠٠٠-٢٠٠١، الصفحة ١٣٧، الهامش ١.

الصحة^{٢٣٨}، ولذلك تُعتبر المهمة الأساسية للتحقيق هو الحصول على أدلة جديّة تُبرّر وصول الواقعة إلى القضاء.

وقد أعطى قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية الهيئة الحق بإجراء أي تحقيق أو تفتيش^{٢٣٩} أو تدقيق^{٢٤٠} وذلك بغاية تحديد ما إذا كانت أي جهة أو أي شخص قد ارتكب مخالفة أو اتخذ إجراءات تحضيرية تؤدي لارتكاب مخالفة لأي من أحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه^{٢٤١}.

إنّ النص السابق أوجد ضابطاً لإعطاء هيئة الأوراق والأسواق المالية حق القيام بإجراءات إثبات مخالفات القانون، وهو أن يكون هدف التحقيق إثبات وقوع مخالفة أو الإجراءات التحضيرية لها. ممّا يعطي الهيئة صلاحيات واسعة في مجال الاشتباه في أي من مخالفات القانون ومنها استغلال المعلومات الداخلية.

وقد أكدت التعليمات التنفيذية لقانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية حق الهيئة بإجراء التحقيقات تجاه الجهات الخاضعة لإشرافها عبر لجنة من كبار موظفيها، ولها على هذا الصعيد دعوة من تشاء لسماع أقواله، ولها كذلك أن تطلب تقديم الدفاتر والأوراق والمراسلات والمذكرات والسجلات الأخرى التي ترى ضرورة الاطلاع عليها، وإذا لم يمثل

^{٢٣٨} د. حسن جوخدار، المرجع السابق، الصفحة ١٩٢.

^{٢٣٩} فيما يخص تفتيش السوق لأعضاء سوق دمشق للأوراق المالية بغرض التحقق من الالتزام بالقوانين والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بأشعار مسبق أو بدون، أنظر: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٧٠، الخاص بنظام العضوية في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٨/٦/١٨، المادة ١٣.

^{٢٤٠} يقوم بوظيفة التدقيق في سوق دمشق للأوراق المالية "مكتب التدقيق الداخلي" فيتولّى تدقيق جميع الأمور المالية والإدارية في السوق ومتابعتها للتأكد من التقيد بالتشريعات المعمول بها وقرارات مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وقرارات مجلس إدارة السوق، ويتم تسمية موظفي المكتب بقرار من مجلس إدارة السوق بناءً على تنصيب المدير التنفيذي له، ويرتبط المكتب إدارياً بالمدير التنفيذي للسوق ويرفع تقاريره إلى مجلس إدارة السوق. أنظر: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٨، الخاص بالنظام الداخلي لسوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٨/٦/٢، المادة ١٢، الفقرة ٣.

^{٢٤١} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٦.

الشخص لمذكرات الدعوة أو امتنع عن تقديم المستندات التي تطلبها اللجنة يتم تنفيذ ذلك بمعونة الجهات المختصة^{٢٤٢}.

بالإضافة إلى ذلك تمَّ إعطاء الهيئة حق اقتراح العقوبة أو التدابير الخاصة بشأنها، وبعدها تُحيل الملف المنظم بالمخالفة إلى مديرية الشؤون القانونية والمتابعة في الهيئة^{٢٤٣}، فتقوم هذه المديرية بإعداد تقرير مُفصّل عن المخالفات المحالة إليها وترفعه مرفقاً بجميع المستندات الثبوتية إلى رئيس مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية^{٢٤٤}، ويقوم مجلس المفوضين بإحالة الملف إلى القضاء المختص فيما يتعلّق باستغلال المعلومات الداخلية^{٢٤٥}.

وقد فتح نظام التحقيق في المخالفات والغرامات المترتبة عليها الصادر من رئيس مفوضي الهيئة قناة أخرى لسير ملف المخالفات والتحقيق، حيث تنتقل من رئيس مجلس المفوضين إلى لجنة تحقيق مختصة^{٢٤٦} تتشكّل بقرار من مجلس المفوضين والتي تقدم تقرير مع اقتراح العقوبة^{٢٤٧}، وبعدها ينظر مجلس فوضي الهيئة بالتقرير المحال إليه من اللجنة ويصدر القرار المناسب^{٢٤٨}.

وقد أعطى قانون سوق رأس المال المصري للهيئة العامة لرأس المال -للمراقبة المالية لاحقاً- صلاحية إجراء التحقيقات اللازمة للقيام بأغراضها، ومن هذه الأغراض مراقبة سوق

^{٢٤٢} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١٧، الفقرتين أ، ب. أنظر أيضاً: قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (٨٠)م، الخاص بإجراءات التعامل مع المخالفات، الصادر بتاريخ ٢٣/٨/٢٠١٠، المادة ٦.

^{٢٤٣} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١٢، الفقرة ٥.

^{٢٤٤} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١٢، الفقرة ٧/ب. أنظر أيضاً: قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (٨٠)م، الخاص بإجراءات التعامل مع المخالفات، الصادر بتاريخ ٢٣/٨/٢٠١٠، المواد ٣، ٤، ٥.

^{٢٤٥} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ٢٠.

^{٢٤٦} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم ١١٩/م، الخاص بنظام التحقيق في المخالفات والغرامات المترتبة عليها، الصادر بتاريخ ٨/١٢/٢٠٠٩، المادة ٤.

^{٢٤٧} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم ١١٩/م، الخاص بنظام التحقيق في المخالفات والغرامات المترتبة عليها، الصادر بتاريخ ٨/١٢/٢٠٠٩، المادة ١، الفقرة أ.

^{٢٤٨} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم ١١٩/م، الخاص بنظام التحقيق في المخالفات والغرامات المترتبة عليها، الصادر بتاريخ ٨/١٢/٢٠٠٩، المادة ٧.

67 رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وأنه غير مشوب بالغش، أو الاستغلال^{٢٤٩}.

وبالنسبة للجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) فقد أعطاها المشرع الفرنسي عبر القانون رقم ٥٣١ لعام ١٩٨٩ الحق في تعميق البحث والاستدلال^{٢٥٠} الذي يكشف عن المخالفات، وبعدها تستطيع فتح محضر رسمي والقيام بالتحقيق في الوقائع المشتبه باحتوائها على مخالفات قانونية، وبعد ذلك أوضحت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) أنها تستطيع تقييم الممارسات التي تقوم في السوق من حيث كونها مقبولة أم لا^{٢٥١}.

ونصل إلى نتيجة مفادها أن المشكلة الأساسية في إثبات عنصر القصد في جريمة استغلال المعلومات الداخلية تكمن في إقامة الدليل. حيث أن الدليل الذي يستطيع المحقق أن يجده ضد المتهم في هذه الجريمة هو عبارة عن مجموعة من الظروف الواقعية والاستنتاجات التي لا ترقى إلى مستوى القرينة القانونية القاطعة^{٢٥٢}. ويختلف الدليل بحسب ظروف القضية، وتتوَع طرق إقامته بحسب ظروف الوقائع التي بين يدي المحققين، ولهذا يدعى هذا النوع من الأدلة بـ "الدليل الظرفي"^{٢٥٣} "Circumstantial Evidence"، وهو يهدف في جريمة استغلال المعلومات الداخلية إلى إثبات قيام المُتَّهم بحيازة "Possession" معلومات داخلية^{٢٥٤}.

^{٢٤٩} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٤٣، الفقرة ٤.

²⁵⁰ Décret de France, N° 67-833, du 28\9\1967, section 5\A, et loi N° 89-531, du 2 aout 89.

²⁵¹ Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 612-2.

^{٢٥٢} والأصعب أن المطلعين الأذكياء قد لا يقومون باستغلال المعلومات الداخلية التي بحوزتهم بشكل ظاهر إذا أحسوا أن رقابة السوق صارمة، وفي هذه الحالة قد يتم اتهام أحدهم دون وجود أدلة كافية ويتم تبرئته فيما بعد، كما حصل في قضية واقعية في كندا عام ١٩٦٨. أنظر:

Schoenbaum versus Firstbrook, 1968. Mentioned at : J. SIEGEL, op. cit., appendix III, page 74.

^{٢٥٣} فمثلاً يُعتبر شراء سائق الحافلة بعض أسهم الشركة التي يعمل بها بعد سماعه لحديث مدراء الشركة خلال إيصالهم إلى منازلهم عن توزيع أرباح على الأسهم أعلى من العام الماضي، دليلاً ظرفياً على السائق بأنه قد استغل المعلومات الداخلية والتي سمعها من حديث مدراء الشركة خلال الطريق، وخاصةً إن قامت الشركة بعد ذلك بالإفصاح عن ذات المعلومات التي تحدت عنها المدراء في الحافلة.

²⁵⁴ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 39., page 94.

والحل يكمن في دراسة وقائع القضية بشكل دقيق، وعدم ترك أي تفصيل خاص بالتعاملات التداولية بهدف إنشاء أدلة أكثر واقعية على استغلال المعلومات الداخلية تكون قادرة على إقناع القاضي بالإدانة.

ثانياً: عقوبات استغلال المعلومات الداخلية

لا يمكن لإدارة السوق خاصّة وللسلطة القضائية عامة أن تترك الفاعلين لجريمة استغلال المعلومات الداخلية بدون عقوبة، فالفعل يحتاج إلى ردّ الفعل.

ولقد أُعطيَ المُشرِّعين في مُعظم الدول للجهة القائمة على رقابة السوق حق فرض بعض العقوبات الإدارية بهدف تنظيم سوق الأوراق المالية من جهة ذات خبرة ومعرفة بكيفية التعامل المتخصّص مع الوقائع.

ومن جهة أخرى، فقد أقرَّ المُشرِّع إحالة ملف المخالفين للقانون ومنهم مُستغل المعلومات الداخلية وغيره من المُتدخلين في هذه الجريمة، إلى القضاء لكي يفرض بحقهم عقوبات محدّدة حسب الأصول.

وعلى هذا تنقسم العقوبات المُقرّرة لاستغلال المعلومات الداخلية إلى عقوبات إدارية تفرضها الجهة المسؤولة عن رقابة وتنظيم العمل داخل السوق، وعقوبات جزائية تفرضها السلطة القضائية المُختصة.

أ: العقوبات الإدارية

لاستغلال المعلومات الداخلية

يُنْتَج عن القيام باستغلال المعلومات الداخلية إمكانية فرض عقوبة إدارية من قِبَل الجهة صاحبة السلطة بمراقبة السوق وتنفيذ القانون فيه على أعضاء السوق، وذلك بغاية أساسية هي طرح الثقة فيه^{٢٥٥}.

فقد استوعب المشرعون أنّ "العقوبات الإدارية" "Administrative Sanctions" هي "الطريق الأكثر فعالية لإعاقة سوء السلوك في السوق"^{٢٥٦}، فهي تُفرض بشكل أسرع ويُقام الدليل الموجب لها بطريقة أسهل من جهة مختصة في سوق الأوراق المالية، كما أنّها تُفرض على الأشخاص الذين يتمتّعون بالشخصية الاعتبارية إذا لم تكن القوانين الجزائية تسمح

^{٢٥٥} د. عمر سالم، مرجع سابق، الصفحة ٢٩.

^{٢٥٦} The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 2.4.3., page 18.

بمعاقتهم^{٢٥٧}. مع أنّ وجهة النظر المعاكسة ترى أنّ العقوبات الإدارية من المفترض أن تُلغى من سوق الأوراق المالية وتبقى العقوبات الجزائية فقط، وذلك لوضع الإدعاء بشكل كامل بين يدي النيابة العامة^{٢٥٨}، ولكن مثل هذا الرأي قد يُوضّح المستثمر وآلية عمل السوق للخطر لأنّ العقوبات القضائية طريق شائك وطويل وصعب الإثبات، وقد لا ينتج عنه فعالية في ردع مخالفتي القانون مثل العقوبات الإدارية السريعة والمتخصّصة.

ومن العقوبات الإدارية التي يمكن أن تفرض ردّاً على إتباع أساليب استغلال المعلومات الداخلية حسب قانون سوق الأوراق المالية السوري: التنبيه، والإنذار، والغرامة، والقيود على القيام بالنشاط، والإيقاف عن العمل، أو إنهاء العضوية، وتفرض واحدة أو أكثر من هذه العقوبات بناء على قرار مجلس إدارة السوق الذي ينظر في تقرير لجنة التحقيق في الواقعة المراد فرض العقوبة التأديبية عليها^{٢٥٩}، وقد ذكرت إجراءات التعامل مع المخالفات الصادرة عن رئيس مجلس المفوضين السوري عقوبتي الوقف عن العمل في السوق، ووقف تداول الأسهم لمدة لا تزيد عن ثلاثة أشهر للجهة المخالفة. ويفرضها مجلس المفوضين بعد اقتراح لجنة التحقيق في المخالفة^{٢٦٠}.

أمّا في قانون سوق رأس المال المصري فهناك عقوبة وقف نشاط الشركة^{٢٦١}، والتنبيه، ومنع الشركة من مزاوله نشاطها، والمطالبة بانعقاد جلسة لمجلس إدارة الشركة التي نسبت إليها المخالفة، وتعيين عضو مراقب في إدارة الشركة، وحل مجلس إدارة الشركة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتاً، وإلزام الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها^{٢٦٢}، وكذلك يجوز الحكم بالحرمان من مزاوله المهنة أو حظر مزاوله النشاط الذي وقعت الجريمة

²⁵⁷ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 2.4.3., page 18.

²⁵⁸ Olivia Dufour, « Bercy prépare la fusion de la COB et du CMF », Petites Affiches 2002, N° 193, p. 4. Voir la référence: S. VOLZ, op.cit., page 41, référence 123.

^{٢٥٩} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، الخاص بقانون سوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ١/١٠/٢٠٠٦، المادة ٦٨، الفقرة أ. أنظر أيضاً: قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١٨. أنظر أيضاً: د.سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجله من الوجهة القانونية"، رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت في عام ٢٠٠٠، غير منشورة، الصفحة ٣٠٥.

^{٢٦٠} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (٨٠)م، الخاص بإجراءات التعامل مع المخالفات، الصادر بتاريخ

٢٣/٨/٢٠١٠، المادة ٧، الفقرتين ٤، ٥.

^{٢٦١} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ٢٢/٦/١٩٩٢، المادة ٣٠.

^{٢٦٢} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ٢٢/٦/١٩٩٢، المادة ٣١.

بمناسبته، وذلك لمدة لا تزيد على ٣ سنوات، ويكون الحكم بها وجوبياً في حالة العود^{٢٦٣}، ونلاحظ أنّ الجزاءات الإدارية في القانون المصري اهتمت بإصلاح داخل الشركة أكثر من مجرد فرض جزاء على مخالفتها.

وبالنسبة للمشرع الفرنسي فقد أعطى لهيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) السلطة لفرض جزاء مالي "غرامة" "Fine" ومكّنها بأن تتعهد بذلك إلى أعضائها أو إلى غيرها من الأشخاص المحددين وذلك تطبيقاً للمرسوم رقم ١١٠٩ لعام ٢٠٠٣^{٢٦٤} وتُفرض الجزاءات على الممارسات التي حددها التقنين النقدي والمالي في فرنسا بالانحراف بإدارة أو السير العادي للسوق، وتزويد أو منح أصحاب الشأن فوائد غير مبررة والتي ما كانوا ليحصلوا عليها في إطار السير العادي للسوق، والاعتداء على مبدأ المساواة في المعلومات ومعاملة المستثمرين أو مراعاة مصالحهم، وإفادة مُصدري الأوراق المالية والمستثمرين من التصرفات السيئة للوسطاء والتي تخالف التزاماتهم المهنية، وقد وضع المرسوم حداً أعلى لهذا الجزاء المالي لا يتجاوز ١٠ مليون يورو حسب القانون رقم ٧٧٦ الصادر عام ٢٠٠٨ والمُعَدّل للتقنين النقدي والمالي في فرنسا^{٢٦٥}، وقد أعطى التقنين الصلاحية لهيئة الأسواق المالية الفرنسية بمضاعفة هذه الغرامة إلى عشرة أضعاف الربح أو النفع إذا تحقّق^{٢٦٦}، وما يُفت النظر في هذه العقوبات الإدارية أنّها عبارة عن غرامة مالية وهي تُفرض من القضاء الجزائي عادةً^{٢٦٧} وليس من الجهات الإدارية.

^{٢٦٣} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٩.

^{٢٦٤} Décret de France, N° 1109, du 21\11\2003, section 11.

^{٢٦٥} Loi de France, N° 2008-776, de modernisation de l'économie, du 4 août 2008, section 160.

^{٢٦٦} Code monétaire et financier de France, section 621\15\II2.

وقد يدفع الشخص المُدان أيضاً مبلغاً لتسوية قضيته، ففي الولايات المتحدة اضطرت شركة "Alcatel Alsthom" الفرنسية لدفع مبلغ كبير جداً بلغ ٧٥ مليون دولار حتى تسوّي قضيته الخاصة بمخالفات جوهرية تتعلق بالبيانات المالية. أنظر:

Friedman versus Alcatel Alsthom, November 10, 1999. Mentioned at : J. SIEGEL, op. cit., appendix III, page 91.

^{٢٦٧} د. عمر سالم، مرجع سابق، الصفحة ١١٢.

والسؤال هنا: كيف يتم حل إشكالية ازدواج الغرامة الإدارية والقضائية؟.

اعتبر قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية على هذا الصعيد أنّ من مهام الهيئة "فرض الغرامات المالية" على مرتكبي المخالفات وفقاً لأحكام هذا القانون^{٢٦٨}، ولكن جاء المرسوم رقم ٥٠ الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧ والمعدّل للقانون السابق بقاعدة مفادها أنّ على مجلس مفوضي الهيئة إحالة ملف المخالفات المتعلقة باستغلال المعلومات الداخلية إلى القضاء^{٢٦٩}، وبهذا فقد تنبّه المشرع السوري إلى ضرورة عدم وجود ازدواج بالحكم بالغرامة بين مجلس مفوضي الهيئة والقضاء فيما يخص استغلال المعلومات الداخلية، وبعدها أضاف نظام التحقيق في المخالفات والغرامات المترتبة عليها الصادر من رئيس مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية قاعدة مفادها عدم جواز فرض أكثر من عقوبة واحدة على مخالفة واحدة^{٢٧٠}.

بينما مُنحت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) صلاحية فرض الغرامات بطريقة قد تؤدي إلى تكرار دفع الشخص مُستغل المعلومات للغرامة مرتين أمام الهيئة وأمام القضاء، وقد تمّ حسم هذه الإشكالية في فرنسا عن طريق اللجنة الدستورية التي اعتبرت أنّ قاعدة "عدم العقاب على نفس الجريمة مرتين" "Non bis in Idem" لا تُطبّق في حالة اجتماع العقوبة الجزائية مع الإدارية، ولكن قالت بوجود الأخذ بالقاعدة الدستورية التي تدعى بـ"النسبية" (أو مبدأ التناسب بين الجزاء والمخالفة^{٢٧١})، وعلى أساسها يجب أن لا تتعدى الغرامات التي يُحكم بها كجزاء إداري وقضائي مبلغ الحد الأعلى لإحدى العقوبتين، وتمّ الطلب من اللجنة التي تفرض العقاب ومن سلطة القضاء أن يحترموا ذلك^{٢٧٢}.

^{٢٦٨} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ٧، الفقرة ١٠، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٢٦٩} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٢٧٠} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم ١١٩/م، الخاص بنظام التحقيق في المخالفات والغرامات المترتبة عليها، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/١٢/٨، المادة ١٠.

^{٢٧١} أستاذنا الدكتور محمد محب الدين قرياش، مرجع سابق، ١٨٧.

^{٢٧٢} د. صالح البربري، مرجع سابق، الصفحة ١٩١.

ب: العقوبات الجزائية

لاستغلال المعلومات الداخلية

لا تُفرض العقوبة على أي فعل كان إلاً على أساس نص قانوني يضعه المُشرِّع، وهذا تطبيق لمبدأ "لا جريمة ولا عقوبة إلاً بنص قانوني"، فلا يمكن التفسير والتأويل في مجال الحكم بالعقوبات من القاضي الجزائي، لأنَّ عليه الحكم بعقوبة الفعل المحددة في القانون إذا اقتنع بإدانة المُتهم بها.

وفيما يخص استغلال المعلومات الداخلية فـ"العقوبات الجزائية" "Penal Sanctions" التي يتم فرضها قضائياً على ممارسي استغلال المعلومات الداخلية تُعتبر حماية جزائية للمساواة بين المساهمين^{٢٧٣}. وينبغي أن تُفرض على السلوك الذي يضر بالسوق^{٢٧٤}. ونتيجة للوظائف الهامة للعقوبة الجزائية في مجال استغلال المعلومات الداخلية يجب عدم اعتبار استخدام العقوبات الجنائية الرادعة بأنه "منطق مريب"^{٢٧٥}، فالحق هو أنَّ آثار تعامل المُطلعين المدمرة هي التي أدت إلى دفع المشرعين إلى اعتبار هذه الممارسة جريمة يستحق فاعلها العقوبة الجزائية^{٢٧٦}.

وقد وضع المُشرِّع السوري عقوبة جزائية لاستغلال المعلومات الداخلية وبشكل صريح في قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وهي الحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تزيد على ثلاثة سنوات والغرامة المالية كتعويض للهيئة بمبلغ لا يقل عن ٣٠٠ ألف ولا يزيد على ٣ ملايين ليرة سورية^{٢٧٧}، وهي عقوبة تتناسب وخطورة استغلال المعلومات الداخلية.

وقد نصت بعض القوانين أيضاً على عقوبات جنحية الوصف مثل قانون تعامل المُطلعين البريطاني الذي عاقب التعامل من المُطلعين أو المُتصلين بالحبس مدة لا تزيد عن سنتين أو

^{٢٧٣} د. عمر سالم، مرجع سابق، الصفحة ١٥.

^{٢٧٤} S. VOLZ, op.cit., page 29.

^{٢٧٥} S. BRODY, op. cit., page 3.

^{٢٧٦} I bid., page 20.

^{٢٧٧} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ب، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

بالغرامة التي يترك تقديرها للقضاء أو بالعقوبتين معاً^{٢٧٨}، وهي ذات مدة الحبس التي أقرها قانون العقوبات الفنلندي^{٢٧٩}، وأيضاً نصَّ المرسوم الفرنسي رقم ٨٣٣ لعام ١٩٦٧ على عقوبة الحبس من شهرين إلى سنتين كحد أقصى بالإضافة إلى الغرامة^{٢٨٠}.

بينما لم ينص قانون سوق رأس المال المصري في عقوبة الحبس لتحقيق النفع من السر أو إفشائه على حدٍّ أعلى لها، واكتفى بوضع حد أدنى بالحبس مدة لا تقل عن سنتين. أما الغرامة فيجب أن لا تقل عن ٢٠ ألف جنيه مصري ولا تتجاوز ٥٠ ألف جنيه، ويمكن أن تجتمع الغرامة مع الحبس كما يمكن الحكم بأحدهما بشكل منفرد، كما يمكن الحكم بعقوبة أشد إذا وردت في قانون آخر^{٢٨١}، ونصَّ القانون السابق على إمكانية الحكم بعقوبة تكميلية تتمثل بالحرمان من مزاولة المهنة أو بحظر مزاولة النشاط الذي وقعت الجريمة بمناسبةه مدة لا تزيد عن ٣ سنوات ويكون الحكم بها واجباً في حالة العود^{٢٨٢}.

وقد أقدم المشرع الأمريكي على خطوة جديدة وجريئة فيما يخص محاربة تعامل المُطَّلَعين عبر قانون Sarbanes-Oxley عام ٢٠٠٢ عندما رفع الحد الأعلى لعقوبة هذه الجريمة إلى الحبس ٢٠ عاماً والغرامة \$ ٥.٠٠٠.٠٠٠ دولار أمريكي^{٢٨٣}.

ومن جهة أخرى، فإنَّ بعض المشرعين لم يُفرِّق بين أنواع المُطَّلَعين في عقوبة التعامل على أساس المعلومات الداخلية، فقاموا بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية مثلاً وضع عقوبته الجزائية على الشخص الذي يستغل أو يُفشي المعلومات التي وصلت إليه

²⁷⁸ UK company securities (insider dealing) act, issued in 11th march 1985, sections 8\1a.

²⁷⁹ Finland penal code, of (39/1889; amendments up to 650/2003 as well as 1372/2003, 650/2004 and 1006/2004 included), chapter 51 - security markets offences (475/1999), section 5\2.

²⁸⁰ Décret de France, N° 67-833, du 28\9\1967, section 10\1.

^{٢٨١} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٤.

^{٢٨٢} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٩.

²⁸³ USA, Sarbanes-Oxley Act, of 2002, 15 U.S.C. § 78ff(a).

وفي قضية واقعية حدثت في الولايات المتحدة الأمريكية عام ٢٠٠٦ أُدين المدير التنفيذي لشركة Worldom CEO باستغلال المعلومات الداخلية، فحُكم عليه بالسجن خمسة وعشرين عاماً، وهي عقوبة مشددة وقاسية جداً حتى أنها أفسى من عقوبة القتل في بعض البلدان. أنظر:

United States Supreme Court versus Ebbbers, 2006. Mentioned at : S. BRODY, op. cit., page 10, margin 34.

بموجب وظيفته أو مركزه^{٢٨٤}، وهو الوحيد الذي يمكن فرض العقوبة الجزائية عليه في حالة استغلاله للمعلومات أو إفشائه لها. أما الشخص الذي يطلع على المعلومات نتيجة اتّصاله بالمُطلع الرئيسي أو نتيجة الصدفة فلا يُمكن فرض هذه العقوبة عليه لأنّ النصّ الجزائي لا يُمكن تأويله بأكثر مما يحتمل.

وكان يُفضّل ذكر اصطلاح "استغلال المعلومات الداخلية" في إطار منع هذه الممارسة بشكل عام، لكي تُفرض العقوبة على أي شخص يقوم بهذه الممارسة مثلما فعل المُشرّع الإماراتي^{٢٨٥}، أو ذكر تجريمها على أي أحد يقوم بها مثلما فعل المُشرّع البولندي^{٢٨٦} والنرويجي^{٢٨٧}، وبعدها يُمكن تخفيف العقوبة على المُطلع الثانوي كونه لم ينتهك الواجب الائتماني أو الثقة التي وضعت فيه من الجهة التي أصدرت المعلومات الداخلية مثل المُطلع الرئيسي، فيجب أن يُفرض على المُطّلعين الثانويين "درجة أقل من العقوبات" كما تنصح المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)^{٢٨٨}، وعلى هذا يجب أن يتم التفريق في المعاملة بين النوعين السابقين من المُطّلعين لأنّ جريمة الرئيسيّين تعد أكثر خطورة من تلك التي يقترفها الثانويين^{٢٨٩}.

^{٢٨٤} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٢٨٥} القانون الاتحادي الإماراتي، رقم ٤، في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، الصادر عام ٢٠٠٠، المادة ٣٧.

^{٢٨٦} Polish Act, No 176, of 1997, 'Public Trading of Securities' law, section 2.

^{٢٨٧} Norway securities trading act, the act enters into force partly on 1 November 2007, section 17-3 (1).

^{٢٨٨} The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, op. cit., section 4.4., page 25.

^{٢٨٩} S. VOLZ, op.cit., page 37.

التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية

إنّ مفهوم "التلاعب بالأسعار" أو "التلاعب بأسعار الأوراق المالية" "Securities Price Manipulation"، يعني مجموعة التصرفات التي يقوم بها أحد المتداولين أو مجموعة منهم وذلك بهدف إحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها لتحقيق الربح على حساب بقية المتداولين في السوق^{٢٩٠}، وهو ما يُعتبر "احتيال على السوق" "fraud on the market"^{٢٩١}، وتُعتبر ممارسة التلاعب بالأسعار غير قانونية لأنها تؤثر على "سيولة السوق"^{٢٩٢} "market liquidity"^{٢٩٣}، فتسحب السيولة من المستثمرين وتعطيها للمتلاعبين.

وقد تطورت ممارسات التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية وأصبحت "ظاهرة" "phenomenon"^{٢٩٤} ولذلك يقلق المشرعون من التلاعب بالأسعار خوفاً من نشوء "اختلال في توازن العرض والطلب" "supply-demand imbalance" في السوق، والتي هي أصلاً عبارة عن مساحة لتلاقي العرض بالطلب^{٢٩٥}.

^{٢٩٠} د. محمد بن إبراهيم السحيباني، "التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي"، ورقة عمل مقدّمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، الأربعاء ٢٧ صفر ١٤٢٩ هـ (الموافق ٥ مارس/آذار ٢٠٠٨م)، الفقرة ١، الصفحة ٢.

^{٢٩١} S. MARTIN, "discussion and first analysis of the case at Desai v. Deutsche Bank Securities", blog California appellate report, July 29, 2009, August 01 2009.

^{٢٩٢} السيولة هي درجة سهولة تحويل أحد الأصول إلى نقود. أنظر: د. جمال عبد الناصر، المعجم الاقتصادي، دار أسامة للنشر والتوزيع، دار المشرق الثقافي، عمّان، ٢٠٠٦، الطبعة الأولى، حرف السين، الصفحة ٢١٤، وتتحكّم السيولة بدوران رأس المال، فهو دوران الأموال منذ تحويلها إلى سيولة واستثمارها حتى تعود إلى أموال سائلة من جديد. أنظر: المرجع السابق، حرف الدال، الصفحة ١٧١.

وسيولة سوق رأس المال هي إمكانية تداول الورقة المالية بشكل سريع ويسعر يقترب من سعر آخر صفقة على ذات الورقة المالية. أنظر: د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، عام ١٩٩٩، الصفحة ٥٢٥.

^{٢٩٣} A.S. KYLE, S. VISWANATHAN, price manipulation in financial markets, how to define illegal price manipulation, American Economic Review: papers & proceedings, May 2008, page 6.

^{٢٩٤} F. ALLEN, D. GALE, stock price manipulation, Rodney L. White center for financial research, Philadelphia, 1990, section 8, page 28.

^{٢٩٥} F. MUNIESA, le marché comme solution informatique: le cas du Arizona Stock Exchange, papiers de recherche du Centre de Sociologie de l'Innovation, N° 008, version juillet 2007, page 2.

وقد ازدادت إساءة استخدام السوق بهذه الطريقة مع ازدياد رؤوس الأموال المستثمرة من

المستثمرين المؤسسيين والوسطاء الماليين^{٢٩٦}.

ومن جهة أخرى، فإنَّ التلاعب بالأسعار يُمثلُ خطورة كبيرة على "الأسواق الناشئة" Emerging Markets"، فبالإضافة إلى قلة عدد الشركات وصغر رؤوس أموالها^{٢٩٧}، يظهر في السوق ضعف القيم المتداولة، ممَّا يعني أنَّ أي عملية تلاعب صغيرة قد تترك أثراً عميقاً في السوق الناشئة.

ويعتبر تنظيم سوق الأوراق المالية الذي يحظر التلاعب بالأسعار من مقومات السوق ذات السعر السوقي العادل الناتج عن تلاقي العرض بالطلب^{٢٩٨}. فقد اعتبرت بعض السلطات التشريعية هذه الممارسة جريمة يُعاقب عليها القانون بعقوبة جزائية، واعتبرتها سلطات تشريعية أخرى أنَّها مخالفة لقواعد السوق تستحق التعويض المدني من الفاعل بالإضافة إلى العقوبة الإدارية^{٢٩٩}.

وبالنسبة لقانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية فقد منع الخداع^{٣٠٠} أو التدليس أو التلاعب بنشاط الإصدار أو التداول أو الانتقال لملكية الأوراق المالية^{٣٠١}، والتلاعب بالأسعار يدخل في إطار القاعدة السابقة على اعتبار أنَّه في الجزء الأكبر منه تلاعب بنشاط تداول وانتقال ملكية الأوراق المالية^{٣٠٢}. كما أنَّ قانون الشركات السوري قد

²⁹⁶ European Group on Market Manipulation, financial services action plan, issues paper for the first meeting of the group, 2000, section I, page 3

^{٢٩٧} د. محمد بن إبراهيم السحبياني، مرجع سابق، الفقرة ٦، الصفحة ٢٣.

²⁹⁸ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, report of technical committee, May 2000, page 8.

²⁹⁹ I bid., section II, page 5.

^{٣٠٠} الخداع هو "أي عمل أو ممارسة أو خطة أو نهج أو وسيلة يقصد بأي منها التغيير بالآخرين". أنظر: قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١.

^{٣٠١} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ١٩/٦/٢٠٠٥، المادة ١٨، الفقرة ٩، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٧/٩/٢٠٠٩.

^{٣٠٢} وفيما يخص تداول الأوراق المالية غير المدرجة في السوق النظامية فقد نصت تعليمات التداول بالأوراق المالية غير المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية على أنه: "يقتصر دور شركة الوساطة المالية على الجمع بين العميل البائع والعميل المشتري، ويحظر عليها التدخل بعملية تحديد سعر الورقة المالية موضوع التداول". أنظر: قرار رئيس =

جرّم قيام عضو مجلس الإدارة أو الشخص المكلف بتمثيل الشركة أو مفتش الحسابات بعمليات التلاعب في أسعار أسهم الشركة في أسواق الأوراق المالية^{٣٠٣}.

أمّا في مصر، فقد نصّ المشرع في قانون سوق رأس المال على معاقبة مُجرّد العمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية أو المحاولة بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق^{٣٠٤}، واعتبر قانون تنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية أنّ مهمّة حماية حقوق المتعاملين من التلاعب في الأسواق المالية غير المصرفية - ومنها سوق الأوراق المالية - من المهام التي تقوم بها الهيئة العامة المصرية للرقابة المالية في سبيل تحقيق أغراضها^{٣٠٥}.

وفي فرنسا^{٣٠٦}، فقد منع مرسوم إنشاء لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) أي شخص من القيام بسلوك مناور أو أي محاولة للوصول إلى سلوك مناور مع قصد إعاقة الوظائف الطبيعية للسوق عن طريق تضليل الآخرين^{٣٠٧}، وبالتالي لم يذكر المرسوم ممارسة التلاعب بالأسعار عبر تداول الأوراق المالية بشكل صريح، ولذلك ذكرت اللائحة [90-04]

=مجلس المفوضين السوري، رقم (١١٩)م، الخاص بتعليمات التداول بالأوراق المالية غير المدرجة، الصادر بتاريخ ٢٩/١٢/٢٠١٠، المادة ٣.

٣٠٣ المرسوم التشريعي السوري، رقم ٢٩، الخاص بقانون الشركات، الصادر بتاريخ ١٤/٢/٢٠١١، المادة ٢٠٣، الفقرة ١/ك.

٣٠٤ القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ٢٢/٦/١٩٩٢، المادة ٦٣، الفقرة ٦. أنظر أيضاً: قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦، المادة ٣٩، الفقرة ٦. وأنظر كذلك: قرار وزارة المالية المصرية، رقم ٧٢٣، بشأن الأحكام المنظمة لتطبيق قواعد تعامل شركات "المتعاملون الرئيسيون"، الصادر عام ٢٠٠٢، المادة ٩، الفقرة هـ.

٣٠٥ القانون المصري، رقم ١٠، الخاص بتنظيم الرقابة على الأسواق والأدوات المالية غير المصرفية، الصادر بتاريخ ٢٥/٢/٢٠٠٩، المادة ٤، الفقرة ٥.

٣٠٦ يُطلق على ممارسة التلاعب بالأسعار بالفرنسية "Manipulation de cours" كما يُسمّىها بعض الفقه الفرنسي الفرنسي بـ"agiotage". أنظر: د. صالح البريري، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، عام ٢٠٠١، الطبعة الأولى، الصفحة ٢٨٠، الهامش ٦٤٧.

³⁰⁷ Décret de France, N° 67-833, du 28\9\1967, section 10-3.

الخاصة باللجنة السابقة حظر وضع أوامر تداول^{٣٠٨} في السوق إذا كانت ستعوق تشكّل السعر فيه أو تُضلل الآخرين^{٣٠٩}.

وبعد أن حلت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) محل لجنة عمليات البورصة، قامت بإصدار لائحة تتعلق بممارسات التلاعب بالسوق، ومن تلك الممارسات "التلاعب بالأسعار" "manipulations de cours" والتي اعتبرتها اللائحة في أحدث تعديلاتها عام ٢٠٠٩، ممارسة محظورة في مواجهة الجميع^{٣١٠}.

وكما رأينا من استعراض القوانين السابقة، فقد تم حظر التلاعب بالأسعار بشكل عام وبسيط بدون التطرق لتفاصيل آليات التلاعب، وقد تمّ انتقاد بساطة النصوص التي تحظر التلاعب بالأسعار، فهي وُجِدَ صعوبات كبيرة للقضاة عند التطبيق العملي للقانون^{٣١١}.

وبالإضافة إلى ما تقدّم، فالمشكلة الخطيرة أنّ هذه الممارسة تترافق مع العود والتكرار من المتلاعبين، وتنتقل من دولة إلى أخرى خلال مدد زمنية طويلة^{٣١٢}، وهذا يدل برأينا على وجود ضعف ما في مواجهة المشرعين لممارسة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، وأيضاً، فقد قيل بأنّ كل اللغات القانونية هي لغات غامضة، وهنا بالضبط يأتي دور المؤسسات التنظيمية، والسلطات القضائية، لحل هذا الغموض^{٣١٣}، وهنا تأتي مهمّتنا لشرح الحالات والتفاصيل الخاصة بالتلاعب بالأسعار واقتراح الحل القانوني المناسب لها.

وسندرس التلاعب بالأسعار عبر عمليات التداول التي تستهدف التلاعب (المبحث الأول)، ومن ثمّ سندرس مواجهة التلاعب بالأسعار (المبحث الثاني).

^{٣٠٨} الأمر Order في سوق الأوراق المالية هو أمر مُرسل إلى سمسار بغرض شراء أو بيع أو تسليم أو استلام أوراق مالية، ويستطيع مصدر الأمر تقييد أمره بشروط معينة. أنظر:

M. IBRAHIM, F.A. FARHAT, op. cit., letter O, page 463.

^{٣٠٩} Commission des opérations de bourse (COB) de France, règle N° [90-04], 1990, section 3.

^{٣١٠} Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 631-1.

^{٣١١} J. HAMON, le rôle et l'évolution des institutions de surveillance, Lavoisier Revue française de gestion, 2002/5 - N° 141, page 401.

^{٣١٢} J.W. BARNARD, securities fraud, Penn State Law Review, Vol. 113:1, 10/30/2008, section I, page 191.

^{٣١٣} I. DOMOWITZ, R. LEE, the legal basis for stock exchanges: the classification and regulation of automated trading systems, March 1998, section V, page 20.

عمليات تداول للتلاعب بالأسعار

تُعتبر قابلية الأوراق المالية للتداول من أساسيات التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث أنَّ التداول يعني انتقال ملكية الورقة المالية عبر آلية معينة يُظهر من خلالها أصحاب أوامر التداول الأسعار التي يريدون تنفيذ صفقاتهم بها^{٣١٤}.

ومن الممكن أن يسعى أحد المتعاملين في السوق إلى استخدام حقّه بإجراء عمليات تداول للأوراق المالية وتشويهه سعر التوازن الموجود في السوق لأنه لا يخدم مصالحه، وذلك عن طريق مضادات غير قانونية تُستخدَم عمليات تداول اعتيادية للتلاعب بالأسعار، كما قد يقوم بعملية تداول غير اعتيادية تأخذ مظهر التداول الطبيعي إلا أنَّ العملية تكون في حقيقتها عملية استحواذ أو عملية وهمية، الغاية منها التلاعب بالأسعار فقط.

وسنبحث في عمليات التداول الاعتيادية التي تستهدف التلاعب بالأسعار (المطلب أول) وفي عمليات التداول غير الاعتيادية ذات الهدف نفسه (المطلب الثاني).

المطلب الأول

عمليات تداول اعتيادية للتلاعب بالأسعار

عندما يقوم المتلاعب بالأسعار بعملية تداول اعتيادية بحجم متوسط أو أقل من المتوسط^{٣١٥}، وينتج عنها انتقال فعلي لملكية الورقة المالية -أي يتم من خلال عملية التداول تنفيذ حقيقي للصفقة-، يكون قد تلاعب بالأسعار عبر عملية تداول اعتيادية وحقيقية.

وخطورة العملية الاعتيادية الحقيقية للتلاعب بالأسعار تتمثل بأنه من الممكن جداً للمتعامل الآخر الذي قام بتنفيذ الصفقة مع المتلاعب أن لا يكون عالماً بخطته المستهدفة تشويه سعر السوق، فقد يكون مندفعاً نحو التداول بسبب الحركة التي أنشأها المتلاعب، وهكذا من خلال العمليات الحقيقية يجر المتلاعب وراءه الكثير من ضحايا ممارسة التلاعب بالأسعار ثم تتكشف العملية ويظهر أنَّ السعر الذي تغير فجأة لم يكن سوى فقاعة قامت

^{٣١٤} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٢٣١، الخاص بنظام قواعد التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ، ٢٠٠٩/١/٧، المادة ١.

^{٣١٥} يُقصد بالحجم المتوسط أو الأقل أنَّ الصفقة التداولية الاعتيادية ذات قيمة طبيعية ويتم عقدها وفقاً لقواعد التداول العامة، وقيمتها تقل عن قيمة الصفقات الضخمة التي تستهدف الاستحواذ على عدد كبير من الأوراق المالية وبأسعار مرتفعة، والتي تُعتبر من الصفقات التداولية غير الاعتيادية التي يتم عقدها وفقاً لقواعد خاصة تراعي طبيعتها.

80 بسبب انجراف المتعاملين وراء حجم الصفقات التي تُعقد على الورقة المالية، والسعر الذي يتم التداول على أساسه^{٣١٦}.

ومن جهة أخرى، من الممكن أن يتم عقد عمليات التداول الاعتيادية الحقيقية عبر عمليات عاجلة يتم تنفيذها بشكل فوري، أو عبر عمليات مُشَنَّة يتم فيها تأجيل التنفيذ إلى وقت آخر.

أولاً: عمليات تداول عاجلة للتلاعب بالأسعار

تُعدُّ العمليات العاجلة أو "التعاقد العاجل" "opération au comptant"^{٣١٧} من أنواع العمليات التداولية الحقيقية في سوق الأوراق المالية، فهي عبارة عن عملية تداول يتم تنفيذها فور تلاقي العرض بالطلب في النظام الآلي لجمع الأوامر المتقابلة في السوق، فتتم تسوية الصفقة ويستلم المشتري الأوراق المالية ويأخذ البائع ثمنها بالسعر السوقي لها، وبالتالي قد يتم استغلال هذه العمليات لإيجاد سعر غير حقيقي.

وفي الواقع، يكون لدى المتلاعب هدفين أساسيين من عمليات التلاعب بالأسعار في الحالة التي نحن بِخِصَمَها، فإمَّا أن يسعى المتعامل بالأوراق المالية إلى رفع أسعارها فيمارس عمليات تداول عاجلة لرفع الأسعار، أو أن يسعى المتعامل بالأوراق المالية لخفض أسعارها فيقوم بممارسة عمليات تداول عاجلة لخفض الأسعار.

^{٣١٦} إسماي فيرير، كل شيء عن البورصة، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، الصفحة ٢١١، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Esmé Faerber, ALL ABOUT STOCKS, McGraw – Hill, New York, 2000, Second Edition.

^{٣١٧} د. سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية"، رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت في عام ٢٠٠٠، غير منشورة، الصفحة ٤٣٦.

أ: عمليات تداول عاجلة

لرفع الأسعار

إنَّ محاولة المتلاعب المتمدِّد للوصول إلى سعرٍ سوقي أعلى من السعر الفعلي للورقة المالية عبر عمليات تداول عاجلة في سوق الأوراق المالية تعني أي "نشاط تداولي مخادع" "deceptive trading activity"³¹⁸، يستهدف رفع أسعار الأوامر التداولية "advancing the bid"³¹⁹، وهو ما ندعوه بالعمليات العاجلة لرفع الأسعار³²⁰، "raising the price"³²¹، وندعو السعر المرتفع المصطنع الذي نتج عن عمليات التلاعب بـ"السعر المتضخم" "Inflated Price"³²² الناتج عن إنشاء اتجاه سوي مصطنع³²³ سرعان ما يذهب ويبدأ السعر بالانحدار. وتُسمَّى عمليات التداول التي تستهدف رفع الأسعار أيضاً بـ"غرف الغلاية" "boiler rooms"³²⁴- "bouilloire"³²⁵، لأنها على ما يبدو تُحوّل ساحة التداول في السوق إلى إناء يغلي بالأسعار إلى حدود غير طبيعية³²⁶، ويُدعى المستوى الذي يبدأ عنده السعر بالصعود بـ"مستوى الدعم" "Support Level".

³¹⁸ M.J. WATSON, the regulation of capital markets, market manipulation and insider trading, page 15.

³¹⁹ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section II, page 5.

³²⁰ أنظر: د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، عام ١٩٩٩، ١٨٩.

³²¹ USA securities exchange act, of 1934, [as amended through P.L. 111-72, approved October 13, 2009], section 9 (a) (2).

³²² E.W. KITCH, regulation of the securities market, in Encyclopedia of Law and Economics, Cheltenham, Edward Elgar, 2000, page 818.

³²³ مايكل سينسير، دليل التعامل في سوق الأسهم، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٥، إعادة طبع الطبعة الرابعة، الصفحة ٢٣٩، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Michael Sincere, UNDERSTANDING STOCKS, McGraw – Hill Companies, Inc., New York, 2004.

³²⁴ E.W. KITCH, op. cit., page 823.

³²⁵ د. صالح البربري، مرجع سابق، الصفحة ٢٨٧.

³²⁶ ونعطي مثلاً حقيقياً عن التلاعب بالأسعار بهدف رفعها، ففي الولايات المتحدة قام أحد موظفي "Deutsche Bank" بمخطط تلاعب بسعر سهم شركة "Genesis Intermedia, Inc (GENI)"، حيث رفع سعر سهم هذه الشركة من ١٢ دولار إلى أكثر من ٥٢ دولار للسهم الواحد، وقد أدان قاضي المحكمة الابتدائية في المنطقة الوسطى من كاليفورنيا المتهم في حكمه الصادر بتاريخ ٢٩/٧/٢٠٠٩. وبعد عملية التلاعب هذه تم تداول سهم شركة (GENI) بقيمة سوقية تعادل بنسب في أغسطس/ آب من عام ٢٠٠٩. أنظر: =

وتُدعى العملية بكاملها من "شراء الأوراق المالية بسعر مرتفع" "Overbought"^{٣٢٧} إلى بيعها وانهيار الأسعار بعدها بمُخطَّط "الضخ والإغراق"^{٣٢٨} "pumping and dumping"^{٣٢٩}، وهي أطول مخططات التلاعب بالأسعار^{٣٣٠}، وتتمثل بالدخول في سلسلة تعاملات حقيقية تتم بسعر متزايد وتستهدف رفع الأسعار بشكل مفاجئ عبر شراء الأوراق المالية بسعر مرتفع، وبعد أن يبيع المتلاعب الأوراق المالية تبدأ الأسعار بالانخفاض حيث يتم إغراق السوق بها^{٣٣١}.

=Desai versus Deutsche Bank Securities, July 29, 2009. Mentioned at: S. MARTIN, op.cit.

³²⁷ M. IBRAHIM, F.A. FARHAT, dictionary of business and finance, (English - Arabic), DAR AL-KOTOB AL-ILMYAH, Beirut, 2007, 1th edition, letter O, page 468.

^{٣٢٨} يُقصد بالضح والإغراق ضخ الأموال من المتلاعب بشكل مكثف ومتلاحق لشراء إحدى الأوراق المالية ممَّا يرفع سعرها بشكل تدريجي نتيجة تزايد الأسعار وتزايد أوامر شراء هذه الورقة المالية (الضح)، وبعد أن يتم الوصول إلى أعلى سعر ممكن يبدأ المتلاعب بالبيع بسعر مرتفع غير حقيقي فيُغرق السوق بهذه الورقة المالية ممَّا يهوي سعرها بشكل مفاجئ (الإغراق)، وهو ما يلحق الضرر بالمتعاملين الذين اشترى هذه الورقة المالية، ويضر بسمعة مصدرها. ونعطي مثالاً عن ممارسة (الضح والإغراق) بقيام المتلاعب بشراء كميات من سهم معيَّن بأسعار متزايدة عبر إرسال أوامر تداولية محدَّدة السعر، ويُخصَّص لهذه العملية رأس مال قدره ٧ مليون ل.س، فيقوم بضخ هذه الأموال جميعاً وبشكل متلاحق على شراء هذا السهم، وهو ما سيخلق هالة من الانطباعات الإيجابية حول ارتفاع سعر السهم في المستقبل ممَّا سيدفع المستثمرين المتسرعين إلى شرائه، وهذا ما سيرفع السعر من ٦٧٠ ل.س إلى ١٣٠٠ ل.س للسهم الواحد بعد عدد من جلسات التداول، وبعد أن يستشعر المتلاعب أنَّ السعر لن يرتفع أكثر، يقوم ببيع كل ما اشتراه دفعة واحدة وبسعر ١٣٠٠ ل.س للسهم الواحد، ويحقق بالتالي ربحاً يتمثل بالفرق بين السعر الذي اشتري به الأسهم والسعر المتضخم الذي باع به الأسهم، ونتيجةً لهذا البيع يتم إغراق السوق بهذا السهم ويبدأ سعره بالانخفاض بشكل سريع إلى أن يبلغ ٥٥٠ ل.س بعد عدد من الجلسات التداولية، وهو سعر يقل عن القيمة الحقيقية للسهم، والسبب في هذا الانخفاض الشديد بسعر السهم هو فقدان المستثمرين لتقنهم به، وفقدان السهم لجاذبيته بعد أن تمَّ إغراق السوق به.

³²⁹ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section II, page 6.

³³⁰ C. COMERTON-FORDE, T.J. PUTNINS, measuring closing price manipulation, discipline of finance, faculty of economics and business, University of Sydney, Australia, 22 February 2007, page 7.

^{٣٣١} وفي دراسة للأستاذين Khanna, T و Sunder, S عام ١٩٩٩ تبيَّن أنَّ الوسطاء في الهند يتم اتِّهامهم بشكل كبير بالتواطؤ مع أصحاب الشركات لتنفيذ مخطط "الضح والإغراق". أنظر:

Khanna, T and Sunder, S. 1999. "A Tale of Two Exchanges", Harvard Business School Case Study. Mentioned at : H. SIDDIQI, stock price manipulation: the role of intermediaries, Munich Personal RePEc Archive (MPRA), paper No. 6374, December 2007, page 2.

ومن حيث تحليل الآلية المالية للتلاعب بالأسعار، فإن ما يقوم به المتلاعب في الحقيقة ما هو إلا خلق "قوة دفع للسعر"^{٣٣٢} "Price Momentum" في تاريخ واحد مما يسبب رفع الأسعار فيما يلي من جلسات تداول لاحقة، ويطلق على هذه الممارسة أيضاً اسم "شَبُّ الفرس" "Ramping"^{٣٣٣}.

وهذا قد يجعل السوق صاعدة بشكل غير حقيقي مما يُفسر سبب صعود سوق الأسهم الأمريكية قبل انهيارها عامي ١٩٢٩ و ١٩٨٧^{٣٣٤}، وكذلك الأمر بالنسبة لسوق الأوراق المالية في الكويت التي تصاعدت الأسعار فيها إلى مستويات غير طبيعية قبل أزمة عام ١٩٧٧^{٣٣٥}.

وقد تمّ حظر هذه الممارسة عبر منع أغلب القوانين للتلاعب بالأسعار بشكل عام وبدون الدخول في التفاصيل^{٣٣٦}، ولذلك يجب على الفقه أن يحلّل الأساليب التي يقوم بها المتلاعبون لرفع الأسعار عبر عمليات تداول ومساعدة المشرع في مهمة منعها وتعطيل آلياتها.

^{٣٣٢} نعطي مثالاً عن إنشاء قوة دفع للسعر قيام المتلاعب بشراء إحدى الأوراق المالية عبر أمر تداولي بسعر محدد ١٠٠٠ ل.س، وبعد فترة يُرسل أمر تداول محدد بسعر ١٢٠٠ ل.س، ومن ثم بسعر ١٢٥٠ ل.س،.. وهكذا حتى يبدأ بائعي الأوراق المالية بالتشبهت أكثر بهذه الورقة المالية وطلب أسعار متزايدة، فيعتقد جمهور المستثمرين أنّ الورقة المالية ذات قيمة أكبر من سعرها السوقي وأنّ شراءها بأي سعر سيحقق لهم ربح أكيد في المستقبل، فيُرسل عدد كبير من المتعاملين أوامر شراء تنفذ بالسعر الذي يتم التعامل عليه في السوق، فيتم تنفيذ أوامره بأسعار خيالية قد تصل إلى ١٥٠٠ ل.س مع أنّ القيمة الحقيقية للورقة المالية لا تتجاوز ٩٠٠ ل.س، وبالتالي استطاع المتلاعب أن يخلق قوة دافعة للسعر مما رفع السعر إلى حدود مصطنعة غير حقيقية.

^{٣٣٣} The article "Equity Price Manipulation in Nigeria: Legal Issues", PUC journal, August 2008, Paul Usoro Company (PUC), page 2.

^{٣٣٤} ألكسندر ساينز، الاستثمار في أسواق المال، ترجمة ريماء عاد، أكاديميا إنترناشيونال، بيروت، عام ٢٠٠٢، الصفحة ١٧، العنوان الأصلي للكتاب بالإنكليزية:

Alexander sainz, "Ten Minute Guide to Stock Market Investing Second Edition", Macmillan Lifestyles, 2000.

^{٣٣٥} د.يعقوب يوسف صرخو، "الأسهم وتداولها في الشركة المساهمة"، رسالة مقدمة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت عام ١٩٨٢، غير منشورة، الصفحة ١١.

^{٣٣٦} بالنسبة للمشرع السوري أنظر: القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٩/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

وفي الحقيقة، غالباً ما يستهدف بائع الأوراق المالية رفع الأسعار لكي يُعطي قيمة سوقية أكبر لأوراقه المالية، فيبيعها بسعر أعلى من سعرها الذي تستحق نتيجة اندفاع المستثمرين نحوها بسبب وجود اتجاه عام لشرائها وبدون وعي حقيقي لقيمتها^{٣٣٧}، فالمتعاملين في السوق يرتكبون الأخطاء عندما يتبعون تعاملات أحد المتلاعبين، والمشكلة أنّ المتلاعبين يتوقعون أخطاء المتعاملين^{٣٣٨} ويدفعوهم نحو التعامل الذي يخدم مصالحهم ويشكّل السعر المصطنع^{٣٣٩}، ولهذا منعت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) أي معاملة تداول تعطي أو من المحتمل أن تعطي إشارات خاطئة أو مضللة عن العرض والطلب على سعر أية أداة مالية^{٣٤٠}.

وتُدعى المبيعات التي تتلو عمليات التلاعب بـ "مبيعات الضغط العالي" "high pressure sales" لأنّ البيع تمّ بعد الارتفاع المصطنع للأسعار، ويكثر قيام الوسطاء بهذه الممارسة في الأسواق الناشئة^{٣٤١}.

وقد تستهدف قوة دفع الأسعار هذه مجرد "تثبيت الأسعار" "pegging" وإعطاء الأوراق المالية قيمة أكبر من قيمتها الحقيقية لكن دون رفع سعرها، وممارسة تثبيت الأسعار تعطي شعور بركود السعر، ممّا يدفع المستثمرين لشراء الورقة على الرغم من أن قيمتها أقل من السعر المثبت.

والحقيقة أنّ المستثمرين المعاصرين لعملية التلاعب التي استهدفت رفع الأسعار ستتنبأهم الحيرة بين قرارين استثماريين، الأوّل هو بيع الأوراق المالية التي ارتفع سعرها فجأة وبشكل

^{٣٣٧} إليس تروب، المضاربة في البورصة، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٨، الطبعة الأولى، الصفحة ٣٤، العنوان الأصلي للكتاب بالإنكليزية:

Ellis Traub, Take Stock A Roadmap to Profiting From Your First Wall Down Wall Street, Career Press, 3 Tice Rd., Franklin Lakes, NJ 07417 USA, 2005.

^{٣٣٨} جاري جراي، باتريك ج. كوساتيس، ج. راندال وولريدج، دليلك لتقييم الأسهم، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، الصفحة ٣٣، العنوان الأصلي للكتاب بالإنكليزية:

Gary Gray, Patrick J. Cusatis, J. Randall Woolridge, StreetSmart Guide to Valuing a Stock, McGraw – Hill Companies, Inc., New York, 2004, Second Edition.

^{٣٣٩} وقد حكمت محكمة استئناف باريس بإدانة شركة EURAFRIQUE عام ٢٠٠٩ بسبب قيامها بإنشاء سعر مُصطنع لأسهمها عندما دخلت سوق الأوراق المالية لشراء أسهمها. أنظر:

Cour d'appel de Paris, audience publique du 12 /9/ 2006.

^{٣٤٠} Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 631-1/1^o/a.

^{٣٤١} H. SIDDIQI, op. cit., page 4.

غير طبيعي ويكون المستثمر قد استفاد من عملية تلاعب لم يشارك فيها، والثاني أن يحتفظ بالأوراق المالية للحصول على زيادة أخرى في السعر^{٣٤٢}، والأخير يصح أن نطلق عليه ضحية عملية التلاعب هذه، حيث أن بيع المتلاعب لأوراقه المالية بعد أن وصل للسعر الذي يستهدفه سيتسبب بتأثير عكسي على الأسعار فتهدوي إلى ما دون قيمتها الحقيقية. ومن جهة أخرى، فيبدو أن من أخطر العمليات التي تستهدف التلاعب بالأسعار بهدف رفعها هي بيع الأوراق المالية التي تمّ شراؤها في نفس اليوم^{٣٤٣}، فهي تُظهر نية المضاربة على ارتفاع الأسعار بدون شك، وهذا الأمر لوحده -دون الدخول في اشتباه التلاعب لرفع الأسعار - كفيل بحظر العملية. لأنّ المضاربات لا تعطي قيمة مضافة حقيقية ولا تفيد الاقتصاد الوطني^{٣٤٤}.

وبالفعل فقد تنبّه قانون سوق الأوراق المالية السوري إلى هذه النقطة، حيث أوكل إلى مجلس إدارة السوق مهمة عدم السماح ببيع الورقة المالية التي تمّ شراؤها في نفس اليوم^{٣٤٥}، ممّا يقي السوق خطر المضاربات العنيفة والصدمات السعرية المختلفة والتي يُعتبر أسلوب بيع الورقة المالية بعد شرائها في نفس اليوم من أهم أساليب رفع الأسعار عبرها، ويريح السوق من "متعامل اليوم الواحد" "One Day Trader" وهو المتعامل المغامر جداً على الأجل القصير^{٣٤٦}.

³⁴² S.M. BAINBRIDGE, insider trading, in Encyclopedia of Law and Economics, Cheltenham, Edward Elgar, 2000, page 786.

^{٣٤٣} للمزيد من المعلومات حول شراء الأوراق المالية وبيعها في نفس اليوم، أنظر: حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، دمشق - القاهرة، عام ٢٠٠٦، الطبعة الأولى، الصفحة ٢٨.

^{٣٤٤} أ.خليل هندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس-لبنان، عام ٢٠٠٠، الصفحة ٢٦١.

^{٣٤٥} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، الخاص بقانون سوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ١/١٠/٢٠٠٦، المادة ١٠، الفقرة ٣/أ، بينما اعتبرت قواعد العضوية في البورصة المصرية أنّ الشراء والبيع في ذات الجلسة يعتبر من الأنشطة المتخصصة والتي تحتاج إلى ترخيص من قبل هيئة سوق رأس المال بالإضافة إلى الوفاء بجميع معايير الملاءة المالية والفنية المطلوبة لمزاولة هذا النشاط. أنظر: قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ١٧/٤/٢٠٠٦، المادة ١٢.

^{٣٤٦} مايكل سينسير، مرجع سابق، الصفحة ١٦.

ب: عمليات تداول عاجلة

لخفض الأسعار

قد يجد أحد المستثمرين في سوق الأوراق المالية أنَّ إحدى الأوراق المالية التي ينوي شراءها غالية الثمن، أو أنه يريد الاستحواذ على عدد كبير من الأوراق المالية العائدة لأحد المصدرين ولن يستطيع تحمُّل أسعارها الحقيقية.. الخ، فلهذه الأسباب أو لغيرها قد يلجأ المتلاعب إلى القيام بعمليات تداول يتم تنفيذها بشكل فوري وتستهدف خفض الأسعار، أو ما سمَّاه قانون سوق الأوراق المالية الأمريكي بـ"ضغط الأسعار" "depressing the price"^{٣٤٧}.

وقد شاعت المضاربات على الهبوط في الولايات المتحدة بين عامي ١٩٢٩ و ١٩٣٢، وكذلك في الفترة بين عامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠٢^{٣٤٨}، وفي اليابان بين عامي ١٩٨٩ و ٢٠٠٢^{٣٤٩}، وفقدت الكثير من الشركات معظم قيمتها السوقية خلال أشهر بسبب هذه المضاربات^{٣٥٠}.

وتتلخَّص آلية قيام المتلاعب بخفض الأسعار بقيامه بإنشاء اتجاه مُقاوم للسعر أو "قوة دافعة لخفض الأسعار" "Downward Price Momentum"، حيث "يُجبر السعر على الانخفاض" "force the price down"^{٣٥١} بسبب القيام بعمليات تداولية عديدة على نفس الورقة المالية بسعر متناقص ومتلاحق عبر "البيع بسعر منخفض" "Oversold" للورقة المالية التي ينوي خفض سعرها. ممَّا يخلق اضطراب في توازن العرض والطلب، وينشئ

³⁴⁷ USA securities exchange act, of 1934, [as amended through P.L. 111-72, approved October 13, 2009], section 9 (a) (2).

^{٣٤٨} كولين ألكسندر، دليلك للتوقيت المناسب في سوق الأسهم، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، الصفحة ٥٣، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Colin Alexander, Timing the Stock Market, McGraw – Hill Companies, Inc., New York, 2006, Second Edition.

^{٣٤٩} المرجع السابق، الصفحة ٣٠.

³⁵⁰ E. PERROT, la Bourse. exubérante autant que rationnelle, SER-SA Études, N° 397, Paris, Décembre 2002/6, page 616.

³⁵¹ F. ALLEN, L. LITOV, J. MEI, large investors, price manipulation, and limits to arbitrage: an anatomy of market corners, draft of 14/1/2006, page 44.

87 ضغط نزولي على الأسعار^{٣٥٢}، ممّا يعني انخفاضها بشكل مُصطنع لا يعكس أي معلومة أو واقعة حقيقية تُبرِّره^{٣٥٣}.

ومن جهة أخرى، فإنّ المتلاعب يستطيع القيام بخفض الأسعار عبر عمليات تداول مُكثّفة بعد وصول السعر إلى الحد المُبالغ فيه عند رفع الأسعار، فتتجه الأسعار إلى الهبوط بعد أن كانت ترتفع بشكل متتالي، ويحدث هذا بشكل خاص في مُخطّط "الضخ والإغراق" "Pump and Dump"، حيث ينتج عن كون أسعار الأوراق المالية أنّها "مُقيّمة بإفراط" هبوط أسعار الأوراق المالية بعد إدراك هذا الإفراط في التقييم من المشتريين والبائعين^{٣٥٤}، ويحدث هبوط أسعار الأوراق المالية بسرعة كبيرة، حيث أنّ هبوط الأسواق أسرع من صعودها^{٣٥٥}.

فينتقل السعر من الارتفاع إلى "مستوى المقاومة"^{٣٥٦} "Resistance Level" ويبدأ السعر عند هذه النقطة بالنزول فيقوم المستثمرون بعمليات بيع للورقة المالية^{٣٥٧}، وقد يدخل السوق كله في اتجاه نزولي للأسعار ليستمر هابطاً لسنوات مثلما استمر سوق الأوراق المالية الأمريكي في الهبوط من تشرين الأول/أكتوبر عام ١٩٢٩ إلى تموز/يوليو من عام ١٩٣٢ ممّا يُعمق من آثار عملية التلاعب لخفض الأسعار ويُظهر واجب القانون في منعها.

^{٣٥٢} د. يعقوب يوسف صرخو، مرجع سابق، الصفحة ١٢.

^{٣٥٣} وكمثال واقعي للعمليات التداولية الحقيقية العاجلة التي تستهدف خفض الأسعار، نذكر ما قامت به مجموعة Citigroup في الولايات المتحدة في آب من عام ٢٠٠٤، حيث قامت ببيع أكثر من ٢٠٠ سند من السندات الأوروبية "Euro zone bonds" خلال دقيقتين فقط ممّا هوى بالسعر. وبعدها عادت المجموعة لتشتري ذات السندات بسعر أقل وحققت ربحاً من هذه العملية بلغ ١٥ مليون يورو، وانخفضت سيولة سوق الأوراق المالية بعد هذه الحادثة بشكل واضح. أنظر:

F. ALLEN, L. LITOV, J. MEI, op. cit., page 2.

^{٣٥٤} E.W. KITCH, op. cit., page 820.

^{٣٥٥} مايكل سينسير، مرجع سابق، الصفحة ١١٦.

^{٣٥٦} هو المستوى الذي يتوقف عنده السعر عن الصعود ويبدأ بالانخفاض.

^{٣٥٧} مايكل دي. شيمو، قوانين سوق الأسهم، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٦، الطبعة الثالثة، الصفحة ٨٥، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Michael D. Sheimo, STOCK MARKET RULES, 50 of the Most Widely Held Investment Axioms Explained, Examined, and Exposed, the McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 2005, THIRD EDITION.

وتمنع أغلب قوانين الأسواق المالية التلاعب بالأسعار بشكل عام^{٣٥٨} دون تحديد لحالات خفض الأسعار التي تحتاج لشرح وافي لتفاصيلها، وعلى ذلك يجب أن يتنبه القانون والقائمين على تنفيذه لما قد يواجههم من ممارسات غير قانونية، لأنّ دفع الأسعار نحو الانخفاض في سوق الأوراق المالية قد تشترك فيه جهات ذات رؤوس أموال كبيرة^{٣٥٩} كما ينتج عنه آثار مدمرة على المستثمرين والمصدرين والسوق أجمع.

ومن جهة أخرى، عندما تضع أسواق الأوراق المالية حدوداً للتغيرات في السعر خلال جلسة التداول الواحدة تضبط السعر صعوداً أو هبوطاً بحد مئوي معيّن، ولكن قانون سوق الأوراق المالية السوري وضع حداً لزيادة قيمة أي ورقة مالية يجب أن لا يتجاوز ٢% في جلسة التداول الواحدة^{٣٦٠}، ولم تشمل صيغة هذه القاعدة منع هبوط السعر بنفس النسبة في جلسة التداول الواحدة ممّا يعني بإمكانية هبوط السعر بدون حدود مقابل عدم جواز ارتفاع السعر أكثر من ٢% في جلسة التداول الواحدة.

ولكن المشرّع السوري تنبّه لهذا عند صدور المرسوم التشريعي رقم ٥٣ لعام ٢٠٠٩ حيث قام بتعديل هذه القاعدة ونص على أنّ من مهام مجلس إدارة السوق أن يقترح على مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية تحديد الحد الأدنى لانخفاض قيمة الورقة المالية بالإضافة إلى ارتفاع سعرها في اليوم الواحد^{٣٦١}، ممّا يعني إخضاع ضابط انخفاض سعر الورقة المالية لنفس ضابط ارتفاع سعرها وهي خطوة صحيحة^{٣٦٢}، حيث أنّ المستثمرين الذين يقودهم الخوف من استمرار انخفاض أسعار الأوراق المالية إلى بيعها بشكل فوري، قد يتسبّبون بهبوط حاد في سعر الورقة المالية في يوم تداولي واحد. ولهذا يجب وضع حد

^{٣٥٨} فيما يخص المشرّع السوري. أنظر: القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٩/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٣٥٩} د. ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، عام ٢٠٠٥، الصفحة ١٤. ^{٣٦٠} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، الخاص بسوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/١٠/١، المادة ١٠، الفقرة ٤/أ قبل تعديلها بموجب المرسوم رقم ٥٣ لعام ٢٠٠٩.

^{٣٦١} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٣، الخاص بتعديل قانون سوق الأوراق المالية السوري رقم ٥٥ لعام ٢٠٠٦، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٨، المادة ٢.

^{٣٦٢} وتطبيقاً لقرار رئيس مجلس المفوضين السوري رقم (٢٨)م لعام ٢٠١١ فقد تمّ تحديد الحد الأعلى لارتفاع قيمة الورقة المالية والحد الأدنى لقيمتها انخفاضها في اليوم الواحد بـ ٣%. أنظر: قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (٢٨)م، الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/١٠، المادة ١.

لتدهور أسعار الأوراق المالية مثلما نضع حد لارتفاع أسعارها، و عبر ذلك يعرف المستثمر الحد الأعلى لأرباحه أو خسائره خلال جلسة تداولية واحدة.

ثانياً: عمليات تداول مُشتقة للتلاعب بالأسعار

يُقَدَّم سوق الأوراق المالية عدّة أنواع من أدوات التداول، فبالإضافة إلى الأسهم والسندات وباقي أدوات التداول التي يتم تنفيذها بشكل فوري (وندعو عمليات التداول التي تجري عليها بعمليات التداول العاجلة)، هناك أيضاً أدوات التداول المُشتقة وهي أدوات تداولية يُوجَل تنفيذها، ويكون محلها إحدى أدوات التداول العاجلة من أسهم وسندات... الخ، والتي تدعى بـ"المُشتقات المالية" "Financial Derivatives"³⁶³، وتدعى أيضاً بـ"الأوراق المالية المُشتقة" "derivative securities"³⁶⁴.

وتستخدم هذه الأدوات الاستثمارية للحماية من أخطار الاستثمار، وللوقاية من تقلبات الأسعار، على الرغم من أنها تعطي الفرصة بأرباح غير محدودة فإنها تُعوّض المتعامل لمخاطر خسائر غير محدودة أيضاً.

وتسمى هذه العمليات التداولية بالمُشتقة لأن قيمتها تُشتق من سعر الأصول المالية محل العقد³⁶⁵، حيث يكون سعر العملية عبارة عن نسبة من سعر الورقة المالية المتداولة والتي يتم تأجيل تنفيذ الصفقة بسعرها المحدد إلى تاريخ محدد أو مدة زمنية محددة، وبالتالي قد يستهدف المتلاعب الضغط على أسعار الأوراق المالية للتلاعب بها قبل تاريخ التسوية³⁶⁶، أو ما يسمى بـ"ضغط التسليم"³⁶⁷ "delivery squeeze"³⁶⁸.

وبالنسبة لقانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية فقد اعتبر أنّ الأوراق المالية هي الأسهم القابلة للتداول وأدوات الدين القابلة للتداول والتي تصدرها الحكومة أو

³⁶³ د. نضال الشعار، الأسواق المالية "البورصة"، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، عام ٢٠٠٢، الصفحة ١٦٧.
³⁶⁴ E.W. KITCH, op. cit., page 819.

³⁶⁵ د. سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، الصفحة ٢٨٩.
فمثلاً العقد المشتق الذي يكون محله سهم معين ويكون سعر التعاقد على المشتق ٦٠٠ ل.س لكل سهم، فهذا السعر تمّ اشتقاقه من سعر السهم الذي هو القيمة المتداولة للعقد.

³⁶⁶ European Group on Market Manipulation, op. cit., section II, page 5.

³⁶⁷ حيث أنّ المتلاعب يحاول اصطناع سعر للورقة المالية محل العقد المشتق عند تاريخ تسوية هذا العقد، أي عند التاريخ الذي يُفترض أن يتم فيه تسليم الأوراق المالية ودفع الثمن، لأنّه التاريخ الذي يهدف المتلاعب لتلقي الأرباح فيه.

³⁶⁸ J. MEI, G. WU, C. ZHOU, behavior based manipulation: theory and prosecution evidence, April 7, 2004, section 1, page 7.

الشركات^{٣٦٩}، وأية أدوات مالية تُتمثلُ حقوق أرباح المساهمة^{٣٧٠}، أو أية أدوات مالية أخرى يرى مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية شمولها^{٣٧١}، وإن كانت أوراق مالية غير سورية، بشرط أن تكون متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها من قبل المجلس^{٣٧٢}.

والقواعد السابقة تفتح المجال لدخول أدوات التداول المُشتقة في مُصطلح الأوراق المالية، ودخولها في نظام التداول إذا رغب مجلس المفوضين بذلك مستقبلاً، وهو ما يحتاج إلى تعديل نظام إدراج الأوراق المالية في السوق^{٣٧٣}.

ولكن معظم عقود المشتقات تستهدف المضاربة على الأسعار، وعلى اعتبار أن سوق دمشق للأوراق المالية أنشئت بهدف الاستثمار الحقيقي. أي لاستقطاب "رأس المال الصبور"^{٣٧٤}، فلا يزال اعتماد مثل هذه الأدوات مبكراً، لكنه ممكن.

وسنحاول تنبيه المشرعين لآلية عمل المتلاعبين بالأسعار عبر عمليات التداول المُشتقة وكشف بعض المخططات الخطيرة التي تستهدف التلاعب بالسوق مع اقتراح الحلول القانونية المناسبة لإيقاف مثل هذه الممارسات.

^{٣٦٩} ومنها سندات الدين القابلة للتداول والتي تصدرها الشركات المساهمة السورية والمعروفة بالمرسوم التشريعي رقم ٢٩ لعام ٢٠١١ الخاص بقانون الشركات على أنها أسناد قرض. وسوق السندات هي السوق التي يتم من خلالها تداول أدوات الدين التي تصدرها الشركات المساهمة السورية وأدوات الدين العام. أنظر: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧، المادة ١.

^{٣٧٠} وقد ذكر نظام الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية "الوحدات الاستثمارية السورية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار" كإحدى الأوراق المالية. أنظر: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧، المادة ١.

^{٣٧١} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١. أنظر أيضاً: المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، المتضمن قانون سوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/١٠/١، المادة ٣.

^{٣٧٢} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧، المادة ١، تعريف الأوراق المالية، الفقرة هـ.

^{٣٧٣} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧، المادة ٤٠.

^{٣٧٤} د. هنري عزام، "إبقاء الشركات الخاصة أو تحويلها إلى مساهمة عامة"، مقال منشور في مجلة سوق المال الفلسطيني، اقتصادية متخصصة، تصدرها سوق فلسطين للأوراق المالية، العدد الأول، حزيران ٢٠٠٧، الصفحة ٢٥.

91 وسنقوم بدراسة عمليات التداول المُشتَقَّة التي تستهدف التلاعب بالأسعار من خلال دراسة العمليات التي تستهدف رفع الأسعار وتلك التي تستهدف خفض الأسعار، وذلك من خلال الفقرتين التاليتين.

أ: عمليات تداول مُشتَقَّة

لرفع الأسعار

تعدُّ عمليات التداول التي يكون محلُّها أدوات التداول المُشتَقَّة من الوسائل الشديدة التأثير على سعر الأوراق المالية، فالقيمة السوقية للأوراق المالية التي يتم تداولها بعمليات تداول مُشتَقَّة تتأثر بشكل كبير بمدلولات هذه العمليات، وذلك لأنَّ الأوراق المالية التي يتم التعامل بها عبر هذه العقود لا يتم دفع ثمنها بشكل فوري، وكذلك لا يتم تسليمها فوراً ولكن تؤجَّل العمليتين^{٣٧٥}، ولأنَّ المضاربيين هم من أهم المتعاملين في هذا النوع من العقود^{٣٧٦} يكون التعامل بالعقود المُشتَقَّة عادةً مصاحباً بمضاربات مصطنعة تهدف التلاعب بالأسعار^{٣٧٧}، حيث يصعب إيجاد مكان لل"أخلاق المالية" "l'éthique financière"^{٣٧٨}.

وعلى الرغم من إجماع دول كثيرة عن تنظيم العقود المُشتَقَّة، فقد اعتبرت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) أنَّ تداول مُشتَقَّات الأوراق المالية يعتبر إحدى طرق اتفاقيات التلاعب بالأسعار، وخاصة فيما يتعلَّق بالتلاعب بـ"سعر إقفال" "Closing Price" جلسة التداول في السوق، فيتم شراء وبيع المُشتَقَّات للتأثير على سعر إغلاق الأوراق المالية وتحقيق الربح، وتدعى هذه الممارسة بـ"تحديد الإغلاق" "marking the close"^{٣٨٠}، وقد يقوم بها المتلاعب عبر إجراء عقود تداول عاجلة تؤثر في أسعارها على المراكز المُشتَقَّة التي اتخذها^{٣٨١}، أو عبر العقود المُشتَقَّة ذاتها.

^{٣٧٥} د. سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، الصفحة ٣٩٧.

^{٣٧٦} د. كنجو كنجو، د. أيمن شيحا، مروان رشيد، الأسواق المالية، منشورات جامعة حلب، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، عام ٢٠٠٥، الصفحة ١٨٤.

^{٣٧٧} د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، مطبوعات جامعة الكويت، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، الكويت، ٢٠٠١، الصفحة ٣٣.

³⁷⁸ E. PERROT, op. cit., page 623.

^{٣٧٩} هو السعر النهائي للورقة المالية الذي يتم الوصول إليه بعد انتهاء جلسة التداول في سوق الأوراق المالية.

³⁸⁰ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section II, page 6.

³⁸¹ C. COMERTON-FORDE, T.J. PUTNINS, op. cit., page 6.

وتنقسم المشتقات إلى عدة أنواع من عقود التداول^{٣٨٢}، ومن هذه العقود "العقود المستقبلية"، و"العقود الآجلة"، و"عقود الخيار".

نبدأ بـ"العقود المستقبلية" "Future Contracts" التي يتم فيها الاتفاق على تداول ورقة مالية على أن يتم تنفيذها بشكل قطعي وملزم لكن مؤجل إلى تاريخ لاحق.

وعلى هذا فإن مشتري الأوراق المالية بعقد مستقبلي قد يقوم برفع الأسعار عن طريق الشراء المكثف للورقة المالية التي تعاقدها مستقبلياً إلى أن يتم تنفيذ الصفقة وعندها يقوم ببيع الأوراق المالية بسعر أعلى من السعر الذي اشتراها به في عقد التداول المستقبلي، وبعد أن تزول فقاعة السعر تعود الأوراق المالية إلى قيمتها السوقية الحقيقية ويخرج المتلاعب رابحاً والمتعاملين معه خاسرين بالتأكيد^{٣٨٣}.

فبالأسواق المستقبلية قد تتحوّل إلى ساحة للتلاعب بالأسعار إذا لم يتم التعامل مع المتلاعبين فيها بحزم، فيجب منع التداول في السوق في الأوقات التي قد تتأثر فيها بالتعاقدات المستقبلية بشكل عميق، مثل الأوقات التي تمر فيها السوق بأزمة انخفاض أسعار كبيرة.

أمّا "العقود الآجلة" "Forwards Contacts" فهي أيضاً عقود مشتقة يتم تنفيذها بعد الاتفاق الأولي عليها، وهي عبارة عن عمليات يتم فيها اتفاق الطرفان على تأجيل التسليم الناقل للملكية بالإضافة إلى دفع الثمن المحدد إلى يوم محدد يدعى "يوم التصفية"^{٣٨٤}، مقابل علاوة تُدفع لبائع الآجل، وقد تكون العقود الآجلة مجالاً خصباً لرفع الأسعار. وذلك لأنّ

^{٣٨٢} لمزيد من المعلومات حول أنواع المشتقات والتي تمثل فرص استثمارية جديدة ظهرت منذ سبعينات القرن الماضي، أنظر: د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، عام ٢٠٠٣، الصفحة ٦٠٣.

^{٣٨٣} نضرب مثلاً عن هذه الحالة بقيام المتلاعب بشراء عدد من العقود المستقبلية على ورقة مالية معينة بسعر ٧٥٠ ل.س لكل ورقة مالية مقابل مبلغ علاوة معين، والسعر السوقي الحالي لا يتجاوز ٦٠٠ ل.س لهذه الورقة، ومن ثم يشتري عدد آخر من العقود المستقبلية بسعر ٨٠٠ ل.س لكل ورقة مالية إلى أن يقتنع جمهور المتعاملين في السوق بأنّ الورقة المالية محل العقد المستقبلي سيرتفع سعرها فيقومون بشرائها بأسعار متزايدة، وهو ما سيرتفع بسعر الورقة المالية بعد عدد من جلسات التداول إلى سعر ٩٠٠ ل.س لكل ورقة، وبعد أن يحين موعد تنفيذ العقد المستقبلي يكون المتلاعب قد اشترى الورقة المالية بسعر ٦٠٠ ل.س أو ٧٥٠ ل.س بينما بلغ سعرها السوقي الحالي ٩٠٠ ل.س لكل ورقة مالية، فيبيعها ويربح الفرق مطروحاً منه مبلغ العلاوة.

^{٣٨٤} د. محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، الجزء الثاني العقود التجارية-الأوراق التجارية، مطبعة اتحاد الجامعات، الإسكندرية، عام ١٩٥٥، الطبعة الثانية، الصفحة ٣٣.

93 أسعار العقود الآجلة تكون أكثر ارتفاعاً من العقود العاجلة على اعتبار أنّ التزام المشتري بالدفع ليس فورياً وإنما مؤجل إلى تاريخ الوفاء^{٣٨٥}.

وتختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة في أمور غير جوهرية^{٣٨٦}، ومنها أنّ العقود المستقبلية يتم تسويتها بدفع فرق السعر من الطرف الخاسر وليس بالتنفيذ الفعلي للصفقة كما يحدث في العقود الآجلة التي تقوم بشكل أساسي على التسليم الفعلي ولا يمكن أن تنفذ عبر التسوية النقدية^{٣٨٧} أو دفع الفروق^{٣٨٨}، كما أنّ العقد المستقبلي هو "عقد مُنمَط"^{٣٨٩} "Standardized Contract"^{٣٩٠}، فالعقد له عناصر محددة وقياسية^{٣٩١}، ولا يبقى للمتعاقدين إلاّ التفاوض على سعر العقد ومدته، بينما تكون بنود العقد الآجل قابلة للتفاوض في جميع عناصرها من الطرفين الراغبين بالتعاقد.

وتحمل العمليات الآجلة قصد المضاربة على الأسعار بين المضاربين على الصعود والمضاربين على النزول، ممّا قد يجعلها أيضاً وسيلة لرفع الأسعار عن طريق شرائها بشكل يصنع وضع مُضلل لباقي المتعاملين في السوق، ولذلك يجب أن يتم مراقبة العقود الآجلة بشكل جيد.

^{٣٨٥} د. رزق الله انطاكي ود. نهاد السباعي، موسوعة الحقوق التجارية، الجزء الثالث، المصارف والأعمال المصرفية، مطبعة الجامعة السورية، دمشق، عام ١٩٥٣، الفقرة ٤٥٤، الصفحة ٥٠٧.

^{٣٨٦} د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٦٨٠.

^{٣٨٧} د. نضال الشعار، مرجع سابق، الصفحة ١٩٤.

^{٣٨٨} فمثلاً المستثمر الذي يشتري ورقة مالية معينة ويبيع فرق السعر بين وقت التعاقد ووقت تنفيذ العقد يقبض هذا الفرق بدون أن يتسلم الأوراق المالية محل العقد المستقبلي، بينما مشتري تلك الأوراق بعقد آجل يتسلم تلك الأوراق ولا يمكنه قبض فرق السعر لأنّ تسليم محل العقد ودفع الثمن هو من أساسيات العقد الآجل.

^{٣٨٩} د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٦٨٠.

^{٣٩٠} د. عبد الرزاق قاسم، معيار المحاسبة الدولي ٣٩، الأدوات المالية الاعتراف والقياس، جمعية المحاسبين القانونيين السورية، الصفحة ٧.

^{٣٩١} د. نضال الشعار، مرجع سابق، الصفحة ١٩٤.

ومن جهة أخرى فمن أهم العقود المشتقة "عقد الخيار" "Option Contract"^{٣٩٢}، وهو عقد يعطي حامله الحق وليس الالتزام -عكس العقود الآجلة^{٣٩٣} - في شراء أو بيع ورقة مالية خلال مدة زمنية معينة^{٣٩٤} (الخيار الأمريكي) أو في تاريخ معين (الخيار الأوروبي) مقابل علاوة تُدفع لبائع أو مُحَرَّر الخيار.

ويتم تنفيذ عقد الخيار بالسعر الذي تمَّ الاتفاق عليه من البداية ويدعى "سعر التسوية" "strike price"^{٣٩٥} أو "سعر التنفيذ" "Exercise Price"^{٣٩٦}، ويعد الاختلاف بين السعر السوقي عند تنفيذ العقد والسعر الذي تمَّ الاتفاق عليه عند عقد الخيار هو مصدر أرباح وخسائر المتعاملين في هذا النوع من العقود.

ويدفع المتعاقد الذي يملك حق الخيار للطرف الآخر (محرر الخيار) مقابل تمتُّعه بهذا الحق مبلغاً يسمى "علاوة" "Premium" أو "سعر الخيار" "Option Price"، أو "سعر التعاقد" "Contract Price"^{٣٩٧}، ويدفع هذا المبلغ مهما كان قرار صاحب حق الخيار، وهذا يعني أنَّ مُحَرَّر الخيار ملزم بتنفيذ العقد عندما يُظهر حامل الخيار رغبته طالما كان حامل الخيار ملزماً بدفع سعر الخيار مهما كان قراره.

وفي إطار خيارات الأوراق المالية ظهرت ممارسة تلاعب بالأسعار تدعى "التغطية والتحديد" "Capping and Pegging" وفي هذه الممارسة يقوم المتلاعب بعقد الصفقة

^{٣٩٢} لمزيد من التفاصيل، أنظر: د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، مرجع سابق، الصفحة ١٠. وكذلك أنظر: كولين ألكسندر، مرجع سابق، الصفحة ٤٣٣. أنظر أيضاً: د. كنجو كنجو، د. أيمن شيحا، مروان رشيد، مرجع سابق، الصفحة ٩٥.

^{٣٩٣} حيث يكون العقد الآجل ملزم لطرفيه. أنظر: د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٦٨٠.

^{٣٩٤} حدّد قرار مدير سوق الكويت للأوراق المالية الخاص بتنظيم التعامل الآجل مدة الأجل بأنه يجب أن لا تقل عن ٩٠ يوم ولا تزيد عن ٣٦٠ يوم. أنظر: قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية، رقم ١، بشأن تنظيم التعامل الآجل والبيوع المستقبلية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٥/٣، والنافذ ابتداءً من ٢٠٠٩/٧/١، المادة ٣.

^{٣٩٥} ألكسندر ساينز، مرجع سابق، الصفحة ٦١.

^{٣٩٦} د. نضال الشعار، مرجع سابق، الصفحة ١٦٧.

^{٣٩٧} د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٦٠٦.

95 واصطناع السعر عبر عمليات تداول بالخيار تستهدف التلاعب بأسعاره^{٣٩٨}، فيصبح السعر

في وقت تنفيذ الصفقة في مصلحته ويحقق الربح غير المشروع^{٣٩٩}.

وبالنسبة لارتفاع الأسعار فهي من مصلحة حامل "خيار الشراء" "Call Option" -
"option d'achat"^{٤٠٠} الذي يشتري مثلاً مئة سهم بسعر ١٠٠٠ ليرة سورية للسهم الواحد
مع إعطائه الخيار الذي يجب أن يظهره في ٢٠١٠/١/١، ففي هذه الحالة لو ارتفع سعر
السهم إلى ١٢٠٠ ليرة للسهم الواحد يُظهر رغبته بالشراء ويربح ٢٠٠ ليرة فرق السعر عن
كل سهم و ٢٠٠٠٠ ليرة عن الصفقة ككل.

وبالتالي فإنَّ مشتري حق خيار الشراء تظهر مصلحته الوحيدة بارتفاع الأسعار لذلك قد
يقوم بالشراء المكثف لحق الخيار ويسعر متزايد لكي يؤثر على آلية العرض والطلب ويرفع
السعر فيتخلص من إمكانية الربح المتوقع أو الخسارة^{٤٠١} ويكون لخيارات الأوراق المالية
تأثير ضار على آلية تشكل السعر، ويدفعه للصعود^{٤٠٢}. ممَّا يضمن للمتلاعب تحقيق الربح
بشكل تقريبي^{٤٠٣}.

³⁹⁸ The Australian Securities Exchange, market manipulation, "Capping and pegging".

^{٣٩٩} يتلخَّص أسلوب التغطية والتحديد للتلاعب بالأسعار عبر عقد الخيار باستخدام دلالات هذا العقد في إنشاء سعر
معين، فالمتلاعب الذي يريد رفع الأسعار يقوم بشراء حق الخيار لإحدى الأوراق المالية بصفقات متتالية ويسعر تنفيذ
متزايد فيخلق الانطباع لدى باقي المتعاملين بأنَّ سعر الورقة المالية محل عقد الخيار سيرتفع في المستقبل فيتجه
المتعاملين نحو شرائها ويبدأ سعرها بالارتفاع. أما إن أراد المتلاعب خفض الأسعار عبر هذا المخطط فيقوم بعقد
خيار البيع لإحدى الأوراق المالية بصفقات متتالية ويسعر متناقص ممَّا يدفع المتعاملين لبيعها خوفاً من انخفاض
سعرها في المستقبل وهو ما يخفِّض سعرها.

^{٤٠٠} د.سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، الصفحة ٤٦٩.

^{٤٠١} يخسر في الولايات المتحدة أكثر من ٩٠% من المتعاملين في عقود الخيارات. أنظر: مايكل سينسير، دليل
التعامل في سوق الأسهم، مرجع سابق، الصفحة ٢٠٣.

⁴⁰² E. PERROT, op.cit., page 619.

^{٤٠٢} وقد حدث في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٢٩ عملية تلاعب لرفع الأسعار بعقود خيار الشراء على أسهم
إحدى شركات البترول، حيث تم عقد خيار الشراء بسعر السوق الذي بلغ ٣٠ دولار للسهم ١.١٣٤ مليون سهم ممَّا
رفع الأسعار على الفور، ولم يكتفِ المشتري بذلك بل اشترى أيضاً ٦٣٤ سهم إضافي ليزيد من ارتفاع الأسعار،
وبالفعل وصل سعر السهم الواحد لهذه الشركة إلى ٤٠ دولار، وعندها أظهر مشتري خيار الشراء رغبته بشراء الأسهم
وحصل عليها بسعر ٣٠ دولار للسهم الواحد، ومن ثم باعها بسعر ٤٠ دولار للسهم بالإضافة للأسهم الأخرى، وحقق
من عمليات التلاعب لرفع الأسعار عن طريق خيار الشراء ما قيمته ١٠ مليون دولار كأرباح صافية. أنظر: د.منير
إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، الصفحتين ١٨٠ و ١٨١.

وصافي الربح هو الفرق بين مجموع الإيرادات ومجموع المصروفات خلال فترة معينة. أنظر: د.جمال عبد الناصر،
مرجع سابق، حرف الصاد، الصفحة ٢٢١.

وتستطيع السلطة التنفيذية المختصة بمراقبة سوق الأوراق المالية أن تراقب وضع السوق، فإذا وجدت أنَّ الأسعار قد تمَّ تشويهاً ورفعها عبر العمليات المشتقة فعليها التدخل بسرعة لمنع هذه العمليات ولو مؤقتاً، وهو ما حدث في الكويت عندما تمَّ منع البيع الآجل للأسهم في سوق الأوراق المالية عبر صدور قرار وزير التجارة والاقتصاد الكويتي رقم ٥٢ لعام ١٩٧٤، وذلك بعد مضاربات عنيفة من العمليات الآجلة في السوق والتي رفعت الأسعار بشكل غير طبيعي^{٤٠٤}.

ب: عمليات تداول مشتقة

لخفض الأسعار

يستهدف "المضاربين على النزول" "Bear Riders" خفض الأسعار بصفة دائمة لتحقيق الربح، ويقومون بذلك عن طريق إنشاء قوة سعرية دافعة لخفض الأسعار، وقد تكون عقود البيع المستقبلية هي الوسيلة لإنشاء هذه القوة السعرية الدافعة عبر إيجاد مظهر مُضللٌ يوحي بضعف القيمة السوقية للورقة المالية.

فمن الممكن أن يقوم المتلاعب ببيع أوراق مالية بعقود مستقبلية بشكل تدريجي لكي يجبر السعر على النزول، حتى يحين موعد التنفيذ المستقبلي للعقد، وبذلك يستطيع بيع الأوراق المالية التي تمَّ بيعها بالعقد المستقبلي بسعر أعلى من سعرها وقت تنفيذ العقد، لأنَّ السعر يكون قد انخفض بسبب عمليات البيع المستقبلي المكثف^{٤٠٥}.

^{٤٠٤} د. يعقوب يوسف صرخو، مرجع سابق، الصفحة ٢٥٤.

^{٤٠٥} نعطي مثلاً عن هذه الحالة بمتلاعب قام ببيع أوراقه المالية عبر عقد مستقبلي بسعر تعاقد ٦٥٠ ل.س للورقة المالية، ومن ثم قام ببيع كمية أخرى من ذات الأوراق المالية بعقد مستقبلي أيضاً بسعر تعاقد ٦٠٠ ل.س، وكرَّر العملية بسعر تعاقد ٥٥٠ ل.س، فهذه التعاملات المستقبلية كفيلة بدفع المتعاملين إلى بيع أوراقهم المالية التي تمَّت عليها هذه التعاملات خوفاً من انخفاض أسعارها، وهذا ما سيجعل السعر السوقي للورقة المالية يقف عند سعر ٥٠٠ ل.س عندما يحين موعد تنفيذ العقود المستقبلية، وبهذا يكون المتلاعب قد حقَّق ربحاً يتمثل بفرق السعر بين سعر التعاقد والسعر السوقي.

ولذلك وُصفت انخفاضات الأسعار في الولايات المتحدة عام ٢٠٠٣ بـ"دوامات رياح الربيع"^{٤٠٦}، وهو ما يدل على الأثر الكبير للمستقبلات على تعميق اتجاه الانخفاض في سعر الورقة المالية^{٤٠٧}.

ومن خلال الحالات السابقة يظهر لنا ضرورة انتباه الهيئة القائمة على رقابة السوق المستقبلية على الصفقات التي تجري في قاعة التداول ولا مانع من استخدام سلطتها بوقف التداول عند الاشتباه بوجود حركة انخفاض كبيرة نتيجة مبيعات مستقبلية غير طبيعية، وذلك بصفة خاصة إذا كان المتعامل المشبوه وسيط مالي، فقد يستخدم الوسطاء أوامر عملاءهم كوسيلة لتعميق الاتجاه السعري فيتم وضع أوامر تداولية في نفس اتجاه العميل^{٤٠٨} حتى قبل أن يوضع أمر العميل في نظام التداول.

ولكن..، ما الذي يفيد بائع العقد المستقبلي من بيع الأوراق المالية بسعر أعلى من سعر السوق الذي قام بتخفيضه؟. إنَّ الجواب الفوري لهذا السؤال يتمثل بأنه تجاوز خسارة تتمثل بانخفاض أسعار أسهمه، ولكن أليس هو من خفَّض هذه الأسعار، فلماذا يُخفَّضها وبعدها يتجاوز الخسارة؟. مع أنه يستطيع أن لا يتلاعب بالسعر ويبقى على حاله إن لم يرتفع، فما مصلحة بائع العقد المستقبلي من خفض سعر الورقة المالية في هذه الحالة؟. وما هو الربح الحقيقي الذي يُحقِّقه من هذه الممارسة غير القانونية؟.

في الحقيقة تتميز العقود المستقبلية بأنَّ التعامل بها يؤول إلى محوِّد دفع الفرق أو التصفية دون تنفيذ فعلي للصفقة ويقصد بالتصفية أو "التسوية النقدية" "Cash Settlement" أو

^{٤٠٦} كولين ألكسندر، مرجع سابق، الصفحة ٧٥.

^{٤٠٧} وكمثال واقعي عن خفض أسعار العقود المستقبلية عبر التلاعب بالأسعار، نذكر ما قام أحد المتلاعبين بالأسعار في سوق موسكو المركزية للأوراق المالية the Moscow Central Stock Exchange بخفض أسعار العقود المستقبلية في شهر أيار/مايو من عام ١٩٩٦، وسببت هذه العمليات خسائر تقدر بخمسة ملايين روبية. أنظر:

D. KIRDYASHKIN, protecting the integrity of the market, presentation on, price manipulation practices on the Russian securities market and Russian law to prevent such manipulations, World Bank Corporate Governance Roundtable for Russia, Moscow, 24-25 February 2000, section 3, page 1.

أنظر في هذا المعنى أيضاً قضية Nomura:

Nomura-case, 1998. See: The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, report of technical committee, op. cit., section XIII, page 78.

^{٤٠٨} J. HAMON, op.cit., page 401.

التصفية دون تداول حقيقي^{٤١٠}.

وهذا يعني أنّ بائع العقد المستقبلي يقبض فرق السعر بين تاريخي الاتفاق على البيع وتاريخ تنفيذ الصفقة المفترض دون أن يتم تنفيذ حقيقي للصفقة، أي تبقى الأوراق المالية بحوزته ويقبض فوقها فرق السعر، وبهذا يحقق بائع العقد المستقبلي ربحاً مضموناً إذا قام بخفض الأسعار.

وبالنسبة للتسوية النقدية فلا يبدو أنّ سوق دمشق للأوراق المالية قد سمحت بها، وذلك لأنّ نظام التفاضل وتسوية أثمان الأوراق المالية في مركز المقاصة والحفظ المركزي الخاص بسوق دمشق اعتبر من خلال تنظيمه للتسوية المالية أنّ تسوية عقود التداول المودعة لديه يتم على أساس تسليم الورقة المالية مقابل تسديد أثمانها^{٤١١}، كما أنّ النظام الداخلي لمركز المقاصة والحفظ المركزي في سوق دمشق للأوراق المالية عرّف التسوية بالعملية التي يتم بموجبها إتمام أي عقد تداول لنقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتسديد أثمانها بشكل نهائي وغير مشروط^{٤١٢}، ممّا ينفي إمكانية دفع الفرق كتسوية في صفقات التداول.

بينما نصّ قانون التجارة المصري صراحة على مشروعية هذه العمليات التي تؤول إلى مجرد الالتزام بدفع فروق الأسعار على أن تكون العملية معقودة في سوق الأوراق المالية وعلى صكوك مدرجة في جدول أسعار هذا السوق^{٤١٣}، وقد نصّ قانون التجارة الكويتي على مثل هذا النص^{٤١٤}.

^{٤٠٩} د. سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، الصفحة ٤٣٩.

^{٤١٠} د. محسن شفيق، مرجع سابق، الصفحة ٣٣.

^{٤١١} قرار مجلس إوارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٢٣٢، الخاص بنظام التفاضل وتسوية أثمان الأوراق المالية في مركز المقاصة والحفظ المركزي، الصادر بتاريخ ١/٧/٢٠٠٩، المادة ١٧.

^{٤١٢} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ١١٦، الخاص بالنظام الداخلي لمركز المقاصة والحفظ المركزي، الصادر بتاريخ ٢٥/٨/٢٠٠٨، المادة ١.

^{٤١٣} القانون المصري، رقم ١٧، الخاص بالتجارة، الصادر عام ١٩٩٩، المادة ٤٦.

^{٤١٤} القانون الكويتي، رقم ٦٨، الخاص بالتجارة، الصادر عام ١٩٨٠، المادة ٣٢٧.

وقد اعتبرت محكمة التمييز اللبنانية في حكمها الصادر بتاريخ ١٩٦٤/٤/٣٠ أنّه إذا كانت عمليات البورصة هي موضوع النزاع، فيتم تصفيتها قانونياً وواقعياً بدفع سعر الفرق من المشتري بالموعد المحدد إذا هبط السعر، ومن البائع إذا ارتفع السعر، وذلك وفقاً لاتفاق الطرفين. أنظر: محكمة التمييز اللبنانية المدنية، الغرفة الأولى، القرار رقم ٥٦، الصادر بتاريخ ١٩٦٤/٤/٣٠، النشرة القضائية، ١٩٦٤، الصفحة ٥٣٢، مشار إليه في: محمد يوسف ياسين، =

ومن وجهة نظرنا نرى أنّ عدم السماح بوجود نظام التسوية النقدية أو دفع الفرق الذي سارت عليه سوق دمشق للأوراق المالية هو الرأي الصائب، لأنّ التسوية بدفع الفرق تعني أنّ العملية التداولية أصبحت أقرب للقمار، وإجازتها فيه مخالفة للنصوص القانونية التي تمنع القمار ولا تعترف بدينه.

ومن جهة أخرى، فقد أفرز واقع التداول بالمشتقات خياراً يعطي بائع الأوراق المالية حق الخيار-وليس الالتزام- ببيع الأوراق في تاريخ معين أو خلال مدة معينة وبسعر محدد، وهو ما يدعى بـ"خيار البيع" "Put Option"-"option de vente"^{٤١٥}، وجوهر هذا العقد الالتزام الاحتمالي المترتب على محرّر الخيار-بائع خيار البيع-، حيث يلتزم بالشراء في حال إظهار صاحب حق الخيار بالبيع لرغبته ببيع الأوراق المالية موضوع عقد الخيار^{٤١٦}.

وتتلخّص مصلحة حامل خيار البيع في انخفاض أسعار الأوراق المالية التي باعها بالخيار، فيكون قد باعها بسعرها القديم الأعلى من سعرها وقت تنفيذ الخيار ممّا يجنبه خسائر كبيرة، ويعطيه ربح يتمثل في الفرق بين سعر الورقة المالية بتاريخ الاتفاق وبين سعرها بتاريخ التسوية المالية وذلك إذا هبطت الأسعار.

وفي الواقع فإنّ مجرد قيام المتلاعب ببيع عدد كبير من أوراقه المالية بخيار البيع، سيعني بالنسبة لباقي المتعاملين في السوق أنّ الأوراق المالية محل خيار البيع ستهوي أسعارها، وإلّا لما أقدم المتلاعب -خاصة إن كان من كبار المستثمرين- على بيعها بهذه الطريقة.

ومن هنا يظهر خيار البيع كوسيلة فعّالة للتلاعب بألية تشكل السعر العادل وخفض الأسعار، وقد يكون البائع بالخيار ينوي شراء كميات كبيرة من نفس الأوراق المالية فيقوم ببيع ما يحمله منها بخيار البيع وبعد أن تنخفض الأسعار يشتري ما يريد منها وبسعر منخفض جداً^{٤١٧}.

=البورصة، عمليات البورصة-تنازع القوانين-اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى، الصفحة ١١١.

^{٤١٥} د. سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، الصفحة ٤٦٩.

^{٤١٦} د. أحمد عبد الرحمن الملحم، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، مرجع سابق، الصفحة ١٣.

^{٤١٧} يرى الدكتور محمد شابرا أنّه يجب إلغاء الخيارات للحفاظ على صحة السوق، وذلك لضرورة إيقاف المضاربات المسعورة. أنظر: د. محمد عمر شابرا، سلسلة إسلامية المعرفة ٣، نحو نظام نقدي عادل، دراسة للنقد والمصارف=

ولذلك يجب على القانون أن يُنظّم خيار البيع بشكل صارم من خلال وضع حدود له تضمن عدم تشكل قوة دافعة خافضة للسعر تقوم بتوفير آلية العرض والطلب، ونقترح أن ينص القانون على منع عقد أكثر من ٢٠ صفقة خيار لبيع الأسهم، أو أن يشترط أن لا تتجاوز قيمة الصفقات ٢٠٠٠٠٠٠ ليرة سورية، أيهما أقل.

المطلب الثاني

عمليات تداول غير اعتيادية للتلاعب بالأسعار

تظهر في سوق الأوراق المالية عمليات تداول من أنواع مختلفة للتلاعب بالأسعار، ومن أهم وأخطر تلك الأنواع عمليات التداول التي تستهدف الوصول للاستحواذ على الأوراق المالية وكذلك التلاعب بالأسعار عن طريق الاستحواذ، وهو ما ندعوه بـ"عمليات استحواذ للتلاعب بالأسعار".

كما قد يقوم المتلاعب بعمليات وهمية صورية تأخذ مظهر العمليات الحقيقية ولكنها في الواقع ليست كذلك، ويقوم من خلالها المتلاعب بخداع السوق والمتعاملين فيها، وتشويه آلية تشكل السعر بدون أن يكون هناك انتقال حقيقي لملكية الأوراق المالية وهي "عمليات التداول الوهمية".

ويوجد ارتباط واقعي بين عمليات الاستحواذ والعمليات الوهمية التي تنشأ للتلاعب بالأسعار، حيث أن المستحوذ قد يستخدم أسلوب عمليات التداول الوهمية للوصول إلى مركزه المهيمن على الأسعار، كما قد يقوم بها للتلاعب بأسعار الأوراق المالية التي استحوذ عليها. ويربط بين الاستحواذ وعمليات التداول الوهمية أيضاً عدة أمور جعلتنا نبحث فيهما معاً، منها أن عمليات الاستحواذ ليست عمليات تداول بسيطة، فهي عمليات معقدة ومكثفة، وقد يظهر أنها كانت مجرد عمليات وهمية للتلاعب بالأسعار.

بينما تشبه العمليات الوهمية السراب الذي يلاحقه المستثمرون للوصول للربح السريع، وعندما تظهر حقيقته يكونون قد خسروا أموالهم، وعندها قد يظهر المستحوذين للهيمنة على الأسهم التي انخفضت أسعارها بسبب عمليات وهمية قاموا بها.

أولاً: عمليات استحواذ للتلاعب بالأسعار

يُقصد بالاستحواذ^{٤١٨} في سوق الأوراق المالية معنى "احتكار السوق" "Cornering the Market" أو الاستحواذ عليه "Takeover" - "accaparement"^{٤١٩}، وهو شراء الأوراق المالية بكمية تكفي للوصول إلى السيطرة على أسعارها^{٤٢٠}، حيث أن عمليات الاستحواذ لا تولد قيمة اقتصادية مفيدة للجمهور بشكل دائم^{٤٢١}.

وتعتبر هذه الممارسة بالإضافة إلى أضرارها في مجال نقص السيولة^{٤٢٢} واضطراب الأسعار، مزعزةً لثقة المستثمر في السوق. فيسود الاعتقاد بأن سوق الأوراق المالية هي للمستثمرين الكبار فقط^{٤٢٣}، وإذا كان المتصوّر الأكبر من المراكز المهيمنة على الأنشطة الاقتصادية هم الأفراد المستهلكين والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة^{٤٢٤}، فإن سوق الأوراق المالية تخسر المستثمرين الحقيقيين^{٤٢٥}.

وفي سبيل الوصول للاستحواذ في سوق الأوراق المالية قد يقوم المضارب بعمليات تداول للتلاعب بالأسعار حتى يصل إلى المركز المهيمن، فيقوم بـ"عمليات تلاعب للوصول للاستحواذ". وبعد أن يصل المستحوذ إلى وضع المهيمن على ورقة مالية معينة أو أكثر، يبدأ مرحلة سيطرته الحقيقية على سعر الأوراق المالية المستحوذ عليها، فيقوم بالتلاعب

^{٤١٨} أنظر إلى تعريف المشرع الكويتي لـ"عمليات الاستحواذ": القانون الكويتي، رقم ٧، بشأن إنشاء هيئة سوق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/٢/٢١، المادة ٧١.

^{٤١٩} د. صالح البربري، مرجع سابق، الصفحة ٢٨٩.

^{٤٢٠} M. IBRAHIM, F.A. FARHAT, op. cit., letter C, page 136.

^{٤٢١} E. DE KEULENEER, aspects éthiques de la surveillance des entreprises par le marché et les fusions et acquisitions, page 50.

^{٤٢٢} نقصد هنا بـ"نقص السيولة" انتقال سيولة المتعاملين الذين وقعوا ضحية لممارسة التلاعب بالأسعار عبر التعاملات التي تستهدف الاستحواذ على الأوراق المالية إلى المتلاعبين، ممّا يستتبع نقصاً في كمية التعاملات التداولية وصعوبة في تنفيذها بشكل فوري، وهو ما قد يدفع حاملي الأوراق المالية إلى تخفيض الأسعار التي وضعوها في أوامر البيع، وهو ما قد يؤدي إلى انخفاض الأسعار وتباطؤ السوق ونقص كفاءته.

^{٤٢٣} ألكسندر ساينز، مرجع سابق، الصفحة ١٤.

^{٤٢٤} E. DE KEULENEER, op.cit., page 60.

^{٤٢٥} نقصد هنا بالمستثمرين الحقيقيين المتعاملين في سوق الأوراق المالية الذين يهدفون إلى استثمار أموالهم بشكل مشروع في الأوراق المالية ولمدد طويلة بهدف الحصول على أرباح الأوراق المالية ونثمير أموالهم عندما يتم بيع أوراقهم المالية بعد فترة طويلة. وقد تخرجهم عمليات الاستحواذ المتلاعب بالأسعار من دائرة الاستثمار ليحل مكانهم المضاربين الذين يشترون الأوراق المالية لبيعها بريح بعد فترة قصيرة.

أ: عمليات تلاعب للوصول للاستحواذ

يُعتبر التلاعب بالأسعار والاستحواذ في مجال سوق الأوراق المالية مفهومان مترابطان بعلاقة الممارسة والنتيجة، فالتلاعب بالأسعار يهدف إلى إعادة توزيع الثروة من جمهور المستثمرين الحقيقيين إلى فئة المتلاعبين القليلة^{٤٢٦}، وصفقات الاستحواذ تستخدم الأصول الأساسية والمشتقات للوصول إلى "مركز مهيمن" "Dominant Position" قد يؤدي إلى التلاعب بالأسعار^{٤٢٧}، وبهذا يتم مخالفة الغرض الأصلي من عمليات الاستحواذ وهو مجرد القيام بصفقات ذات حجم ضخم^{٤٢٨}.

وحتى يصل المتعامل إلى مرحلة الاستحواذ على ورقة مالية أو أكثر في السوق عليه القيام بـ"حجم تداولي تراكمي شاذ" "Cumulative Abnormal Trading Volume"^{٤٢٩}، ف"يشترى كل الأوراق المالية" "Buy Up" تقريباً^{٤٣٠}، حتى يصبح مخولاً للسيطرة على شركة مُدرجة في السوق "control of a listed company"^{٤٣١} وتلك السيطرة تعطيه إمكانية وضع السعر الذي يريده للراغبين بشراء الأوراق المالية التي استحوذ عليها^{٤٣٢}. ويحاول المتلاعبين عادة الوصول إلى نسبة ٣/٢ من الكمية المتداولة في السوق الخاصة بإحدى الأوراق المالية للتحكم بسعرها^{٤٣٣}.

^{٤٢٦} د. محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سابق، الفقرة ٥-١، الصفحة ١٨.

^{٤٢٧} وكمثال عن ممارسة التلاعب بالأسعار للوصول إلى الاستحواذ، ما حصل في الولايات المتحدة الأمريكية مع شركة متخصصة بمعدات التحقق من بصمات الأصابع عام ١٩٩٨، حيث كان سعر سهم هذه الشركة يباع بـ ٥٠ سنتاً للسهم، ولكن وسيط كندي وضع أوامر شراء لشخص إسباني بسعر ٥ دولارات للسهم، وهذا يعني أن نسبة ارتفاع السعر من التلاعب بلغت ١٠٠٠% في يوم واحد، وباع سعر السهم في شهر مارس/آذار من عام ١٩٩٨ بسعر ٦٠٥٠ دولار للسهم، محققاً أرباحاً فاقت ١٠ ملايين دولار. أنظر:

American Securities Exchange Commission versus Cavanaugh, 1998. See: The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section XIII, page 77.

^{٤٢٨} E. DE KEULENEER, op.cit., page 52.

^{٤٢٩} F. ALLEN, L. LITOV, J. MEI, large investors, price manipulation, and limits to arbitrage: an anatomy of market corners, op. cit., page 41.

^{٤٣٠} I bid., page 4.

^{٤٣١} M.J. WATSON, op. cit., page 16.

^{٤٣٢} د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٨٧.

^{٤٣٣} Republic of the Philippines, price manipulation, section E/6/a.

103 ومن الممكن أن يقوم الوسيط المالي بهذه الممارسة فيتم وضع أوامر تدلوية لشراء ورقة مالية معينة بعد أن يضع الوسيط أوامر البيع الخاصة بعمله، وهي الممارسة التي يطلق عليها "إضافة عربات الشحن إلى القطار" "piggybacking"^{٤٣٤}، فيسعى الوسيط للاستفادة من معرفته السابقة بأوامر البيع الخاصة بعمله فينفذ عن طريقها صفقة استحواذ، ويضع لها سعراً أقل من سعرها الذي تستحق.

ويوجه المستثمرون الكبار إلى القيام بالسيطرة على الأوراق المالية بشكل خاص عندما تكون حماية المستثمر الصغير ضعيفة^{٤٣٥}. وعلى هذا، فقد نصحت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) بتأمين الرقابة على العمليات التي تؤدي لإيجاد المركز المهيمن^{٤٣٦} الذي يعطي إمكانية التحكم بسعر الأوراق المالية، وتحدث هذه الممارسة عادةً مع الشركات الصغيرة التي يسهل السيطرة على أسهمها^{٤٣٧}.

وقد عُرِّفت "السيطرة" من قبل التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بأنها القدرة المباشرة أو غير المباشرة على ممارسة تأثير فعّال على أعمال شخص آخر وقراراته^{٤٣٨}، وهو تعريف عام تنبّه لمسألة السيطرة غير المباشرة وهي من أخطر الوسائل التي قد يقوم بها المتلاعب عن طريق وضع شخص في الواجهة يسجل باسمه كل شيء وهو في الحقيقة يتعامل لحساب المتلاعب.

ولاً تُعتبر العمليات الضخمة على الأوراق المالية في السوق محظورة بذاتها، فالقوانين بشكل عام تسمح بمثل هذه العمليات مع تنظيم خاص بها^{٤٣٩} يُستنتى من أحكام التسوية

⁴³⁴ J. HAMON, op.cit., page 401.

⁴³⁵ M. GIANNETTI, Y. KOSKINEN, investor protection and the demand for equity, European Corporate Governance Institute (ecgi), finance working paper N°. 64/2004, august 2005, section VI, page 31.

⁴³⁶ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section II, page 6.

^{٤٣٧} د. محمد بن إبراهيم السحبياني، مرجع سابق، الفقرة ٤-٢، الصفحة ١٤.

^{٤٣٨} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١.

^{٤٣٩} أنظر: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ٢١. أنظر كذلك: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٩٣، بشأن دليل الصفقات الضخمة وتعديل الصفقات في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٥/١٨. وكذلك أنظر: القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢،

104 العادية^{٤٤٠}. وبالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية فقد وضعت تعليمات التداول في السوق فترة خاصة بالصفقات الكبيرة، وسمّتها التعليمات بـ"فترة الصفقات الضخمة" وهي تلي فترة التداول المستمر وتسبق فترة الإغلاق^{٤٤١}، كما حدّدت حدّاً أدنى لقيمة هذه الصفقات يجب لا يقل عن عشرة ملايين ليرة سورية^{٤٤٢}.

ولكن بالمقابل يعتبر العمل المحظور في هذا الإطار هو قيام المتلاعب بعمليات تداولية للتلاعب بالأسعار بهدف الحصول على أكبر قدر من الأوراق المالية وذلك تبعاً للحظر الشامل الواقع على التلاعب بالأسعار في القانون^{٤٤٣}. حيث أنّ الحصول على "انتزاع السيطرة" "acquire control" وقطف المنافع الخاصة عبرها^{٤٤٤}، هو الذي يمثل الممارسة غير القانونية.

وقد ذكرت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) هذه الممارسة، فعزّقتها بأنّها السلوك الذي يقوم به شخص أو مجموعة أشخاص يعملون في التعاون، لتأمين وضع مهيم في السوق المالية فيما يخص أداة مالية^{٤٤٥}، فالواقعة المحظورة هنا هي التعامل المتلاعب على الأوراق المالية الهادف للوصول إلى وضع مهيم قادر على التلاعب بالأسعار.

^{٤٤٠} قرار مجلس إوارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٢٣٢، الخاص بنظام التفاضل وتسوية أثمان الأوراق المالية في مركز المقاصة والحفظ المركزي، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/١/٧، المادة ٣٢. أنظر كذلك: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٢٣٣، الخاص بالنظام الداخلي لصندوق ضمان التسوية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/١/٧، المادة ٢١.

^{٤٤١} وتستمر هذه الفترة ١٥ دقيقة. أنظر: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ٦.

^{٤٤٢} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ٢٢، الفقرة أ. أنظر كذلك: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٩٣، بشأن دليل الصفقات الضخمة وتعديل الصفقات في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٥/١٨، المادة ١، الفقرة أ.

^{٤٤٣} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٩/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

⁴⁴⁴ M. GIANNETTI, Y. KOSKINEN, op. cit., section IV, page 16.

⁴⁴⁵ Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 631-1/2^o/a.

وإذا تعثرت خطة الاستحواذ التي قام بها المتلاعب. إمّا بسبب أسهم جديدة أُوجت في السوق، أو بسبب إجراءات حكومية، أو لأسباب أخرى، فيكون هذا الاستحواذ فاشلاً^{٤٤٦}، وقد تعود أسعار الأسهم إلى مستواها الحقيقي، أو حتى أقل منه^{٤٤٧}، وبالتالي تكون السوق قد تجنّبت خطورة المتلاعب المستحوذ. أمّا إذا نجحت خطة المتلاعب فقد يبدأ بعمليات تداول لكي يتلاعب بالأسعار عبر الاستحواذ.

ب: عمليات تلاعب عبر الاستحواذ

تعرّف عمليات التلاعب عبر الاستحواذ حسب المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، بأخذ الأفضلية الآتية من قلة الأصول (الأوراق المالية المتداولة)، عن طريق الاستحواذ على جانب الطلب، لخلق "أسعار مصطنعة" "artificial prices"، وهو ما يسمّى أيضاً بـ"الضغط" "squeeze"^{٤٤٨}، وهو ببساطة عبارة عن استغلال مركز مهيمن على الأوراق المالية للتلاعب بسعرها، حيث أنّ جزء من أرباح هذه العمليات يكون نتيجة التلاعب بالأسعار^{٤٤٩}.

ويشترط لنجاح هذه الممارسة أن يحدث "تأثير القطيع"^{٤٥٠} "Herd Effect" على باقي المستثمرين في السوق، فيتأثرون بالعمليات التداولية للمستحوذ ويتعاملون بالأوراق المالية في الوقت والسعر الذي يريده المتلاعب المستحوذ^{٤٥١}، ممّا يعني نجاح عملية التلاعب.

⁴⁴⁶ F. ALLEN, L. LITOV, J. MEI, large investors, price manipulation, and limits to arbitrage: an anatomy of market corners, op. cit., page 12.

^{٤٤٧} مايكل دي. شيمو، مرجع سابق، الصفحة ١٣٠.

⁴⁴⁸ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section II, page 6.

⁴⁴⁹ F. ALLEN, D. GALE, stock price manipulation, op. cit., section 8, page 29.

^{٤٥٠} يقصد بتأثير القطيع ذلك التأثير الذي يجعل تعاملات أحد المستثمرين أو المتلاعبين قدوة لباقي المتعاملين في السوق، فيعملون على تقليدها بحذافيرها بدون تفكير علمي وبدون تحليل شخصي للتعاملات التداولية، وهو ما يؤدي إلى إنشاء قطيع من المستثمرين الذين يجرون خلف المتلاعب طمعاً بالربح السريع بدون تكبّد عناء التحليل المالي. ويستغل المتلاعب قدرته على إنشاء تأثير القطيع فيستطيع إنشاء اتجاه سعري مصطنع بسرعة.

^{٤٥١} د. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، الصفحة ٢٠٤.

وبعد أن يصل المتلاعب إلى المركز المهيمن الذي ينشده أو ما يدعى بـ"ثروة الاستحواذ" "Capture Wealth"^{٤٥٢}، يكون قد قام بـ"إستراتيجية الضربة الكبرى"^{٤٥٣} "Big Bang Strategy"^{٤٥٤}، ممّا يعني أنّ المتلاعب قد سيطر على كل الأسهم المتداولة تقريباً أثناء عمليات التلاعب بالتداول للوصول للاستحواذ، وأصبح قادراً على "إملاء الأسعار" "dictate prices"^{٤٥٥}، أو إنشاء "تشتت السعر"^{٤٥٦} "Price Dispersion"^{٤٥٧}.

وبدلاً من مجرد صنع اتجاه سعري بسيط قد ينجح أو يفشل، يقوم المتلاعب المستحوذ بإنشاء أمواج سعرية عاتية لا يمكن للمستثمرين تحملها، لذلك ينصاع المستثمر الذي لا يستخدم التحليل المالي لاتجاه المستحوذ^{٤٥٨} وإلاّ خسر كل أمواله المستثمرة في السوق.

وقد تتبّعت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) لهذه الممارسة، حيث حظرت الوصول لوضع مهيمن على أداة مالية، والذي يوصف بأنّ له تأثير على تحديد أسعار الشراء أو البيع أو خلق تعامل غير عادل^{٤٥٩}، وهو ما يظهر خطورة الوضع المهيمن من حيث إمكانية نشوء ممارسة التلاعب بالأسعار.

⁴⁵² E.W. KITCH, op. cit., page 825.

^{٤٥٣} فعلى سبيل المثال قبلت محكمة بكين (بلدية بكين ٢ المحكمة الشعبية المتوسطة) عام ٢٠٠٢ النظر بأكبر عملية تلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية الصينية، حيث قام أكثر من ١٢٠ مكتباً للأوراق المالية في أكثر من ٢٠ مقاطعة في الصين بالقيام بمخطط تلاعب بسعر سهم شركة "China Venture Capital" المدرجة في بورصة "the Shenzhen Stock Exchange" وذلك عبر أكثر من ٢١ مليون سهم، وقد استخدم في هذه العملية مبلغ ٥.٤ مليار "يوان" "yuan" (عملة الصين). أنظر:

The article "Beijing Court Accepts Largest Stock Price Manipulation Case", China Internet Information Center, People's Daily, May 31, 2002.

⁴⁵⁴ E.W. KITCH, op. cit., page 826.

⁴⁵⁵ F. ALLEN, L. LITOV, J. MEI, large investors, price manipulation, and limits to arbitrage: an anatomy of market corners, op. cit., page 12.

^{٤٥٦} نقصد هنا بتشتت السعر اضطرابه وعدم ثباته على اتجاه واقعي محدّد، ممّا ينشئ ظروف ضبابية لدى المتعاملين في السوق، حيث تصبح تحركات الأسعار غير مفهومة ولا يمكن توقعها عبر التحليل المالي، والسبب أنّ عمليات التلاعب التي تتم عبر الاستحواذ تحدث شرخاً عميقاً في كفاءة السوق وقدرتها على إيجاد أسعار حقيقية تتناسب وقيم الأوراق المالية المتداولة فيها.

⁴⁵⁷ I bid., page 34.

^{٤٥٨} حسام الدين محمد، حامد العطار، ألف باء بورصة، خبرات مالية وشرعية، الدار العربية للعلوم، بيروت، عام ٢٠٠٦، الطبعة الأولى، الصفحة ٩٣.

⁴⁵⁹ Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), Article 631-1/2°/a.

وتتمثل خطة التلاعب الرئيسية الكبرى للمتلاعب المستحوذ في خفض الأسعار في البداية لكي يتسنى له شراء أكبر كمية من الأوراق المالية بأقل سعر ممكن، وبعد أن تبدأ عملية الشراء إلى أن تنتهي يسعى إلى رفع الأسعار بشكل كبير جداً عبر إيجاد قوة دافعة صاعدة بالسعر، وذلك حتى يبيع ما اشتراه رخيصاً بالسعر المتضخم بعد عملية الاستحواذ الناجحة، وبعد أن يبيع المستحوذ المتلاعب الأوراق المالية التي استحوذ عليها سوف ينتج عن عمليات البيع الكبيرة انخفاض كبير بالأسعار بسبب "البيع الضخم" "Massive Sale"، الذي يدفع أسعار الأوراق المالية نحو الهبوط^{٤٦٠}، ممّا قد يشجّع المتلاعب المستحوذ إلى إعادة الاستحواذ على الأوراق المالية وإعادة شرائها بسعر منخفض وبيعها بسعر مرتفع مرّة أخرى، حيث أنّ أسعار الأوراق المالية المنخفضة تجذب المتعاملين الكبار للقيام بالسيطرة عليها^{٤٦١}، وهكذا يدور السوق بحلقة مفرغة تخسر من خلالها سيولة المستثمرين الحقيقيين وثقتهم.

وبالنسبة لتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، فقد استنتجت هذه التعليمات أسعار الصفقات الضخمة والتي تتجاوز مبلغ عشرة ملايين ليرة سورية من حساب السعر الوسطي اليومي للورقة المالية^{٤٦٢}، ولكن من المحتمل أن يكون تأثير صفقة بقيمة ٩ ملايين ليرة سورية بنفس تأثير صفقة العشر ملايين ليرة، لذا نحن نرى عدم وضع حد أدنى لقيمة الصفقات الضخمة، بل وضع حد أعلى لتأثير الصفقة على السعر، مثل أن تؤدي الصفقة لرفع السعر بنسبة ١% على الأغلب، ممّا يُعد سبباً لإخراجها من حساب السعر الوسطي اليومي للورقة المالية.

وقد ألزمت قواعد حوكمة الشركات السورية كل شخص يمتلك أو يقع تحت تصرفه ٥% للمرة الأولى من أي ورقة مالية لشركة مُصدرة أن يقوم بإعلام هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية خطياً خلال أسبوع من تاريخ ذلك، وعليه نفس الالتزام عند تملكه أي نسبة

⁴⁶⁰ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section XV, page 83.

⁴⁶¹ E. DE KEULENEER, op.cit., page 85

^{٤٦٢} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ٢٢، الفقرة ب. أنظر أيضاً: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٢٣١، الخاص بنظام قواعد التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ، ٢٠٠٩/١/٧، المادة ٢٣، الفقرة ب. أنظر كذلك: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٩٣، الخاص بدليل الصفقات الضخمة وتعديل الصفقات في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٥/١٨، المادة ٦، الفقرة ب.

108 إضافية^{٦٣}، وهذا الالتزام بالتبليغ يضع أي شخص من الممكن أن يتحوّل إلى مستحوذ على الأسهم العائدة لأحد المصدرين، تحت المراقبة من حيث تداولاته وإمكانية تلاعبه بالأسعار. كما أنّ أي طلبات شراء وعروض بيع مكثفة على ورقة مالية معينة مع انحرافات في سعرها يخوّل دائرة الرقابة على سوق دمشق للأوراق المالية والتي تتبع مديرية الرقابة والتفتيش أن تدرس وتحلّل هذه الطلبات والعروض والتنسيق مع سوق دمشق للأوراق المالية لمخاطبة الجهة المصدرة لتلك الورقة المالية أو شركات الوساطة لمعرفة السبب^{٦٤}.

وفي مصر، أوجب قانون سوق رأس المال المصري إخطار الشركة التي يرغب المستثمر بعقد عملية يترتب عليها تجاوز نسبة ما يملكه ١٠% من الأسهم الاسمية في رأس المال قبل أسبوعين من عقد العملية، والشركة بالمقابل تبلغ خلال أسبوع كل مساهم يملك ١% على الأقل من رأس مال الشركة بما تمّ إخطارها به، ويترتب على الإخلال بذلك إلغاء العملية ومساءلة المنتسب بهذا الإخلال^{٦٥}.

وبهذا التبليغ يتم تكريس مبدأ الإفصاح والشفافية وإعطاء المساهم الحق باتخاذ قرار استثماري على ضوء عملية الاستحواذ^{٦٦}، ويتم أيضاً مراقبة تأثيرات عملية الاستحواذ، كما تستطيع الشركة المستهدفة أن تقوم ببعض الإجراءات لكي تحمي نفسها.

ونصّت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على إلزام الشركة المستهدفة بعرض الاستحواذ بأن تبليغ البورصة المدرجة فيها^{٦٧}، وبذلك تكون عيون المنظمين مفتوحة على هذه العملية وآثارها على السعر السوقي لأوراق الشركة المستهدفة.

^{٦٣} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (٣١)م، الخاص بـ"نظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات" قواعد حوكمة الشركات المساهمة، الصادر بتاريخ ٢٩/٦/٢٠٠٨، المادة ٧، الفقرة د. أنظر أيضاً: قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١٥، الفقرة ج.

^{٦٤} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١٢، الفقرة ٥/أ.

^{٦٥} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ٢٢/٦/١٩٩٢، المادة ٨.

^{٦٦} د.شعبان أحمد محمود، رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون رأس المال، الجزء الأول، دار أبو المجد للطباعة بالهرم، القاهرة، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى، الصفحة ٦٣٥.

^{٦٧} قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري، رقم ١٣٥، الخاص بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، الصادر بتاريخ ٢٨/٤/١٩٩٣، المادة ٥٩.

ثانياً: عمليات تداول وهمية للتلاعب بالأسعار

قد يتم إظهار التداول وأوامره في سوق الأوراق المالية على أنه حقيقي ولكنه في الواقع يكون مجرد عمليات وهمية لا يوجد فيها تداول فعلي للأوراق المالية، وقد تنشأ هذه العمليات التداولية الوهمية للتلاعب بالأسعار عبر إنشاء اتجاه سعري غير حقيقي.

ويجب علينا أن نعطي العمليات الوهمية التي تستهدف التلاعب بالأسعار أهمية خاصة عند البحث فيها، حيث أنها عمليات مخفية صعبة الاكتشاف، كما أنها عمليات تُنتج تأثيرات اقتصادية كبيرة على السوق بدون وجود تداول حقيقي، وهو ما يجعل عمل السوق يبدو وكأنه صورياً، وهذا أمر خطير.

ومن جهة أخرى، تبرز العمليات الوهمية في إطارين أساسيين، هما أوامر التداول الوهمية والصفقات الوهمية.

أ: أوامر التداول الوهمية

تُعرّف "أوامر سوق الأوراق المالية" "Securities Market Orders" - "Les ordres de Bourse" بشكل عام، بالتوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء حتى يستطيع بيع وشراء الأوراق المالية في السوق^{٤٦٨}.

ويمكننا أن نعرّف ممارسة إصدار "الأوامر الوهمية" "fictitious orders"^{٤٦٩} - "ordres fictifs" في سوق الأوراق المالية بالقيام بإدخال أوامر تداول على إحدى الأوراق المالية في السوق، مع عدم وجود نية لتنفيذها^{٤٧٠} بشكل يعطي انطباعاً خاطئاً لدى باقي المتعاملين في السوق، وهذا ما يولّد قوة موكّة للأسعار تنتهي بالورقة المالية إلى سعر مصطنع يخدم مصلحة المتلاعب. وبعد ذلك يقوم المتلاعب بإلغاء هذه الأوامر الوهمية قبل أن يتم تنفيذها،

^{٤٦٨} محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، الصفحة ٩٩.

^{٤٦٩} Republic of the Philippines, price manipulation, op. cit., section E/7.

^{٤٧٠} د. شعبان أحمد محمود، د. رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون رأس المال، الجزء الثاني، مرجع سابق، الصفحة ١٦٥٢.

110 فيدْمَر خطوط واتجاهات أوامر التداول^{٤٧١}، وهو ما يشوّه آلية العرض والطلب ويشكّل "اعتداءً على السوق" "abus de marché"^{٤٧٢}.

ويمكن إجمال ممارسة إصدار أوامر وهمية بهدف التلاعب بالأسعار ضمن أفعال الخداع التي تستهدف عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، والتي حظرها قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية^{٤٧٣}، وإن كنّا نقترح اعتماد عمليات التداول الوهمية كعملية غير قانونية بصراحة النص لخطورة هذه الممارسة.

وتعد ظاهرة الأوامر التداولية الوهمية غير الجدية ظاهرة خطيرة^{٤٧٤}، وتظهر خطورة هذه الأوامر بكون المتلاعب لم يقدّم بأي عملية تداولية فعلية حتى يتلاعب بالأسعار، فهو أقدم على مُجرّد الشروع بالتداول، ولكن المستثمرين الذين يتركون له التفكير والتقرير عنهم، يسرعون لتقليد مُجرّد أوامر تداول لم يتم تنفيذها بعد^{٤٧٥}. وهو ما يزيد من احتمال تشكّل سعر غير حقيقي للورقة المالية^{٤٧٦}.

و على القانون أن يقوم هنا بالموازنة بين ضررين أحدهما حرمان شخص من إصدار أوامر تداول ومن ثمّ إلغائها قبل تنفيذها بسبب حدوث تغيير في سياسته الاستثمارية، والثاني قيام ممارسة غير قانونية تتمثل بالتلاعب بالأسعار عبر أوامر التداول الوهمية.

وبالنسبة للقواعد العامة في أوامر التداول الخاصة بسوق دمشق للأوراق المالية، تظهر لنا فترتين قد يتم فيهما قيام أوامر تداول وهمية بشكل أساسي، وهما فترة ما قبل التداول وفترة التداول المستمر.

بالنسبة لفترة "ما قبل التداول"، فقد سمحت تعليمات تداول الأوراق المالية بإدخال أوامر البيع والشراء إلى نظام التداول دون تنفيذ أي صفقة، ويتم بعدها حساب سعر الافتتاح لكل

⁴⁷¹ O. BRANDOUY, P. BARNETO, incertitude et fourchettes de prix sur un marché d'enchères: les apports du laboratoire, Finance Contrôle Stratégie – volume 2, N° 3, septembre 1999, page 107.

⁴⁷² P. DELSAUX, l'indispensable régulation des marchés financiers, Reflets et Perspectives, XLIII, 2004/2, section 3.1.1., page 46.

^{٤٧٣} القانون السوري رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٩/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٤٧٤} حسام الدين محمد، حامد العطار، مرجع سابق، الصفحة ٩٥.

^{٤٧٥} سلطان عبد السلام إبراهيم عبد السلام، الجرائم المالية في البورصات، "الجريمة الأولى جريمة التلاعب في السوق"، دراسة تحليلية مقارنة بين النظام السعودي والبريطاني، مرجع سابق.

⁴⁷⁶ P. DELSAUX, op.cit., section 3.2.1, page 49.

111 شركة مدرجة على حدة^{٤٧٧}، ولم تذكر التعليمات إمكان إلغاء أو تعديل الأوامر التي تم إدخالها في هذه المرحلة، وفي هذا الإطار يظهر نص متميز للقواعد المنظمة لبورصة بروكسل في بلجيكا، حيث نصت هذه القواعد على حظر إدخال الأوامر الوهمية خلال فترة ما قبل افتتاح السوق وإلغاؤها قبل افتتاح التداول دون أسباب اقتصادية^{٤٧٨}.

ونرى ضرورة النص على عدم جواز إلغاء أوامر التداول التي أدخلت في هذه المرحلة، لأن ذلك سوف يفتح الباب لوجود الأوامر الوهمية، فما الذي سيخسره المتلاعب إن أدخل على نظام التداول ١٠٠ أمر بيع مثلاً، وقبل الدخول لمرحلة تنفيذ الصفقات في مرحلة الافتتاح^{٤٧٩} قام بإلغائها جميعاً بعد أن تأثرت معظم أوامر المستثمرين بها، ونتج عن ذلك سعر افتتاح مصطنع.

أمّا فترة "التداول المستمر"، فقد سمحت تعليمات التداول في سوق دمشق بتعديل الأوامر التي تم إدخالها في هذه الفترة قبل تنفيذها جزئياً أو كلياً^{٤٨٠}، وهذا يعني أنّ المتعامل بإمكانه تعديل سعر الأمر، أو تعديل أو إلغاء الشرط الخاص المحدد بالأمر، أو تحويل الأمر العادي إلى أمر يحتوي على شرط خاص أو بالعكس، أو القيام بزيادة الكمية الظاهرة بالأمر^{٤٨١}، وكل حالات التعديل السابقة من الممكن أن تستخدم في تعديل الأمر الوهمي.

كما أنّ تعليمات التداول في سوق دمشق أعطت للوسيط المالي حق طلب تعديل رقم حساب العميل^{٤٨٢} في الصفقات المنقذة في حال حدوث خطأ في إدخال رقم حساب العميل على الأمر المرسل إلى نظام التداول، والذي نفذت الصفقة على أساسه، مع إعطاء السوق

^{٤٧٧} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ٣، الفقرة أ.

^{٤٧٨} Règlement de marché de la Bourse de Bruxelles, Article 117, 1°, voir: B. FERON, op.cit., page 38, référence 140.

^{٤٧٩} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ٤.

^{٤٨٠} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ٥.

^{٤٨١} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ١٩.

^{٤٨٢} يقصد برقم حساب العميل الذي فتحه عميل شركة الوساطة المالية لديها حتى تقوم بالنيابة عنه بإدخال أوامره التداولية في نظام التداول في السوق ودفع ثمن الأوراق المالية التي اشتراها.

الحق المطلق بقبول تعديل رقم الحساب أو رفضه^{٤٨٣}، وهذه القاعدة تفتح الإمكانية لحدوث صفقات وهمية، حيث أنّ العميل قد يتواطأ مع الوسيط المالي على تعديل رقم حسابه بعد قيامه بتعاملات تداولية تحدث تأثيراً سعرياً معيناً في السوق، فيتم نقل العملية التداولية إلى رقم حساب عائد إلى عميل آخر أو إلى رقم حساب وهمي^{٤٨٤} لا صاحب له.

وقد تتبّعت سوق دمشق لإمكان حدوث هذه الممارسة، فنصّ دليل الصفقات الضخمة وتعديل الصفقات في سوق دمشق للأوراق المالية على حق السوق باتخاذ كافة الإجراءات وطلب أية وثائق يراها ضرورية للتأكد من حدوث الخطأ في الإدخال^{٤٨٥}، كما نصّ الدليل أيضاً على أنّه إذا تبيّن أنّ التعديل كان بهدف تحقيق مكاسب أو تجاوز خسائر، تحوّل كافة المكاسب المتحقّقة والخسائر المتجنّبة للسوق مع إبلاغ الهيئة، وذلك بالإضافة إلى المساءلة المهنية وإجراءات السوق التأديبية^{٤٨٦}.

وأيضاً فقد أعطت تعليمات التداول في سوق دمشق حق إلغاء أية أوامر مرسلة خارج الحدود السعرية^{٤٨٧} في الحالات التي تراها مناسبة^{٤٨٨}، وهو ما قد يقف حجر عثرة أمام الممارسات التي تؤدي للتلاعب بالأسعار عبر أوامر التداول الوهمية.

^{٤٨٣} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ٢٧.

^{٤٨٤} تعد ممارسة افتتاح الحسابات الوهمية من أخطر الممارسات غير المشروعة التي قد تقدم شركات الوساطة المالية على القيام بها، فتقوم بالادعاء بأنّ أحد عملائها قد افتتح عندها الحساب رقم ٥٠ مثلاً بدون وجود فعلي للشخص الذي ادّعت شركة الوساطة المالية أنّه افتتح هذا الحساب، أو بدون علمه، فتقوم الشركة عبر هذا الحساب بمختلف الممارسات غير القانونية من تلاعب بالأسعار إلى استغلال المعلومات الداخلية وتعود الأرباح إليها.

^{٤٨٥} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٩٣، الخاص بدليل الصفقات الضخمة وتعديل الصفقات في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٥/١٨، المادة ١٣.

^{٤٨٦} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٩٣، الخاص بدليل الصفقات الضخمة وتعديل الصفقات في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٥/١٨، المادة ١٢، الفقرة ث.

^{٤٨٧} يُقصد بالأوامر التداولية المرسلة خارج الحدود السعرية تلك الأوامر التي تُحدّد أسعاراً للأوراق المالية لا يمكن الوصول إليها في جلسة تداول واحدة، فيتم مثلاً إرسال أمر تداولي بشراء أحد الأسهم بسعر ١٠٠٠ ل.س. للسهم الواحد، ويكون سعره السوقي في جلسة التداول ٥٥٠ ل.س، وعلى اعتبار أنّ الحد الأقصى لارتفاع الأسعار في جلسة واحدة هو ٢% مثلاً فلا يمكن وصول سعر هذا السهم إلى مبلغ ١٠٠٠ ل.س في هذه الجلسة تحديداً، ولذلك يطلق على هذا الأمر التداولي بأنّه خارج الحدود السعرية في جلسة التداول تلك.

^{٤٨٨} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ٣٦.

113 ونصح بإلغاء إمكانية تعديل أو إلغاء الأوامر بشكل كامل في الفترات الحساسة التي يمر فيها السوق بتقلبات سعرية حادة، لأنَّ تعديل الأوامر أو إلغائها قد يُستخدَم في هذه الحالة ليس فقط للقيام بالأوامر الوهمية، ولكن أيضاً للقيام بصفقات تداول وهمية تُفقد السوق سيولتها وتُضعف من ثقة المستثمرين بها.

ب: الصفقات الوهمية

يمكننا تعريف الصفقات الوهمية بأنها عبارة عن صفقات تهدف إلى خلق تعامل وهمي نشط على ورقة مالية، في الوقت الذي لا يكون على هذه الورقة تعامل فعلي حقيقي، وهو ما يدعوه البعض بـ"العقود الصورية أو المظهرية"^{٤٨٩} "Formal or Simulated Contracts" أو "البيع المظهري" "Wash Sale"^{٤٩٠}، وقد اشترطت قواعد السلوك الأوروبية في سوق الأوراق المالية لاعتبار العمليات مصطنعة، أن تكون قادرة على تضليل المشاركين الآخرين في السوق^{٤٩١}، حيث يتم إيهام المتعاملين بوجود أخبار جيّدة عن الأوراق المالية، مع أنَّ التداول الكثيف لا ينطوي على تغيير حقيقي في الملكية^{٤٩٢}، فعدم وجود تغيير في الملكية هو أحد أهم سمات الصفقات الوهمية حسب هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF)^{٤٩٣}.

وقد حدثت هذه العمليات بشكل خاص قبل انهيار سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة عام ١٩٢٩^{٤٩٤}، وكذلك قبل انهيار الأسواق المالية في دول النمرور الآسيوية عام ١٩٩٧^{٤٩٥}.

^{٤٨٩} صالح راشد الحمراي، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية، بدون دار نشر، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى، الصفحة ٤٩٤.

^{٤٩٠} د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، الصفحة ٨٦.

^{٤٩١} European Group on Market Manipulation, op. cit., section II, page 5.

^{٤٩٢} R.K. AGGARWAL, G. WU, stock market manipulation — theory and evidence, March 11, 2003, page 22.

^{٤٩٣} Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 631-2/ 3°.

^{٤٩٤} بشر الموصلي، البورصة كيفية المضاربة والاستثمار، شعاع للنشر والعلوم، حلب، عام ٢٠٠٣، الطبعة الأولى، الصفحة ١٧٢.

^{٤٩٥} حسن حمدي، مرجع سابق، الصفحة ٢٠٢.

وتدخل هذه العمليات التداولية في إطار الخداع أو التدليس بنشاط التداول وانتقال الملكية الذي اعتبره قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية مخالفة للقانون^{٤٩٦}، ويضاف إليها نية التلاعب بالأسعار في حال عقدت هذه العمليات لتلك الغاية^{٤٩٧}.

بينما عاقب قانون سوق رأس المال المصري على القيام بالعمليات الصورية بحدّ بذاتها^{٤٩٨}، وقد تمّ ذكر منع هذه الاتفاقيات صراحة في قواعد العضوية في البورصة المصرية^{٤٩٩}.

وقد ذكرت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) اتفاقيات التلاعب بالأسعار ضمن لائحتها التي أصدرتها فيما يخص التلاعب بالسوق، وعرّفت هذه الممارسة بأنّها أفعال تقوم على التعاون لضمان الوصول لسعر مصطنع واحد^{٥٠٠}، وهو نص يوضّح عنصر غاية في الأهمية فيما يخص اتفاقيات التلاعب، ألا وهو عنصر التعاون في ممارسة التلاعب بالأسعار، وهذا يعطي خطورة كبيرة لهذه الممارسة لأنّ التعاون يعني التنظيم وصعوبة الاكتشاف.

^{٤٩٦} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٩/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٤٩٧} أمّا فيما يخص التعامل بالأوراق المالية خارج السوق النظامية، فقد نصّت تعليمات التداول بالأوراق المالية غير المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية على أنّ من مسؤوليات شركة الوساطة في هذا المجال: "التأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وعلى نحو خال من الغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية". أنظر قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (١١٩)م، الخاص بتعليمات التداول بالأوراق المالية غير المدرجة، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١٢/٢٩، المادة ٥، الفقرة ب.

^{٤٩٨} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٣، الفقرة ٦، وقد ذكرت قواعد العضوية في البورصة المصرية حظر التأثير على السوق أو على الأسعار من خلال تعامل أو تنفيذ عمليات لا تؤدي إلى تغيير المستفيد الفعلي. أنظر: قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٤/١٧، المادة ٣٩، الفقرة ١.

^{٤٩٩} قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٤/١٧، المادة ٣٩، الفقرة ٥.

⁵⁰⁰ Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), article 631-1/ 1° b.

115 وأيضاً، فقد يتم الاتفاق بين المتلاعبين على القيام بما يدعى بـ "الأوامر المتقابلة"^{٥٠١} "Match Orders"، التي تُدخَل في نظام التداول في السوق بنفس السعر والكمية وفي نفس الوقت من أطراف مختلفة متواطئة^{٥٠٢}، حيث يتم إرسال أوامر تداولية متقابلة إلى نظام التداول في السوق، وهو ما يضمن للمتلاعبين عقد صفقات تداول بالأسعار التي حدّوها^{٥٠٣}.

ولهذا يجب حظر العمليات المتفق عليها مسبقاً^{٥٠٤} أو إجراء عمليات أو إدراج أوامر في نظام التداول في السوق بغرض الإيحاء بوجود تعامل على ورقة مالية أو التلاعب في أسعارها من أجل بيعها أو شرائها^{٥٠٥}.

وبالتالي نستنتج أنّ المتلاعب يقوم بعمليات التداول الوهمية عبر "التواطؤ" "Collusion" مع أحد الأشخاص للقيام بهذه العمليات^{٥٠٦}.

^{٥٠١} فيتم مثلاً إرسال أمر بيع من أحد المتلاعبين على أحد الأسهم بسعر ١٠٠٠ ل.س لكل سهم، ويقوم شريكه بإرسال أمر شراء لذات الأسهم بسعر ١٠٠٠ ل.س في نفس الوقت أيضاً، فيتم تلاقي هذه الأوامر التداولية المتعكسة بشكل شبه مضمون، وهو ما يساهم في خلق انطباع خاطئ لدى باقي المتعاملين في السوق.

⁵⁰² The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section II, page 5.

^{٥٠٢} وكمثال للأوامر المتقابلة التي يتم إرسالها للتلاعب بالأسعار، نذكر قضية واقعية حدثت في جنوب إفريقيا عام ٢٠٠٥، حيث قام أحد المتلاعبين بإرسال أمرين متقابلين لخفض سعر سهم شركة "Ifour" وقام بشراء كمية منه، ومن ثم أرسل أمرين متقابلين لرفع سعر هذا السهم، وبعد أن ارتفع سعر السهم باع الأسهم وحقق أرباحاً كبيرة، وقد وجدت اللجنة التي قامت بالتحقيق بهذه الواقعة أنّ معاملات التداول السابقة تشكّل تلاعباً بالأسعار، واعترف المتهم بقيامه بالتلاعب، وفي نهاية هذه القضية حكم المجلس الاستئنافي للخدمات المالية Financial Services Appeal Board في جنوب إفريقيا بتاريخ ٢٠٠٩/٢/١٧ بغرامة مليون راند (عملة جنوب إفريقيا) كعقوبة للتلاعب بالأسعار في هذه القضية. أنظر:

Michael Berman versus the Financial Services Board, 17/2/2009. Mentioned at: F. KHOZA, "Deliberate manipulation of securities prices will invariably and inevitably be harshly penalised", July 2009.

⁵⁰⁴ See: USA securities exchange act, of 1934, [as amended through P.L. 111-72, approved October 13, 2009], section 9 (a) (1) (B) and (C).

^{٥٠٥} أنظر: قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٤٢، الخاص بقواعد العضوية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً)، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٤/١٧، المادة ٣٩، الفقرة ٥، وأنظر كذلك: قرار مجلس إدارة سوق رأس المال الفلسطيني، رقم ٢٠/٧، الخاص بقواعد السلوك المهني للعمل داخل السوق، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/١٢/١٨، المادة ٩، الفقرة ٩.

^{٥٠٦} وقد حظر قانون الأوراق المالية الفلسطيني من التلاعب بالأسعار عبر التعامل بالأوراق المالية بشكل منفرد أو بالتواطؤ مع الغير. أنظر: القانون الفلسطيني، رقم ١٢، الخاص بالأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٤/١٢/١، المادة ٩٩، الفقرة ٢.

116 وفي مجال التواطؤ يجب أن تحذر السوق من التحويلات العائلية المتعلقة بالأوراق المالية والتي تتم ما بين الأصول والفروع حتى الدرجة الثانية وما بين الأزواج، خاصة أن نظام قواعد التداول في سوق دمشق للأوراق المالية قد استثنى هذه التحويلات العائلية من ضرورة إدراجها في نظام التداول بحسب الإجراءات المعمول بها^{٥٧}، وإن كان إثبات التواطؤ بين الأقارب أمر أسهل من إثباته بين شخصين لا يجمع بينهما رابط.

وبعد أن بحثنا في عمليات التداول التي تهدف التلاعب بالأسعار في المبحث الأول، سنقوم بالمبحث المعمق في مواجهة التلاعب بالأسعار، وذلك في المبحث الثاني.

المبحث الثاني

مواجهة التلاعب بالأسعار

يمكننا تعريف مواجهة التلاعب بالأسعار بأنها "مجموعة الحيل القانونية العملية التي تواجه آليات التلاعب بأسعار الأوراق المالية في السوق"، وتكتسي ممارسة التلاعب بالأسعار بالكثير من التعقيد والغموض، وهذا ما يجعل من مهمة مواجهتها مهمة غاية في الصعوبة، فالمتلاعب يقوم بمخططات وآليات تتجدد كل يوم بهدف تزييف الأسعار عبر التلاعب بتوازن عرضي العرض والطلب في سوق الأوراق المالية.

وما قمنا بدراسته حول التلاعب بالأسعار حتى الآن كان تعمقاً بآليات التداول التي تستخدم من المتلاعبين للتلاعب بالأسعار وموقف القانون منها، ولكن هناك أيضاً آليات غير تداولية للتلاعب بالأسعار وهي في غاية الأهمية، كما تختلف أساليب مواجهتها عن العمليات التداولية.

ولذلك، سنقوم إن شاء الله بدراسة مواجهة التلاعب بالأسعار عبر دراسة مواجهة التلاعب الذي يتم عن طريق عمليات غير تداولية (المطلب الأول)، ومواجهة جميع عمليات التلاعب بالأسعار بشكل عام (المطلب الثاني).

^{٥٧} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٢٣١، الخاص بنظام قواعد التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/١/٧، المادة ٢٦، الفقرة ب/٥.

المطلب الأول

مواجهة عمليات التلاعب غير التداولية (نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمُضَلِّلة)

هناك وسائل عديدة للقيام بممارسة التلاعب بالأسعار، ولكنها تنقسم بشكل واضح إلى عمليات تلاعب تتدخل بآليات تداول الأوراق المالية في نظام التداول الخاص بالسوق، وعمليات تلاعب تُلقى بآثارها على أسعار هذه الأوراق دون أن يقوم المتلاعب بعملية تداولية واحدة.

وهذا ما يجعل من مواجهة الأسلوب غير التداولي للتلاعب بالأسعار أمراً أصعب من مواجهة الأسلوب التداولي، فالعمليات التداولية تُسجَل في نظام التداول وأي تحرك غير طبيعي يشدُّ انتباه مراقبي العمل داخل السوق. أما العمليات غير التداولية فتتم بوسائل خارجية قد لا يعرف عنها السوق شيئاً ولكنه يلاحظ آثارها على حركة التداول بعد أن يتأثر المستثمرون بها.

ومن أهم العمليات غير التداولية للتلاعب بالأسعار وأكثرها شيوعاً، الممارسة غير القانونية المتمثلة بنشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمُضَلِّلة للتلاعب بالأسعار، والفرق بين نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمُضَلِّلة يتمثل بأن ممارسة "النشر" تعني نشر المعلومات بدون محاولة إقناع المتلقين بها، بينما تعني ممارسة "الترويج" تعميم المعلومات مع محاولة إقناع الجمهور المتلقي بصدق وأهمية هذه المعلومات.

وتعطي ممارسة نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمُضَلِّلة المتعاملين في السوق "انطباعاً خاطئاً أو مُضَلِّلاً" "False or Misleading Impression"، ولذلك اعتبرت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) أن بث المعلومات الخاطئة والمُضَلِّلة عبر وسائل الإعلام بهدف تحريك سعر ورقة مالية إلى الحد الذي يخدم فيه مصلحة مُرَوِّج هذه المعلومات، يُعتبر من وسائل القيام بالتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية⁵⁰⁸.

⁵⁰⁸ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section II, page 6.

وقد حُدِّت قواعد السلوك الأوروبية في سوق الأوراق المالية من آثار هذه الممارسة التي قد تقود الأسعار إلى أن تصبح مصطنعة بشكل كامل، ويتوقف السوق بالتالي عن أداء دوره لأنه سيحوَّل أيضاً إلى سوق مصطنع. أنظر: European Group on Market Manipulation, op. cit., section II, page 5.

وقد حظر قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية ممارسة توزيع "الشائعات" "Rumors" وإعطاء البيانات الكاذبة والمضللة، بالإضافة إلى بث الشائعات^{٥٠٩}، وبالنسبة لممارسة "توزيع الشائعات" فتمثل بنقل المعلومات الخاطئة والمضللة إلى أشخاص معيّنين، بينما تعني ممارسة "بث الشائعات" الإعلان عن المعلومات الخاطئة والمضللة إلى جمهور المستثمرين أي بثها للعموم، أمّا ممارسة "توزيع البيانات" فهي تعني نقل معلومات آتية من مصدر رسمي مخوّل بإعطاء المعلومات (مثل المكتب الإعلامي لشركة معينة).

وقد يقوم مصدر الأوراق المالية المدرجة في السوق بهذه الممارسة لاصطناع سعر يخدم مصالحه، ونسبي ممارسته هنا بـ"نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمضللة من المصدر".

ومن جهة أخرى، فقد يقوم بهذه الممارسة المتلاعبين في السوق والذين لا يربطهم بمصدر الأوراق المالية أي رابط، وذلك بهدف الترويج للورقة مالية أو إبعاد المستثمرين عنها، فندعو ممارسته عندئذ بـ"نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمضللة من أي شخص".

أولاً: نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمُضَلَّة

من المصدر

يقوم مصدر الأوراق المالية المدرجة في السوق بتقديم المعلومات لعموم المستثمرين حتى يتخذ الأخيرين قرارات استثمارية مبنية على أساس صحيح، وهذا الالتزام يكون دورياً حسب السنة المالية للمصدر، وفورياً إذا طرأ أمر جوهري يجب إطلاع المتعاملين في السوق عليه.

ولكن قد ينقلب الإفصاح السابق وغيره من وسائل تقديم المعلومات للمستثمرين -مثل الإعلانات- إلى ممارسة ترويج أو نشر معلومات خاطئة ومُضَلَّة من داخل الجهات المُصدرة للأوراق المالية، وذلك بهدف التلاعب بأسعار الأوراق المالية العائدة للمصدر عبر تضليل المتعاملين، حيث أنّ الإفصاح يتحوّل إلى إصدار "وثيقة ترويجية" promotional

^{٥٠٩} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٤/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ

المتعاملين واتجاهاتهم مثلما تفعل الإعلانات التجارية بهم^{٥١١}.

وقد يتم تشجيع المستثمرين على شراء الأوراق المالية عبر بث وتوزيع الشائعات وإعطاء المعلومات والبيانات الخاطئة والمُضللة، فيرتفع السعر ويظهر المركز المالي للمصدر بشكل غير حقيقي، وبالمقابل قد يكون الهدف من هذه الشائعات والبيانات تخفيض أسعار أسهم المصدر مثل حالة رغبة شركة ما بشراء أسهمها.

أ: رفع الأسعار عبر

نشر أو ترويج المعلومات من المصدر

قد يرى أحد مُصدري الأوراق المالية أنّ مركزه المالي يظهر بشكل مهتز، وأنّ المتعاملين في السوق يبتعدون عن تداول أوراقه المالية، كما أنّ مالكي الأوراق المالية القدامى قد شرعوا ببيعها بشكل سريع وبأسعار متناقصة، ممّا سينتهي بالمصدر إلى الانهيار وشطب أوراقه من السوق.

ونتيجةً لذلك قد يُفكر مثل هذا المصدر بالقيام بممارسة نشر أو ترويج معلومات مخالفة للحقيقة والتي تُضلل المتعاملين وتجذبهم من جديد لشراء الأوراق المالية المُهمّلة، وهو ما يدعى بـ"نشر معلومات كاذبة أو خادعة"^{٥١٢}. ويطلق بعض الفقه الفرنسي على هذه الممارسة اسم "تسميم البورصة" "Intoxications Boursiers"^{٥١٣}.

وبالنسبة للمعلومات الكاذبة والمُضللة، فقد عرّفت التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السوري "التضليل" بأي بيان غير صحيح يتعلّق بمعلومة جوهرية أو أي حذف لمعلومة جوهرية أو أي إخفاء لمعلومة أخرى لازمة^{٥١٤}، وعلى ذلك فإنّ نشر أو ترويج المعلومات كممارسة غير قانونية ينصب على المعلومات الجوهرية التي تؤثر في أسعار

⁵¹⁰ M.J. WATSON, op. cit., page 6.

^{٥١١} أنس شكشك، علم النفس التجاري، دار النهج للدراسات والنشر والتوزيع، حلب، ٢٠٠٩، الطبعة الأولى، الصفحة ٧٩.

^{٥١٢} د. عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة الوبية، القاهرة، عام ١٩٩٩، الطبعة الأولى، الصفحة ١٣.

⁵¹³ HUBERT de VAUPLANE et JEAN – PIERRE – BONNET Droit des marches financiers, litec, Paris, 1998, No 1043, P.875,

مشار إليه في: المرجع السابق، الصفحة ١٣، الهامش ١.

^{٥١٤} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١.

الأوراق المالية المتعلقة بها، وذلك إمّا بتحريف هذه المعلومات، أو بحذفها، أو بإخفاء أي معلومة ضرورية لاتخاذ القرار الاستثماري.

أمّا بالنسبة للفرق بين الشائعات والبيانات فيظهر في أنّ البيان هو معلومة آتية من مصدر رسمي ومن شخص محترف، بينما تأتي الشائعة من أي مصدر^{٥١٥}.

وقد تقوم الشركة بنشر بيانات محاسبية كاذبة تُظهرها بوضع مالي يختلف عن الوضع المالي الحقيقي^{٥١٦}، وهذا التجاوز يحدث بهدف تحسين صورة المركز المالي للشركة، وزيادة في القيمة السوقية للشركة^{٥١٧}، ويعتمد المتلاعبين هنا على أنّ نظام العمل داخل السوق يعتمد على حرية تشكّل السعر من المتعاملين^{٥١٨}، فيتم تضليل هؤلاء ببعض "الغش المحاسبي"^{٥١٩} "Accounting Fraud"، الذي يتحمّل مسؤوليته بصفة رئيسية مفتش الحسابات^{٥٢٠}.

وقد تقوم الشركة بإصدار بيان كاذب ومُضلل لخدمة مصلحتها بالقيام بشراء كمية كبيرة من أسهمها المتداولة في السوق لتنشيط التداول عليها وزيادة أسعارها، وبعد أن تحدثت الزيادة غير الحقيقية في السعر يكتشف المتعاملين زيف هذا البيان، أو عدم دقّته، أو أنّ الشركة قامت بشراء كمية ضئيلة جداً من أسهمها^{٥٢١}، ويساهم بنجاح هذه الممارسة شهرة الشركة وذبوع صيتها بين المتعاملين في السوق^{٥٢٢}.

^{٥١٥} سلطان عبد السلام إبراهيم عبد السلام، مرجع سابق، الصفحة ١١.

^{٥١٦} G. BRETON, A. SCHATT, manipulation comptable: les dirigeants et les autres parties prenantes, 2003, page 2.

^{٥١٧} M. BORISSOVA, J. HUG, M.Q. URBAN, les leçons juridiques de la loi SARBANES – OXLEY du 30 Juillet 2002, 2005, page 15.

^{٥١٨} I bid., page 2.

^{٥١٩} يعرف الغش المحاسبي بأنه قيام مديري المنشأة بتحريف المعلومات المالية التي تمثّل المركز المالي لها. أنظر: D. BALACIU, C.M. Pop, is creative accounting a form of manipulation?, 2008, page 935.

^{٥٢٠} E. DE KEULENEER, op.cit., page 63.

^{٥٢١} مايكل دي. شيمو، مرجع سابق، الصفحة ٢٦.

^{٥٢٢} ومن أشهر حالات الكذب المضلل في بيانات الشركة المالية (الغش المحاسبي)، ما قامت به شركة Enron في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أصدرت هذه الشركة بيانات مالية مزورة تظهر قوة مركزها المالي، وارتفع سعر سهمها من ١٣.٥ دولار في شباط/فبراير عام ١٩٩٩ إلى أكثر من ٨٧ دولار في أيلول/سبتمبر عام ٢٠٠٠، وكان السبب هو إظهار تزايد أرباح الشركة. أنظر:

G. BRETON, A. SCHATT, op. cit., page 2.

وقد قام بنك Le crédit Lyonnais (LCL) في فرنسا بنشر حسابات سنوية كاذبة، وقام أيضاً بتوزيع أرباح وهمية، وقد حكمت محكمة استئناف باريس عام ٢٠٠٥ بإدانة عدد من المدراء بسبب عرض ونشر المعلومات الكاذبة والمضلة وإدانة مدقق الحسابات لتصديقه على هذه المعلومات. أنظر:

وفي سبيل مواجهة نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمضللة، قام قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بحظر بث وتوزيع الشائعات وإعطاء المعلومات والبيانات الخاطئة والمُضللة حول أي ورقة مالية^{٥٢٣}، بغرض التأثير على سعرها أو سمعة الشركة التي أصدرت هذه الورقة^{٥٢٤}.

ويظهر من القاعدة السابقة أنَّ الشائعات تُبث بشكل عام أو توزع إلى أشخاص معينين وقد حرمَّ القانون السابق الممارستين، كما أنَّ صفة المعلومات الخاطئة لوحدها لا تكفي لأنها قد لا تقوم بتضليل عموم المتعاملين في السوق، ولذلك أُرْدفها القانون السابق بصفة التضليل، وقد أحسن المشرع السوري بذلك.

كما أنَّ قانون الشركات السوري قد نصَّ على معاقبة تنظيم ميزانية الشركة^{٥٢٥} وحسابات أرباحها وخسائرها بصورة غير مطابقة للواقع^{٥٢٦}.

وفي مصر، عاقب قانون سوق رأس المال على إثبات بيانات غير صحيحة أو مخالفة لحكم القانون أو التغيير في هذه البيانات بعد اعتمادها من الهيئة العامة لرأس المال - للرقابة المالية لاحقاً - أو عرضها عليها^{٥٢٧}، كما أنَّ التعليمات التنفيذية للقانون السابق حظرت إصدار التصريحات المبالغ فيها أو ذات التأثير المُضلل من شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وشركات السمسرة في الأوراق المالية^{٥٢٨}.

=Cour d'appel de Paris, 9e chambre, en date du 23 février 2005.

^{٥٢٣} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٤/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٥٢٤} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (٨٠)م، الخاص بإجراءات التعامل مع المخالفات، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/٨/٢٣، المادة ١٠، الفقرة ٤.

^{٥٢٥} الميزانية العامة هي بيان لوضع الشركة المالي. أنظر: د. جمال عبد الناصر، مرجع سابق، حرف الميم، الصفحة ٣٨٩.

^{٥٢٦} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٢٩، الخاص بقانون الشركات، الصادر بتاريخ ٢٠١١/٢/١٤، المادة ٢٠٣، الفقرة ١/هـ.

^{٥٢٧} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بقانون سوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٣، الفقرة ٣. أنظر أيضاً: قرار مجلس إدارة سوق رأس المال الفلسطينية، رقم ٢٠/٧، الخاص بقواعد السلوك المهني للعمل داخل السوق، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/١٢/١٨، المادة ٩، الفقرة ٢.

^{٥٢٨} قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري، رقم ١٣٥، الخاص بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، الصادر بتاريخ ١٩٩٣/٤/٢٨، المادة ٢٢١.

وقد حظرت هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) أيضاً بث المعلومات الخاطئة في لائحته المتعلقة بالتلاعب بالسوق، ولكنها اشترطت في هذه المعلومات أن تعطي أو أن تمكن من إعطاء إشارات خاطئة وغير دقيقة أو مضللة عن الأدوات المالية^{٥٢٩}، وبالتالي انحصر مفهوم المعلومات الخاطئة في المعلومات المتعلقة بأدوات التداول المالية وليس بمُصدرها، كما أنَّ القاعدة الفرنسية السابقة اعتبرت أنَّ الإشارات الخاطئة قد تكون غير دقيقة أو مضللة، مع أنَّها تحمل الصفتين في معظم الحالات، وقد تنبَّه المشرع السوري إلى هذه الحالة كما ذكرنا.

أمَّا قانون الخدمات المالية البريطاني فقد منع في قاعدة مميّزة إصدار البيانات الكاذبة أو المُضلِّلة وذلك عن قصد أو بالإهمال^{٥٣٠}، ممَّا يعني أنَّ القانون البريطاني كان حذراً جداً من تضليل البيانات فساوى بين قيام المتلاعب بخطئه بشكل واعي وبكامل الإرادة الآثمة، وبين القيام بها بسبب الإهمال، وهذا صحيح لأنَّ العمل الدقيق والحساس في سوق الأوراق المالية لا يتحمَّل الإهمال.

ب: خفض الأسعار عبر

نشر أو ترويج المعلومات من المصدر

يُخطئ من يفترض النزاهة في كل مُصدري الأوراق المالية، فعلى الرغم من أنَّ الغش والكذب المُضلل الآتي من المُصدرين تصعب ملاحظته، إلَّا أنَّه قد يكون موجوداً ومؤثراً بشكل خطير كونه يصيب المستثمر بالضرر إذا كان يعتمد على بيانات الشركة المالية الخاطئة والمضللة^{٥٣١} في اتخاذ قراره الاستثماري، وبهذا تُسبب الشائعات بتغييرات لا مبرر لها في أسعار الأوراق المالية^{٥٣٢}، خاصةً إذا ساد الاعتقاد باستحالة قيام المصدر بمخالفة للقانون من أجل أن يسيء لسمعة أوراقه المالية ويُخفِّض أسعارها وليس أن يرفعها.

⁵²⁹ Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de France, livre VI - abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, (modifié par arrêté du 2 avril 2009, journal officiel du 5 avril 2009), Article 632-1.

وقد أصدرت محكمة النقض الفرنسية أحكاماً عديدة ضد شركات فشلت بإصدار بيانات دقيقة ومحددة وصادقة. أنظر على سبيل المثال الحكم الصادر بحق شركة "Vivendi universel" عام ٢٠٠٦:

Cour de cassation - Chambre commerciale, Cassation partielle, Arrêt N° 1467 du 19 décembre 2006.

⁵³⁰ UK financial services act, of 1986, ("FSAct 1986"), section 47\1.

^{٥٣١} مايكل دي. شيمو، مرجع سابق، الصفحة ٢٨٣.

^{٥٣٢} د. ضياء مجيد، مرجع سابق، الصفحة ١٣.

وفي الواقع، تظهر مصلحة المصدر بتخفيض أسعار أوراقه المالية في بعض الحالات، ومن أهم هذه الحالات قيام الشركة المُصدرة للأوراق المالية بشراء أسهمها بهدف المضاربة على أسعارها في السوق، حيث تظهر إمكانية كبيرة لكي تريح الشركة من شرائها لأسهمها إذا قامت بذلك بسعر منخفض وباعتها بسعر أعلى، فتريح فرق السعر المتكوّن بسبب تضليل المتعاملين الذين ترجموا الشائعات الكاذبة إلى قرار استثماري^{٥٣٣}.

ومن أهم أساليب خفض الأسعار المُتَّبَعَة من قبل الشركات المتلاعبة في السوق، أسلوب نشر أو ترويج معلومات تخالف الواقع وتضلل المتعاملين عبر بث وتوزيع الشائعات وإعطاء البيانات الكاذبة والمضللة عن أوراقها المالية^{٥٣٤}، وكذلك تقديم المعلومات أو البيانات غير الصحيحة أو المضللة في أي من الوثائق أو المستندات المقدمة لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية كما نصّ قانون إنشائها^{٥٣٥}، وذلك حتى تسيء لسمعتها بشكل مؤقت وبطريقة تكفل خفض أسعار أسهمها^{٥٣٦} ولو لفترة مؤقتة تسبق قيامها بشراء كمية منها.

ويظهر موضوع الشائعات والبيانات التي يتم نشرها أو ترويجها من المصدرين عبر التلاعب بالبيانات المالية^{٥٣٧} لخفض أسعار أسهمهم عبر أكاذيب متعدّدة تخفّض الأسعار، ومنها انخفاض الأرباح عن العام الماضي، أو انخفاض كمية المبيعات أو الخدمات المقدمة بشكل كبير، أو التزام الشركة بديون جديدة غير قادرة على الوفاء بها، أو إذاعة خبر قيام أحد الأشخاص برفع دعوى تعويض بالملايين على الشركة،.. الخ.

وتكتسي ممارسة خفض الأسعار عبر نشر أو ترويج معلومات خاطئة ومُضَلِّلَة من المصدر أهمية وخطورة خاصّة، حيث أنّ بث هذا النوع من المعلومات للتلاعب بالأسعار

^{٥٣٣} بادي البدراني، "مطالب بتشديد الرقابة على ناشري الشائعات"، جريدة الرياض اليومية، العدد ١٣٦٣٤، تاريخ السبت ١٩/رمضان/١٤٢٦هـ، ٢٢/أكتوبر/٢٠٠٥م.

^{٥٣٤} أنظر في حظر هذه الممارسة من المشرع السوري: القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٤/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٥٣٥} وقد حظر المشرع السوري هذه الممارسة. أنظر: القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ١/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٥٣٦} ألكسندر ساينز، مرجع سابق، الصفحة ٤٢.

^{٥٣٧} سلطان عبد السلام إبراهيم عبد السلام، مرجع سابق، الصفحة ٨.

124 بشكل عام يعطي إمكانية التأثير على الأسعار دون القيام بتعاملات تداولية^{٥٣٨}، وعندما تقوم الشركة بذلك مستهدفةً خفض أسعار أسهمها تمهيداً لشرائها والمضاربة عليها، تبدو أنّها بعيدة عن الشبهات في البداية.

ويجب الحذر في مجال بيانات الشركة، ليس فقط من اختلاق بيان خاطئ ومضلل، ولكن أيضاً من البيان الذي يبالغ بتصوير الحقيقة، فقد تقول الشركة في بياناتها أنّ أرباحها تناقصت بنسبة ١٠% عن العام الماضي، وتكون النسبة الحقيقية هي ٢% من أجل خفض أسعار أسهمها بشكل غير حقيقي حتى تحصل على كمية كبيرة منها بسعر أقل.

وقد تنبّهت قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي القاهرة والإسكندرية -البورصة المصرية لاحقاً- لهذه الممارسة فنصّت على حظر الإفصاح المبالغ فيه، ووجوب أن يكون ما تنشره الشركة مدعماً بمستندات تعطيها للبورصة عند الطلب^{٥٣٩}، وهذا يعطي السوق قدرة أكبر على تحليل البيان وتقدير وجود مبالغة أو اختلاق فيه، بينما ذكر نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية حظر المبالغة في قواعد الإفصاح السليمة فيما يخص الصورة التفاضلية عن الأخبار الجيدة فقط^{٥٤٠}، ولذلك نقترح تعميم حظر المبالغة في الإفصاح عن المعلومات الجيدة والسيئة معاً، لأنّ المصدرين قد يستفيدون من مخالفة مبادئ الإفصاح في الحالتين.

وفي إطار إصدار البيانات الخاطئة والمضللة يجب عدم إغفال مسؤولية مفتش الحسابات الذي يقوم بالتصديق على بيانات الشركة المالية^{٥٤١}، وقد حظر قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية قيام مدقق الحسابات أو المحاسب بالتصديق على بيانات مالية

⁵³⁸ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section V, page 16.

^{٥٣٩} قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، رقم ٣٠، بشأن قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي القاهرة والإسكندرية، الصادر بتاريخ ١٨/٦/٢٠٠٢، المادة ١٣.

^{٥٤٠} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١٤، الفقرة ب.

^{٥٤١} مثلما فعلت شركة développement durable التي كانت تدقق حسابات شركة Concorde européenne audit France، حيث نشرت معلومات غير دقيقة عن بيانات الشركة التي تدقق حساباتها، أنظر حكم محكمة النقض الفرنسية عام ٢٠٠٦:

Cour de cassation de France, chambre commerciale, cassation partielle, N° 1022 du 11 juillet 2006.

غير صحيحة أو مضلّلة أو مخالفة للمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق المعتمدة^{٥٤٢}، وقد أحسن المشرع السوري بالنص على هذه القاعدة حيث أنّ ضمان حياد ونزاهة ودقّة مدقق الحسابات في عمله يعني ضمان درجة أعلى من الشفافية التي تساعد المستثمر الحقيقي في اتخاذ قراره الاستثماري^{٥٤٣}.

ثانياً: نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمضلّلة

من أي شخص

إنّ سوق الأوراق المالية تعدّ من أكثر الأماكن إثارة للضوضاء والأخبار والمعلومات، ويظهر كل يوم عدد كبير من الأشخاص الخارجيين عن مصدري الأوراق المالية لكي يطلقوا تصريحات أو أخبار أو بيانات يتلقّفها المستثمر المتسرّع قليل الخبرة بسرعة، وقد يقلبها إلى قرار استثماري.

ويجب أن نعلم أنّ مروجي المعلومات من خارج المصدر قد تكون لهم مصلحة فيما سيجري من أحداث في السوق، وبدلاً من انتظار حدوثها يتم اختلاقها لترتيب آثارها، وتحقيق ربح غير قانوني. ويستهدف النشر أو الترويج الخارجي للمعلومات الخاطئة والمضلّلة بشكل أساسي إمّا رفع أسعار الأوراق المالية التي كانت محل المعلومات، أو خفض أسعارها، ويكون لهذه الممارسة تأثير كبير إذا حظيت بما يسمى بـ "الانحياز التأكيدي"، وذلك يحدث إذا وافقت المعلومات ظنون الناس، أو إذا كانوا يرغبون ويرحبون بها بشدة^{٥٤٤}.

وقد قامت معظم القوانين بحظر الترويج لمعلومات خاطئة أو مضلّلة^{٥٤٥}، ولم يدخل معظمها في تفاصيل قيام شخص خارجي غير المصدر بالقيام بهذه الممارسة، ولذلك تبدو الضرورة ملحّة لتحليل

^{٥٤٢} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٥/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٥٤٣} علاء الدين أحمد جبر، بورصة الأوراق المالية، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، عام ٢٠٠٧، الصفحة ٢٤١.

^{٥٤٤} مؤسسة مورنينج ستار، سلسلة كتب الاستثمار التدريبيّة: الأسهم، كيف تدخل عالم سوق الأسهم، مرجع سابق، الصفحة ٢١٧.

^{٥٤٥} بالنسبة للمشرع السوري، أنظر: القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٤/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

آلية النشر أو الترويج هذه من حيث رفع الأسعار أو خفضها، وتبنيه المشرعين للحالات التي تستحق الحظر أو التقييد.

أ: رفع الأسعار عبر

نشر أو ترويج المعلومات من أي شخص

يمكننا تعريف النشر أو الترويج الخارجي للمعلومات الخاطئة والمضللة الهادفة لرفع أسعار الأوراق المالية بـ"السلوك غير التداولي الهادف لبث أو توزيع معلومات جوهرية كاذبة قادرة على تحريك القوة السعرية الداعمة لإحدى الأوراق المالية بقصد رفع سعرها".

وتعتبر هذه الممارسة من أسباب أزمة سوق الأوراق المالية الأمريكية في يوم الاثنين الأسود بتاريخ ١٩ تشرين الأول/أكتوبر ١٩٨٧^{٥٤٦}، وكذلك أزمة سوق المناخ في الكويت عام ١٩٨٢^{٥٤٧}.

ويستهدف نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمضللة -وبشكل خاص الشائعات- من أصحاب المصالح إنشاء موجة من عمليات المضاربة غير المشروعة، والتي تؤدي إلى التحكم والتلاعب بالأسعار^{٥٤٨}، وتُستخدَم هذه الممارسة غالباً عند تنفيذ مخطط "الضخ والإغراق" "pump and dump"^{٥٤٩}، الذي يستهدف رفع أسعار الأوراق المالية ومن ثم بيعها بالسعر المتضخم الناتج عن التلاعب بسعرها، ويقوم المتلاعب ببث وتوزيع المعلومات الخاطئة والمضللة عند ضخ الأموال لشراء الأوراق المالية، فيقوم باستخدامها لتسهيل رفع الأسعار^{٥٥٠}، ثم ينسحب المتلاعب تاركاً السوق يغرق بورقة مالية ذات سعر متهاوٍ.

وتستهدف هذه الممارسة بشكل خاص الشخص الذي يسمّى بـ"متعامل الضوضاء" "Noise Trader" الذي يتعامل في السوق بناءً على الشائعات بدون تفكير منطقي أو

^{٥٤٦} د.نصر على طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصلية لبورصات الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ٢٠٠٣، الصفحة ١٧٦.

^{٥٤٧} المرجع السابق، الصفحة ١٨٣.

^{٥٤٨} د. محمد عمر شأبرا، مرجع سابق، الصفحة ١٣٦.

^{٥٤٩} M.A. YAHYA, the legal status of "Dump & Sue": should plaintiffs and their attorneys be prohibited from trading the stock of companies they sue? – a law and economics approach, March 9, 2005, page 15.

^{٥٥٠} حيث أنّ المتلاعب الذي يقوم بمخطط (الضخ والإغراق) قد لا يمتلك السيولة الكافية للقيام بعملية التلاعب، أو أنّ اتجاه الأسعار يسير بعكس الاتجاه الذي يريده...الخ، وبالتالي يصعب إنشاء الانطباع الخاطئ لدى باقي المتعاملين عبر تعاملات تداولية فقط، وهو ما قد يدفعه إلى نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمضللة لدعم مخططه، فيستطيع ضمان إنشاء الاتجاه السعري بشكل أسرع وأقوى.

127 تحليل مالي سليم، والأكثر خطورة أنّ المتعاملين بالاعتماد على الضوضاء لا يتعاملون فقط على أساس الشائعات والبيانات الكاذبة والمضلّلة، ولكن أيضاً قد يجتمعون في مجموعات استثمارية تتخذ قرارها الاستثماري اعتماداً على الضوضاء، وهو ما يساهم في إنجاح تأثير أي معلومة خاطئة أو مضلّلة عند اعتمادها من قبل هذه المجموعات والتعامل التداولي على أساسها. وهذا ما قد يصنع اتجاهات سعرية غير حقيقية وعميقة على إحدى الأوراق المالية بسبب إتباعهم لمعلومات غير موثوق بمصدرها، فتحوّل الأنباء الكاذبة إلى جزء من سعر الورقة المالية الذي يأخذ بالارتفاع^{٥٥١}.

وهذا ما يبيث الاضطراب في جوانب السوق كلها، ولذلك يجب التركيز على نوعية المتعاملين في السوق، وتربية ثقافة استثمارية حقيقية، إلى جانب عدم التهاون مع الأشخاص الذين يقومون بالترويج الخارجي غير المشروع للمعلومات، لأنّ ناشري أو مروّجي المعلومات الخاطئة والمضلّلة سيُكرّرون قيامهم بهذه الممارسة، لأنّ لها سمة التكرار^{٥٥٢}، وهي سمة خطيرة، فالتكرار يعني التصميم وعدم المبالاة بحظر القانون للفعل، ولذلك يجب تشديد أسلوب التعامل العقابي مع هذه الممارسة.

ومن أكثر الجهات قياماً بممارسة الترويج أو النشر الخارجي للمعلومات الخاطئة والمضلّلة هي شركات نشر المعلومات في سوق الأوراق المالية، فعلى الرغم من أنّ هذه الشركات نشأت للقضاء على احتكار المعلومات كوسيلة لنشر الشفافية في السوق^{٥٥٣}، إلا أنّ الواقع قد ينشئ شركات تعمل بشكل أساسي بالشائعات والبيانات الكاذبة والمضلّلة.

وقد حظر قانون إنشاء هيئة الأوراق المالية السورية بعد تعديله بالمرسوم رقم ٥٠ لعام ٢٠٠٩ اعتماد تحاليل مالية مغرية تتعارض مع المركز المالي الحقيقي للشركة، وعاقب فاعله بالغرامة المالية فقط دون إحالة ملفه إلى القضاء، وقد وضع حداً الأدنى مائة ألف ليرة سورية وحدها الأعلى مليون ليرة سورية^{٥٥٤}.

^{٥٥١} مايكل كاي، دليل ستاندر آند بورز من أجل اختيار الأسهم في البورصة، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع

لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، الصفحة ١١، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Michael Kaye, THE STANDARD & POOR'S GUIDE TO SELECTING STOCKS, Finding the Winners and Weeding out the Losers, McGraw – Hill Companies, Inc., New York, 2006.

^{٥٥٢} E.W. KITCH, op. cit., page 818.

^{٥٥٣} علاء الدين أحمد جبر، مرجع سابق، الصفحة ١٧٨.

^{٥٥٤} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٧، الفقرة ٣/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ =

128 ومن جهة أخرى، فيجب على المتعامل في سوق الأوراق المالية أن يساعد السوق بالقضاء على الشائعات عندما يفصل بين المعلومات الحقيقية والآراء، وبين الانحياز والترويج^{٥٥٥}، والطريق الأسلم للحماية من الاحتيال هو عدم الجري وراء الريح السريع والمضاربة، وإنما استهداف الاستثمار الحقيقي المدروس، والريح الطبيعي.

ونطرح في هذا الموضوع التساؤل التالي: أليس الشخص الذي ينشر أو يروج معلومات صحيحة ولكن بطريقة قد يفسرها عموم المستثمرين بشكل مغلوط وهو يعلم بذلك ويريد^{٥٥٦}، يُعتبر أنه قد قام بممارسة نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمضللة؟، ألا تتوافر لدى هذا الشخص كل شروط هذه الممارسة؟.

في الواقع، تُشبه الحالة السابقة حالة قيام الشخص بنشر أو ترويج المعلومات الخاطئة أو المضللة^{٥٥٧}، ولكن النص المتعلق بهذه الممارسة في قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية ذكر فقط المعلومات غير الصحيحة^{٥٥٨}، مما يجعلنا نستبعد خضوع حالة نشر أو ترويج معلومة صحيحة بطريقة مُضللة لهذه القاعدة بالتحديد من هذا القانون.

٢٠٠٩/٩/٧= . أنظر أيضاً: قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم (٨٠/م)، الخاص بإجراءات التعامل مع المخالفات، الصادر بتاريخ ٢٣/٨/٢٠١٠، المادة ٩، الفقرة ٣.

أنظر القاعدة المميزة في هذا الصدد لدى: قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري، رقم ١٣٥، الخاص بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، الصادر بتاريخ ٢٨/٤/١٩٩٣، المادة ٢٥٨.

^{٥٥٥} ويليام جيه. أونيل، ٢٤ درساً أساسياً لنجاح استثمارائك، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جريز، الرياض، عام ٢٠٠٦، الطبعة الأولى، الصفحة ١، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

William j. O'Neil, 24 Essential Lessons for Investment Success, the McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 2000.

^{٥٥٦} كأن تقوم إحدى المجالات المالية بنشر خبر توقيع شركة معينة لعقد قرض مع أحد البنوك على أنه يساهم في توسيع نطاق أعمال الشركة وتمويل مشاريعها، مع أن العقد في الحقيقة هو عقد قرض لإنقاذ الشركة من الإفلاس.

^{٥٥٧} لقد اعتبر الدكتور محمد السحيباني أن هذه الممارسة هي تلاعب مؤثر في السعر عبر بث المعلومات المضللة. أنظر: د. محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سابق، الفقرة ٤-١، الصفحة ١٣.

^{٥٥٨} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ١٩/٦/٢٠٠٥، المادة ١٨، الفقرة ٤/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ

٢٠٠٩/٩/٧.

ولكن قانون إنشاء الهيئة نصّ أيضاً على حظر أي "تضليل إعلامي" فيما يتعلّق بالأنشطة والأعمال المرخص لها من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية^{٥٥٩}، وأخضع هذه الممارسة لنفس عقوبة بث وتوزيع الشائعات أو إصدار البيانات غير الحقيقية والمضلّلة، وتُعتبر هذه القاعدة ضرورية جداً، خاصّة أنّ نقص الثقافة وضعف الوعي الاستثماري للمتعاملين في السوق قد يجعلهم ضحية تضليل إعلامي بسيط يستهدف معلومة حقيقية ولكن يتم نشرها أو ترويجها بطريقة مضلّلة تُوحي بغير دلالتها الحقيقية.

كما أنّ نظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية نصّ على إعطاء السوق الحق في طلب التفسير من الشركة المُدرجة لأوراقها المالية في السوق عن أي خبر أو معلومة تمّ نشرها حول الشركة في أي من وسائل الإعلام المتعارف عليها، وتلتزم الشركة بالاستجابة لهذا الطلب خلال المدّة التي تحدّدها السوق^{٥٦٠}، كما يجب تزويد الهيئة بنسخة من رد الشركة المُصدرة على أي معلومة جوهرية تتعلّق بها نُشرت في إحدى وسائل الإعلام مع إصدار بيان علني فوري يؤكد أو ينفي أو يصحّح ذلك الخبر وذلك بحسب نظام الإفصاح في سوق دمشق^{٥٦١}. وفي هذه القواعد حماية للمستثمرين من التضليل الإعلامي أيضاً.

^{٥٥٩} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٩/أ، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

مثال هذه الأعمال التي تحتاج إلى ترخيص من الهيئة: أعمال نشر المعلومات والبيانات المالية وإعطاء الاستشارات المالية.

^{٥٦٠} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧، المادة ٣٣.

^{٥٦١} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/٨/٢٨، المادة ١٤، الفقرة أ.

ب: خفض الأسعار عبر

نشر أو ترويج المعلومات من أي شخص

يمكننا تعريف النشر أو الترويج الخارجي -من أي شخص غير المصدر - للمعلومات الخاطئة والمضللة بهدف خفض أسعار الأوراق المالية بـ"السلوك غير التداولي الهادف لبث أو توزيع معلومات جوهرية كاذبة قادرة على تحريك القوة السعرية المقاومة لإحدى الأوراق المالية بقصد خفض سعرها"^{٥٦٢}.

والحقيقة أنّ استهداف الأوراق المالية بشائعات وبيانات خاطئة ومضللة بهدف خفض أسعارها يُعدُّ من أخطر الأمور التي قد يواجهها مصدر الأوراق المالية، والتي تؤثر على مركزه المالي وتخفّض أسعار أوراقه المالية بدون أي سبب موجب لهذا الانخفاض، ولذلك اعتبرت التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق المالية السورية أنّ من مهام دائرة الرقابة على سوق دمشق لأوراق المالية -التابعة لمديرية الرقابة والتفتيش - متابعة وتقصّي المعلومات أو الأخبار أو الشائعات التي يمكن أن تستغل من قبل أشخاص معيّنين أو تلك التي تهدف أو لها التأثير في ارتفاع أو انخفاض سعر الورقة المالية واتخاذ الإجراءات المناسبة بشأنها^{٥٦٣}.

وفيما يخص تغيير أسعار الأوراق المالية الناتج عن هذه الممارسة، تقوم الهيئات القائمة على رقابة حركة التداول في سوق الأوراق المالية بأمر مُصدري الأوراق المالية بعقد مؤتمر صحفي أو إصدار بيان رسمي يشير إلى عدم وجود تغييرات جوهرية في وضع المصدر تُفسّر هذه التغيرات الهائلة في أحجام التعامل والأسعار^{٥٦٤}، وهذا يمنع تضليل المستثمر العادي ويحميه من الاضطراب الذي قد تُسببه الشائعات السيئة، والتي يشعر تجاهها بضرورة التوجُّح حرصاً على أمواله التي قد تكون مُهدّدة إن صدقت الشائعة.

^{٥٦٢} وهو ما يعني تحويل الخبر السيئ إلى قوة سعرية مقاومة تؤدي إلى خفض أسعار الأوراق المالية. كما حدث مع

شركة Omnicare, Inc في الولايات المتحدة عام ٢٠٠٦. أنظر الحكم الصادر تجاه هذه الشركة عام ٢٠٠٩: Indiana State District Counsel versus Omnicare Inc., case No. 07-6379, October 21, 2009. Mentioned at: the article "Bad Corporate News Turns Into Securities Class Action".

^{٥٦٣} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق

المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١٢، الفقرة ٥/أ.

^{٥٦٤} M.J. WATSON, op. cit., page 12.

131 وتظهر أهمية الرد على الشائعة لأنَّ الإشارات السلبية كافية لخفض الأسعار بشكل أسرع من تأثير الإشارات الإيجابية التي تصعد بالأسعار^{٥٦٥}.

وهنا تبرز أيضاً إشكالية تحديد الحدث الذي يفرض الإلزام على المصدر بأن يقوم بإفصاح طارئٍ يبيِّن حقيقة الشائعة التي تمَّ نشرها والتي أثارت الاضطراب في أسعار أوراقه المالية في السوق^{٥٦٦}، ومن وجهة نظرنا أنَّ الشائعة التي تستحق بيان وجوب إصدار بيان صحفي هي التي تتعلَّق بمعلومة جوهرية تستطيع التأثير على سعر الورقة المالية فتدفع المستثمر لاتخاذ قراره الاستثماري على أساسها وتحركُ قوَّة دفع السعر.

وقد أخذ نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية بوجهة النظر هذه^{٥٦٧}.

ومن جهة أخرى، فقد يقوم المحلِّين الماليين بشكل خاص بنشر أو توزيع المعلومات الخاطئة والمضلِّلة، فهم الذين يطلَّبُ عملاؤهم منهم استشارة استثمارية مُفترِضين بهم الموضوعية والصدق، لكن هؤلاء يتعرَّضون لضغوط من المصدرين وبعض الوسطاء لإعطاء استشارات خاطئة ومضلِّلة^{٥٦٨}، وهذا الأمر ينطبق أيضاً على الصحف المالية^{٥٦٩}.

وقد أخذت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري بقاعدة مميَّزة في هذا الموضوع، حيث منعت شركة السمسرة من تقديم النصح لعملائها في بيع أو شراء الأوراق المالية ما لم تكن توافرت لديها أبحاث عن هذه الأوراق أو عن السوق تُبرِّرُ تقديم مثل هذه النصيحة^{٥٧٠}، وبهذا سوف يتم التأكد من صدق النصيحة المالية عبر الأبحاث المذكورة.

^{٥٦٥} كولين ألكسندر، مرجع سابق، الصفحة ٥٣.

^{٥٦٦} V.E. SCHWARTZ, P.D. BERNSTEIN, protect investors from plaintiffs' lawyers' stock manipulation, Legal Backgrounder, Washington Legal Foundation, Vol. 18 No. 28, 27, June 2003, page 3.

^{٥٦٧} أنظر: قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٣، الخاص بنظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١٤، الفقرة أ.

^{٥٦٨} ألكسندر ساينز، مرجع سابق، الصفحتين ٨٨ و ٨٩.

^{٥٦٩} وفي حكم مميَّز أقر القضاء الأمريكي في قضية Schwartz v. Novo Industry أن الصحف ليست مسؤولة دائماً عن تصريحات تناقلتها، لأنها لا تملك سيطرة كاملة عن المغالطات التي تبُلِّغ عنها. أنظر:

Schwartz versus Novo Industry, April 24, 1987. Mentioned at: J. SIEGEL, can foreign firms bond themselves effectively by renting U.S. (United States) securities laws?, August 8, 2002, section III, page 76.

^{٥٧٠} قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري، رقم ١٣٥، الخاص بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، الصادر بتاريخ ٢٨/٤/١٩٩٣، المادة ٢٥٨.

132 وبعد أن تعمّقنا في الآليات غير التداولية للتلاعب بالأسعار وكيفية مواجهتها، سنقوم فيما بقي من فقرات البحث بدراسة آليات مواجهة التلاعب بالأسعار بشكل عام.

المطلب الثاني

مواجهة جميع عمليات التلاعب بالأسعار

تَظْهَرُ ممارسة التلاعب بالأسعار عن طريق العمليات التداولية بشكل أوضح من تلك التي تتشكّل عبر عمليات غير تداولية، فالتلاعب عندما يُرسل أوامر التداول إلى السوق عبر الوسيط المالي يظهر الدليل الأول على ارتكابه لممارسة التلاعب بالأسعار. حيث أنّ أمر التداول الغريب وغير المفسّر بشكلٍ علميٍّ -أو عقلائيٍّ على الأقل-، غالباً ما يكون موضع شك من السوق والهيئة التي تراقب عملها وتقوم بالتحقيق في هذه الواقعة، وبالتالي تظهر مهام عديدة على المحقّقين في ممارسة التلاعب بالأسعار تنتهي بإثبات قيام المتلاعب بالممارسة إذا نجحت خطوات التحقيق.

كما أنّ مواجهة التلاعب بالأسعار تتطلّب إجراءات تنظيمية، بالإضافة إلى وضع عقوبات رادعة حتى يحسب المتلاعب لمخالفة القانون ألف حساب.

أولاً: التحقيق في عمليات التلاعب بالأسعار

حسب قانون سوق الأوراق المالية السوري يستطيع المدير التنفيذي للسوق أن يشكل لجنة تحقيق في أي مخالفة لأنظمة السوق بعد موافقة مجلس إدارة السوق إذا كانت المخالفة منسوبة لأحد أعضاء السوق^{٥٧١} أو لأحد الأشخاص التابعين له^{٥٧٢}.

وبعدها تمّ إقرار إجراءات التحقيق في المخالفات في سوق دمشق للأوراق المالية بقيام أية مديرية تكتشف أية مخالفة برفعها إلى رئيس مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية

^{٥٧١} أفقر نظام العضوية في سوق دمشق للأوراق المالية بأنّ عضوية السوق تكون إلزامية للجهات التالية: "أ. جميع شركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها من قبل الهيئة، باستثناء شركات الاستشارات المالية ذات المسؤولية المحدودة. ب. الشركات المساهمة المصدرة للأوراق المالية، والتي يتم إدراج أوراقها المالية في السوق. ج. أية جهة أخرى تدرج أوراقها المالية في السوق." أنظر: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٧٠، الخاص بنظام العضوية في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٨/٦/١٩، المادة ٢.

^{٥٧٢} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، الخاص بقانون سوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/١٠/١، المادة ٦٧، الفقرة أ. أنظر أيضاً: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧، المادة ٣٧. ونعطي مثالاً للأشخاص التابعين لأعضاء السوق أعضاء مجلس إدارة إحدى الشركات المدرجة في السوق، أو موظفي شركة الوساطة المالية المرخصة الذين يقومون بإنزال الأوامر التداولية إلى نظام التداول في السوق... الخ.

133 السورية الذي يقوم بدوره بإحالتها إلى لجنة مختصة^{٥٧٣} مشكلة من مجلس المفوضين للتحقيق في المخالفات المرتكبة واقتراح العقوبات المناسبة بشأنها^{٥٧٤}.

وتقوم اللجنة المختصة -التي شكّلها رئيس مجلس مفوضي- بدراسة ملف المخالفة ولها حق دعوة من تشاء لسماع أقواله في موضوع المخالفة، ولها أن تطلب السجلات والبيانات التي ترى ضرورة الاطلاع عليها، وتستطيع اللجنة الاستعانة بالجهات المختصة إن لم يمثل أي شخص لمذكرات الدعوة أو امتنع عن تقديم المستندات التي طلبتها اللجنة^{٥٧٥}، وبعدها ينظر مجلس فوضي الهيئة بالتقرير المحال إليه من اللجنة ويصدر القرار المناسب^{٥٧٦}، وقد يكون هذا القرار هو إحالة ملف المخالفة إلى القضاء في المخالفات التي خصّها قانون إنشاء الهيئة بهذا الإجراء، ومنها التلاعب بالأسعار^{٥٧٧}.

أمّا في مصر، فتقوم الهيئة العامة لرأس المال -للرقابة المالية لاحقاً- بإجراء التحقيقات اللازمة للقيام بأغراضها، ومن أهم هذه الأغراض مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وأنه غير مشوب بالنصب، أو الاحتيال، أو المضاربات الوهمية^{٥٧٨}.

وفي الواقع، يصعب إقامة الدليل على التلاعب بالأسعار نتيجة صعوبة تحديد وتسجيل هذه الممارسة^{٥٧٩}، وعلى اعتبار أنّه من المستحيل الدخول في أعماق رجل عاقل، فمن الضروري أن تستند لجنة التحقيق في مهمّتها لإثبات قصد الفاعل بالتلاعب بالأسعار إلى

^{٥٧٣} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم ١١٩/م، الخاص بنظام التحقيق في المخالفات والغرامات المترتبة عليها، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/١٢/٨، المادة ٤.

^{٥٧٤} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم ١١٩/م، الخاص بنظام التحقيق في المخالفات والغرامات المترتبة عليها، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/١٢/٨، المادة ١، الفقرة أ.

^{٥٧٥} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم ١١٩/م، الخاص بنظام التحقيق في المخالفات والغرامات المترتبة عليها، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/١٢/٨، المادة ٥.

^{٥٧٦} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم ١١٩/م، الخاص بنظام التحقيق في المخالفات والغرامات المترتبة عليها، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/١٢/٨، المادة ٧.

^{٥٧٧} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ٩، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٥٧٨} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٤٣، الفقرة ٤.

⁵⁷⁹ D. KIRDYASHKIN, op.cit., section 20, page 4.

134 استنتاجات مستخلصة من وقائع القضية التي لا تصل إلى مستوى القرينة القانونية القاطعة^{٥٨٠}. وذلك ما يؤكّد أنّ التلاعب بالأسعار يصعب اكتشافه وتُصعب ملاحقته^{٥٨١}.

وتنقسم مراحل التحقيق في عمليات التلاعب بالأسعار إلى محورين رئيسيين يتفرع كل منهما إلى عدد من المراحل، فالمحور الأول يختص بدراسة أوضاع الأوراق المالية التي استهدفت بعملية تداول يُشْتَبهُ بأنّها كانت بغاية التلاعب بالأسعار، بالإضافة إلى أوضاع الأوراق المالية في السوق ككل لتأكيد وجود الممارسة ومعرفة فاعلها، فإن لم يكن هذا المحور كافياً ينتقل المحقّق إلى المحور الثاني الذي يختص بالبحث عن الفاعل من أجل تقديمه للقضاء.

أ: المحور الأول للتحقيق:

دراسة الأوراق المالية

تبدأ مراحل التحقيق عادةً في عمليات التداول التي قد تكون استهدفت التلاعب بالأسعار بمحور دراسة الأوراق المالية، والذي ينقسم بدوره إلى عدة مراحل، وتتمثل المرحلة الأولى في التحقيق بتعيين هويّة مصدر الأوراق المالية^{٥٨٢} الذي تمّ استخدام أوراقه في مخطّط التلاعب بالأسعار.

وتُفيد مرحلة تعيين هوية مصدر الأوراق المالية بتعيين حملة الأوراق المتضوّرين من عملية التلاعب، والذين يستطيعون مطالبة المتلاعب بالتعويض إذا ثبتت التهمة عليه، كما يستطيع المحقّق أن يبحث في إمكانية تورّط المصدر مع المتلاعبين في تحريك أسعار أسهمه، هذا إن لم يكن المصدر هو الفاعل الرئيسي لممارسة التلاعب بالأسعار.

وقد يتم الاتصال بالشركة المصدرة للأوراق المالية، ولكن قد لا تُصدر الشركة أي بيان يؤكّد أنّ التعامل لم يكن مستنداً إلى تحليل مالي، وأنّ الآثار التي ظهرت على أسهمها لم تكن طبيعية، وذلك خوفاً من ردّة فعل المتداولين^{٥٨٣} الذين قد تثبت براءتهم فيعودون على الشركة بالتعويض عن بيان يلمّح بكونهم متلاعبين بالأسعار.

وفي المرحلة الثانية يحاول المحقّق معرفة كميّة إدراج الأوراق المالية في السوق، والأسلوب الذي كان يتم التعامل عليها سابقاً، وذلك عبر "دراسة الحركة التاريخية للأوراق

⁵⁸⁰ Republic of the Philippines, price manipulation, op. cit., section G/1.

⁵⁸¹ C. COMERTON-FORDE, T.J. PUTNINS, op. cit., page 4.

⁵⁸² M.J. WATSON, op. cit., page 17.

^{٥٨٣} د. محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سابق، الفقرة ٣-٢، الصفحة ٨.

135 المالية"، وذلك بهدف معرفة أي تفسير للسعر غير الطبيعي الذي وصلت إليه الورقة المالية، عن طريق البحث في المعلومات التي كانت مباحة للجمهور^{٥٨٤}، وكذلك المعلومات الكاذبة التي تم نشرها^{٥٨٥}.

وتبدو أهمية هذه المرحلة بوصول المحققين إلى مرحلة شبه اليقين بوجود تلاعب بالأسعار بسبب تحليل أنماط التداول التاريخية^{٥٨٦}، وقد لا يظهر أي سبب لتحوك الأسعار إلى حدود تاريخية لم يسبق لسعر الورقة المالية أن وصل إليها، فقد يظهر بأنّ التعاملات التي قام بها المتلاعب لا تمتّ لأسس الاستثمار الموضوعية بأي صلة^{٥٨٧}.

وعلى الرغم من ذلك يصعب رؤية المتلاعب المتخفي وراء أحد الأحداث الذي يتخذها غطاءً لعمليات التداول التي تلاعب عن طريقها بأسعار الأوراق المالية^{٥٨٨}، فينخذ أحد

^{٥٨٤} فمثلاً يقوم المحقق بالبحث عن جميع البيانات التي أفصح عنها المصدر الذي استهدفت أوراقه المالية بتعامل تداولي مريب، وكذلك عن جميع الأخبار والمقالات والتحليلات المالية التي تمّ نشرها أو توزيعها عن هذه الورقة، فإذا لم يظهر من خلال هذه المعلومات ما يفسّر التحرك التاريخي وغير الطبيعي للورقة المالية -كأن تكون معظم المعلومات تحمل انطباعات سلبية وعلى الرغم من ذلك قام الشخص المشتبه به بشرائها بأسعار مرتفعة ليخلق انطباع إيجابي عن هذه الورقة المالية- يكون التداول على الأغلب للتلاعب بالأسعار.

⁵⁸⁵ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section V, page 12.

⁵⁸⁶ M.J. WATSON, op. cit., page 17.

يُفصد بدراسة الحركة التاريخية للأوراق المالية دراسة تحركات سعر هذه الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة، فمثلاً ندرس التحرك التاريخي للورقة المالية المستهدفة بتعامل يشتبه أنه للتلاعب بالأسعار فنرى أنّ أعلى سعر بلغته هذه الورقة منذ تاريخ إدراجها في السوق كان ١٢٠٠ ل.س لكل ورقة مالية، ولكن بعد قيام التداول المريب عليها بلغ سعرها ١٣٥٠ ل.س، فمثل هذا التحرك يعد قابلاً للشك نتيجة عدم وصول الورقة المالية إلى هذا السعر مطلقاً خلال حركتها التاريخية في السوق.

ولا تُعتبر مدلولات الحركة التاريخية لأسعار الأوراق المالية دليل أكيد على وجود تلاعب بالأسعار، ففي حالة واقعية ارتابت لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) من حركة أسعار عدد من الشركات الإفريقية أهمها شركة النفط النيجيرية "Chevron Oil Nigeria Plc" المدرجة في أحد أسواق الولايات المتحدة، التي ارتفع سعر سهمها في آذار/ مارس من عام ٢٠٠٨، وبعدها انخفض سعر هذا السهم بنسبة ٧٨.٦% في آذار/ مارس ٢٠٠٩، وقد أظهرت البحوث في نيجيريا أنّ شوكات تسويق النفط قد سجّلت في معظمها خسائر كبيرة، ولهذا أعلن الرئيس الإعلامي للجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) بأنّه لا يوجد في هذه القضية تلاعب بالأسعار. أنظر:

B. ESU, "SEC Clears Firms On Share Price Manipulation", Updated 2009-04-02.

⁵⁸⁷ Republic of the Philippines, price manipulation, op. cit., section E/3/b.

^{٥٨٨} د. محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سابق، الفقرة ٣-٤، الصفحة ١٣.

136 الأحداث الوهرية ذريعة لقيامه بالتداول غير الطبيعي^{٥٨٩}، ولذلك يساهم الإفصاح الصادق والذي يتم الإعلان عنه بصورة شاملة وفي وقت قصير في نجاح التحقيق^{٥٩٠} لأنه لا يترك فاصل زمني كبير بين حدوث الخبر والإفصاح عنه، كما أنه يصل إلى كل المتعاملين في السوق بدون تمييز، ويشرح أهمية الخبر، ممّا يُظهِرُ أنّ تعامل المتلاعب غير طبيعي وغير مُسأِرٍ لحركة باقي المتعاملين.

وفي سبيل تسهيل مهمّة لجنة التحقيق، تقوم بعض الأسواق بمتابعة التغييرات التي تُحدِثُها عادةً عمليات التداول على سعر وكميات الأوراق المالية، وبالتالي يتم احتساب نسبة تغيير محدّدة لكل ورقة مالية وذلك عن طريق خصائصها^{٥٩١}، أو متوسط تحرك إحدى الأوراق المالية لفترة معيّنة^{٥٩٢}، فإذا تغيّرت أسعار أو كمّيات الأوراق المالية بما يتجاوز هذه النسبة يتم إبلاغ الهيئة التي تراقب عمل السوق على اعتبار أنه تغيير غير طبيعي في سعر أو كميات تداول الورقة المالية، ونقترح أن تضاف مهمّة الإبلاغ عن التحركات التاريخية لأسعار الأوراق المالية إلى مهمّة مراقبة حركة التعاملات التي تختص بها دائرة الرقابة على سوق دمشق للأوراق المالية التابعة لمديرية الرقابة والتفتيش، والمذكورة في التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية^{٥٩٣}.

وفي المرحلة الثالثة للتحقيق يُفضّل أن تتم "دراسة ظروف السوق كلها"، حيث يتعرّف المحقّقون في هذه المرحلة على وضع أسعار السوق بشكل عام، إن كانت سوقاً صاعداً أم هابطاً أم راكدة.. الخ، وكيف كان سعر الورقة المالية المشكوك بقيام المتلاعب عليها مقارنة

^{٥٨٩} فمثلاً يستفيد المتلاعب الذي يريد أن يقوم بتعاملات تداولية لخفض سعر إحدى الأوراق المالية من نشر البيانات المالية النصف سنوية للشركة التي أصدرت هذه الأوراق، حيث أنّ هذه البيانات تُظهر انخفاضاً في الأرباح عن العام الماضي بلغ ١%، فيسارع المتلاعب إلى تنفيذ مخططه ويبيع أوراقه المالية بأسعار منخفضة فيخفض سعر الورقة المالية المذكورة من ١٢٠٠ ل.س إلى ٨٠٠ ل.س لكل ورقة مالية. وهي نسبة انخفاض كبيرة لا تتناسب مع هبوط نسبة الأرباح المعقولة، ومع ذلك يتخذ المتلاعب من خبر هبوط الأرباح ذريعة له لبيعه الأوراق المالية بسعر منخفض.

^{٥٩٠} L. ENRIQUES, M. GATTI, is there a uniform EU (European Union) securities law after the financial services action plan?, April 2007, section III, page 16.

^{٥٩١} د. محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سابق، الفقرة ٢-٤، الصفحة ٥.

^{٥٩٢} مايكل سينسير، مرجع سابق، الصفحة ١٨٩.

^{٥٩٣} قرار رئيس مجلس الوزراء السوري، رقم ٣٩٤٦، الخاص بالتعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، الصادر بتاريخ ٢٨/٨/٢٠٠٦، المادة ١٢، الفقرة ٥/أ.

137 مع السوق، كما يجب الأخذ بالاعتبار أوضاع الأسواق المالية الأخرى المرتبطة بالسوق الذي حصل فيه تداول غير مُفسَّر "Unexplained".

والسؤال الجوهرى الذي يجب أن يُطلقه المحققون على أنفسهم في هذه المرحلة هو ما إذا كانت حركة تداول الأوراق المالية منطقية من حيث السعر والحجم أم أنها كانت غير طبيعية^{٥٩٤} قياساً بظروف السوق.

وحتى تكون المعلومات الخاصة بظروف السوق وقت التداول المشبوه مفيدة، يجب أن تكون ظروف الشركات المُصدرة للأوراق المالية متشابهة نوعاً ما في السوق، وتشدُّ الشركات الصغيرة عن نظيراتها الكبيرة في ظروف عملها، بالإضافة إلى سهولة التلاعب بأسهمها لرخصتها وقلة عددها، ممّا دفع البعض لاقتراح فصل الشركات الصغيرة بنظام تداول إلكترونى تختلف فيه طريقة التعامل مع هذه الشركات عن طريقة التعامل مع الشركات الكبيرة^{٥٩٥}.

وإذا لم يستطع المحققون إيجاد شخص يُشتبه بقيامه بعمليات تداول للتلاعب بالأسعار في مراحل التحقيق السابقة، يتجهون نحو المرحلة الرابعة في التحقيق وهي مرحلة "تعيين هوية ونشاط مروّج الأوراق المالية".

وفي الواقع يتمثل عمل "المروّج" "Promoter"^{٥٩٦} بالقيام بالترويج لإحدى الأوراق المالية عبر تقديم نصائح واستشارات تجعل المستثمرين يتخذون قرارات استثمارية قد تدعم مخطط تلاعب بالأسعار كان قد وضعه هذا المروّج منذ البداية.

وقد يكون مروّج الأوراق المالية بشكل خاص الوسيط المالى الذي يقدم خدمة الاستشارات والنصائح المالية، فما يقوم به الوسيط في هذه الحالة ليس مجرد نشر أو ترويج معلومات خاطئة ومضلّلة، ولكن أيضاً يتبع تلك الممارسة غير القانونية بالتلاعب بالأسعار، وهو ما يجعل الوسطاء في مواجهة سيل من الاتهامات بالتلاعب بالأسعار في حال كان أحدهم هو من نفّذ عملية التداول التي أثرت في حركة تشكّل الأسعار.

وبعد نهاية مراحل التحقيق الأربع السابقة قد تصل اللجنة المختصة بالتحقيق إلى قناعة بوجود عمليات تلاعب بالأسعار، فإن لم يكن مروّج الأوراق المالية هو الفاعل، تنتقل من

⁵⁹⁴ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section V, page 13.

^{٥٩٥} د. محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سابق، الفقرة ٧، الصفحة ٢٦.

⁵⁹⁶ M.J. WATSON, op. cit., page 17.

ب: المحور الثاني للتحقيق:

البحث عن الفاعل

بعد أن ينتهي المحققون من المحور الأول للتحقيق بدون معرفة الفاعل، ترسم بعض ملامح الممارسة غير القانونية ويعرف المحققون عمليات التداول المشبوهة وما هدفت إليه من تلاعب بالأسعار، ولكن يبقى الأهم هو تحديد الأشخاص المشتبه في قيامهم بهذه الممارسة، وإثبات التهمة عليهم بدليل واضح يكفي لتكوين القناعة لدى قاضي الحكم بإدانة المتهمين.

يبدأ المحققون بالمحور الثاني للتحقيق بالقيام بأولى مراحل التحقيق في هذا المحور والخامسة في التحقيق ككل، ألا وهي "الحصول على تسجيلات مكالمات الهاتف"^{٩٧}، مع وضع "قائمة مراقبة" "watch list" للأشخاص الذين يُشتبه باتفاقهم وتواطؤهم على القيام بعمليات تداول للتلاعب بالأسعار^{٩٨}. وخاصة إذا ظهر أنّ عملية التداول التي تلاعبت بالأسعار كانت عبارة عن صفقة تواطأ على تنفيذها عدد كبير من الأشخاص، واستهدفت القيام بعمليات التداول الوهمية.

ويتم إثبات الفاعل الأصلي عبر مكالمات الهاتف، فالمتلاعب الذي يستخدم الأشخاص كوسيلة للقيام بالممارسات غير القانونية عبر استعمال أسماء مختلفة في العديد من حسابات التداول أو المحافظ الاستثمارية والتي يديرها متلاعب واحد أو مجموعة من المتلاعبين^{٩٩}، يصبح إثبات تهمة التلاعب بالأسعار في مواجهته ممكنة عبر تسجيلات مكالمات الهاتف.

^{٩٧} أعطى قانون أصول المحاكمات الجزائية السوري في المادة ٩٦ منه صلاحية مراقبة المحادثات الهاتفية لقاضي التحقيق، وذلك مع اشتراط أن تكون لهذه المراقبة فائدة في ظهور الحقيقة.

⁵⁹⁸ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section V, page 21.

^{٩٩} د. محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سابق، الفقرة ٥-٢، الصفحة ٢٠.

139 وتستطيع تسجيلات مكالمات الهاتف إثبات العلاقة بين الوسطاء المتواطئين الذين يورعون أرباح التلاعب فيما بينهم بشكل مربح^{٦٠٠}، وكذلك يمكن استخدام تسجيلات الهاتف في حال إعطاء الأوامر عبر الهاتف^{٦٠١} لإثبات تحريض المتعاملين على التعامل على إحدى الأوراق المالية وذلك بهدف تسهيل عملية تلاعب قام بها الوسيط المشبوه، والذي يخضع للمراقبة بعد أن أثارت التعاملات التداولية التي نفذها ريبة الهيئة.

وبالمقابل يستطيع الوسيط دفع مسؤولية تلاعب أحد العملاء عن نفسه بتسجيل تفويض هذا العميل على أجهزة الكمبيوتر إذا جاءه من أي خط هاتفي، وذلك كما ألزمه نظام التعامل بين الوسطاء وعملائهم في سوق دمشق للأوراق المالية^{٦٠٢}.

وفي ظل تطوّر وسائل الاتصالات أصبح من الممكن للجنة التحقيق أن تقوم بتعقب المعلومات التي نُشرت على الإنترنت^{٦٠٣} وذلك في المرحلة السادسة للتحقيق، حيث أنّ بعض بيانات الإفصاح يتم نشرها على موقع المصدرين أو موقع السوق الإلكتروني، فيستطيع المحقّق أن يبحث عن سبب لتحوّك الأسعار أو ثباتها عبر المعلومات المنشورة على شبكة المعلومات الدولية (الإنترنت).

فتكتسب مرحلة تعقب المعلومات التي تمّ نشرها على الإنترنت أهمية خاصة فيما يتعلّق بقضية عمليات تداول يشتبه أنّها قامت للتلاعب بالأسعار فيما يخص نشر أو ترويح المعلومات الخاطئة والمضلّلة عبر الإنترنت.

ولكن لا تقتصر استفادة المحقّق من الإنترنت على ذلك، حيث أنّ أوامر التداول المشبوهة قد تُرسل عبر الإنترنت، كما أنّ اتصالات المتلاعبين والوسطاء المتواطئين قد تتم عبر البريد الإلكتروني وبالتالي تساوي أهمية هذه المرحلة، أهمية مرحلة الحصول على تسجيلات الهاتف.

⁶⁰⁰ M.J. WATSON, op. cit., page 17.

^{٦٠١} حول الإشكاليات التي قد تُثيرها إعطاء أوامر التداول عبر الهاتف النقال، أنظر قرار مجلس الدولة الفرنسي: Conseil d'État de France, statuant au contentieux, N° 293625, lecture du 22 juin 2006.

^{٦٠٢} قرار رئيس مجلس المفوضين السوري، رقم ٦٨، الخاص بنظام التعامل بين الوسطاء وعملائهم، الصادر بتاريخ ٢٥/٥/٢٠٠٩، المادة ١٢، الفقرة د.

وفي الوثلة السابعة من التحقيق يبحث المحقق عن "مصدر النشاط والمعلومات" اللذان أنتجا تغيير سعر الورقة المالية أو حجم التعامل عليها^{٦٠٣}، وذلك من خلال الأدلة التي قاموا بالحصول عليها من المراحل السابقة للتحقيق.

ويتم التقاط المتلاعب عادةً من بين بقية المتعاملين لكونه "المتداول الأكبر" "the higher bidder" بالأوراق المالية^{٦٠٤}، حيث يقوم المتلاعب بنشاط تداولي غير طبيعي للتأثير على الأسعار مما يبرزه على قمة المتعاملين في السوق وقت تنفيذ مخطط المتلاعب، ويعني الاهتمام بتغيير حجم التعامل إلى جانب تغيير السعر في هذه المرحلة، أن أي تغيير في حجم التعامل حتى ولو لم ينعكس على السعر يجب التحقيق فيه، وذلك من أجل تقديم المتلاعب الذي فشل مخططه للمحاكمة.

وتبدو هذه المرحلة أنها الأهم، حيث أن معرفة مصدر المتلاعب هو معرفة الفاعل، وقد اقترح البعض تعريف أهم المتلاعبين المحتملين بالأسعار بأنهم المحامين الذين يعتقدون صفقات المصدر، والمحاسبين، وكذلك مديري الشركات والوسطاء ومديري الصناديق الاستثمارية، والبنوك الاستثمارية، وفيما يخص نشر أو ترويح المعلومات الخاطئة والمضلة يظهر أشخاص مثل الباحثين ومواقع الإنترنت^{٦٠٥}.

وفي حالة نجاح عملية المتلاعب يتم مواجهة المتلاعب بحقيقة عدم وجود أي خبر مالي أو حدث مهم يجعله يتعامل على الأوراق المالية بالطريقة التي أثرت على الأسعار، ويجب هنا أن يعطي المتلاعب سبباً منطقياً لقيامه بعملية التداول، ومثل أدوات الضغط هذه قد تحصر المتلاعب وتُجبره على الاعتراف بقيامه بالمتلاعب بالأسعار لعدم استطاعته تبرير تداوله المتلاعب.

وأيضاً يجب على المتلاعب تبرير استخدامه لأوامر بكميات كبيرة عندما أثر على السعر وأوامر بكميات صغيرة عندما أنهى عمليات تداوله^{٦٠٦}، ومثال ذلك المضارب على صعود أسعار الأوراق المالية الذي يريد رفعها فيقوم بشراء ١٠٠٠ سهم من خلال أمرين للتداول عبر وسيطين حتى تظهر الصفقتين بمظهر العمليات الكبيرة المؤثرة على الأسعار بشكل كبير، وبعد أن يقوم برفع الأسعار يبيع الأسهم التي اشتراها عبر ١٠ أوامر تداول يوزعها على ١٠ وسطاء مما يجعله يستفيد من السعر المتوقع في كل أوامر البيع دون أن ينخفض،

⁶⁰³ M.J. WATSON, op. cit., page 17.

⁶⁰⁴ Republic of the Philippines, price manipulation, op. cit., section G/5.

⁶⁰⁵ European Group on Market Manipulation, op. cit., section II, page 8.

^{٦٠٦} لمزيد من التفاصيل أنظر: د. محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سابق، الفقرة ٢-٤، الصفحة ٦.

ويجب هنا على السوق أن تحتفظ بنسخ احتياطية من بيانات التداول التي قد تُثبتُ التلاعب بالأسعار والتي قد يعني فقْدانها أو تلفها براءة متلاعب بسبب نقص أو ضعف الأدلة.

أمّا في حال فشل عملية التلاعب بالأسعار وتلقّي المتلاعب لخسارة كبيرة بسبب تداوله الكثيف، فيجب أن لا يتم التهاون معه بسبب فشله هذا، ويجب مواجهته بأحجام صفقاته غير العادية والتي لم يكن لها تفسير معقول، وإذا ثبت قيامه بمحاولة التلاعب بالأسعار يستطيع المحقّق سؤاله عن سبب فشله فقد يكون السبب متلاعب آخر أو أحد المُطلعين على المعلومات الداخلية الذي انتصر عليه في معركة غير شريفة للتلاعب بالأسعار^{٦٠٧}.

وإذا لم تنجح لجنة التحقيق بإثبات وجود التلاعب بالأسعار في عمليات التداول المشبوهة، وإذا لم تستطع أيضاً إثبات تهمة التلاعب بالأسعار على أي من المشتبه بهم، يستطيع المحقّقون القيام بالمرحلة الثامنة والأخيرة من التحقيق، وهي الاستناد إلى "تقرير خبير مالي" لإثبات قيام المتلاعب بإنشاء سوق نشط على الورقة المالية^{٦٠٨}، والذي يتم فيه تحليل حركة الأوراق المالية على نظام التداول^{٦٠٩}، مع الإشارة إلى الأشخاص المشتبه بهم، بدون أي دليل مادي آخر بسبب صعوبات التحقيق وغموض الوقائع^{٦١٠}.

^{٦٠٧} ونضرب مثلاً عن هذه الحال بقيام أحد المتلاعبين بإرسال أوامر تداولية بأسعار متزايدة لشراء سهم معيّن بهدف رفع سعره، وقيام أحد المُطلعين على المعلومات الداخلية باستغلال المعلومات الإيجابية التي حصل عليها وشراء ذات السهم قبل الإفصاح عن هذه المعلومات للجمهور، فينشأ هنا صراع المصالح غير المشروعة، فالمتلاعب يحاول أن يجبر السعر على الارتفاع، والمُطلع يريد للسعر أن يبقى كما هو حتى يشتري أكبر قدر ممكن من الأسهم قبل الإفصاح عن المعلومات الداخلية وارتفاع سعرها، فإذا كان المُطلع يستطيع أن يُقنع الأشخاص الذين يعرفهم أو الذين يشتركون معه في الاطلاع على هذه المعلومة ببيع السهم، أصبح المتلاعب عندئذ في ورطة حقيقية حيث أنّ عليه أن يضح كمية أكبر من الأموال على شراء السهم في محاولة لرفع السعر، ولكن إن أصبح المتلاعب هو الوحيد الذي يشتري هذا السهم في مقابل عدد كبير من المُطلعين الذين يقاومون رفع سعر السهم فسوف يفشل المتلاعب في رفع السعر. أنظر: د. محمد بن إبراهيم السحبياني، مرجع سابق، الفقرة ٣-٣، الصفحتين ١٠ و ١١.

⁶⁰⁸ The International Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, op. cit., section V, page 22.

⁶⁰⁹ M.J. WATSON, op. cit., page 17.

^{٦١٠} يُعتبر الاستناد إلى تقرير خبير مالي المحاولة الأخيرة من لجنة التحقيق لإثبات وجود التلاعب بالأسعار واتهام أحد المتلاعبين به، فيقوم الخبير المالي بتوضيح ظروف التعاملات التداولية المشبوهة، وإظهار عدم وجود أي تفسير معقول لقيام المتلاعب بها، فلا يوجد أي إفصاح جوهري أو أي خبر هام عن مصدر الأوراق المالية، كما أنّ الورقة المالية المستهدفة كانت ذات سعر سوقي واقعي قريب من قيمتها الحقيقية قبل حدوث التعامل ولا يوجد أي مؤشرات تدل على إمكانية تحرك سعرها بالشكل الذي حصل بعد التعاملات المشبوهة. ويجب أيضاً توضيح واقعة معينة وهي أنّ التأثير السعري غير الطبيعي ناتج عن تعامل أشخاص معيّنين يمكن توجيه الاتهام إليهم، وبعدها يُترك للقاضي تقدير حيثيات القضية وإصدار الحكم الذي اقتنع به.

المواجهة للتلاعب بالأسعار

تقوم سوق الأوراق المالية في إطار مواجهتها لعمليات التلاعب بالأسعار بالقيام بمجموعة من الإجراءات التنظيمية التي تحاول إعادة السوق إلى سكة العمل الطبيعية، بينما يحاول المتلاعب الانحراف بالسوق عن الاتجاه الصحيح، وبالمقابل، يتم مواجهة التلاعب بالأسعار -كأي جريمة- بعقوبات إدارية وجزائية رادعة.

أ: الإجراءات التنظيمية المواجهة للتلاعب بالأسعار

عندما يضطرب ميزان العرض والطلب ويصبح السعر مصطنعاً تظهر إمكانية حقيقية لوجود نية التلاعب بالأسعار في عدد من العمليات التداولية التي جرت في سوق الأوراق المالية وسببت هذا الاضطراب، ممّا يضع على إدارة هذه السوق والهيئة التي تقوم بمراقبة العمل فيها مهام صعبة تستهدف عودة عمل السوق إلى طبيعته.

وبالنسبة لتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، فقد نصّت على عدد من الإجراءات يتم من خلالها تنظيم التداول على الأوراق المالية في السوق، وأهمها "الحدود السعرية"، و"تعليق التداول"، و"وقف التداول"، و"تعليق الإدراج".

وبالنسبة للحدود السعرية، فهي إحدى "القواعد الوقائية" "prophylactic rules"، التي تهدف إلى الحد من مخاطر حدوث التلاعب بالسوق⁶¹¹، حيث يتم الاحتياط من حدوث تأثير مصطنع على الأسعار المتشكلة من التلاقي الحر للعرض والطلب.

وفي الواقع نجد أنّ معظم تشريعات أسواق الأوراق المالية قامت بوضع "حدود سعرية" تضبط تحرك سعر الأوراق المالية في الارتفاع أو الانخفاض، إلى جانب منع القيام بممارسة التلاعب. وذلك لمنع التحرك العميق والذي قد يكون نتيجة ممارسة تلاعب بالأسعار.

وهذه الحدود السعرية قد تكون بالمقابل صارمة بحيث تمنع تحرك السعر السوقي بشكل متلائم مع الأحداث في السوق، فلا ترتفع الأسعار ولا تنخفض بالشكل المتناسب مع حقيقتها، وتسمى السوق المقيدة بالحدود السعرية الشديدة بـ"السوق المخنوقة"، حيث أنّ شهيق السوق أو ارتفاع أسعارها يكون ضئيلاً، وزفيرها أو انخفاض أسعارها يكون قليلاً جداً.

ومن جهة سوق دمشق للأوراق المالية فقد تنبّهت لهذا الأمر، وعندما كانت حدود زيادة قيمة أي ورقة مالية يجب أن لا تتجاوز ٢% في جلسة التداول الواحدة حسب قانون سوق

⁶¹¹ L. ENRIQUES, M. GATTI, op. cit., page 16.

143 الأوراق المالية^{٦١٢}، صدر المرسوم التشريعي رقم ٥٣ لعام ٢٠٠٩ وقام بتعديل هذه القاعدة فنص على أن من مهام مجلس إدارة السوق أن يقترح على مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية تحديد الحد الأعلى لارتفاع قيمة الورقة المالية^{٦١٣}، وبهذا فمن الممكن أن يرتفع الحد الأعلى لارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية في السوق عن ٢% ومن الممكن أن ينخفض عن هذا الحد بحسب ظروف السوق، وهي سلطة تقديرية للسلطة التي تراقب السوق، ويفترض أن يتم استخدامها بشكل مدروس.

أما في مصر، لا تتقيّد أسعار التداول بأية حدود سعرية^{٦١٤}، ولكن قانون سوق رأس المال أعطى رئيس الهيئة العامة لسوق المال -للمراقبة المالية لاحقاً- سلطة اتخاذ القرار بتعيين حدود عليا ودنيا لأسعار الأوراق المالية قياساً بسعر إقفال اليوم السابق إذا طرأت ظروف خطيرة^{٦١٥}، وبالتالي فإن القاعدة هي حرية تشكّل السعر حسب ميزان العرض والطلب والاستثناء -والخوف هنا من تحوّل الاستثناء إلى قاعدة- هو وضع ضوابط للأسعار في حالات تفرض أهميتها وضع هذه الضوابط، ويبدو أن إدارة بورصتي الأوراق المالية في القاهرة والإسكندرية (البورصة المصرية لاحقاً) قد وضعت حدّاً أعلى يتم بعده إيقاف التداول على الورقة وهو تغير السعر بنسبة ٢٠%^{٦١٦}.

ومن جهة أخرى، هناك "تعليق التداول" على الورقة المالية كإجراء تنظيمي يواجهه التلاعب بالأسعار، وهو يعني عدم السماح بتنفيذ أية صفقة على الورقة المالية لحين استعادة التداول عليها، مع السماح للوسطاء بإدخال أو تعديل أو إلغاء أي من الأوامر المرسلّة إلى نظام التداول والخاصة بالورقة المالية المعلّقة^{٦١٧}.

^{٦١٢} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٥، الخاص بقانون سوق الأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٦/١٠/١، المادة ١٠، الفقرة أ/٤ قبل تعديلها بموجب المرسوم ٥٣ لعام ٢٠٠٩.

^{٦١٣} المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٣، الخاص بتعديل قانون سوق الأوراق المالية السوري رقم ٥٥ لعام ٢٠٠٦، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٨، المادة ٢.

^{٦١٤} قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري، رقم ١٣٥، الخاص بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، الصادر بتاريخ ١٩٩٣/٤/٢٨، المادة ٩٧.

^{٦١٥} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٢٢.

^{٦١٦} أنظر: ملخص لقواعد التداول في بورصتي القاهرة والإسكندرية -البورصة المصرية لاحقاً- المنشور على الموقع: http://www.egyptse.com/getdoc/0918598c-f146-4e62-91bc-7c6b9b5189c6/Trading_Rules_a.aspx.

^{٦١٧} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ١١، الفقرة ب.

144 وقد أعطت تعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية الحق للمدير التنفيذي في السوق بتعليق التداول على أي ورقة مالية لمدة أقصاها نصف ساعة شريطة إعلام هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وذلك في بعض الحالات مثل الإفصاح الخاص باجتماعات الهيئة العامة للشركة المدرجة، أو الإعلان عن "الأحداث الهامة للشركات"، أو عند وجود أحداث جوهرية أو ظروف غير اعتيادية تؤثر على سعر الورقة المالية، وأية حالات أخرى تهدف إلى حماية جمهور المستثمرين^{٦١٨}.

وبالتالي لو أنّ عملية تلاعب بالأسعار قد أثرت على أسعار الأوراق المالية يملك المدير التنفيذي مواجهتها بتعليق التداول لمدة نصف ساعة، وإذا تجاوزت فترة التعليق هذه المدة يجب موافقة رئيس مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السوري^{٦١٩}.

ويحق بعد ذلك للسوق إلغاء كافة الأوامر المرسلّة إلى نظام التداول على الورقة المالية المُعلّقة إذا اقتضت الضرورة ذلك، ويتم الإلغاء قبل استعادة التداول على الأوراق المالية ويقوم السوق بإعلام الوسطاء بهذا الأمر^{٦٢٠}. ومن الواضح أنّ صلاحية إلغاء الأوامر المُعلّقة قد تم تقييده بقيد واسع وهو اقتضاء الضرورة لذلك، ولم توضّح تعليمات التداول معنى هذه "الضرورة"، وهذا يعني أنّ المطلق يجري على إطلاقه طالما لم يوجد ما يقيدّه.

^{٦١٨} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ١٠، الفقرة أ. أنظر أيضاً: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٢٣١، الخاص بنظام قواعد التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/١/٧، المادة ٩.

^{٦١٩} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ١٠، الفقرة ب.

^{٦٢٠} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ١٣.

ومن جهة أخرى، هناك إجراء "وقف التداول" ^{٦٢١} "Suspension of Trading" وهو الإجراء الذي لا يسمح للوسطاء بإدخال أو تعديل أو إلغاء أي من الأوامر المرسلّة إلى نظام التداول، ولا يسمح بتنفيذ أي صفقة على الورقة المالية لحين استعادة التداول عليها ^{٦٢٢}، وللمدير التنفيذي في سوق دمشق للأوراق المالية الحق بوقف التداول مع تعليقه أو وقفه فقط في نفس الحالات الموجبة لتعليق التداول التي ذكرناها، وبحدود نفس المدة ^{٦٢٣}.

وبالنسبة للمشرع المصري، فقد نصّ قانون سوق رأس المال المصري على إعطاء الصلاحية لرئيس البورصة بوقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب بالأسعار، إلى جانب العمليات المخالفة للقوانين واللوائح، أو التي تتم بسعر لا مبرر له، أو العملية التي من شأن الاستمرار بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه، ولرئيس الهيئة العامة لسوق المال أن يتخذ الوقت المناسب لأي من الإجراءات السابقة ^{٦٢٤}. ولم يقيد القانون مدة الوقف بل تستمر طالما كانت أسبابها موجودة ^{٦٢٥}.

^{٦٢١} وكدليل عملي على أهمية وقف التداول كإجراء تنظيمي لمواجهة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، نذكر أنّ تعليمات التداول في سوق "Yekaterinburg" للأوراق المالية في روسيا قد اكتفت بالنص على إجراء وقف التداول إذا تبيّن من تعامل المشاركين في السوق التزامهم باتفاق لـ"تثبيت" "maintained"، أو لـ"تضخيم" "inflated"، أو لـ"تخفيض" "depressed" الأسعار. أنظر:

D. KIRDYASHKIN, op. cit., section 10, page 2.

ففي روسيا لم يتم منع واضح للتلاعب بالأسعار من القانون، حيث أنّ المشرع الروسي لم يعتبر هذه الممارسة جريمة إلا مع قانون سوق الأوراق المالية رقم ٩-FZ الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٢/٩. أنظر:

The article "Special Update on Administrative Liability for Violating Corporate and Securities Market Legislation", White & Case, Moscow, 23 April 2009, page 1.

^{٦٢٢} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ١٢.

^{٦٢٣} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ١٠، الفقرة أ.

وكمثال واقعي لإجراء وقف التداول الذي يتم تطبيقه لمواجهة التلاعب بالأسعار، نذكر ما قامت به بورصة نيويورك عام ١٩٢٠، عندما أوقفت التداول على سهم شركة Stutz Motor لأجل غير مسمى بسبب اضطراب حركة سعر سهم هذه الشركة نتيجة استهدافها بعملية تلاعب بالأسعار للوصول إلى الاستحواذ، فقد رفعت هذه العملية سعر السهم الواحد من ١٠٠ إلى ٣٩١ دولار في أواخر مارس/آذار ١٩٢٠. أنظر:

F. ALLEN, L. LITOV, J. MEI, op. cit., page 48.

^{٦٢٤} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بقانون سوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٢١.

^{٦٢٥} د. عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دراسة في تشريعات مصر والكويت والأردن مقارنة بالنظامين الفرنسي والأمريكي، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٩٥، الصفحة ١٦٨.

وقد نصّت قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية على إجراء تنظيمي آخر، وهو "تعليق إدراج الأوراق المالية" وذلك لحماية مصالح المستثمرين، ويختلف هذا الإجراء عن وقف التداول في أنّه يقوم بإزالة الأوراق المالية من السوق مؤقتاً، بينما يكفي إجراء وقف التداول بتجميد الأوراق المالية المدرجة في السوق، كما أنّ قرار تعليق إدراج الأوراق المالية يصدر من هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، أو مجلس إدارة السوق، أو مديره التنفيذي^{٦٢٦}، بينما يصدر قرار وقف التداول من المدير التنفيذي للسوق^{٦٢٧}.

ومن أهم الحالات التي تعطي الحق بتعليق إدراج الأوراق المالية والمرتبطة بالتلاعب بالأسعار، صدور قرار بتخفيض رأس مال الشركة من هيئتها العامة^{٦٢٨}، وجميع حالات اندماج الشركات^{٦٢٩}، وأي حادث طارئ يؤثر بشكل جوهري على سلامة التعامل بالأوراق المالية^{٦٣٠}، أو التي تؤثر على المركز المالي للشركة^{٦٣١}.

كما أنّ مصير الأوراق المالية التي تمّ تعليق إدراجها يتمثل إمّا بإعادة إدراج الأسهم في السوق خلال شهر من تدارك الشركة المدرجة الأسباب التي تمّ لأجلها تعليق إدراج أسهمها، وتزويد السوق بالبيانات والمعلومات المرتبطة بذلك^{٦٣٢}، أو بإلغاء إدراج الأوراق المالية من مجلس إدارة سوق دمشق بالتنسيق مع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية إذا استمر

^{٦٢٦} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧، المادة ٢٦.

^{٦٢٧} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ١٠، الفقرة أ.

^{٦٢٨} خوفاً من أن يعطي تخفيض الأسهم بإلغاء مثلاً انطباعاً لدى المتعاملين في السوق بارتفاع سعر الأسهم، فإذا كانت الشركة تمتلك ١٠٠٠ سهم سعر كل واحد ٥٠٠ ل.س، فبعد عملية تخفيض رأس المال بإلغاء ٥٠٠ سهم سيتضاعف سعر السهم الواحد ليصبح ١٠٠٠ ل.س بدون زيادة في القيمة الحقيقية للسهم.

^{٦٢٩} ممّا يزيل آثار الاستحواذ على الأوراق المالية على أسعار الأوراق المالية إذا كان مستهدف الاستحواذ شركة تريد بلع شركة أخرى مثلاً، وهو ما يلغي إمكانية التلاعب بالأسعار عبر حالات اندماج الشركات.

^{٦٣٠} مثل عمليات التداول التي تستهدف التلاعب بالأسعار.

^{٦٣١} مثل نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمضللة. أنظر في الحالات السابقة وغيرها: قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧، المادة ٢٦، الفقرة ج.

^{٦٣٢} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧، المادة ٢٨، الفقرة أ.

147 تعليق إدراجها لمدة تزيد عن سنتين، وهذه المدة قابلة للزيادة بقرار من مجلس إدارة السوق^{٦٣٣}.

وقد أقرَّ المُشرِّع المصري إجراء "الوقف عن العمل" للجهة المُدرجة في السوق^{٦٣٤}، وفرَّق بين قرار "الوقف المؤقت عن العمل" "Interdiction Temporaire" الذي يسري لمدة ٣٠ يوم ويتَّخذه رئيس الهيئة العامة لسوق المال -لِلرقابة المالية لاحقاً-^{٦٣٥}، وبين قرار منع الشركة من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المُرخَّص لها بمزاولتها ويتَّخذه مجلس إدارة الهيئة^{٦٣٦} ولم يشترط المشرع المصري هنا أي مدَّة لمنع مزاوله النشاط، ولكنَّه قيَّده بشرط تحقُّق قيام خطر من شأنه تهديد استقرار سوق رأس المال، أو تهديد مصالح المساهمين في الشركة، أو تهديد مصالح المتعاملين مع الشركة^{٦٣٧}.

ب: العقوبات الموجهة للتلاعب بالأسعار

إنَّ التلاعب بسعر إحدى الأوراق المالية يُلْقِي بظلاله على مُصدر هذه الأوراق المالية، والذي بدوره يؤثر في القطاع الاقتصادي الذي يعمل به، وهذا ما يؤثر على السوق كُلِّها، وتلك الأحداث قد تؤثر أيضاً على اقتصاد الدولة بشكل عميق، خاصة إن قامت بالممارسة شركات ذات رؤوس أموال كبيرة^{٦٣٨}.

^{٦٣٣} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ١٧/١٠/٢٠١٠، المادة ٣٠، الفقرة ب.

^{٦٣٤} وفي حالة واقعية قامت لجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) باستخدام عقوبة الوقف عن العمل لأول مرة حين طلبت من المحكمة الابتدائية في "Créteil" أن تُصدر أمراً بمنع مزاوله النشاط المهني مؤقتاً في حق شركة "Lue Terme" بتاريخ ١٥/١٠/١٩٩٣. انظر: Bulletin mensuel de la COB. Décembre 93 N° 275 P.40.,

مشار إليه في: د.صالح البربري، مرجع سابق، الصفحة ١٩٣، الهامش ٤٣٥، انظر أيضاً في الصفحة ١٩٤.

^{٦٣٥} القانون المصري، رقم ٩٥، المتضمن قانون سوق رأس المال، الصادر بتاريخ ٢٢/٦/١٩٩٢، المادة ٣٠.

^{٦٣٦} القانون المصري، رقم ٩٥، المتضمن قانون سوق رأس المال، الصادر بتاريخ ٢٢/٦/١٩٩٢، المادة ٣١، الفقرة

ج.

^{٦٣٧} د.شعبان أحمد محمود، رجب عبد الحكيم سليم، شرح أحكام قانون رأس المال، الجزء الثاني، مرجع سابق، الصفحة ١٣٨٨.

^{٦٣٨} فقد اعتبر مجلس الدولة الفرنسي أنَّ الشركات يجب أن تحترم "سلامة السوق" "l'intégrité du marché" لأنَّها تؤثر بسمعة السوق، وقد اعتبر هذا المجلس أيضاً أنَّ الشركة المخالفة للقانون يكون لمخالفتها تأثير أكبر على سمعة السوق من مخالفة الفرد، ومن هنا جاء تشديد العقوبة على المخالفين من الشخصيات الاعتبارية. انظر:

Conseil d'État de France, statuant au contentieux, N° 259231, lecture du 13 juillet 2006.

وهذا ما يدفع المشرعين إلى وضع عقوبات إدارية تفرضها السوق أو الهيئة التي تراقب العمل فيها، وعقوبات جزائية يفرضها القضاء لممارسة التلاعب بالأسعار محاولين ردع المتعاملين ممن تُسوّّل لهم أنفسهم التلاعب بالأسعار الأوراق المالية في السوق، وتختلف العقوبات في هذا الموضوع بشكل كبير بين بلدان العالم فهي تعتمد على التنظيم القانوني الخاص بكل بلد^{٦٣٩}، ولكننا سنحاول إجمالاً أهم العقوبات القادرة فعلياً على مواجهة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية كممارسة غير قانونية.

وبالنسبة للعقوبات الإدارية فهي متنوعة وقد تمّ إقرارها كرد فعل على الممارسات غير القانونية عامة والتلاعب بالأسعار خاصّة. فبالإضافة إلى "فرض الغرامات المالية" من مجلس مفوضي الهيئة^{٦٤٠}، هناك مجموعة من العقوبات الإدارية الأخرى، ومنها "إلغاء عمليات التداول"، و"إلغاء الإدراج"، و"التشهير".

بالنسبة لـ "إلغاء عمليات التداول" فتعتبر بصفة عامة سلطة ممنوحة للسوق بحذف عمليات التداول التي تُبثّ انتهاكها لقانون السوق وهذا يقي السوق من آثار هذه العمليات والتي توخّها المتلاعبين. وقد أعطت تعليمات التداول في سوق دمشق للسوق الحق بإلغاء أوامر التداول بعد مرحلة تعليق التداول إذا اقتضت الضرورة ذلك^{٦٤١}.

وقد أعطى المشرع المصري لرئيس البورصة صلاحية إلغاء العمليات التداولية التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو التي تتم بسعر لا مبرر له^{٦٤٢}.

أمّا بالنسبة لعقوبة "إلغاء الإدراج" فقد نصّت قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية على إعطاء الحق لمجلس إدارة السوق وبالتنسيق مع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية إلغاء إدراج أية ورقة مالية وذلك لحماية مصالح المستثمرين ويعتبر القرار

⁶³⁹ J. HAMON, op.cit., page 400.

^{٦٤٠} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ٧، الفقرة ١٠، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧.

^{٦٤١} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٣٢٥، الخاص بتعليمات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٣/٥، المادة ١٣.

^{٦٤٢} القانون المصري، رقم ٩٥، المتضمن قانون سوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٢١.

149 نافذاً بعد مصادقة مجلس مفوضي الهيئة عليه^{٦٤٣}، أو الاكتفاء بتعليق إدراجها كعقوبة إدارية^{٦٤٤}.

وقد اعتبر نظام العضوية في سوق دمشق للأوراق المالية الإخلال الجسيم بالواجبات أو الالتزامات المقررة بموجب أحكام القانون أو في قانون السوق أو الأنظمة أو التعليمات الصادرة بموجبهما مسبباً لإسقاط العضوية في السوق^{٦٤٥}، بمعنى أنّ تلاعب الشركة بالأسعار قد يعني إسقاط عضويتها بشكل نهائي وليس مؤقتاً.

وفي مصر، أقرّ قانون سوق رأس المال المصري بصلاحيّة إدارة البورصة بشطب الأوراق المالية^{٦٤٦} "Delisting Securities"، وقد ذكرت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري حكماً مميّزاً يتمثل بإعطاء الصلاحيّة للبورصة بشطب الأوراق المالية التي لا يعقد عليها أي عمليات تداولية لمدة ستة أشهر^{٦٤٧}، وهذا ما يقي السوق من الركود ويحميها من المتلاعب الذي يستهدف التلاعب بأسعار الأوراق المالية التي لا تجري عليها تداولات بسبب سهولة التأثير على سعرها.

ومن جهة أخرى، فقد أظهرت التجارب الواقعية أنّ العقوبات الإدارية تأخذ طابعاً رادعاً أكبر عندما ينص المشرّع على نشر هذه العقوبات في الصحف أو في أي وسيلة أخرى للنشر مثلما فعل المشرع الفرنسي منذ المرسوم رقم ٨٣٣ لعام ١٩٦٧^{٦٤٨}.

^{٦٤٣} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧، المادة ٣٠، والمادة ٣٨، الفقرة و.

^{٦٤٤} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٥٠٥، الخاص بنظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧، المادة ٣٨، الفقرة هـ.

^{٦٤٥} قرار مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق المالية، رقم ٧٠، الخاص بنظام العضوية في سوق دمشق للأوراق المالية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٨/٦/١٨، المادة ٢٣.

^{٦٤٦} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق رأس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ١٦.

^{٦٤٧} قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري، رقم ١٣٥، الخاص بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون ٩٥ لعام ١٩٩٢، الصادر بتاريخ ١٩٩٣/٤/٢٨، المادة ٩٧، المستبدلة بالقرار الوزاري رقم

٤٣٥ لسنة ١٩٩٧ ومستبدلة بالقرار الوزاري رقم ٤٤١ لسنة ٢٠٠٢.

^{٦٤٨} Décret de France, N° 67-833, 28\9\1967, section 9\2.

حيث أنّ هذا الإجراء يُضيف عنصراً جديداً إلى العقوبة الإدارية وهو "التشهير" "Aspersion"، فالنشر في هذه الحالات هو وسيلة هامة وفعالة لتحسين أداء وكفاءة سوق الأوراق المالية^{٦٤٩}، حيث تقوم الجهة التي فرضت العقوبة بنشر قرار العقوبة الإداري بالإضافة إلى الأسباب التي أدت إلى اتخاذ هذا القرار حتى يعرفها الجمهور ويرتدع باقي العاملين في السوق.

وبالنسبة للعقوبات الجزائية فقد وضع المشرع السوري عقوبة جزائية للتلاعب بالأسعار في قانون إنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وهي الحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تزيد على ثلاثة سنوات والغرامة المالية كتعويض للهيئة بمبلغ لا يقل عن ٣٠٠ ألف ولا يزيد على ٣ ملايين ليرة سورية^{٦٥٠}، وهي نفس عقوبة استغلال المعلومات الداخلية.

أمّا في مصر، فقد وضع المشرع لجريمة التلاعب بالأسعار عقوبة الحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على مائة ألف جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين^{٦٥١}، وهي عقوبة قد تتحول إلى جنابة إذا حكم القاضي بالحد الأعلى لها، وهو ما يظهر وعي المشرع المصري لخطورة ممارسة التلاعب بالأسعار.

وفي فرنسا، يبدو أنّ المشرع قد ترك للجهة التي تراقب عمل السوق -هيئة الأسواق المالية الفرنسية (AMF) - معاقبة ممارسة التلاعب بالأسعار، وإيقاع الغرامات الإدارية على فاعليها^{٦٥٢}، على الرغم من أنّ خطورة هذه الممارسة توجب وجود مؤيد قانوني جزائي لها.

^{٦٤٩} وقد اعتبر مجلس الدولة الفرنسي أنّ الغاية من فرض عقوبة التشهير تتمثل في إظهار الصورة الحقيقية حول

أنشطة الشركة المخالفة، بالإضافة إلى حماية مصلحة المستثمرين. أنظر:

Conseil d'État de France, statuant au contentieux, N° 298912, lecture du 14 décembre 2006.

وكمثال واقعي على فرض عقوبة التشهير. أنظر:

Conseil d'État de France, statuant au contentieux, N° 288537, lecture du 20 janvier 2006.

^{٦٥٠} القانون السوري، رقم ٢٢، الخاص بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية، الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/٦/١٩، المادة ١٨، الفقرة ب، المعدلة بموجب المرسوم التشريعي السوري، رقم ٥٠، الصادر بتاريخ ٢٠٠٩/٩/٧. أنظر كذلك: القانون السوري، رقم ٣، الخاص بالشركات، الصادر بتاريخ ٢٠٠٨/٣/١٣، المادة ٢٠٣، الفقرة ١/ك.

^{٦٥١} القانون المصري، رقم ٩٥، الخاص بسوق أس المال، الصادر بتاريخ ١٩٩٢/٦/٢٢، المادة ٦٣، الفقرة ٦.

^{٦٥٢} د. صالح بربري، مرجع سابق، الصفحة ٣٠٥.

151 وفي هذا الإطار، ننصح بالأخذ بأسلوب يخصّص لكل ممارسة تلاعب عقوبة خاصّة تتناسب وخطورتها، كما نقترح الأخذ بأسلوب عقابي مشدّد أكثر مع إضافة بعض العقوبات التكميلية عند تكرار المتلاعب لممارسته غير القانونية، مثل مضاعفة الغرامة، أو الحرمان مدى الحياة من تداول الأوراق المالية في السوق، أو حرمانه من حقوقه المدنية لمدة طويلة، وذلك بهدف ردع المتلاعب بالأسعار^{٦٥٣}.

ونقترح تشديد العقوبة على التلاعب بالأسعار الذي يتم عن طريق عمليات الاستحواذ والأوامر الوهمية أكثر من العمليات العادية لخطورة الانطباع الكاذب الذي تعطيه تلك العمليات غير الاعتيادية، كما أنّ التلاعب بعمليات التداول المشتقة له آثار مدمّرة على السوق، ولذلك إذا تمّ إدخال هذه العمليات في سوق دمشق للأوراق المالية، فيفضّل أن يترافق ذلك مع عقوبات أشد على التلاعب بالأسعار الذي يتم عبرها.

^{٦٥٣} ظهر للأستاذ Jayne W. Barnard أنّ الأشخاص الذين يقومون بالاحتيال في سوق الأوراق المالية يعانون من اضطراب الشخصية وتتميّز شخصيتهم بالقسوة، فمن المستبعد أن تردعهم أي عقوبات مالية أو زجرية، وحتى السجن قد لا يردعهم. أنظر:

الخاتمة

إنَّ الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية هي من أخطر مخالفات القانون على صعيد الاستثمار، ويقوم بها على الأغلب مجرمون حقيقيون يجب عدم التساهل معهم وزجرهم بالعقوبة الجزائية، كما أنَّ هذه الممارسات تُرْخي آثارها بظلال خطيرة على الاقتصاد ككل، حيث أنَّها تتسبَّب بدخول السوق بمرحلة ركود قد يكون إشارة على تباطؤ وتيرة الاقتصاد وبداية لمرحلة من الأزمات.

ولذلك، يجب أن يكون النص التشريعي في مجال هذه الممارسات متخصصاً وشاملاً لكل حالات انتهاك مبادئ السوق ما أمكن، ويجب أن يتميَّز القائمين على تنفيذ قانون سوق الأوراق المالية بالتخصُّص العلمي والذكاء والنشاط لكي يتم تطبيق القانون على أرض الواقع.

ويجب عدم التهاون في اتخاذ القرارات من السوق في الأوقات الحساسة، مثل القرارات المنصبة على استمرار التداول، لما في ذلك من حماية للسوق من الممارسات غير القانونية، ويتم ذلك بشكل عام عبر حماية المعلومات السرية الجوهرية بشكل جيد قبل تعميمها على الجمهور، وذلك لأنَّها تكتسي بأهمية خاصَّة في سوق الأوراق المالية، ومن جهة أخرى، لا يجوز التهاون تجاه أي تحرك غير طبيعي لأسعار الأوراق المالية في السوق، لأنَّه قد يُخفي وراءه تلاعباً بالأسعار.

وبعد أن تعمَّقنا في الممارسات غير القانونية التي قد تحدث في سوق الأوراق المالية، وفي الآليات القانونية الصادرة لمواجهة ومعاقبة هذه الممارسات التي أصبحت تُتمثل في معظمها جرائمًا نصَّ عليها القانون بشكل حرفي، توصلنا إلى قناعة مفادها أنَّ أغلب القواعد القانونية العامة التي تمَّ النص عليها لم تنجح في منع ظهور هذه الممارسات المخالفة للقانون، لذلك فإنَّ على المشرعين أن يكونوا أكثر دقَّة وتفصيلاً في التعامل مع تنظيم سوق الأوراق المالية.

ففيما يخص استغلال المعلومات الداخلية، فقد ظهر بشكل واضح بعد فترة من تطبيق قاعدة واجب الشخص المؤتمن التي تستوجب وجود هذا الواجب بين المُطلَّع على المعلومات ومُصدرها، أنَّها لم تستطع احتواء جميع حالات التعامل في السوق على أساس المعلومات

الداخلية، واضطر القضاة لتوسيع هذا المفهوم بشكل أخرجه عن إطاره الأصلي من أجل 153 معاقبة بعض الحالات^{٦٥٤}.

كما أنّ النص بشكل حصري على حالات استغلال المعلومات الداخلية شابه لدى معظم المشرعين بعض النواقص التي فتحت مجالاً لوجود حالات فراغ تشريعي^{٦٥٥} قد تُشكّل عقبة أمام تطبيق روح القانون في الحفاظ على مبادئ السوق وحماية المساواة بين المتعاملين فيه. ولذلك نقترح لحل هذه الإشكالية أن يتم حظر استغلال المعلومات الداخلية بشكل عام وصريح، وبعدها أن يتم تعداد حالات الاستغلال غير القانونية بدون إغفال أي حالة، وبدون وضع معيار غير منضبط، أو ذكر لحالات محدّدة غير كافية، كما يجب أن يتم تعريف المعلومات الداخلية بشكل يجعلها تعني "أية معلومة سرية وجوهريّة مرتبطة بالأوراق المالية أو بمصدرها تعطي أفضلية لحائزها عند استغلالها في السوق وفي وقت الاستغلال".

وبالإضافة إلى ذلك، نقترح أن يتم منع المُطلّعين الرئيسيين من التعامل على الأوراق المالية الخاصة بالمصدر الذي يعملون فيه، بالإضافة إلى الأطراف ذات العلاقة بهذا المُطلّع، فهو الحل الآمن الوحيد لضمان عدم وجود استغلال شخصي للمعلومات الداخلية، فوضع العقوبات والعقوبات لن يضمن عدم استغلال المُطلّعين الرئيسيين للمعلومات الداخلية.

أمّا فيما يخص إفشاء المعلومات الداخلية من المُطلّع الرئيسي، فالإلى جانب ضرورة معاقبة الشخص الذي تلقى المعلومات، يبدو أنّ الشخص المُفشي والذي خان المصدر أو مصدر المعلومات بالإضافة إلى السوق، والذي ضرب بأصول مهنته عرض الحائط من أجل مصلحته الشخصية، جدير بعقوبة المنع المؤقت -أو الدائم في حالة تكرار- من العمل في مجال سوق الأوراق المالية.

أمّا فيما يخص التلاعب بالأسعار، فلا يبدو أنّ أغلب المشرعين قد توقّف بوضع إطار تشريعي جامع مانع لهذه الممارسة، ولا تزال هناك حالات عديدة تحتاج إلى نصّ صريح، فلا يكفي النص على منع التلاعب بالأسعار في السوق بشكل عام، لأنّ القاضي يحتاج عند تطبيقه للقانون في الواقع العملي إلى نص يقيه مغبّة التفسير الواسع الذي قد لا تستسيغه محكمة النقض.

^{٦٥٤} ونعطي مثالاً لهذه الحالة حالة استغلال شخص من خارج الشركة المُدرجة لمعلوماتها الداخلية، فلا يوجد أي التزام على هذا الشخص تجاه الشركة المذكورة بالمحافظة على أسرارها.

^{٦٥٥} مثل حالة استغلال شخص خارجي أفشيت له المعلومات من مُطلّع ما، فهذا الشخص لم تنص عليه أغلب القوانين التي حظرت استغلال المعلومات الداخلية أو إفشائها، بينما عاقبت المُطلّع الرئيسي المُفشي فقط.

كما لا يكفي وضع حدود سعرية خانقة على آلية تشكل السعر في السوق لتفادي التلاعب بالأسعار، فالمتلاعبون صبرون وقد يتخذون استراتيجيات تلاعب طويلة المدى مما يقيهم اقتضاح أمرهم، وأيضاً، فإنَّ الحدود السعرية مثل إجراء وقف التداول تعد حلاً مؤقتاً، قد يؤخِّر حدوث التلاعب لكنه لن يمنع حدوثه.

ولذلك يجب أن تكون السوق والهيئة القائمة على رقابتها في كامل النشاط والانتباه لملاحظة وجود عمليات التلاعب بالأسعار لكي يتم إلغاء هذه العمليات، وإزالة آثارها على السعر، والإفصاح عن ذلك لجمهور المستثمرين، ولذلك نقترح وضع حد أعلى لتعامل الشخص على الأوراق المالية سواء من حيث الكمية أو القيمة، بشكل يمنع من التأثير في الأسعار في أوقات الركود، بالإضافة إلى إقرار الحدود السعرية المرنة التي يتم تعديلها حسب ظروف السوق.

وفي الواقع، يبدو لنا أنَّ العلاج الوقائي لممارسة التلاعب بالأسعار لا يكون عبر إجراءات مؤقتة، وإنما عبر إتباع سياسة تشجيع الشركات العائلية للتحويل إلى شركات مساهمة حتى تُدرج أوراقها المالية في السوق، وبهذا يكبر حجم رأس المال السوقي، ومعه يرتفع حجم القيم المتداولة، وهكذا تصعب إمكانية التلاعب بالأسعار عبر الصفقات العادية، وتبقى إمكانية القيام بهذه الممارسة عبر الصفقات الضخمة، ويمكن مواجهة هذه الإمكانية بإبعاد أسعار هذه الصفقات عن حساب متوسط السعر اليومي للورقة المالية، وبالتالي يضعف تأثير المستحوز على الأوراق المالية على سعرها.

وقد ظهر لنا أيضاً أنَّ الجُلَّ الأعظم من الممارسات غير القانونية يقوم بها مضاربين على أسعار الأوراق المالية، يستهدفون ببساطة الشراء لأجل البيع بربح، ولكن بشكل مصطنع غير مشروع، ممَّا يجعلهم تجاراً فعليين وليس قانونيين.

ولذلك يجب أن يتم تفويض المضاربة تشريعياً في سوق الأوراق المالية، وهذا لأنَّ آثار المضاربة من خلق أسعار غير حقيقية إلى زرع الاضطراب والتذبذب وعدم الاستقرار في السوق، يضاف إليها إمكانية تحوُّلها إلى وسيلة لتغطية ممارسات غير قانونية خطيرة.

أمَّا فيما يخص أدوات التداول المشتقة في السوق، فيجب أن يبلغ السوق مرحلة عالية من النضج قبل اعتمادها كأداة رسمية للتداول، حيث يجب أن تصل كمية التداول السائلة العاجلة في السوق إلى حجم كبير يقي من آثار التغيير المفاجئ في الأسعار الذي قد تسببه هذه الأدوات، كما يجب أن يكون الوعي الاستثماري قد بلغ حداً عالياً وعميقاً ومنتشراً لدى جمهور المتعاملين في السوق، خوفاً من استغلال المستثمر ضعيف الخبرة، والأهمَّ أنَّه يجب

155 تشريع قواعد تداولية خاصة بهذه الأدوات تقي السوق من مضاربتها الجامحة أو غير المشروعة، وبشكل خاص وضع حد أعلى للتعامل يصعب من خلاله التأثير على أسعار الأوراق المالية في السوق.

وفي هذا الإطار، يجب أن يتم تفعيل الاتصال والتشاور بين الهيئة القائمة على رقابة السوق والشركات المُصدرة للأوراق المالية، بل وجعل هذا الاتصال والتشاور من واجبات هذه الهيئة، فيجب أن تلغى الهوة بين الشركات والهيئة، وأن يعمل الجميع على رقابة السوق وتحقيق الازدهار فيها، ويجب تطبيق هذه العلاقة المتينة بشكل خاص لحماية الأوراق المالية من المعلومات الكاذبة والمضللة التي تستهدف خفض أسعار الأوراق والإساءة إلى سمعة مصدرها.

وكنتيجة نهائية، نرى أن النظام الاقتصادي الرأسمالي قد نجح في خلق الثروة، إلا أنه فشل إلى حد بعيد بالإبقاء على أخلاق الأعمال الاقتصادية والمالية، وذلك بسبب تكريسه لمفهوم الربح الفاحش، بالإضافة إلى تكريس ضعف تأثير الدولة على مرافق النشاط الاقتصادي لإعطاء الحرية المزيفة الخادعة للأفراد، مما أدى إلى ابتكارهم لممارسات غير قانونية وغير أخلاقية في معظم مصادر الثروة والأرباح، ومنها سوق الأوراق المالية.

وهذا يعني أننا إن أردنا اعتماد أحد المرافق الاقتصادية التي أخذت طابع الرأسمالية لأمد طويل، وهو سوق الأوراق المالية، فيجب علينا أن نحيطه بالحماية القانونية الصارمة، والتي تُغلب اعتبارات الحفاظ على النظام والقانون على اعتبارات حرية التداول.

ولذلك يجب أيضاً إعطاء السوق والهيئة أو اللجنة التي تراقب العمل فيها صلاحية كبيرة وواسعة بإصدار القرارات والأنظمة التي تُفعل قواعد القانون وتُسرع من وتيرته، لأن السوق أو الهيئة يمثلان كياناً متخصصاً يملك خبرة في مجال عمل السوق، وتعتبر القرارات الصادرة منهما وسيلة واقعية للتعامل مع تنظيم سوق الأوراق المالية.

وإن مفتاح الخلاص من الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية برأينا يتمثل بتكريس الوعي الاستثماري لدى جمهور المتعاملين، وتكريس الأخلاق المالية لدى المحترفين والمتعاملين والجمهور، وذلك قبل الاعتماد على حماية القانون، لأن قدرة القانون على سبق أساليب التلاعب في السوق في ظل وجود هامش من الزمن لدراسته واعتماده وتنفيذه يأتي لمصلحة مخالفه ويقفل من قدرته على مواكبة الممارسات غير العادلة المستجدة، ونتيجة لذلك يستطيع المتلاعبين في السوق سبق القانون، فالقانون لا يستطيع لوحده القضاء على الممارسات غير القانونية.

٢	الشهادة
٣	التصريح
٤	آية من آيات القرآن الكريم
٥	إهداء
٦	شكر وتقدير
٧	مُخطَّط البحث
٨	المقدمة
١٣	الفصل الأول: استغلال المعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية
١٧	المبحث الأول: طبيعة المعلومات الداخلية
١٨	المطلب الأول: شروط المعلومات الداخلية
١٨	أولاً: الشروط الموضوعية للمعلومات الداخلية
١٩	أ: سرية المعلومات
٢٣	ب: تأثير المعلومات
٢٦	ثانياً: الشروط الظرفية للمعلومات الداخلية
٢٦	أ: الشرط المكاني
٢٩	ب: الشرط الزمني
٣٢	المطلب الثاني: المُطَّلَع على المعلومات الداخلية
٣٤	أولاً: المُطَّلَع الرئيسي على المعلومات الداخلية
٣٤	أ: المُطَّلَع الرئيسي الداخلي
٣٩	ب: المُطَّلَع الرئيسي الخارجي
٤١	ثانياً: المُطَّلَع الثانوي على المعلومات الداخلية
٤٢	أ: المُطَّلَع الثانوي الداخلي
٤٤	ب: المُطَّلَع الثانوي الخارجي
٤٦	المبحث الثاني: أساليب استغلال المعلومات الداخلية
٤٧	المطلب الأول: أنواع أساليب استغلال المعلومات الداخلية
٤٧	أولاً: الأسلوب المباشر لاستغلال المعلومات الداخلية

٤٨	أ: خدمة منفعة المُطلَع على المعلومات الداخلية
٥١	ب: خدمة منفعة الشركة بمعلوماتها الداخلية
٥٤	ثانياً: الأسلوب غير المباشر لاستغلال المعلومات الداخلية
٥٥	أ: استغلال المعلومات الداخلية من المُتَّصِل الرئيسي
٥٧	ب: استغلال المعلومات الداخلية من المُتَّصِل الثانوي
٦٠	المطلب الثاني: مُواجهة أساليب استغلال المعلومات الداخلية
٦٠	أولاً: أثر عنصر القصد في مُواجهة استغلال المعلومات الداخلية
٦١	أ: اشتراط القصد في جريمة استغلال المعلومات الداخلية
٦٤	ب: إثبات عنصر القصد في جريمة استغلال المعلومات الداخلية
٦٨	ثانياً: عقوبات استغلال المعلومات الداخلية
٦٨	أ: العقوبات الإدارية لاستغلال المعلومات الداخلية
٧٢	ب: العقوبات القضائية لاستغلال المعلومات الداخلية
٧٥	الفصل الثاني: التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية
٧٩	المبحث الأول: عمليات تداول للتلاعب بالأسعار
٧٩	المطلب الأول: عمليات تداول اعتياديّة للتلاعب بالأسعار
٨٠	أولاً: عمليات تداول عاجلة للتلاعب بالأسعار
٨١	أ: عمليات تداول عاجلة لرفع الأسعار
٨٦	ب: عمليات تداول عاجلة لخفض الأسعار
٨٩	ثانياً: عمليات تداول مُشْتَقَّة للتلاعب بالأسعار
٩١	أ: عمليات تداول مُشْتَقَّة لرفع الأسعار
٩٦	ب: عمليات تداول مُشْتَقَّة لخفض الأسعار
١٠٠	المطلب الثاني: عمليات تداول غير اعتياديّة للتلاعب بالأسعار
١٠١	أولاً: عمليات استحواذ للتلاعب بالأسعار
١٠٢	أ: عمليات تلاعب للوصول للاستحواذ
١٠٥	ب: عمليات تلاعب عبر الاستحواذ
١٠٩	ثانياً: عمليات تداول وهميّة للتلاعب بالأسعار
١٠٩	أ: أوامر التداول الوهمية

١١٣	ب: الصفقات الوهمية
١١٦	المبحث الثاني: مواجهة التلاعب بالأسعار
١١٧	المطلب الأول: مواجهة عمليات التلاعب غير التداولية (نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمُضَلَّلة)
١١٨	أولاً: نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمُضَلَّلة من المُصدِر
١١٩	أ: رفع الأسعار عبر نشر أو ترويج المعلومات من المُصدر
١٢٢	ب: خفض الأسعار عبر نشر أو ترويج المعلومات من المُصدر
١٢٥	ثانياً: نشر أو ترويج المعلومات الخاطئة والمُضَلَّلة من أي شخص
١٢٦	أ: رفع الأسعار عبر نشر أو ترويج المعلومات من أي شخص
١٣٠	ب: خفض الأسعار عبر نشر أو ترويج المعلومات من أي شخص
١٣٢	المطلب الثاني: مواجهة جميع عمليات التلاعب بالأسعار
١٣٢	أولاً: التحقيق في عمليات التلاعب بالأسعار
١٣٤	أ: المحور الأول للتحقيق: دراسة الأوراق المالية
١٣٨	ب: المحور الثاني للتحقيق: البحث عن الفاعل
١٤١	ثانياً: الإجراءات والعقوبات الموجهة للتلاعب بالأسعار
١٤٢	أ: الإجراءات التنظيمية الموجهة للتلاعب بالأسعار
١٤٧	ب: العقوبات الموجهة للتلاعب بالأسعار
١٥١	الخاتمة
١٥٥	الفهرس

قائمة المراجع

أولاً: المراجع الويبيّة:

أ- المؤلفات العامة:

* د. انطاكي (رزق الله)، د. السباعي (نهاد)، موسوعة الحقوق التجاريّة، الجزء الثالث، المصارف والأعمال المصرفيّة، مطبعة الجامعة السوريّة، دمشق، عام ١٩٥٣.

* د. جوخدار (حسن)، أصول المحاكمات الجزائية، الجزء الثاني، في المراحل الإجرائية التي تمر بها التهمة، منشورات جامعة حلب، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، حلب، عام ٢٠٠٠-٢٠٠١.

* د. السراج (عبود)، قانون العقوبات القسم العام، منشورات جامعة حلب، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، حلب، عام ١٩٩٧.

* د. شابرا (محمّد عمر)، سلسلة إسلاميّة المعرفة ٣، نحو نظام نقدي عادل، دراسة للنفود والمصارف والسياسة النقديّة في ضوء الإسلام، ترجمة سيّد محمد سكر، ومراجعة د. رفيق المصري، دار البشير للنشر والتوزيع، عمّان، ١٩٩٠م-١٤١٠هـ، الطبعة الثانية.

* د. شفيق (محسن)، الوسيط في القانون التجاري المصري، الجزء الثاني العقود التجارية-الأوراق التجارية، مطبعة اتحاد الجامعات، الإسكندرية، ١٩٥٥، الطبعة الثانية.

* شكشك (أنس)، علم النفس التجاري، دار النهج للدراسات والنشر والتوزيع، حلب، ٢٠٠٩، الطبعة الأولى.

* د. عبد الناصر (جمال)، المعجم الاقتصادي، دار أسامة للنشر والتوزيع، دار المشرق الثقافي، عمّان، ٢٠٠٦، الطبعة الأولى.

ب- المؤلفات المتخصّصة:

* ألكسندر (كولين)، دليلك للتوقيت المناسب في سوق الأسهم، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Colin Alexander, Timing the Stock Market, McGraw – Hill Companies, Inc., New York, 2006, Second Edition.

* أونيل (ويليام جيه.)، ٢٤ درساً أساسياً لنجاح استثماراتك، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٦، الطبعة الأولى، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

William j. O'Neil, 24 Essential Lessons for Investment Success, the McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 2000.

* د. البربري (صالح)، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، عام ٢٠٠١، الطبعة الأولى.

* تروب (إليس)، المضاربة في البورصة، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٨، الطبعة الأولى، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Ellis Traub, Take Stock A Roadmap to Profiting From Your First Wall Down Wall Street, Career Press, 3 Tice Rd., Franklin Lakes, NJ 07417 USA, 2005.

* جبر (علاء الدين أحمد)، بورصة الأوراق المالية، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، عام ٢٠٠٧.

* جراي (جاري)، كوساتيس (باتريك ج.)، وولريدج (ج. راندال)، دليلك لتقييم الأسهم، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Gary Gray, Patrick J. Cusatis, J. Randall Woolridge, StreetSmart Guide to Valuing a Stock, McGraw – Hill Companies, Inc., New York, 2004, Second Edition.

* حمدي (حسن)، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، دمشق - القاهرة، عام ٢٠٠٦، الطبعة الأولى.

* الحمراي (صالح راشد)، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية، بدون دار نشر، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى.

161 * د. سالم (عمر)، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق

الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٩٩، الطبعة الأولى.

* ساينز (ألكسندر)، الاستثمار في أسواق المال، ترجمة ريما عاد، أكاديمية إنترناشيونال،

بيروت، ٢٠٠٢، العنوان الأصلي للكتاب بالإنكليزية:

Alexander sainz, " Ten Minute Guide to Stock Market Investing Second Edition", Macmillan Lifestyles, 2000.

* سينسير (مايكل)، دليل التعامل في سوق الأسهم، حقوق الترجمة العربية والنشر

والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٥، إعادة طبع الطبعة الرابعة، العنوان الأصلي

للكتاب بالانكليزية:

Michael Sincere, UNDERSTANDING STOCKS, McGraw – Hill Companies, Inc., New York, 2004.

* د. الشعار (نضال)، الأسواق المالية "البورصة"، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب،

عام ٢٠٠٢.

* شيمو (مايكل دي.)، قوانين سوق الأسهم، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع

لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٦، الطبعة الثالثة، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Michael D. Sheimo, STOCK MARKET RULES, 50 of the Most Widely Held Investment Axioms Explained, Examined, and Exposed, the McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 2005, THIRD EDITION.

* د. طاحون (نصر علي)، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية، دراسة تأصلية لبورصات

الأوراق المالية والمحافظ المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، عام ٢٠٠٣.

* د. عبد الحميد (عاشور عبد الجواد)، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس

المال، دراسة في تشريعات مصر والكويت والأردن مقارنة بالنظامين الفرنسي والأمريكي،

دار النهضة العربية، القاهرة، عام ١٩٩٥.

* د. فتحي (حسين)، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية،

القاهرة، عام ١٩٩٦.

جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Esmé Faerber, ALL ABOUT STOCKS, McGraw – Hill, New York, 2000, Second Edition.

* كاي (مايكل)، دليل ستاندر آند بورز من أجل اختيار الأسهم في البورصة، حقوق

الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Michael Kaye, THE STANDARD & POOR'S GUIDE TO SELECTING STOCKS, Finding the Winners and Weeding out the Losers, McGraw – Hill Companies, Inc., New York, 2006.

* د. كنجو (كنجو)، د. شيحا (أيمن)، رشيد (مروان)، الأسواق المالية، منشورات جامعة

حلب، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، عام ٢٠٠٥.

* كوفل (مايكل)، أسرار البورصة، ترجمة رشا جمال، الدار العربية للعلوم - ناشرون،

بيروت عام، ٢٠٠٧. العنوان الأصلي للكتاب بالإنكليزية:

How Great Traders Make Millions in Up or Down Markets, Pearson Education, Inc., Publishing as Financial Times Prentice Hall, New Jersey, 2006.

* د. مجيد (ضياء)، البورصات أسواق المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة،

الإسكندرية، عام ٢٠٠٥.

* محمد (حسام الدين)، العطار (حامد)، ألف باء بورصة، خبرات مالية وشرعية، الدار

العربية للعلوم، بيروت، عام ٢٠٠٦، الطبعة الأولى.

* د. محمود (شعبان أحمد)، سليم (رجب عبد الحكيم)، شرح أحكام قانون رأس المال،

الجزء الأول، دار أبو المجد للطباعة بالهرم، القاهرة، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى.

* د. محمود (شعبان أحمد)، سليم (رجب عبد الحكيم)، شرح أحكام قانون رأس المال،

الجزء الثاني، دار أبو المجد للطباعة بالهرم، القاهرة، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى.

* د. **الملحم** (أحمد عبد الرحمن)، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية، مطبوعات جامعة الكويت، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، الكويت، عام ١٩٩٨.

* د. **الملحم** (أحمد عبد الرحمن)، الإطار القانوني لخيار شراء القيم المنقولة "دراسة مقارنة"، مطبوعات جامعة الكويت، لجنة التأليف والتعريب والنشر، مجلس النشر العلمي، الكويت، ٢٠٠١.

* مؤسسة **مورنينج ستار**، سلسلة كتب الاستثمار التدريبية: الأسهم، كيف تدخل عالم سوق الأسهم، حقوق الترجمة العربية والنشر والتوزيع لمكتبة جرير، الرياض، عام ٢٠٠٧، الطبعة الأولى، العنوان الأصلي للكتاب بالانكليزية:

Morningstar, Inc., Investing Workbook Series: Stock 1, How to Get Started in Stocks, Wiley & Sons, Inc., 2005.

* **الموصللي** (بشر)، البورصة كيفية المضاربة والاستثمار، شعاع للنشر والعلوم، حلب، عام ٢٠٠٣، الطبعة الأولى.

* د. **هندي** (منير إبراهيم)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، عام ١٩٩٩.

* د. **هندي** (منير إبراهيم)، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، عام ٢٠٠٣.

* أ. **هندي** (خليل)، **الناشف** (أنطوان)، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس-لبنان، عام ٢٠٠٠.

* **ياسين** (محمد يوسف)، البورصة، عمليات البورصة-تتازع القوانين-اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، عام ٢٠٠٤، الطبعة الأولى.

ج-الرسائل العلمية:

* د. **صرخو (يعقوب يوسف)**، "الأسهم وتداولها في الشركة المساهمة"، رسالة مقدمة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت عام ١٩٨٢، غير منشورة.

* أستاذنا الدكتور **قرياش (محمد محب الدين)**، "النظام القانوني لشراء الشركة لأسهمها، دراسة مقارنة بين القانونين الفرنسي والمصري"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت عام ٢٠٠٤، غير منشورة.

* د. **محمد (سيد طه بدوي)**، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، رسالة للحصول على درجة الدكتوراه في الحقوق، جامعة القاهرة، نوقشت في عام ٢٠٠٠، غير منشورة.

د-البحوث والمؤتمرات:

* د. **أبو طعيمة (حسام)**، دور شفافية المعلومات تجاه إعادة الثقة لصغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودي. (بالتطبيق على منطقة عسير)، الندوة العلمية الأولى لقسم المحاسبة (السوق المالية السعودية: نظرة مستقبلية)، جامعة الملك خالد، أبها، ١٣-١٤ نوفمبر/تشرين الثاني ٢٠٠٧ م.

* د. **السحبياني (محمد بن إبراهيم)**، "التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي"، ورقة عمل مقدّمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشريعة، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، الأربعاء ٢٧ صفر ١٤٢٩ هـ (الموافق ٥ مارس/آذار ٢٠٠٨ م).

* **عبد السلام (سلطان عبد السلام إبراهيم)**، الجرائم المالية في البورصات، "الجريمة الأولى جريمة التلاعب في السوق"، دراسة تحليلية مقارنة بين النظام السعودي والبريطاني.

- * **البدراني (بادي)**، "مطالب بتشديد الرقابة على ناشري الشائعات"، جريدة الرياض اليومية، العدد ١٣٦٣٤، تاريخ السبت ١٩/رمضان/١٤٢٦هـ، ٢٢/أكتوبر/٢٠٠٥م.
- * **د. عزام (هنري)**، "إبقاء الشركات الخاصة أو تحويلها إلى مساهمة عامة"، مقال منشور في مجلة سوق المال الفلسطيني، اقتصادية متخصصة، تصدرها سوق فلسطين للأوراق المالية، العدد الأول، حزيران ٢٠٠٧.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

A-Publications by English language:

1-Articles:

- * **ALLEN** (Franklin), **GALE** (Douglas), stock price manipulation, Rodney L. White center for financial research, Philadelphia, 1990.
- * **GIANNETTI** (Mariassunta), **KOSKINEN** (Yrjö), investor protection and the demand for equity, European Corporate Governance Institute (ecgi), finance working paper n°. 64/2004, august 2005.
- * **HUDDART** (Steven J.), **KE** (Bin), information asymmetry and cross-sectional variation in insider trading, Contemporary Accounting Research, Vol. 24, No. 1, spring 2007.
- * **KYLE** (Albert S.), **VISWANATHAN** (S.), price manipulation in financial markets, how to define illegal price manipulation, American Economic Review: papers & proceedings, May 2008.
- * **LELAND** (Hayne E.), insider trading: should it be prohibited?, the Journal of Political Economy, the University of Chicago press, vol. 100, no. 4., August 1992.
- * **SCHWARTZ** (Victor E.), **BERNSTEIN** (Peter D.), protect investors from plaintiffs' lawyers' stock manipulation, Legal Backgrounder, Washington Legal Foundation, Vol. 18 No. 28, 27, June 2003.

* **WISNIEWSKI** (Tomasz P.), **BOHL** (Martin T.), the information content of registered insider trading under lax law enforcement, *International Review of Law & Economics*, 2005 – Elsevier.

2-Special publications:

* **AGGARWAL** (Rajesh K.), **WU** (Guojun), stock market manipulation — theory and evidence, March 11, 2003.

* **ALLEN** (Franklin), **LITOV** (Lubomir), **MEI** (Jianping), large investors, price manipulation, and limits to arbitrage: an anatomy of market corners, draft of 14/1/2006.

* **BAINBRIDGE** (Stephen M), insider trading, in the *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham, Edward Elgar, 2000.

* **BALACIU** (Diana), **Pop** (Cosmina Madalina), is creative accounting a form of manipulation?, 2008.

* **BARNARD** (Jayne W.), securities fraud, *Penn State Law Review*, Vol. 113:1, 10/30/2008.

* **BRODY** (Steve), criminal insider trading: prosecution, legislation, and justification, Stanford Law school, May 2009.

* **COMERTON-FORDE** (Carole), **J. PUTNINS** (Tālis), measuring closing price manipulation, discipline of finance, faculty of economics and business, University of Sydney, Australia, 22 February 2007.

* **DOMOWITZ** (Ian), **LEE** (Ruben), the legal basis for stock exchanges: the classification and regulation of automated trading systems, March 1998.

* **ENRIQUES** (Luca), **GATTI** (Matteo), is there a uniform EU (European Union) securities law after the financial services action plan?, April 2007.

* **KITCH** (Edmund W.), regulation of the securities market, in *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham, Edward Elgar, 2000.

* **MEI** (Jianping), **WU** (Guojun), **ZHOU** (Chunsheng), behavior based manipulation: theory and prosecution evidence, April 7, 2004.

* **SIEGEL** (Jordan), can foreign firms bond themselves effectively by renting U.S. (United States) securities laws?, August 8, 2002.

* **SIDDIQI** (Hammad), stock price manipulation: the role of intermediaries, Munich Personal RePEc Archive (MPRA), paper No. 6374, December 2007.

* **WATSON** (Michael J.), the regulation of capital markets, market manipulation and insider trading.

* **YAHYA** (Moin A.), the legal status of “Dump & Sue”: should plaintiffs and their attorneys be prohibited from trading the stock of companies they sue? – a law and economics approach, March 9, 2005.

3-Scientific reports:

* **DE MONTRICHER** (Nicole), changes in the policy prohibiting insider trading in France, paper prepared for the IPSA section of the structure of governance, at the George Washington University, Washington (USA), May 22-24, 2003.

* **European** Group on Market Manipulation, financial services action plan, issues paper for the first meeting of the group, 2000.

* The **International** Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", investigating and prosecuting market manipulation, report of technical committee, May 2000.

* The **International** Organization of Securities Commissions "OICV-IOSCO", insider trading how jurisdictions regulate it, report of the emerging markets committee, March 2003.

* **KIRDYASHKIN** (Dmitry), protecting the integrity of the market, presentation on, price manipulation practices on the Russian securities market and Russian law to prevent such manipulations, World Bank Corporate Governance Roundtable for Russia, Moscow, 24-25 February 2000.

* **SEITZINGER** (Michael V.), federal securities law: insider trading, report for congress, order code RS21127, congressional research service, the library of congress, January 30, 2002.

* The article "**Special** Update on Administrative Liability for Violating Corporate and Securities Market Legislation", White & Case, Moscow, 23 April 2009.

4- Dictionaries:

* **IBRAHIM** (Michel), **FARHAT** (Fadi. A.), dictionary of business and finance, (English - Arabic), DAR AL-KOTOB AL-ILMYAH, Beirut, 2007, 1th edition.

5- Encyclopedias:

* Encyclopedia of Law and Economics, Cheltenham, Edward Elgar, 2000.

6-Internt Pages:

* The **Australian** Securities Exchange, market manipulation.

* The article "**Bad** Corporate News Turns Into Securities Class Action".

* The article "**Beijing** Court Accepts Largest Stock Price Manipulation Case", China Internet Information Center, People's Daily, May 31, 2002.

* The article "**Equity** Price Manipulation in Nigeria: Legal Issues", PUC journal, August 2008, Paul Usoro Company (PUC).

* **ESU** (Boniface), "SEC Clears Firms On Share Price Manipulation", Updated 2009-04-02.

* **KHOZA** (Francisco), "Deliberate manipulation of securities prices will invariably and inevitably be harshly penalised", July 2009.

* **MARTIN** (Shaun), "discussion and first analysis of the case at Desai v. Deutsche Bank Securities", blog California appellate report, July 29, 2009, August 01 2009.

* **Republic** of the Philippines, price manipulation.

B-Publications by French language:

1-Ouvrages Spéciaux:

* **APOSTOLOVA** (Nikolina), **LAY** (Sophie), **WILHELM** (Térence), la loi dite de sécurité financière : présentation générale, séminaire droit des marchés financiers, du 8 octobre 2003.

* **BERCOT** (Nicolas), **KESLASSY** (Michael), détection du délit d'initié, département de mathématiques appliquées, Ecole Polytechnique, Décembre 2005.

* **BORISSOVA** (Miroslava), **HUG** (Jonathan), les leçons juridiques de la loi SARBANES – OXLEY du 30 Juillet 2002, 2005.

* **BRANDOUY** (Olivier), **BARNETO** (Pascal), incertitude et fourchettes de prix sur un marché d'enchères: les apports du laboratoire, Finance Contrôle Stratégie – volume 2, N° 3, septembre 1999.

* **BRETON** (Gaetan), **SCHATT** (Alain), manipulation comptable: les dirigeants et les autres parties prenantes, 2003.

* **DECHARNEUX** (B.), **BLAMPAIN** (D.), réflexions d'éthique sur le délit d'initié, faculté des sciences appliquées faculté des sciences économiques, Université libre de Bruxelles, Université d'Europe, Mars 2006.

* **DE KEULENEER** (Eric), aspects éthiques de la surveillance des entreprises par le marché et les fusions et acquisitions.

* **DELSAUX** (Pierre), l'indispensable régulation des marchés financiers, Reflets et Perspectives, XLIII, 2004/2.

* **FERON** (Benoît), les délits boursiers, en droit belge et en droit compare, Colloque Les délits financiers, Bruxelles, Belgium, 30 septembre 1999.

* **HAMON** (Jacques), le rôle et l'évolution des institutions de surveillance, Lavoisier Revue française de gestion, 2002/5 - N° 141, page.

* **LOOSDREGT** (Henry-Benoît), prévenir les risqué éthiques de votre entreprise, guide pratique à l'usage des dirigeants, Insep Consulting Éditions.

* **MUNIESA** (Fabian), le marché comme solution informatique: le cas du Arizona Stock Exchange, papiers de recherche du Centre de Sociologie de l'Innovation, N° 008, version juillet 2007.

* **PERROT** (Etienne), la Bourse. exubérante autant que rationnelle, SER-SA Études, N° 397, Paris, Décembre 2002\6.

2-Thèses:

* **VOLZ** (Stefanie), la surveillance des bourses en France et en Allemagne une comparaison analytique, Université Robert Schuman, Strasbourg III, année universitaire 2002/2003.

3-Les rapports scientifiques en français:

* **Protocole** de prévention d'un délit d'initié, ce protocole fait partie intégrante de la charte de gouvernance d'entreprise de la société.

C-Publications by Korean language:

* 박영석, 주가시계열을 통한 내부자거래 적출에 관한 연구, (서강대), Korea, 2008.01.

(بازك يونج سيوك، دراسة عن استخراج المُطَّلَعِينَ في تداول الأسهم من خلال سلسلة زمنية، جامعة سون جانج).

D-Publications by Russian language:

* Ю. Сизов, Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России, Московский опыт, Москва 1999.

(يو سيزوف، تنظيم الدولة لسوق الأوراق المالية في روسيا، تجربة موسكو، موسكو ١٩٩٩).

ثالثاً: الأحكام القضائية:**أ- الأحكام القضائية العربية:**

* محكمة النقض السورية، نقض رقم ١١، صادر بتاريخ ١٩٦٤/٤/٢٨.

* محكمة التمييز اللبنانية المدنية، الغرفة الأولى، القرار رقم ٥٦، الصادر بتاريخ

١٩٦٤/٤/٣٠.

ب- الأحكام القضائية الأجنبية:**A-American Court judgments:**

* Diamond versus Oreamuno, New York appeal court, 1969.

* Dirks versus American Securities Exchange Commission, Supreme Court of the United States, 1983.

* Carpenter versus United States, United States Supreme Court, 1987.

* Schwartz versus Novo Industry, April 24, 1987.

* Greenfield versus Banpais S.A., the Southern District of New York, October 11, 1994.

* United States Supreme Court versus O'Hagan, 1996.

* American Securities Exchange Commission versus Cavanaugh, 1998.

* Friedman versus Alcatel Alsthom, November 10, 1999.

- * United States Supreme Court versus Ebbers, **2006**.
- * Desai versus Deutsche Bank Securities, July 29, **2009**.
- * Indiana State District Counsel versus Omnicare Inc., case No. 07-6379, Oct. 21, **2009**.

B-Australian Court judgment:

- * Nomura-case, **1998**.

C-Belgium Court judgment:

- * Charleroi commercial court, 27 septembre **1995**.

D-Canadian Court judgment:

- * Schoenbaum versus Firstbrook, **1968**.

E-French Court judgments:

I- Décision de Cour de Appel:

- * Cour d'appel de Paris, N° de pourvoi: 18762/2002:, audience publique du 1 avril **2003**.
- * Cour d'appel de Paris, 9e chambre, en date du 23 février **2005**.
- * Cour d'appel de Paris, audience publique du 12 /9/ **2006**.

II- Décision de Cour de Cassation:

- * Cour de cassation de France, chambre criminelle, cassation partielle, audience publique du 14 juin **2006**.
- * Cour de cassation de France, chambre criminelle, N° de pourvoi: 05-13047, audience publique du 11 juillet **2006**.
- * Cour de cassation de France, chambre commercial, cassation partielle, N° 1022 du 11 juillet **2006**.

III-Décision de Conseil d'État de France:

- * Conseil d'État de France, statuant au contentieux, N° 288537, lecture du 20 janvier **2006**.
- * Conseil d'État de France, statuant au contentieux, N° 293625, lecture du 22 juin **2006**.
- * Conseil d'État de France, statuant au contentieux, N° 259231, lecture du 13 juillet **2006**.
- * Conseil d'État de France, statuant au contentieux, N° 298912, lecture du 14 décembre **2006**.

F-South Africa Court judgment:

- * Michael Berman versus the Financial Services Board, 17/2/**2009**.

(قائمة المصطلحات)

(Glossary)

I: English Glossary**أولاً: المصطلحات باللغة الإنكليزية**

Accidental Insider	المُطَّع العَرَضِي
Accounting Fraud	التلاعب المحاسبي
Acquire Control	انتزاع السيطرة
Administrative Sanctions	العقوبات الإدارية
Advancing the Bid	رفع العروض
Agent	وكيل
Artificial Prices	أسعار مصطنعة
Aspersions	التشهير
Behind the Scenes	وراء الكواليس
Big Bang Strategy	إستراتيجية الضربة الكبرى
Boiler Rooms	غرف الغلاية
Call Option	خيار الشراء
Capping and Pegging	التغطية والتحديد
Capture Wealth	ثروة الاستحواذ
Cash Settlement	التسوية النقدية
Circumstantial Evidence	دليل ظرفي
Collusion	التواطؤ
Confidentiality	السرية
Confidential Information	المعلومات السرية
Control of a Listed Company	سيطرة على شركة مُدرجة
Contract Price	سعر التعاقد
Cornering the Market	احتكار السوق
Cumulative Abnormal Trading Volume	حجم تداولي تراكمي شاذ

Delisting Securities	شطب الأوراق المالية
Deceptive Trading Activity	نشاط تداولي مخادع
Delivery Squeeze	ضغط التسليم
Depressed	تخفيض
Depressing the Price	ضغط الأسعار
Derivative Securities	الأوراق المالية المشتقة
Dictate Prices	إملاء الأسعار
Dominant Position	مركز مهيم
Downward Price Momentum	قوة دافعة لخفض الأسعار
Efficient Market	السوق الكفاء
Emerging Markets	الأسواق الناشئة
Exercise Price	سعر التنفيذ
False or Misleading Impression	انطباع خاطئ أو مضلل
Fictitious Orders	الأوامر الوهمية
Fiduciary Duty	واجب الشخص المؤتمن
Financial Derivatives	المشتقات المالية
Fine	الغرامة
Force the Price Down	يُجبر السعر على الانخفاض
Formal or Simulated Contracts	العقود الصورية أو المظهرية
Forwards Contracts	العقود الآجلة
Fraud on the Market	احتيال على السوق
Future Contract	العقود المستقبلية
Globalization of the Securities Markets	عولمة أسواق الأوراق المالية
Gross Negligence	الإهمال الجسيم
Herd Effect	تأثير القطيع
Higher Bidder	العارض الأكبر
High Pressure Sales	مبيعات الضغط العالي

Inflated Price	السعر المتضخم
Informed Outsiders	المُطلعون الغُرباء
Insiders	المُطلعون
Inside Information	المعلومات الداخلية
Insider Dealing	تعامل المُطَّلعين
Insider Trading	اتجار المُطَّلعين
Intent	القصد
Intention	النية
Intentionally	قصدًا
Key Issue	القضية المفتاحية
Manipulator	المتلاعب
Manipulators	المتلاعبين
Market Efficiency	كفاءة السوق
Market Liquidity	سيولة السوق
Market Manipulation	التلاعب بالسوق
Massive Sale	البيع الضخم
Match Orders	الأوامر المتقابلة
Material	جوهري
Materiality	الجوهرية
Misappropriation	إساءة استعمال صلاحيات الوظيفة أو المركز
Momentum	قوة دافعة
Negligently	الإهمال
Noise Trader	متعامل الضوضاء
Option Contract	عقد الخيار
Option Price	سعر الخيار
Outside Insiders	مُطلعون خارجيين

Outsider	خارجي
Overbought	الشراء بسعر مرتفع
Oversold	البيع بسعر منخفض
Passing	تمرير
Pegging	تثبيت الأسعار
Penal Sanctions	العقوبات الجزائية
Personal Gain	منفعة شخصية
Phenomenon	ظاهرة
Piggybacking	إضافة عربات الشحن إلى القطار
Possession	حيازة
Premium	علاوة
Legal Presumption	قريئة قانونية
Price Dispersion	تشتت السعر
Price Momentum	قوة دفع للسعر
Pricing	التسعير
Principal Insider	المُطلَع الرئيسي
Principal Tippee	المُتَّصِل الرئيسي
Prohibited Activities	التصرُّفات المحظورة
Prophylactic Rules	القواعد الوقائية
Professionals	المُحترفين
Promoter	المروِّج
Pump and Dump	الضخ والإغراق
Pumping and Dumping	الضخ والإغراق
Put Option	خيار البيع
Quasi Insiders	أشباه المُطلَعين
Raising the Price	رفع الأسعار
Ramping	شَبَّ الفرس

Related Parties	الأطراف ذوي العلاقة
Resistance Level	مستوى المقاومة
Rumors	شائعات
Secondary Insider	المُطَّع الثانوي
Secondary Tippee	المُتَّصِل الثانوي
Secondary Tippees	المُتَّصِلون الثانويين
Securities Price Manipulation	التلاعب بأسعار الأوراق المالية
Source of information	مصدر المعلومات
Speculation	مضاربة
Speculator	مضارب
Squeeze	الضغط
Standardized Contract	عقد مُنمَّط
Strike Price	سعر التسوية
Supply and Demand	العرض والطلب
Supply-Demand Imbalance	اختلال في توازن العرض والطلب
Support Level	مستوى الدعم
Suspension of Trading	وقف التداول
Takeover	الاستحواذ
Temporal interdiction of activities	الوقف المؤقت عن العمل
Tippee	المُتَّصِل الرئيسي
Tippees	المُتَّصِلون
Tipper	الناقل
Tipping	الاتصال
Tipping	إفشاء
Trading	التعامل
Unexplained	غير مُبرَّر
Unfair Information	المعلومات غير العادلة

Upward Price Momentum	قوة دافعة لرفع الأسعار
Wash Sale	البيع المظهري
Watch List	قائمة مراقبة

II: French Glossary

ثانياً: المصطلحات باللغة الفرنسية

Abus de Marché	اعتداء على السوق
Accaparement	الاستحواد
Agiotage	التلاعب بالأسعار
Bouilloire	غلاية
Le Délit d'Initié	تعامل المُطّلعين
Dîner en Ville	العشاء في المدينة
l'éthique Financière	أخلاق المالية
Informations Privilégiées	المعلومات المتميّزة
L'Intention	النية
Initié	المُطّلع
Interdiction Temporaire	الوقف المؤقت عن العمل
Intoxications Boursiers	تسميم البورصة
Manipulation de Cours	التلاعب بالأسعار
Non bis in Idem	عدم العقاب على نفس الجريمة مرتين
Non Publique	غير معمم
Obligation d'Abstention	الالتزام بالامتناع عن الاستفادة
Obligation de Confidence	الالتزام بالثقة
Option d' Achat	خيار الشراء
Option de Vente	خيار البيع
Opération au Comptant	التعاقد العاجل
Opérations à Terme	العمليات الآجلة
Les Ordres de Bourse	أوامر سوق الأوراق المالية

Ordres Fictifs	الأوامر الوهمية
Paiement de Différence	دفع الفرق
Personnel Attaché	مودعة شخصية
la Présomption d'innocence	افتراض البراءة
Le Problème de la Preuve	مُعْضَلَةُ الأَدْلَةِ
Recommander	المشورة

Declaration

**I declare that the research wasn't accepted
to get any certificate whatever it was.**

**The candidate student:
Humam AL QUSSI**

**The Director lecturer
Confirmation**

**I confirm that the work which come from
the research was accomplished by the
candidate student Humam Al QUSS, and any
referring to another research was certified in
the work**

**The Director lecturer:
Dr. Mohamed KARABASH**

Abstract

This research about illegal practices of the securities exchange market aims at deep studying of the violation of securities exchange principles, which serves to distort the natural mechanism in the market.

So we divided the research into two parts, we studied in the first one the illegal insider trading practice in securities exchange, which violates the principle of "equal access to information" in the market, and we discussed the conditions that must be existed for the application of the law within the scope of this practice, and the practical mechanisms of this practice, and we knew the position of the Syrian legislator and other legislators concerning with this practice, and we knew how we can facing and chasing this practice legally.

In the second part of this research we studied the illegal price manipulation in securities exchange, which violates the principle of "fair price creation" with analyzing its mechanisms and complex schemes, and we studied every details about this practice, and we knew how to apply it, and then knew the position of the Syrian legislature and other lawmakers concerning with this practice, including how we can confronting and prosecution this practice legally.

At the end of the research we reached to a group of results and recommendations which help to avoid legal gaps, and legislation blanks, and this consequences aims to find an equitable, transparent, and as much as possible empty market from illegal practices.

Aleppo University
Faculty of Law
Commercial Law



Illegal Practices in the Securities Exchange

The thesis was prepared
to obtain the master degree in law

:Prepared by the student
Humam AL QUSSI

:The director lecturer
Dr. Mohamed KARABASH
Lecturer in Commercial Law
Department
Faculty of Law
Aleppo University

2011—1432

Aleppo University
Faculty of Law
Commercial Law Department



Illegal Practices in the Securities Exchange

The thesis was prepared
to obtain the master degree in law

Prepared by the student:
Humam AL QUSSI

The director lecturer:
Dr. Mohamed KARABASH

2011—1432