

# جريمة التلاعب في البورصة – آثارها وطرق مكافحتها ( دراسة مقارنة )

إعداد

د . أحمد مسعود أدهم منصور

أستاذ مساعد

كلية العدالة الجنائية – جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية

( الرياض – المملكة العربية السعودية )

## جريمة التلاعب في البورصة - آثارها وطرق مكافئتها

### ( دراسة مقارنة )



إعداد

د . أحمد مسعود أدهم منصور

أستاذ مساعد

كلية العدالة الجنائية - جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية  
( الرياض - المملكة العربية السعودية )

### موجز عن البحث

يهم البحث بجريمة التلاعب في البورصة في نظام السوق المالية الذي أدخلته المحكمة العربية السعودية لتنظيم تداول الأوراق المالية وأسسته نظام السوق المالية منذ ٢٠٠٣م، وقد صدر بالمرسوم الملكي رقم ٣٠/٢ بتاريخ ١٤٢٤/٦/٢ هـ الموافق ٢٠٠٣م/٧/٣١، وقد قصرنا في معرض معالجتنا تلك الجريمة على وضع إطار مفاهيمي لها في ضوء نظام السوق المالية السعودية مع تمييزها عن غيرها من الجرائم الأخرى حتى يستطيع الوقوف على أحكام المسؤولية عن جريمة التلاعب في البورصة في النظام السعودي والتشريعات المقارنة وطرق مكافحة التلاعب في أسعار العالمية لرفعها بطريقة مصطنعة بغرض الكسب المالي والمضاربة غير المشروعة، الأمر الذي يؤدي إلى انهيار سوق الأوراق المالية ومن ثم انحرافه عن تحقيق وظائفه التي يرنو إلى تحقيقها .

وقد برزت أهمية هذا الموضوع والذي طرح نفسه بشدة في الآونة الأخيرة بسبب

الأزمات المالية المتكررة التي يواجهها السوق المالية بصفة عامة وتداعت أصداؤها في بقاع العالم المختلفة، وقد اتخذت بعض مظاهر تلك الأزمة انهيار السوق المالية (البورصة) في الولايات المتحدة وفي العديد من بقاع الأرض.

وإذ وضع المنظم السعودي خطة ساير فيها التشريعات المعاصرة من حيث التصدي لتلك الجريمة الأخطر في سوق الأوراق المالية من خلال وضعه مجموعة من القواعد التي تحكم المسؤولية عن تلك الجريمة؛ ومن ثم ملاحقة مرتكبيها بكافة صورها التجريبية، وذلك بهدف مكافحة آثارها وانعكاساتها على الاقتصاد القومي، بل وقد تفوق على بعض من التشريعات كالتشريع المصري في تخويله أجهزة إدارية متخصصة سلطة الضبط القضائي في مجال الكشف عن جرائم السوق المالية وتجميع الأدلة في شأنها، حيث يسمح لهيئة السوق المالية بالجمع بين سلطات الضبط القضائي وسلطات التحقيق وسلطة الادعاء، الأمر الذي جعل لهذا الموضوع الحيوي أهميته في البحث والتصدي لدراسته لإلقاء الضوء على أهم جوانبه.

ومن ثم فقد تم تناول بحث : " جريمة التلاعب في البورصة واثرها وطرق مكافحتها" من خلال المحثين التاليين:

المبحث الأول: الأحكام العامة بجريمة التلاعب في البورصة .

المبحث الثاني: أحكام المسؤولية عن جريمة التلاعب في البورصة وطرق مكافحتها.

**الكلمات المفتاحية:** جريمة ، التلاعب ، البورصة ، مكافحة

## The Crime Of Stock Market Manipulation - Its Effects And Ways To Combat It ( Comparative Study)

**Ahmed Masoud Adham Mansour**

College of Criminal Justice - Naif Arab University for Security Sciences , Riyadh/ Saudi Arabia

**Email:** [drahmedmansour29@yahoo.com](mailto:drahmedmansour29@yahoo.com)

### **Abstract :**

The research is concerned with the crime of manipulating the stock exchange in the financial market system that was introduced by the Saudi Arabian Court to regulate the circulation of securities and called the financial market system since 2003 AD, and it was issued by Royal Decree No. In the course of our treatment of this crime, we have to develop a conceptual framework for it in the light of the Saudi financial market system, while distinguishing it from other crimes, so that the provisions of the responsibility for the crime of manipulating the stock exchange in the Saudi system, and the comparative legislation and methods of combating manipulation in international prices to raise them in an artificial way for the purpose of gain Financial and illegal speculation, which leads to the collapse of the stock market and then its deviation from achieving the functions that it aspires to achieve.

The importance of this topic, which has emerged strongly in recent times, has emerged due to the repeated financial crises facing the financial market in general, and their reverberations in various parts of the world. As the Saudi regulator has drawn up a plan in which contemporary legislation is in line with regard to addressing this most serious crime in the stock market by setting a set of rules governing responsibility for that crime; And then to prosecute the perpetrators in all their criminal forms, with the aim of combating their effects and repercussions on the national economy.

It has even surpassed some legislations such as the Egyptian legislation in authorizing specialized administrative bodies the power of judicial control in the field of detecting financial market crimes and gathering evidence in them, as the Market Authority allows Finance by combining judicial control authorities, investigation authorities and the prosecution authority, which made this vital topic important in research and addressing its study to shed light on its most important aspects. Hence, a research has been addressed: "The crime of stock market manipulation, its impact and ways to combat it" through the following researchers:

The first topic: General provisions for the crime of stock market manipulation.

The second topic: the provisions of responsibility for the crime of manipulating the stock exchange and ways to combat it.

**Keywords:** Crime, Manipulation, Stock Exchange, Combat

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## مقدمة

تتعدد صور النصوص التجريبية في التشريعات المقارنة التي ترمي إلى حماية السوق المالية من التلاعب في القيم المالية الكبيرة التي يتم تداولها فيها<sup>(١)</sup>، حيث تعد جريمة التلاعب في البورصة من أخطر الجرائم التي تقع في محيط سوق الأوراق المالية، وهذا ما جعل المنظم السعودي أن يصدى لتلك الجريمة من خلال وضعها في بؤرة اهتمامه وعلى رأس سياسته الجنائية لحماية تداول الأوراق المالية في السوق المالية في المملكة العربية السعودية سواء من ناحية التجريم أو من ناحية العقاب أو الملاحقة.

وقد ركزنا في هذا البحث على جريمة التلاعب في البورصة في نظام السوق المالية الذي أدخلته المحكمة العربية السعودية لتنظيم تداول الأوراق المالية وأسمته نظام السوق المالية منذ ٢٠٠٣م، وقد صدر بالمرسوم الملكي رقم ٣٠ / ٢ بتاريخ ١٤٢٤ / ٦ / ٢ هـ الموافق ٢٠٠٣ / ٧ / ٣١ م<sup>(٢)</sup>، وقد قصرنا في معرض معالجتنا تلك

(١) راجع عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ١٩٩٩. ومن ذلك النصوص التي تعمد لتجريم أفعال يرتكبها الوسطاء الماليون في عمليات البورصة، التي تضع أحكاما خاصة بإجراءات تقرير تلك الجرائم وعقاب فاعليها تبرز دور الدولة في الاشراف والرقابة على هذا القطاع المالي الحساس. راجع في ذلك: منير أبو ريشة، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجديدة للنشر، ٢٠٠٧، ص ١١ وما بعدها. مجدي حبشي، الحماية الجنائية وشبه الجنائية للأسواق المالية، دار النهضة العربية، ٢٠٠٠ ص ٥.

(٢) وقد تضمن هذا النظام خمسا وخمسين مادة تضمنت المادة الأولى منه تعريفات للاصطلاحات التي وردت به ومنها المقصود بالهيئة والمقصود بالمجلس والمقصود بالرئيس والسوق والتداول والمصدر والتابع والسيطرة ومتعهد التغطية والاقرباء وطرح أو عرض الأوراق المالية ومستشار الاستثمار والمركز واللجنة واللوائح التنفيذية واللوائح الداخلية، ويقصد بالأوراق المالية الأسهم والسندات التي يتم تداولها في السوق المالية (البورصة) وتعطى تلك الأوراق حقا لحاملها في الحصول على جزء من العائد أو جزء من أصول

الجريمة على وضع إطار مفاهيمي لها في ضوء نظام السوق المالية السعودية مع تمييزها عن غيرها من الجرائم الأخرى حتى يستطيل الوقوف على أحكام المسؤولية عن جريمة التلاعب في البورصة في النظام السعودي والتشريعات المقارنة وطرق مكافحة التلاعب في أسعار العالمية لرفعها بطريقة مصطنعة بغرض الكسب المالي والمضاربة غير المشروعة، الأمر الذي يؤدي إلى انهيار سوق الأوراق المالية ومن ثم انحرافه عن تحقيق وظائفه التي يرنو إلى تحقيقها .

### أهمية البحث:

لا تخفي أهمية دراسة جريمة التلاعب في البورصة باعتبارها من أهم وأخطر الظواهر الاجرامية نظراً لخطورتها وانعكاسات أثرها على الاقتصاد القومي، وقد برزت أهمية هذا الموضوع والذي طرح نفسه بشدة في الآونة الأخيرة بسبب الأزمات المالية المتكررة التي يواجهها السوق المالية بصفة عامة وتداعت أصدائها في بقاع العالم المختلفة، وقد اتخذت بعض مظاهر تلك الأزمة انهيار السوق المالية (البورصة) في الولايات المتحدة وفي العديد من بقاع الأرض.

وإذ وضع المنظم السعودي خطة ساير فيها التشريعات المعاصرة من حيث التصدي لتلك الجريمة الأخطر في سوق الأوراق المالية من خلال وضعه مجموعة من القواعد التي تحكم المسؤولية عن تلك الجريمة؛ ومن ثم ملاحقة مرتكبيها بكافة

---

المنشأة أو الحقين معاً(٢)، وبالمثل فإن السندات تعطي لحاملها نصيباً في الفوائد المستحقة وكذا نصيباً في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة لصالحه وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق راس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩، ص ٥.

صورها التجريبية، وذلك بهدف مكافحة أثارها وانعكاساتها على الاقتصاد القومي، بل وقد تفوق على بعض من التشريعات كالتشريع المصري في تخويله أجهزة إدارية متخصصة سلطة الضبط القضائي في مجال الكشف عن جرائم السوق المالية وتجميع الأدلة في شأنها، حيث يسمح لهيئة السوق المالية بالجمع بين سلطات الضبط القضائي وسلطات التحقيق وسلطة الادعاء، الأمر الذي جعل لهذا الموضوع الحيوي أهميته في البحث والتصدي لدراسته لإلقاء الضوء على أهم جوانبه.

### خطة البحث:

- وسوف نعالج موضوع بحثنا " جريمة التلاعب في البورصة واثرها وطرق مكافحتها" من خلال المحثين التاليين:
- ❖ المبحث الأول: الأحكام العامة بجريمة التلاعب في البورصة .
  - ❖ المبحث الثاني: أحكام المسؤولية عن جريمة التلاعب في البورصة وطرق مكافحتها.



## **المبحث الأول**

**الأحكام العامة بجريمة التلاعب في البورصة**

## المبحث الأول الأحكام العامة بجريمة التلاعب في البورصة

تعد عملية التداول بالبورصة باعتبارها من العمليات الخاضعة لنظام السوق المالية الصادر عام ١٤٢٤هـ؛ ليست بمنأى عن المسؤولية سواء المدنية كانت أم الجنائية، فبالإضافة إلى الحق في تحريك المسؤولية الجنائية تجاه من يرتكب الجرائم التي تتعلق بتلك العمليات حال ارتكابه إحدى الجرائم التي نص عليها هذا النظام، فإنه فيحق للمساهم الرجوع بالمسؤولية المدنية عن الضرر الذي أصابه نتيجة البث أو النشر لمعلومات أو بيانات خاطئة أو مضللة يترتب عليها التأثير على أسعار الأسهم، أو نتيجة الاحتيال والتلاعب في البورصة. وسيرتكز بحثنا على التلاعب في البورصة دون غيره من الممارسات الأخرى الغير مشروعة وذلك لما قد ارتبط في حقيقة الواقع بظهور جميع البورصات تقريبا، ولذلك باتت العديد من النظم النظامية تحظر التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وتعاقب عليه.

وقد اهتم بدوره المنظم السعودي بكفالة تحقيق ذلك سواء في نظام السوق المالية أو وفقاً للقواعد العامة التي تكفل التعويض عن الأضرار الناشئة عن عمليات تداول الأسهم خصوصاً فيما يتعلق بالممارسات غير المشروعة بعد توافر الشروط اللازمة لتعويض المساهمين المتضررين في مجال تداول الأسهم وعلى الأخص توفر شرطي الخطأ والضرر في مجال التداول.

وعلى الرغم من ارتباط التلاعب بظهور البورصات تقريبا كما أشرنا، فإنه لا يوجد تعريف محدد للتلاعب بالأسعار يحظى بإجماع لدى الباحثين، وقد يبدو ذلك من الغريب بطبيعة الحال في ظل ذلك التنظيم النظامي للتلاعب في أغلب التشريعات

المقارنة منذ عقود طويلة مضت، علاوة على التاريخ الطويل للتلاعب في الأسواق المالية العالمية.

ولذلك قد تعددت التعاريف التي قيلت في التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية، هذا فضلا عن تعدد الفئات المتعاملة في بورصة الأوراق المالية الذين يمكنهم التلاعب في السوق، بحسب الإمكانيات التي يملكونها والمناصب التي يتقلدونها، وهم يلجأون - في سبيل الوصول إلى أهدافهم - إلى كل الوسائل والطرق الممكنة لتحقيقها، لذلك تتعدد صور التلاعب لدرجة أنه لا يمكن لهذه الصور أن تقع تحت حصر.

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

وسينصب بحثنا في هذا المبحث على تحديد الإطار المفاهيمي لجريمة التلاعب في البورصة، من خلال تحديد مفهوم جريمة التلاعب في البورصة (المطلب الأول)، ثم تميز جريمة التلاعب في البورصة عن غيرها من الجرائم وصورها (المطلب الثاني)، وذلك على التفصيل التالي.

## المطلب الأول

### مفهوم جريمة التلاعب في البورصة

لا يوجد تعريفاً محدداً لمصطلح "جريمة التلاعب في البورصة" ولذلك ينبعث

في كل مفردة من مفردات المصطلح على حدة، وذلك على التفصيل التالي:

## أولاً: مفهوم الجريمة:

الجريمة في اللغة تأتي بمعنى الذنب أو المخالفة على وجه العموم. الجرم في اللغة وهو التعدي، والجرم: الذنب والجمع أجرام، وجرم، وتجرم على فلان، أي: ادعي على ذنبا لم أفعله. والمُجرم: المذنب. وقيل في قوله تعالى: (لا يجرمنكم شنآن قوم على ألا تعدلوا) <sup>(١)</sup>. لا يُدخلنكم في الجرم" <sup>(٢)</sup>.

وتعرف الجريمة في الشرع بأنها: "محظورات شرعية زجر الله تعالى عنها بحد أو تعزير" <sup>(٣)</sup>. وتعرف الجريمة في الاصطلاح النظامي بأنها: "سلوك إداري يحظره النظام ويقرر لفاعلة جزاءا جنائياً" <sup>(٤)</sup>.

(١) سورة المائدة من الآية (٨). يقول ابن كثير: "قوله تعالى (لا يجرمنكم شنآن قوم) أي لا يحملنكم بعض قوم على ترك العدل فيهم، بل استعملوا العدل في كل أحد صديقاً كان أو عدواً" أنظر: تفسير القرآن العظيم، عماد الدين أبو الفداء اسماعيل بن كثير، ج ٢، ط.، (القاهرة: الدار المصرية اللبنانية، ت. ص ٣٠. وجاء في (ملاك التأويل): قوله تعالى: (لا يجرمنكم شنآن قوم على ألا تعدلوا) أي "لا يحملنكم ما وقر في صدوركم من بعضكم إياهم على متقدم إساءتهم" أنظر: ملاك التأويل القاطع بذوى الإلحاد والتعطيل في توجيه المتشابه اللفظ من أي التنزيل، أبو جعفر أحمد بن إبراهيم بن الزبير الأندلسي الغرناطي، تحقيق: محمود كامل أحمد السفر الأول، ط، (القاهرة: دار النهضة العربية، ت) ص ٢٣٥. وجاء في (فتح البيان في مقاصد القرآن) (لا يجرمنكم) لا يحملنكم قاله الكسائي وثلعب... قال أبو عبيدة والفراء: المعني لا يكسبنكم بغض قوم أن تعدلوا الحق إلى الباطل، والعدل إلى الجور، والجريمة والجرام بمعنى الكاسب والمعني في الآية لا يحملنكم بغض قوم على الاعتداء عليهم أو لا يكسبنكم بغضهم اعتداءكم الحق إلى الباطل " أنظر: فتح البيان في مقاصد القرآن أبو الطيب صديق بن حسن بن علي الحسين القنوجي البخاري، مراجعة عبدالله بن إبراهيم الأنصاري ج ٣ ط. (بيروت: المكتبة العصرية ت) ص ٣٢٩.

(٢) لسان العرب، تصحيح أمين عبدالوهاب، ومحمد الصادق العبيدي، مرجع سابق، ج ٢ ص ٢٥٨.

(٣) الأحكام والولايات السلطانية، أبو الحسن علي بن محمد بن حبيب البصري البغدادي الماوردي ضبط وتصحيح: أحمد عبد السلام، ط ٣ (بيروت: دار الكتب العلمية، ٢٠٠٦) ص ٢٧٣.

(٤) على عبد القادر القهوجي، وفتوح عبدالله الشاذلي، شرح قانون العقوبات القسم الثاني، النظرية العامة، والمسئولية،

فالجريمة في النظام، كل عمل يحرمه النظام، أو امتناع عن عمل يقضي به النظام، ولا يعتبر الفعل أو الترك جريمة في النظام، إلا إذا كان معاقباً عليه في التشريع الجنائي<sup>(١)</sup>.  
مما سبق يتضح لنا أن التعريفين الشرعي والنظامي للجريمة يتفقان والتعريف اللغوي في أن الجريمة تُعد سلوكاً محظوراً، إلا أن مفهوم الجريمة في اللغة قد يكون أعم منه في الشريعة والنظام. هذا بجانب أن التعريف اللغوي يطلق لفظ الجريمة بدون قيد على كل جريمة يحظرها الشرع أو النظام. على حين أن الجريمة في التعريف الشرعي هي كل سلوك محظور من الجهة الشرعية، بينما هي في التعريف النظامي كل سلوك مخالف للنظام.

و"يتفق التعريف الوضعي مع التعريف الشرعي للجريمة من حيث أن العقوبات كلها تستهدف منع الفساد ودفع الضرر، وهذا ما قرره الكتاب والسنة، وأكثر ما يشتمل عليه نظام العقوبات . إلا أن هناك اختلافاً بين التعريفين، فالنظام الوضعي سكت عن أفعال حرمها الشارع الحكيم ووضع لها عقاباً وعاقب على جرائم أخرى لم ينص الشارع على عقوبات مقدرة لها في الكتاب والسنة"<sup>(٢)</sup>.

---

والجزاء الجنائي، ط. (الإسكندرية: دار الهدى للمطبوعات، ٢٠٠٢) ص ٣٩. للمزيد من تعريفات الجريمة في القانون، أنظر: أحمد شوقي عمر أبو خطوة، شرح الأحكام العامة لقانون العقوبات، ط. (القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠٠٧) ص ١٤١.  
(١) عبد القادر عودة، التشريع الجنائي الموسوعة الجنائية ٦/٣، الأحكام العامة في القانون الجنائي ٣٨/١ ط. مؤسسة الرسالة ٦٧/١.  
(٢) أسامة عبدالله قايد، الجريمة وأحكامها العامة في الأنظمة الحديثة والفقعة الإسلامي، ط ٢ (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٥) ص ٣.

## ثانياً: مفهوم البورصة:

إن سوق الأوراق المالية تتكون من سوقين فرعيين يتمثلان في : الأولى "السوق الأولية" وتسمى بسوق الإصدار، أما الثانية "السوق الثانوية" وتسمى بسوق التداول، والجدير بالذكر؛ أن هناك عدة تعريفات قيلت من جانب الفقه في شأن بورصة الأوراق المالية نذكر منها:

- فهناك من يعرفها بأنها: "السوق الذي يتم فيه قيد وتداول الأوراق المالية بين المتعاملين، وفقاً للتفسير والتحليل للمعلومات المتدفقة"<sup>(١)</sup>.
- وهناك من يعرفها تعريفاً آخر بأنها: "مكان يتصل فيه راغبى شراء الأوراق المالية مع راغبى البيع"<sup>(٢)</sup>.
- وتعرف أيضاً بأنها "اجتماع لسماسة الأوراق المالية، يتم وفقاً للأشكال المحددة بواسطة القوانين واللوائح بقصد تداول الأوراق المالية وتحديد أسعارها"<sup>(٣)</sup>.
- وتعرف أيضاً بأنها "عبارة عن سوق منظمة مستمرة، تقام في مكان معين في مواعيد محددة بصفة دورية، غالباً ما تعقد بصورة يومية بقصد تداول صكوك مالية معينة، تتوفر فيها شروط محددة، بمقتضى القوانين واللوائح السارية، وتبرم فيها الصفقات بواسطة تدخل شركات السمسرة الأوراق المالية"<sup>(٤)</sup>.

(١) طارق عبد العال حماد: بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠م، ص ١٩.

(٢) مجدي شهاب: اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، ٢٠٠٠م، ص ١٦٢.

(٣) محمود محمد فهمي: سوق المال وبورصة الأوراق المالية، ندوة عقدت بمركز البحوث والدراسات القانونية بكلية الحقوق جامعة القاهرة، نوفمبر ١٩٩٥م، ص ٤.

(٤) سيد طه بدوي محمد: عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠١م، ص ٤٣.

وما يمكن أن نلاحظه على شأن تلك التعريفات السالف ذكرها؛ أنها تؤكد على أن البورصة ليست في حقيقتها إلا "سوقاً منظمة"، ومن ثم فهي تخضع للأنظمة والقوانين واللوائح السارية والمنظمة لعملها، ويتم التعامل فيها على بضاعة من نوع خاص تتمثل في الأوراق المالية، غير أن هذا التعامل لا يتم بصفة مباشرة بين البائعين والمشتريين مثله مثل السوق العادية الذي يتم فيه تداول البضائع المادية، وإنما يكون التداول بناء على تحليل للمعلومات المتاحة عن الأوراق المالية محل ولا يتم ذلك إلا من خلال الوسطاء الماليين، وهو يجعلنا نستطيع القول بأن بورصة الأوراق المالية تتكون من أربعة عناصر رئيسة تتمثل في الآتي:

١ - مكان التداول.

٢ - محل التداول "الأوراق المالية".

٣ - المتداولون "المتعاملون في الأوراق المالية".

٤ - أساس التداول "المعلومات المتاحة".

ومن جماع ما تقدم فبورصة الأوراق المالية هي سوق منتظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بقصد التعامل في الأوراق المالية وفقاً للأنظمة المعمول بها في هذا الشأن<sup>(١)</sup>.

**ثالثاً: مفهوم التلاعب في البورصة :**

في بادئ الأمر وكما أشرنا سلفاً فإنه لا يوجد تعريف محدد أو متفق عليه للتلاعب بالأسعار إلا أن التطبيق العملي وما شاهدته تلك الجريمة من ظهور في الواقع

(١) مراد كاظم، بورصة الأوراق المالية، ص ١١، ص ٧.

العملي كان أسبق في التصدي الفقهي لدراستها ووضع تعريف محدد لها، حيث ترمي جريمة التلاعب بالأسعار بالحادثة في ظهورها لتاريخ طويل، حيث يعتبر من أشهر المحاكمات التي تمت في مجال التلاعب بالأسعار ما تم خلال الحروب النابليونية من محاكمة مجموعة من الأفراد اشتركوا في نشر وترويج إشاعات كاذبة حول وفاة نابليون ودخول الحلفاء باريس، بغية التأثير في أسعار الأوراق المالية، كذلك ما قضت به محكمة مجلس الملك في إنجلترا من تجريم لفعل التآمر لرفع أسعار الأوراق المالية الحكومية عن طريق نشر إشاعات كاذبة، لما يترتب عليه من أضرار تصيب المشتريين<sup>(١)</sup>. ومن هنا ظهرت تعريفات مختلفة للتلاعب، وقد حددت هذه التعريفات المقصود بالتلاعب سواء في كان لغة أو نظاماً أو فقهاً، وهذا ما سنلقي الضوء عليه فيما يلي.

#### (أ) التعريف اللغوي للتلاعب في البورصة:

التلاعب في اللغة العربية: مأخوذ من اللعب وهو ضد الجد، هذا في أصل الاستعمال، والتلاعب معان أخرى، منها: السير يقوم إلى وجهة لم يقصدوها، التحايل أو الاحتيال، والخداع، والغش<sup>(٢)</sup>. وهناك من يرى أن الرابط بين كل هذه المعاني اللغوية

(١) أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية - كلية الحقوق، العدد الأول، ٢٠١٧، ص ٦٩١-٩٠٢.

(٢) أنظر المعني اللغوي عند:

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

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

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



هو البعد السلبي غير السوي للتلاعب، والنية السيئة من خلال تحقيق مصلحة خاصة على حساب إلحاق الضرر بالآخرين<sup>(١)</sup>.

أما مصطلح التلاعب في اللغة الإنجليزية (Manipulation)، (Manipulator) وهو يعنى التلاعب، والمضاربة والمناورة في السوق التجارية للتأثير في الأسعار بهدف إلى خداع<sup>(٢)</sup>، كما يعنى السيطرة والتأثير على شخص ما واستغلاله من خلال طرق حاسمة وغادرة بهدف تحقيق فوائد<sup>(٣)</sup>.

### (ب) التعريف النظامي للتلاعب في البورصة:

تعرض المنظم المصري للتلاعب بالأسعار ، فقد اعتبر التلاعب " أي عمل أو امتناع عن عمل بقصد التأثير في أسعار تداول الأوراق المالية، يكون من شأنه الاضرار بكل أو بعض المتعاملين في سوق الأوراق المالية، ويخضع التلاعب في الأسعار لحكم المادة ٦٣ بند ٦ من نظام سوق رأس المال"<sup>(٤)</sup> التي تنص على أنه مع عدم الاخلال بأية عقوبة أشد، منصوص عليها في أي نظام آخر، يعاقب بالحبس مدة لا تزيد على خمس سنوات، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه، ولا تزيد على مائة ألف جنيه، أو بأحدي هاتين العقوبتين، كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية، أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار الأوراق المالية.

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

(2) Le Petit Larousse illustre, Ed. Larousse. 2007. P660

(3) Penguin Office Dictionary, Penguin Reference Library 2006, p537

(٤) المادة (٣١٩/أ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

وبدوره فقد نص نظام السوق المالية السعودي الصادر عام ١٤٢٤هـ في فصله الثامن الذي جاء بعنوان " الاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية"، وعلى الأخص في مادته التاسعة والأربعون على الآتي:

" أ- يعد مخالفاً لأحكام هذا النظام أي شخص يقوم عمداً بعمل أو يشارك في أي إجراء يوجد انطباعاً غير صحيح أو مضللاً بشأن السوق، أو الأسعار، أو قيمة أي ورقة مالية، بقصد إيجاد ذلك الانطباع، أو لحث الآخرين على الشراء أو البيع أو الاكتتاب في تلك الورقة، أو الاحجام عن ذلك أو لحثهم على ممارسة أي حقوق تمنحها هذا الورقة، أو الاحجام عن ممارستها.

ب- تضع الهيئة القواعد التي تحدد الأعمال والتصرفات التي تشكل مخالفات للفقرة (أ) من هذه المادة، وتحدد تلك القواعد الأعمال والممارسات المستثناة من تطبيق أحكام الفقرة (أ) من هذه المادة وتشمل صلاحيتها المنصوص عليها في هذه الفقرة وضع القواعد، وتحديد الظروف والإجراءات الهادفة للمحافظة على استقرار أسعار الأوراق المالية المعروضة للجمهور، والأسلوب والوقت الذي يتعين فيه اتخاذ هذه الإجراءات.

ج- يدخل في الأعمال والتصرفات التي تعد من أنواع الاحتيال التي تحظرها الفقرة (أ) من هذه المادة التصرفات الآتية:

١- القيام بأي عمل أو تصرف بهدف إيجاد انطباع كاذب أو مضلل يوحي بوجود عمليات تداول نشط في ورقة مالية خلافاً للحقيقة ويدخل في تلك الاعمال والتصرفات على سبيل المثال لا الحصر ما يأتي:

أ- القيام بعقد صفقات في أوراق مالية لا تنطوي على انتقال حقيقي لملكية تلك الأوراق

## المالية.

ب- القيام بإدخال أمر أو أوامر لشراء ورقة مالية معينة مع العلم المسبق بأن هناك أمرا أو أوامر بيع مشابهة من حيث الحجم والسعر والتوقيت قد أدخلت أو ستدخل من قبل طرف أو أطراف أخرى مختلفة لنفس الورقة المالية.

ج- القيام بإدخال أمر أو أوامر لبيع ورقة مالية معينة مع العلم المسبق بأن هناك أمرا أو أوامر شراء مشابهة من حيث الحجم والسعر والتوقيت قد أدخلت أو ستدخل من قبل طرف أو أطراف أخرى مختلفة لنفس الورقة المالية.

٢- التأثير بشكل منفرد أو مع آخرين على سعر ورقة أو أوراق مالية معينة متداولة بالسوق، عن طريق إجراء سلسلة من العمليات في تلك الورقة أو الأوراق المالية من شأنه أن يحدث طلبات فعلية أو ظاهرية نشطة في التداول، أو يحدث ارتفاعا أو انخفاضاً في أسعار تلك الأوراق بهدف جذب الآخرين، وحثهم على شراء أو بيع هذه الأوراق حسب واقع الحال.

٣- التأثير بشكل منفرد أو مع الآخرين بإجراء سلسلة من الصفقات كشراء أو بيع، أو كليهما معا، ورقة مالية متداولة في السوق بهدف تثبيت أو المحافظة على استقرار سعر تلك الورقة، بالمحافظة للقواعد التي تضعها الهيئة للسلامة السوق وحماية المستثمرين<sup>(١)</sup>.

وهذه الأعمال والتصرفات التي أشار إليها نظام السوق المالية السعودي وغيرها من أنواع الاحتيال تمارس بطرق كثيرة ومتنوعة، وقد يصعب على المضاربين الصغار

---

(١) المادة التاسعة والاربعون من نظام السوق.

اكتشافها ومعرفتها بل هم غالباً من ضحاياها.

وبناء على ما تقدم يتضح لنا؛ أن هيئة السوق المالية السعودية وإن لم تذكر تعريفاً محدداً للتلاعب إلا أنها قد بينت في نظام هيئة السوق المالية - في المادة ٤٩ من نظام السوق، أن التلاعب في الأسواق المالية يتمثل في القيام بعمل أو إجراء يوجد انطباعاً غير صحيح أو مضللاً بشأن السوق، أو الأسعار، أو قيمة أي ورقة مالية بقصد إيجاد ذلك الانطباع أو لحث الآخرين على البيع أو الشراء، أو الاكتتاب في تلك الورقة، أو الاحجام عن ذلك<sup>(١)</sup>.

كما بينت هيئة السوق المالية السعودية في مقدمة لائحة "سلوكيات السوق" ضمن فقرة "منع التلاعب" في المادة الثانية - أن التلاعب هو قيام أي شخص بشكل مباشر، أو غير مباشر - بإدخال أمر أو تنفيذ صفقة على ورقة مالية بهدف تكوين أي مما يلي:

- ١ - انطباع كاذب أو مضلل بوجود نشاط تداول في الورقة المالية أو اهتمام بشرائها أو بيعها.
- ٢ - سعر مصطنع لطلب أو عرض أو تداول الورقة المالية أو أي ورقة مالية ذات علاقة<sup>(٢)</sup>.

(١) هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية، الفصل الثامن الاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية المادة ٤٩ انظر الموقع الالكتروني لهيئة السوق المالية السعودية .

(٢) هيئة السوق المالية السعودية لائحة سلوكيات السوق، الباب الثاني، منع التلاعب بالسوق، المادة الثانية (منع التصرفات أو الممارسات التي تنطوي على تلاعب أو تضليل)، انظر الموقع الالكتروني لهيئة السوق المالية السعودية .

من ناحية أخرى فقد عالج المنظم الأمريكي موضوع التلاعب بالأسعار فحظر صوراً متعددة من المعاملات التي تنطوي على تلاعب وذلك في القسم التاسع من نظام البورصة الصادر في عام ١٩٣٤م<sup>(١)</sup> في المادة ٦/١٠ والمادة ١٥/٢٠، إلا أنه يلاحظ أنه لم يورد تعريفاً محدداً له للتلاعب.

أما لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية The United States Securities and Exchange Commission فقد عرفت التلاعب بالأسعار بأنه "سلوك متعمد لتضليل وخداع المستثمرين من خلال الحكم أو التأثير، وبشكل نصطنع، في تداول ورقة مالية، ويمكن أن ينطوي التلاعب على عدد من الممارسات الفنية التي تؤثر على الطلب على الورقة المالية أو المعروض منها لإعطاء صورة زائفة عن أي منهما، وهي تشمل نشر معلومات كاذبة أو مضللة عن الشركة المصدرة، والحد بشكل غير صحيح من عدد الأسهم المتاحة للجمهور، أو التلاعب في تحديد الأسعار أو عدد الصفقات إعطاء صورة كاذبة أو خادعة عن الطلب على الورقة المالية، وكل من يتورط في مثل هذه الممارسات يتعرض لعقوبات جنائية وجزاءات مدنية.

(1) The American Stock Exchange Act of 1934

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

وقد ورد تعريف التلاعب بالأسعار بالتوجيه الأوربي رقم 2003/6/EC الصادر عن البرلمان الأوربي والمجلس الأوربي في ٢٨ يناير ٢٠٠٣م، حول تعاملات المتعاملين في السوق والتلاعب في الأسواق المالية (سوء استغلال السوق)، وقد عرف التوجيه -المشار إليه- التلاعب بأنه:

١- تعاملات أو أوامر التداول التي تعطى، أو من المحتمل أن تعطى إشارات كاذبة أو مضللة عن العرض والطلب، أو أسعار الأدوات المالية. بحيث تضمن لشخص أو أشخاص يعملون بالتعاون فيما بينهم مستوى سعريا غير طبيعي لأداة أو عدة أدوات مالية. ويستثنى من ذلك كل شخص لديه أسباب مشروعة للقيام بهذه التعاملات أو أوامر التداول، وأن هذه التعاملات أو أوامر التداول تنفق مع الممارسات المقبولة في السوق المعنية.

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

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

#### (ج) التعريف الفقهي للتلاعب في البورصة:

في بادئ الأمر ومن مفترضات عمليات التلاعب بالأسعار الأوراق المالية فإنه يطلق لفظ التلاعب في الاصطلاح المالي على السلوكيات المنحرفة التي تحدث في

السوق بصفة عامة سواء كان سوق السلع، أو سوق الصرف، أو سوق الأوراق المالية، والتي يكون مرتكبيها عادة- المطلعون، وصناع السوق والخبراء، وذلك بقصد التأثير على الأسعار من خلال تعطيل آلية الطلب والعرض في تحديد الأسعار العادلة للأوراق المالية المتداولة في البورصة والمصدرة من مؤسسات اقتصادية عامة وخاصة، وفي الغالب ما تتعلق بالأوراق المالية الخاصة بالشركات الصغيرة، إذ أنها أكثر استجابة لعمليات التلاعب عن غيرها من الأوراق المالية الخاصة بالشركات الكبيرة أو العملاقة<sup>(١)</sup>. وقد اجتهد الفقه في محاولة منه لإيجاد تعريف للتلاعب بأسعار الأوراق المالية في البورصة، ومن ثم تعددت التعريفات التي قيلت في هذا الشأن، ومن أهم هذه التعريفات:

- " أنها أي تأثير على سعر ورقة مالية ما لكي تباع أو تشتري بسعر أعلى أو أقل من السعر الذي يحدث نتيجة العمليات الطبيعية للطلب والعرض وذلك من خلال توجيه زائف للأسعار بقصد الحصول على أرباح، أو تفادي خسائر عن طريق خلق سعر زائف قد يؤدي إلى التأثير على عملية التداول"<sup>(٢)</sup>.

- "التصرفات التي يقوم بها المتداولون لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها، بهدف الربح على حساب بقية المتداولين في السوق"<sup>(٣)</sup>.  
من ناحية أخرى؛ تتعدد الفئات التي يمكن لها أن تقوم بالتلاعب بالأسعار في

(١) للاطلاع على مزيد من التفاصيل حول هذا الرأي راجع:

Louise Yamada Market Magic Riding the Greatest Bull Market of the Century< john Wiley & Sons. Inc. York 1998. P210

(2) Richard J. Teweles The Stock market, jhon wile & Sons, Inc new York 1999, p230.

(٣) محمد بن إبراهيم السجيباني التلاعب في الأسواق المالية صورته وآثاره، بحث مقدم إلى الدورة العشرين

لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ٢٣-٢٧ شوال ١٤٣١هـ الموافق ٢٦ أكتوبر ٢٠١٠م، ص ٥.

بورصة الأوراق المالية، وتلك الفئات في الغالب يكون لهم دور في نشر بعض المعلومات المضللة، أو إخفاء بعض الحقائق، أو التحكم في وقت نشر بعض المعلومات الحقيقية لتحقيق نوع من المكاسب، ويدخل ضمن هؤلاء<sup>(١)</sup>:

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

- المسؤولين في الأسواق المالية الرسمية.

- كبار ملاك الأسهم، وكذا شركات السمسرة<sup>(٢)</sup>.

- المحاسبون والمدققون - سواء الداخليون أو الخارجيون - الذين يمكنهم التلاعب ببعض البيانات المحاسبية لإعطاء انطباع جيد عن وضع الشركة<sup>(٣)</sup>.

- المحترفون من العاملين بمجال الأسواق المالية، كالمحللين الماليين وخبراء الاقتصاد والبنوك، ومديرو الصناديق الاستثمارية.

يتضح لنا من جماع ما تقدم؛ أن التلاعب هو قيام المضارب بأفعال، من شأنها

---

(١) سعيد بوهرارة مرجع سابق، ص ١٠.

(٢) وذلك عن طريق استخدام المعلومات الداخلية أو التلاعب في تحريك أسعار الأسهم صعودا وهبوطا بالتعاون مع الشركات صاحبة الأسهم لتحقيق أرباح استثنائية وغير مشروعة، كما قد تقوم شركة السمسرة بالبيع والشراء لأسهم العملاء دون علمهم ودون موافقتهم بغرض تحقيق مكاسب الشركة أحمد بن محمد الخليل: جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية .

(٣) وهو ما اصطلح على تسميته بالمحاسبة الإبداعية، حيث تعد المحاسبة الإبداعية Creative Accounting أو المحاسبة الاحتيالية، والمقصود بها فن إبراز البيانات المالية للشركة بصورة تعطى انطباعا جيدا عن وضع الشركة المالي، مما يؤدي إلى تعزيز أو رفع سعر سهمها في السوق على الرغم من أن الحقيقة خلاف ذلك، إذ يستخدم بعض المحاسبين معرفتهم بالقواعد المحاسبية للتلاعب بالأرقام المالية.



إحداث ارتفاع، أو انخفاض مصطنع في الأسعار، بغرض الاستفادة من فروق الأسعار، بالاعتماد على طرق احتيالية، من التدليس، والغش، والنصب، تحدث تموجات شديدة، وفوارق سعرية مصطنعة، تؤثر على التوازن الاقتصادي<sup>(١)</sup>. فالتلاعب وفقاً لذلك يعتبر من الجرائم التي يعاقب عليها القانون الوضعي المعاصر، لما ينتج عنه من ضرر كبير على عموم المستثمرين<sup>(٢)</sup>. فإذا كان التلاعب بأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة هو عبارة عن ممارسات غير مشروعة، يقوم بها بعض المتعاملين في بورصة الأوراق المالية لتعطيل آلية الطلب والعرض في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة واستبدالها بأسعار مصطنعة وانطباعات زائفة لدى المتعاملين على ورقة مالية معينة لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة الجاري وقيمتها الحقيقية بهدف تحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المتداولين في السوق. فمن ثم فإن التلاعب يقوم على ركنين: أما الركن الأول فيتمثل في: الأعمال التي شأنها التأثير بالأسعار، وإعاقة الوظيفة العادية للسوق، أما الركن الثاني فيتمثل في: تضليل الغير بهذه الأعمال<sup>(٣)</sup>.

---

(١) صالح البربري، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات المعقود في دبي ١٦-١٨ صفر ١٤٢٨هـ.

(٢) مظهر فرغلي، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى ١٤٢٧هـ، ص ٢٩٤.

(٣) مظهر فرغلي، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال ص ٢٩٨.

## المطلب الثاني هدف التلاعب في البورصة وتمييزه عن غيره من أساليب المضاربة وأهم صوره

وسنلقي الضوء في هذا المطلب على هدف التلاعب في البورصة وتميزه عن غيره من أساليب المضاربة، ثم نبين بعد أهم الصور والطرق التي يتم بها النشاط الإجرامي التي تقوم به جريمة التلاعب في البورصة في سبيل وصولهم إلى نيتهم الإجرامية.

**أولاً: هدف التلاعب في البورصة وتميزه عن غيره من أساليب المضاربة:**

يتحد الهدف الرئيس من التلاعب في تحقيق أرباح غير عادية بطرق غير مشروعة على حساب بقية المتعاملين، ويتحقق هذا الهدف من خلال رفع السعر، أو تثبيته، أو خفضه:

فقد يلجأ المضارب إلى رفع السعر، ففي هذه الحالة يتحمل مشتري الورقة عبء العملية، وتعد عملية رفع السعر أكثر الحالات شيوعاً وانتشاراً<sup>(١)</sup>. وقد يلجأ المضارب إلى تثبيت سعر بيع الورقة وغالبا ما يكون الهدف من هذا الإجراء هو المحافظة على استقرار سعر البيع، وحمایته من الهبوط خلال فترة التوزيع، وفي هذه الحالة تباع الورقة عند أفضل سعر لها، وقد تكون هذه العملية مشروعة إذا كان القانون يسمح بها، وهذا يحدث في بعض الدول عندما يسمح القانون بذلك لمتعهد توزيع الإصدار الجديد للأوراق المالية، وغالبا ما يكون هذا المتعهد هو أحد البنوك. فالمحافظة على سعر بيع الورقة المالية وحمایته من الهبوط خلال فترة التوزيع، قد يلجأ بنك الاستثمار، متعهد توزيع الإصدارات الجديدة للأوراق الجديدة- إلى شراء ما يعرض منها للبيع في

(١) محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية- دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة

الإسكندرية، ٢٠٠٧م، ص ١٣٤.

البورصة خلال تلك الفترة، وعلى الرغم من أن هذا الاجراء يعد في الحقيقة نوعا من التضليل للمستثمرين، إذا يعطى انطبعا بوجود طلب على الورقة، فإن القانون عادة ما يتجاهل تناوله بهدف حماية بنوك الاستثمار من التعرض لخسائر فادحة، وذلك لأن زيادة المعروض من الورقة من شأنه أن يؤدي إلى صعوبة تصريف الإصدار، فضلا عن هبوط عر الورقة خلال فترة التوزيع<sup>(١)</sup>.

وقد يلجأ المضارب إلى خفض سعر الورقة المالية، وهي حالة نادرة الحدوث في التلاعب بأسعار الأوراق المالية، وسر وقوعها رغبة المضارب على الهبوط في الحصول على المكاسب التي يمكن تحقيقها من البيع على المكشوف<sup>(٢)</sup>.

ويجب التفرقة بين التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وبعض الأساليب والوسائل الضرورية لحماية سعر الورقة، مثلما يحدث في حالة الإعداد لعملية بيع كبيرة ومهمة، حيث يقوم المسئولون في الشركة بمحاولة تثبيت سعر الورقة المالية خلال الأيام والاسابيع السابقة على عملية البيع الكبيرة، حتى يستطيع صغار المدخرين أن يستفيدوا من المزايا نفسها التي يستفيد منها المستثمر الكبير<sup>(٣)</sup>.

ومن ناحية أخرى هناك فرق بين التلاعب بالأسعار والمضاربة في بورصة الأوراق المالية<sup>(٤)</sup>، حيث يتفق الفقهاء على تقسيم المضاربة في بورصة الأوراق المالية إلى

(١) منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق المال، بدون ناشر، ٢٠١٢م، ص ٨٩ - ٩٠.

(٢) محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص ١٢٥.

(3) Bertrand Hommey Les Bourses des valeurs et leconomie dirigee these de Doctorat imp Maurice lavergne paris 1942 p103

(٤) حيث يقصد بالمضاربة هنا التعامل في الأوراق المالية بالبيع والشراء في بورصة الأوراق المالية وليس المضاربة الشرعية في الفقه الإسلامي التي تعنى اتفاقا بين طرفين، يبذل أحدهما ماله، ويبذل الآخر جهده

مشروعة وغير مشروعة<sup>(١)</sup>، ولكنهم يختلفون فيما بينهم<sup>(٢)</sup> في تحديد طبيعة العلاقة بين المضاربة غير المشروعة والتلاعب<sup>(٣)</sup>.

ونشاطه في الاتجار والعمل بهذا المال، على أن يكون ربح ذلك بينهما على حسب ما يشترطان، وإذا لم تربح الشركة لم يكن لصاحب المال غير رأس ماله، ويضيع على المضارب جهده وعمله، لأن الشركة بينهما في الربح، أما إذا خسرت الشركة فإنها تكون على صاحب المال وحده، ولا يتحمل المضارب شيئاً غير ضياع جهده وعمله، إذ ليس من العدل أن يضيع عليه جهده وعمله ثم يطالب بمشاركة صاحب المال فيما ضاع من ماله ما دام ذلك لم يكن نتيجة لتقصير المضارب أو إهماله. راجع: أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية - كلية الحقوق، العدد الأول، ٢٠١٧، ص ٦٩١-٩٠٢.

(١) أما فقهاء الاقتصاد الإسلامي فيتفق الكثير منهم على أن المضاربة المالية غير مرغوب فيها، وذلك للأسباب التالية (أ) أنها عقود صورية، وليست حقيقية لوجود القرائن المعتبرة شرعاً التي كشفت أن الإدارة الحقيقية للمتعاقدين لم تتجه نحو إنجاز عقد بيع حقيقي مقصود آثاره، وهي التمليك والتملك، (ب) أن العبرة في العقود بالمقاصد والمعاني، لا بالألفاظ والمباني، والمقصود في عقود المضاربة المالية بيع وشراء الخضر، وليست الأصول المالية، أي المقصود بها التعاقد على المخاطرة الشديدة، أو التراهن، أو القمار (ج) تقع العقود الصورية غير صحيحة، وذلك لعدم ثبوت نيتي البيع والشراء، لأنها من الحيل الممنوعة شرعاً، ولأن فيها مخالفة لقصد الشارع من التكليف، لمزيد من التفاصيل راجع أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وأصاها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، دلة البركة، جدة، ١٤١٥هـ، ص ٤٨٢-٤٨٤.

(٢) فمنهم من يرى أن التلاعب هو نوع من أنواع المضاربة غير المشروعة محمد بن إبراهيم السحيباني، مرجع سابق، ص ٣٧. في حين هناك من يرى أن التلاعب بالأسعار يختلف عن المضاربة بصفة عامة، لأن المضاربة فيها الإيجابي المشروع والسلبي غير المشروع، أما التلاعب فسلوك سلبي غير مشروع، دون أن يشير إلى مدى تطابق الشق السلبي من المضاربة مع التلاعب بالأسعار. سعيد بو هراوة، مرجع سابق، ص ٣٢. وأخيراً يستخدم آخرون مصطلح التلاعب بالأسعار دون أي إشارة لمصطلح المضاربة غير المشروعة دسوقي أحمد دنيا: التلاعب في الأسواق المالية، بحث مقدم إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ١٩-٢٣ محرم ١٤٣٢هـ الموافق ٢٥-٢٩ ديسمبر ٢٠١٠م، ص ٨ وما بعدها.

(٣) فنجد غالبية الفقهاء يستخدمون مصطلح التلاعب بالأسعار كمترادف لمصطلح المضاربة غير المشروعة على سبيل المثال راجع: صالح أحمد البربري، مرجع سابق، ص ١، عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية - دراسة فقهية، بحث مقدم إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ١٩-

وهناك تعريفات عديدة للمضاربة (Speculation)، لكنها تدور حول مضمون واحد، هو الشراء بهدف البيع في وقت لاحق بسعر أعلى (وتسمى المضاربة على الصعود)، أو البيع بهدف الشراء فيما بعد بسعر أقل (وتسمى المضاربة على الهبوط)، وذلك لتحقيق أرباح رأسمالية، ومعنى ذلك أن المضاربة يمكن أن تحدث بالشراء أو البيع، فيكون الشراء بهدف البيع في وقت لاحق بسعر أعلى (المضاربة على الصعود)، ويكون البيع بهدف الشراء بعد ذلك بسعر أقل (المضاربة على الهبوط)، وذلك لتحقيق أرباح رأسمالية، فهي مخاطرة بالبيع والشراء بناء على التنبؤ بتقلبات الأسعار بغية الحصول على فروق الأسعار، وقد يؤدي هذا التنبؤ -إذا أخطأ- إلى دفع فروق الأسعار بدلا من قبضها<sup>(١)</sup>.

ومن ثم يمكننا القول بأن كل من التلاعب بالأسعار والمضاربة غير المشروعة يتفقدان في الوسيلة والهدف: فكلاهما يتم من خلال ممارسات تعتمد على الغش، والتدليس، والاحتيال، استنادا إلى الدراسة، والدراسة والعلم، والخبرة، والتنبؤ (الكفاءة الفنية) لتحليل المعلومات الحالية والاستفادة منها، حتى يستطيع التدخل في الوقت

---

٢٣ محرم ١٤٣٢هـ - ٢٥ - ٢٩ ديسمبر ٢٠١٠م، ص ٣٢-٣٣، محمد أحمد عبد الخالق سلام، مرجع سابق، ص ٢٨٥، محمد إسماعيل هاشم: الرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة بين النظامين المصري والأمريكي بدون ناشر، ١٤٣٢هـ - ٢٠١١م، ص ٤٤٣، جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة - دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠، ص ٣٨٠ وما بعدها.

(١) لمزيد من التعريفات التي قيلت في المضاربة راجع رفيق يونس المصري، المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والمعارضين، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، جدة، الاقتصاد الإسلامي، مجلد رقم ٢٠، العدد رقم ١، ١٤٢٨هـ - ٢٠٠٧م، ص ٦٥ - ٨٠.

المناسب بائعا أو مشتريا<sup>(١)</sup>، كما إن كليهما يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية كبيرة في مدة قصيرة اعتمادا على هذه الممارسات غير المشروعة<sup>(٢)</sup>.

إلا أن الأصل في المضاربة أنها مشروعة، وذلك لأن المضارب ينتهز فرصة ارتفاع سعر الورقة المالية، فيقوم ببيعها بقصد الحصول على الربح ولا شبهة في ذلك<sup>(٣)</sup>، أما حال تدخل المضارب بأفعال من شأنها ارتفاع أو انخفاض مصطنع في الأسعار، تصبح المضاربة غير مشروعة طالما اعتمدت على الطرق الاحتمالية للتلاعب في الأسعار<sup>(٤)</sup>.

كذلك يبرز وجه الاختلاف بينهما في الدور الذي يؤديه كلاً منهما: صانع السوق (Market Maker)<sup>(٥)</sup>، لأن صانع السوق متداول، غرضه الأساسي من التداول الربح عن

(١) يجب أن تستند المضاربة إلى معلومات صحيحة وحسابات دقيقة، لكي يستفيد منها المضارب شخصياً، وفي الوقت نفه تؤدي خدمة مفيدة للسوق، أما إذا تمت عمليات المضاربة دون أن تستند إلى حسابات ودراسات دقيقة، وإنما اعتماداً على الصدفة والحظ، تنقلب إلى مقامرة، يغلب عليها الطابع الاحتمالي المطلق، وليس لها أي هدف أو دور اقتصادي، بل تعد ضارة بالسوق لما تحدثه من إرباك للسير العادي لتكوين الأسعار، والمقامر هو الذي يرغب في الثراء السريع عن طريق التعامل في البورصة دون علم أو خبرة خاصة، معتمداً على الحظ والصدفة معاً. صالح أحمد البربري، مرجع سابق، ص ٩-١٠.

(٢) أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية - كلية الحقوق، العدد الأول، ٢٠١٧، ص ٦٩١-٩٠٢.

(٣) محمد عبد الحلیم عمر: أزمة البورصات العالمية، مركز الشيخ صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر، سلسلة المنتدى الاقتصادي، المنتدى الثالث، ١٩٩٧م، ص ٦٦ وما بعدها.

(٤) صالح البربري، مرجع سابق، ص ٥.

(٥) لم يرد نشاط صانع السوق ضمن أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في البند (ب) من المادة (٢٧) من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، وإنما أضيف نشاط صانع السوق إلى أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في عام ٢٠٠٣م، بموجب القرار الوزاري رقم ٢٩٣ لسنة ٢٠٠٣م، وذلك استناداً إلى الفقرة الأخيرة من نص المادة (٢٧) سالف الذكر، والتي تنص على أنه يجوز للوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة (الهيئة العامة للرقابة المالية) إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية، ومعنى ذلك أن نشاط صانع السوق في البورصة المصرية لا يمارس إلا من خلال إحدى

طريق توفير السيولة عبر الإعلان المستمر عن عروض وطلبات لبقية المتداولين في السوق، ويكاد يتفق الاقتصاديون<sup>(١)</sup> على أن المضاربة المشروعة في بورصة الأوراق

الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، والمرخص لها بذلك من الهيئة العامة للرقابة المالية، وبالتالي لا برخص للأفراد القيام بهذا النشاط، ويقوم صانع السوق بعمل توازن للسوق من خلال الشراء والبيع، ففي حالة قيام المستثمرين بعرض أسهمهم بصورة متزايدة يدخل صانع السوق، كمشتري لهذه الأسهم، وبكميات كبيرة، لامتناس الزيادة في المعروض، ويسمح له بالشراء بأسعار منخفضة نسبياً عن تلك الساندة في السوق، أما في حالة قيام المستثمرين بطلب كميات كبيرة من أسهم معينة فإنه يقوم بعرض كميات مما لديه من الأسهم، لمواجهة الزيادة في الطلب والنقص في المعروض، وبالتالي المحافظة على مستوى أسعار هذه الأسهم مع تحقيق هوامش ربح معقولة، وينقسم صانع السوق إلى عدة أنواع منها (أ) صانع السوق الذي لا يهدف إلى تحقيق ربح، وإنما يهدف إلى تحقيق هدف قومي من استثماراته، يتمثل في حفظ توازن السوق، ومستوى الطلب والعرض في حدود لا تسمح بحدوث طفرات في أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً أو انخفاضاً بصرف النظر عن تحقيق عوائد، ولا يتصور أن تقوم مؤسسات القطاع الخاص بهذا الدور، وإنما تقوم به الدولة متى سمحت ظروفها به - رغبة منها في استقرار بورصة الأوراق المالية وحمايتها من الهزات والأزمات، (ب) صانع السوق المتخصص وهو يهدف إلى تحقيق أرباح تتناسب ومستوى المخاطرة التي يتحملها نتيجة دخوله كصانع سوق من خلال بيع وشراء الأوراق المالية وعلى وجه الخصوص في الأسواق المنظمة (ج) صانع السوق التاجر ويهدف إلى تحقيق أرباح من استثماراته غير أن ذلك يكون في الأسواق غير المنظمة.

(١) حيث لم يجمع الاقتصاديون على المضاربة، وبالتالي فإن للمضاربة في بورصة الأوراق المالية خصوماً، حتى وإن كانت مشروعة لا تعتمد على التدليس، والغش والاحتيال، حيث يرى خصوم المضاربة أنها لا تختلف عن القمار، بل هي عندهم صورة حديثة منه، لأنها تؤدي إلى أن قلة تريح ثروات هائلة وسريعة على حساب كثرة خاسرة، ويكون احتمال ربح الصغار في البورصة كاحتمال ربحهم في النصيب، وخطر الخسارة عليهم كبير، وهو الأكثر احتمالاً أما أرباح الكبار فتكون كبيرة ومضمونة، بل إنهم يرون في المضاربة أخطر من اليانصيب، ففي اليانصيب تقتصر الخسارة على ثمن البطاقة، أما في المضاربة فقد تقتضي الخسارة على كمال رأس المال، كما يرون أن المضاربة في الاكتتابات العامة قد تؤدي إلى عدم تخصيص الكفاء للموارد، إذ تتم اكتتابات في أسهم شركات غير ذات جدوى اقتصادية بهدف المضاربة على أسعار تلك الأسهم فقط، مما يمثل إهدار للموارد، ويعصف بالثقة في السوق، خاصة في ظل تدني وعى المستثمرين، وعلى الرغم من المساوئ المتعددة للمضاربة، والتي يسوقها معارضوها فإن معظم التشريعات تعترف بمشروعية تعترف بمشروعية المضاربة الحميدة في البورصة، وإن قيمتها ببعض القيود، مثل اشتراط أن تكون واردة على أوراق مالية مفيدة بالبورصة، وأن تتم عن طريق شركات مسجلة لها بالعمل في مجال الأوراق المالية، لمزيد من التفاصيل عن حجج المعارضين للمضاربة في بورصة الأوراق المالية راجع رفيق يونس المصري، المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والمعارضين، مرجع سابق، ص ٦٥ - ٨٠ محمد إسماعيل هاشم، مرجع سابق، ص ٤٤٧ - ٤٤٨.

المالية<sup>(١)</sup> تؤدي مجموعة من الوظائف الاقتصادية التي تساعد على تنشيط البورصة، وبدونها تظل البورصة راكدة، أما المتلاعب بطبيعته فهو يتدخل في السير الطبيعي

(١) يعتبر البيع على المكشوف (Short Sale) والبيع بالهامش (Buying on margin) من أبرز أنواع المضاربات التي لا يجرمها القانون، ولا يعاقب عليها، فأما البيع على المكشوف فإنه يكون على عكس الاستثمار الطبيعي في الأوراق المالية، فالأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولاً ثم تباع فيما بعد وهو السلوك المتوقع من المستثمر الذي يشتري الورقة على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد وتتحقق بعض الأرباح، غير أن هناك نمطاً آخر من المعاملات يقوم به المضاربون، وفيه تباع الأوراق أولاً ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، وبالتالي فإن هذا النوع من المعاملات يتم على أساس توقعات المستثمر بالاتجاه النزولي للقيمة للأوراق المالية محل الصفقة، وأهم ما يميز هذا النوع من المعاملات أن عملية البيع تتم في الوقت الذي لا يملك فيه البائع الأوراق المالية محل الصفقة ويستطيع البائع على المكشوف أن يلجأ إلى إحدى شركات السمسرة وتجارة الأوراق المالية ليفترض منها الأوراق المالية محل التعامل، والتي تكون الشركة محتفظة بها لحساب مستثمر آخر، ثم يقوم البائع على المكشوف بتغطية نفسه بالشراء من السوق ذات الأوراق المالية المفترضة، ويسلمها لشركة السمسرة، ثم تبدأ العملية من جديد وهكذا، وحيث أن هذا العملية تتم من خلال شركة السمسرة التي قامت بإقراض البائع على المكشوف الأوراق المالية محل الصفقة، فسوف تحتفظ هذه الشركة بحصيلة البيع على المكشوف كرهن للأوراق المالية المقترضة، كما قد يمكن إلزام المقترض بتقديم رهن إضافي كنسبة معينة من قيمة الصفقة، سواء في صورة أوراق مالية أو في صورة نقدية، وذلك تحسباً لارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة، إذ ستصبح حصيلة البيع على المكشوف التي وضعت كرهن تحت تصرف المقرض غير كافية لتغطية قيمة الأوراق المالية المقترضة، ويستفيد المقرض في هذه الحالة أنه يستطيع استخدام حصيلة البيع على المكشوف مجاناً، فيستثمرها دون أن يدفع عنها فوائد حتى وقت تسليمها للبائع عندما يقوم بإرجاع الأوراق المالية المقترضة.

أما الشراء بالهامش (المتاجرة بالهامش، أو الشراء الهامشي، أو التمويل النقدي الجزئي) فهو دفع المستثمر الذي يرغب في شراء أوراق مالية جزءاً من قيمة الصفقة واقتراض جزء آخر من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية وذلك لشراء كمية أكبر من الأوراق المالية، ثم رهن هذه الأوراق المالية المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض، ويتطلب هذا النوع من المعاملات من العميل فتح حساب يسمى حساب الهامش (margin Account) لدى شركة السمسرة، ثم يقوم العميل بإيداع جزء من قيمة الأوراق المالية التي يرغب في شرائها، على أن يقوم السمسار بتمويل الجزء المتبقي على شكل قرض، وتوضع الأوراق المالية محل الصفقة كرهن لسداد القرض، وتسجل تلك الأوراق المالية باسم السمسار، ويعمل الشراء الهامشي على زيادة القوة



للطلبات والعروض في السوق لذلك من المتصور أن يكون صانع السوق من ضحاياه، مع ملاحظة أن بعض المتلاعبين في بعض الأحيان - يتصرفون كما لو كانوا صناع السوق، من خلال إرسال عروض وطلبات للسوق في الوقت نفسه<sup>(١)</sup>.

### ثانياً: صور النشاط الإجرامي لجريمة التلاعب في البورصة :

هناك صوراً وطرقاً متنوعة ومتعددة للنشاط الإجرامي التي تقوم به جريمة التلاعب في البورصة يمكن أن يلجأ إليها المتلاعبون بأسعار الأوراق المالية في البورصة - في سبيل الوصول إلى نيتجتهم الإجرامية -؛ وذلك بسبب ما تتميز به من تغير وتطور مستمرين، وهو ما جعل التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية لا تذكر صوراً محددة للتلاعب، وإنما اكتفت بذكر الضوابط التي تجعل من المعاملة نوعاً من أنواع التلاعب، ومن ثم فلا يمكن لهذه الوسائل والطرق أن تقع تحت حصر، لذلك ظهرت عدة تصنيفات لصور التلاعب في البورصة:

الشرائية للمستثمر، بمعنى أنه سيستطيع شراء كمية أكبر من الأوراق المالية مع عدم قيامه بدفع كامل قيمتها من موارده الذاتية، كما يساعد على تحقيق ربح أعلى في حالة ارتفاع أسعار الأوراق المالية، ولكنه في الوقت نفسه يعرض المستثمر لخسائر أكبر في حالة انخفاض أسعار الأوراق المالية، لمزيد من التفاصيل حول البيع على المكشوف والشراء بالهامش راجع:

- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ١٤٧ وما بعدها.
- عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم - سندات - وثائق استثمار - خيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٤ - ٢٠٠٥ م، ص ٥٤ وما بعدها.
- سعيد بو هراوة، مرجع سابق ص ١٥ - ١٦.
- (١) محمد بن إبراهيم السجيباني، مرجع سابق، ص ٨.

فهناك من يصنف التلاعب بأسعار الأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع وأن صور التلاعب المختلفة لا بد وأن تتدرج تحت واحد من هذه الأنواع الثلاثة وهذه الأنواع هي كما يلي<sup>(١)</sup>:

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

٢ - التلاعب القائم على المعلومات المضللة ويحدث ذلك عندما يقوم المتلاعب بإطلاق اشاعات كاذبة أو نشر معلومات مضللة، أو معلومات صحيحة ولكن معروضة بطريقة يمكن تفسيرها بشكل خاطئ، وتؤدي إلى التأثير على توقعات بقية المتداولين حول القيمة، ويدخل في ذلك نشر الشركة المساهمة معلومات مضللة حول وضعها المالي، وقيام بعض المحللين بالتوصية أو إعطاء معلومات إيجابية لأسهم يملكونها، ونتيجة للتطور الهائل الذي تشهده تكنولوجيا المعلومات والاتصالات وبصفة خاصة الهواتف المحمولة وأجهزة الحاسب الآلي، فقد

(١) لمزيد من التفاصيل حول هذه الأنواع الثلاثة راجع: محمد بن إبراهيم السجيباني، مرجع سابق، ص ١٢ - ١٣.

Arkadev chatterjea Joseph A. Cherian and Robert A. Jarrow Market manipulation and corporate finance A new perspective, financial management 1993, p201.

سهلت ن عملية نشر المعلومات والشائعات الكاذبة- من خلال رسائل الجوال والبريد الالكتروني، وكذا مواقع التواصل الاجتماعي.

وهناك العديد من التطبيقات القضائية لهذه الصورة ومن قبيل تلك التطبيقات ما قد صدر عن الجنحة رقم ٣٥٥٧ لسنة ٢٠٠٩م جنح اقتصادي القاهرة: حيث قامت إحدى شركات السمسرة في الأوراق المالية المرخص لها بالعمل في البورصة المصرية بالاشتراك مع بعض العملاء للتأثير على سعر تداول سهم خاص بإحدى الشركات التي تعمل في مجال تصدير الحاصلات الزراعية<sup>(١)</sup>، وقد عرض وقائع تلك القضية على المحكمة، وبعد ثبوت جميع التهم للمتهمين من خلال المستندات المقدمة وتقرير

(١) وذلك من خلال التأثير السلبي على سعر تداول أسهم هذه الشركة، وكان الهدف المبتغى من وراء ذلك حتى يستطيع عضو مجلس إدارة الشركة المصدرة شراء ما مجموعة مائتا ألف سهم بأسعار منخفضة، وقد تمت عمليات الشراء فعلا خلال الفترة ما بين ٩/٤/٢٠٠٩م، و٩/٥/٢٠٠٩م، وذلك بالمخالفة لنص المادة (٣٢١) من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، وقد قام بعمليات الشراء والتلاعب هذه مجموعة من الأشخاص تم التحقيق معهم من قبل النيابة العامة المصرية التي أحالتهم جميعاً للمحاكمة وقد وجهت للمتهم الأول بصفته رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب لشركة السمسرة التي تمت عملية التلاعب من خلالها، وبقية المتهمين قاموا بعمل قيد سعر غير حقيقي عن طريق قيامهم بإجراء عمليات صورية عن طريق أوامر بيع بأسعار منخفضة على أسهم شركة تصدير الحاصلات الزراعية، وقاموا بتنفيذ عمليات صورية كبيرة فيما بينهم بغرض خفض سعر أسهم الشركة والاثير على القيمة السوقية لها. حيث أن المتهم الأول سمح بإجراء تعاملات بالبورصة لبعض العاملين بالشركة وأقاربهم دون الحصول على موافقة الهيئة العامة للرقابة المالية، ولم يتم بتسجيل الأوامر الواردة من العملاء فور ورودها إليه. غير أن جميع المتهمين قاموا بالتلاعب في أسعار السوق لأسهم الشركة تصدير الحاصلات الزراعية المملوكة لأحد المتهمين، وذلك عن طريق قيامهم بإجراء عمليات وإدراج أوامر تنظم التداول بالبورصة بغرض الإيحاء بوجود تعامل على تلك الورقة والتلاعب في أسعارها، وذلك لتسهيل بيعها وشرائها عن طريق اتفاهم على التحكم في سعرها حتى يتمكن المتهم الخامس من شراء إجمالي كمية الأسهم البالغة مائتي ألف سهم بأسعار منخفضة.

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

٣- **التلاعب القائم على التداولات المغررة** ويحدث ذلك من خلال تداولات وهمية من شراء أو بيع الأوراق المالية بكميات كبيرة، فتحدث هذه التعاملات تأثيرا مباشرا على توقعات بقية المتداولين حول قيمة الورقة المالية محل التداول، وبالتالي تؤثر على قراراتهم الاستثمارية، وهذا النوع من التلاعب قد ينفذه المتداول بمفرده إذا كان لديه سيولة نقدية كبيرة، أو من خلال التواطؤ مع مجموعة من المتداولين لأحداث نشاط مصطنع في السوق

من ناحية أخرى هناك صور متعددة ومشهورة للتلاعب في البورصة من أهمها ما يأتي:

- **خيانة الأمانة المهنية:** وتتم من خلال الوكلاء والسماسرة، حيث تدفعهم أطماعهم في جنى العموالات إلى القيام بالبيع والشراء لأسهم العملاء دون علمهم ودون موافقتهم بغرض تحقيق مكاسب لشركاتهم، وقد يحدث ذلك من خلال استغلال ثقة العملاء عندما تقوم شركة السمسرة أو الوكلاء ببحث عملائهم على التعامل على ورقة مالية بيعاً، أو شراء، دون أن يكون لهؤلاء العملاء مصلحة في هذا البيع، أو ذلك الشراء، وقد يكون الهدف من وراء ذلك الحصول على العموالات التي تستحق على هذه الصفقات، أو أن تكون شركة السمسرة عضواً في اتفاقية تلاعب فتساهم من خلال هذا العمل في تحقيق أهداف هذه الاتفاقية<sup>(١)</sup>.

(١) ويحدث ذلك أيضاً عندما ينيب العميل شركة السمسرة التي يتعامل معها في التداول نيابة عنه ودون الرجوع إليه، وهو ما يعد خيانة للأمانة التي أؤتمنوا عليها، ذلك لأن آلية التعامل ببورصة الأوراق المالية تتطلب من المستثمرين فتح حسابات لدى شركات السمسرة، وأيضاً لأنه لا يمكن للمستثمرين التعامل مع السوق

ومن قبيل تلك التطبيقات القضائية لهذه الصورة أمام القضاء السعودي<sup>(١)</sup>:  
التحقيقات التي أجرتها هيئة سوق المال وإدارة البورصة بشأن التلاعب في سهم إحدى

مباشرة، ولأن شركة السمسرة تحصل على عمولات على كل عمليات البيع والشراء التي تبرمها لعملائها بغض النظر عما تدره هذه العمليات من ربح لهؤلاء العملاء، أو ما يترتب عليها من خسارة، ومن ثم فإن شركة السمسرة قد تسعى لزيادة أرباحها بزيادة عدد صفقات عملائها. أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية - كلية الحقوق، العدد الأول، ٢٠١٧، ص ٦٩١-٩٠٢.

(١) وقد تلخصت هذه القضية في النقاط التالية:

أولاً: أعلنت شركة (أ) للتعمير والإسكان في جريدة الأهرام في تاريخ ٣ ابريل سنة ١٩٩٨ م وكذلك في اليوم التالي في جريدة الأخبار عن صرف الكوبون رقم (١) بمبلغ ٣٧ جنيها لكل سهم قيمته الاسمية مائة جنية اعتباراً من السبت ٤ ابريل سنة ١٩٩٨ م، وأشارت بالإعلان إلى أن رأس المال المرخص به سبعون مليون جنية، ورأس المال المصدر عشرون مليون جنية. وقد كان هذا الإعلان يعد مخالفاً للواقع والحقيقة، إذ إن قيمة هذا الكوبون تخص حملة الأسهم في ٣١/١٢/١٩٩٧ م والبالغ عددها ٢٥ ألف سهم فقط، ورأس مال الشركة المدفوع في ذلك التاريخ كان ٢.٥ مليون جنية، بقيمة اسمية للسهم مائة جنية. ويلاحظ أن الشركة لم تفصح في الإعلان عن تمام زيادة رأس المال المصدر من ٢٠ إلى ٣٠ مليون جنية بتاريخ ١٤/٣/١٩٩٨ م، لاسيما وأن الإعلان كان بتاريخ لاحق لتمام الزيادة مخالفة بذلك قواعد الإفصاح والشفافية المقررة في هذا الشأن.

ثانياً: قد أظهرت النتائج الخاصة بأعمال الشركة عن السنة المالية المنتهية في ٣١/١٢/١٩٩٨ م عن تحقيق خسارة قدرها ٣٤٣٥٠٠ جنية، وعن الربع الأول من عام ١٩٩٩ م خسارة قدرها ٧٣٢٠٠ جنية، ولم تقم الشركة بنشر ذلك متبعة في ذلك سياسة من شأنها تضليل المتعاملين على أسهم الشركة.

ثالثاً: قام رئيس مجلس إدارة شركة (أ) للتعمير والإسكان وزوجته نائب رئيس مجلس الإدارة من خلال شركتي (ص) (ب) لتداول الأوراق المالية - حال كونهما من المساهمين في الشركة الأخيرة - ببيع عدد ٣٣٧٧٢٤ سهماً من أسهم الشركة بقيمة إجمالية قدرها ٧٣١١٣٣٨ جنيهاً بموجب ٦٦٨ عملية. راجع في ذلك أحمد ابن محمد الخليل: جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، نقلاً عن جريدة العالم اليوم المصرية ١٩٩٩/٩/٨ م.

الشركات للتعمير والإسكان، من خلال رئيس شركة وآخرين بالتلاعب وقيّد سعر غير حقيقي، وقد خلصت التحقيقات إلى أن الغرض من هذه العمليات هو قيد سعر غير حقيقي للسهم، والتأثير على أسعار السوق، مع علم المتلاعبين أن العمليات تتم بسعر غير مبرر، الأمر الذي يبين منه وجود تلاعب بالأسعار على وجه القطع واليقين، ويستخلص ذلك من تقدم المتهمين بطلبات شراء محدد بها سعر يزيد عن سعر الإقفال السابق بمقدار ٥٪ في بداية تعاملات الفترة لرفع السعر، ثم في نهاية تعاملات الفترة لرفع السعر مرة أخرى بعد هبوطه، وقد تم جني أرباح رأسمالية كبيرة لصالح كل من رئيس مجلس إدارة شركة (أ) للتعمير والإسكان وزوجته نائب مجلس الإدارة، مما ألحق أضراراً بصغار المستثمرين الذين أقدموا على الشراء متأثرين بعاملين: أولهما: علمهم بأن آخر توزيع على السهم يقدر بنسبة ٣٧٪ من قيمته، وهو غير حقيقي. والآخر: صعود السعر ٥٪ تقريباً يومياً، وهو أيضاً ارتفاع غير مبرر، بل ومصطنع بفعل أصحاب الشركة، وقد تعدت خسائر المستثمرين في بعض الأحيان ٥٠٪ من قيمة السهم عندما هبط سعره، ولهذه الأسباب قررت هيئة سوق المال.

أولاً: إلغاء جميع العمليات التي عقدت على أسهم شركة (أ) اعتباراً من جلسة تداول ١٩٩٩/٦/٨ م وحتى جلسة تداول ١٩٩٩/٧/٢٠ م وما يترتب على ذلك ثانياً: وقف التعامل على أسهم الشركة المذكورة لحين تنفيذ التزاماتها بقواعد وأحكام الإفصاح.

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

## - اتفاقيات التلاعب المفتعلة (Pools) (١): وتستهدف هذه الاتفاقيات (٢) إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق أرباح بطرق غير مشروعة للقيام

(١) وتنقسم اتفاقيات التلاعب إلى نوعين: النوع الأول هو اتفاقيات المتاجرة (Trading pools)، وهي التي تتم في الأسواق الحاضرة للأوراق المالية، ويتم تنفيذ اتفاقيات المتاجرة بأساليب متنوعة تجرمها التشريعات المختلفة، مثل ترويج الإشاعات عن حالة المنشأة المعنية، أو من خلال قيام السماسرة الأعضاء في الاتفاقية باستغلال ثقة عملائهم والاياعاز لهم بشراء الأسهم، أو التخلص منها. أما النوع الثاني: هو اتفاقيات الاختيار (Option Pools)، وهي التي توجد في الأسواق التي يتم العمل فيها بنظام عقود الاختيار، وعادة ما تتضمن اتفاقية الاختيار في عضويتها بعض أعضاء مجلس إدارة المنشأة المصدرة للأسهم محل الاتفاقية، ويتمثل دورهم في المساعدة في إبرام صفقة اختيار بين التنظيم والمنشأة، يحصل بمقتضاها التنظيم على الحق في شراء كمية كبيرة إذا أراد من أسهم المنشأة مستقبلا، وذلك بالسعر الجاري للسهم وقت إبرام العملية أو الصفقة، ثم يقوم التنظيم ببث معلومات كاذبة عن تحسن حال المنشأة في المستقبل، فتبدأ القيمة السوقية للسهم في الارتفاع، فيسارع أعضاء التنظيم في تنفيذ حق الاختيار، إذ يقومون بشراء الأسهم من المنشأة بالسعر المتفق عليه، ثم يقوم ببيعها بالسعر السائد محققين أرباحا طائلة. راجع: محمد أحمد عبد الخالق سلام، الشفافية والافصاح في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، بدون ناشر، بدون تاريخ نشر، ص ٢٩٦.

(٢) ولكي تنجح مثل هذه الاتفاقيات في تحقيق أهدافها، فإنها غالبا ما تقوم باستقطاب بعض السماسرة وبعض العاملين في المنشآت التي لها أوراق مالية متداولة في بورصة الأوراق المالية، ويتم تقسيم العمل بين أطراف الاتفاقية، فيختص بعضهم بتوفير رأس المال اللازم، ويلتزم البعض الآخر بالعمل، ويختص طرف ثالث بالكشف عن المعلومات المؤثرة التي تساعد الاتفاقية على تحقيق أهدافها، ومن الممكن أن تتورط إدارة البورصة أو بعض أعضائها في مثل هذه التنظيمات، فتعتمد إدارة البورصة إلى بعض التصرفات التي تساعد التنظيم في تحقيق أهدافه، مثل وقف أسهم بعض الشركات بحجة مخالفتها لبعض الإجراءات لفترة غير محددة، أو الشطب الاجباري لبعض الأسهم، أو التهديد بغلق سوق خارج المقصورة مما يتسبب في خوف وقلق المستثمرين، فيسارعون ببيع أسهم خارج المقصورة بأبخس الأسعار، ويتكبدون خسائر فادحة، وقد يقتصر دور إدارة البورصة في عملية التلاعب على الصمت تجاه أي إشاعة على سهم ما دون أن يكون هناك رد صريح وواضح من إدارة البورصة لدحض هذه الإشاعة وبيان عدم صحتها. فما من شك في أن السماسرة يتمتعون بميزة نسبية للقيام بأنشطة التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية بسبب ما يتوافر لديهم من معلومات عن قيمة الورقة المالية أو التغير في قيمتها، كما أنهم بحوزتهم ميزة أخرى تتمثل في إمكانية استغلال ثقة عملائهم، ونشر الشائعات والمعلومات الكاذبة في السوق.

بعمليات تداول بالمخالفة للقانون، أو القواعد والأعراف المهنية، بهدف تحقيق مكاسب خاصة على حساب باقي المتعاملين<sup>(١)</sup>.

ومن قبيل تلك التطبيقات القضائية لهذه الصورة ما قد صدر عن اللجنة رقم ٧٥٢ لسنة ٢٠١٢ جنح اقتصادي القاهرة، وتتلخص وقائع هذه القضية بقيام أحد الأشخاص بإدراج العديد من أوامر الشراء على ورقة مالية خاصة بشركة لصناعة مواد التعبئة والتغليف، وشركة للإسكان والتنمية والتعمير، وذلك من خلال شركة تعمل بمجال تداول الأوراق المالية، وقد تبين من تقرير الهيئة العامة للرقابة المالية أنه قام بإدراج أوامر شراء على الورقة المالية الخاصة بالشركة التي تعمل بمجال صناعة مواد التعبئة والتغليف أثناء جلسة التداول الاستكشافية بتاريخ ١١ يناير ٢٠١٢م، وكان إدراج أوامر الشراء بكمية كبيرة وبسعر بعيد عن سعر التنفيذ السائد بالجلسة، مما يوحي بوجود قوة شرائية على الورقة المالية، وهو ما يؤدي إلى اتجاه سعر الورقة المالية إلى الارتفاع أو الثبات مستفيدا من ذلك عن طريق قيامه بعد ذلك بإدراج وتنفيذ أوامر بالبيع على ذات الورقة المالية المذكورة، ثم قيامه بعد ذلك بإلغاء أمر الشراء دون تنفيذ أية كمية منه، وقد قام ذات الشخص نفسه بإتباع ذات النمط في التعامل على الورقة المالية الخاصة بالشركة التي تعمل بمجال الإسكان والتنمية والتعمير بجلسة تداول ٢٣ يناير ٢٠١٢م. وقد قام بإدراج العديد من أوامر الشراء على الورقتين الماليتين سابقتي الذكر

(١) وقد تأخذ تلك الاتفاقيات صورة عصابات إجرامية منظمة، تعمل على تقسيم الأدوار فيما بينها لتسهيل تنفيذ أغراضها، وقد قامت أجهزة مكافحة الجريمة في الولايات المتحدة الأمريكية بضبط العديد من العصابات الإجرامية التي تتخذ من التلاعب في أسعار الأوراق المالية مجالاً لنشاطها محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص ١٢٣.



بأسعار بعيدة عن أسعار التنفيذ، وذلك لإعطاء إيحاء بأن هناك طلب على الورقة المالية، مما يؤدي إلى اتجاه سعر الورقة إلى الارتفاع، ثم قام بإلغاء أوامر الشراء التي قام بإدراجها بعد الانتهاء من عمليات البيع والاستفادة من تحرك سعر الورقة المالية، وهو ما يعد مخالفاً لنص المادة ٦٣/٦ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، وكذلك نص اللائحة التنفيذية للقانون سالف الذكر، وبعد التحقيق وتداول الدعوى أمام المحكمة، خلصت المحكمة إلى ثبوت الاتهامات المنسوبة للمتهم، وأن جوهر الفعل في الجريمتين واحد، ومن ثم تعتبرهما المحكمة - عملاً بنص المادة ٣٢/١ من قانون العقوبات جريمة واحد وتقضي بالعقوبة المقررة لأشدهما دون غيرها، وهي عقوبة الجريمة موضوع التهمة الأولى، وقد حكمت المحكمة بتغريم المتهم مبلغ خمسين ألف جنيه، وألزمته المصروفات<sup>(١)</sup>.

- شراء الأوراق المالية بقصد الاحتكار<sup>(٢)</sup>: ويمارس هذا النوع من التلاعب بصفة خاصة في حالات البيع على المكشوف، ويتم هذا النوع من التلاعب من خلال قيام شخص أو مجموعة من الأشخاص بشراء كل المعروض من ورقة مالية ما، وذلك بغية تحقيق نوع من الاحتكار، يمكنهم فيما بعد من بيع الورقة المالية للراغبين في شرائها بالسعر الذي يحددونه<sup>(٣)</sup>. وقد فطن المشرع في غالبية الدول إلى هذا النوع من

(١) الجنبه رقم ٧٥٢ لسنة ٢٠١٢ جنب اقاصاي القاهرة.

(٢) تعرف هذه العمليه بمصطلح (Corner)، وتعنى -محازا- تضبيق الخناق، ويطلق عليها الفرنسيون (Accaparement) أي الاستحواذ.

(٣) ولا شك أن شراء الأوراق المالية بقصد الاحتكار يتطلب أموالاً ضخمة لا تتوافر إلا لكبار المستثمرين، ومن ثم فإن ما يحققونه من أرباح تكون على حساب غيرهم من المستثمرين الأقل في قدراتهم المالية إذ يقوم

الاحتكار، وما يترتب عليه من آثار اقتصادية سيئة، فوضع قواعد معينة لتملك ما يزيد على نسبة محددة من رأس مال أي شركة مساهمة<sup>(١)</sup>.

وقد شهد القضاء الفرنسي تطبيقات عملية لتلك الصورة؛ حيث حدث في الفترة من ٦ إلى ١١ مايو سنة ١٩٨٨ م أن سجلت أسهم شركة Sailnes Chatillon المسجلة في بورصة باريس، نشاطا غير طبيعي، تمثل في الارتفاع المطرد لسعر هذا السهم، ونمو حجم التعامل عليه. وقد نتجت عمليات المضاربة هذه عن أوامر شراء تمت بواسطة ما يقرب من عشرين شركة سمسة لحساب عملاء تم فتح حسابات لهم بهذه الشركة

جماعة من المتلاعبين بالتأمر لشراء كل ما يعرض في السوق من صك أو أداة مالية معينة، ويترتب على ذلك استيلائهم على أكبر قدر من هذه الأداة المالية في السوق الحاضرة، ثم يقومون بشراء كميات كبيرة من هذه الورقة المالية على المكشوف، وعندما يحل أجل الاستحقاق يصر المشترون على تسلم الصكوك أو الأدوات المالية التي اشتروها، وعندئذ يعجز البائعون على المكشوف عن تسليمها لندرة وجودها، فيضطرون إلى طلبها من محتكرها، وهم هنا المشترون أنفسهم، وحينئذ يتحكم هؤلاء في السعر. محمد إسماعيل هاشم، مرجع سابق، ص ٤٦٨.

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

بأسماء وعناوين وهمية، وقد كشفت تحقيقات COB (لجنة عمليات البورصة)، وقاضي التحقيق فيما بعد أن ثلاثة أشخاص قاموا بهذه العمليات بالتواطؤ فيما بينهم باستخدام ما يعرف الغلاية bouilloire لرفع سعر السهم، وقد اختاروا ورقة مالية محدودة التداول، تصلح للتأثر بهذا الأسلوب، وهو سهم شركة Saulnes Chatillon الذي كان حجم التعامل اليومي عليه لا يزيد عن ثلاثة آلاف سهم، ونتيجة لهذه الممارسة غير المشروعة ارتفع السهم من ١٧١ فرنكا في ٦ مايو إلى ١٩٧ فرنكا في ١١ مايو، ثم عاد ليهبط إلى ١٨٤.١٠ فرنكا، رغم عدم وجود أي أنباء عن الأداء الاقتصادي للشركة مصدرة السهم في تلك الفترة تبرر هذا التقلبات السعرية، وقد تسبب مرتكبو هذه العمليات في وقوع خسارة مقدارها مليوناً فرنكاً للشركات العاملة في البورصة. وقد أحيل المتهمون إلى المحاكمة الجنائية لارتكابهم الجريمة المؤثمة بالمادة (١٠-٣) والمعدلة بقانون ٢٢ يناير سنة ١٩٨٨ م، وقد أدانت محكمة جنح باريس المتهمين مقرررة في حيثيات حكمها أن المتهمين قد اتفقوا على تزيف الأداء الطبيعي لسوق الأوراق المالية فيما يتعلق بسهم شركة Saulnes Chatillon وهم على علم بآليات البورصة، وذلك عن طريق الغش والاحتيال، ومع إرادتهم إيقاع الغير في الخطأ للاستفادة -مباشرة- من الأرباح المتحققة عن العمليات التي أجروها على المكشوف، وعندما طعن المتهمون على هذا الحكم أيدته محكمة استئناف باريس، وقضت برفض الطعن<sup>(١)</sup>.

(١) صالح أحمد البربري المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، مؤتمر

أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، ١٦ - ١٨

صفر ١٤٢٨ هـ الموافق ٦ - ٨ مارس ٢٠٠٦ م، ص ١٨.

- التلاعب باستغلال المعلومات الداخلية<sup>(١)</sup>: وتنتشر هذه الصورة من صور التلاعب في الأسواق الناشئة ضعيفة ومتوسطة الكفاءة، لذلك تحظر القوانين المنظمة للأسواق

(١) فالمعلومة الداخلية لا يجوز أن يستأثر بها أحد حتى الأشخاص المطلعون عليها أو فئة معينة تقوم باستغلالها أو إفشائها على نحو يعود عليهم بالفائدة، ويلحق الخسارة بعموم المستثمرين، فالمعلومات الداخلية هي تلك المعلومات التي تكون غير معلنة، ولا يعرفها المستثمرون في بورصة الأوراق المالية، وتتعلق بإحدى الأوراق المالية المتداولة، ويكون لتلك المعلومات تأثير جوهري في سعر الورقة المالية ذات العلاقة بالمعلومة، سواء بشكل إيجابي أو سلبي، حيث يقوم بعض المطلعين على المعلومات الداخلية هذه بالمعلومات الداخلية في التداول أو إفشائها لأشخاص آخرين غير مطلعين عليها، حيث يترتب على عدم التزام الشفافية والافصاح عن المعلومات الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية التي تكون غير متاحة للعام، أو إفشائها من قبل بعض المطلعين عليها بحكم وظائفهم أو مهنتهم، وإجراء عمليات في بورصة الأوراق المالية، وذلك قبل أن تصل تلك المعلومات لجمهور المستثمرين والمتداولين بالأوراق المالية، ويقصد بالمطلعين الأشخاص الذين تتوافر لديهم بحكم مناصبهم، أو بحكم طبيعة المهام التي يؤديها، أو بحكم صلاتهم، معلومات هامة، لا تتوافر لغيرهم، ويكون لتلك المعلومات، عند إعلانها، تأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة، ويصنف المطلعون إلى فئتين: الفئة الأولى: هم المطلعون بحكم اتصالهم بالمصدر الأصلي للمعلومة غير المعلنة، أي المطلعون بشكل مباشر مثل مديري الشركات ومسؤوليها، والفئة الثانية: هم المطلعون الذين سربت إليهم المعلومة عن طريق شخص من الفئة الأولى، وتصرفات المطلعين المقصودة هنا هي القائمة على استغلال تلك المعلومات قبل أن تتوافر لجمهور المستثمرين - لتحقيق مكاسب خاصة، فهي بعبارة أخرى، استغلال غير مشروع لمعلومات سرية أو خاصة، ولا تعتبر كل تعاملات المطلعين غير مشروعة، إذ يسمح لهم بالتعامل على الأوراق المالية للشركات التي يعملون بها متى كان هذا التعامل لا يقوم على أساس الاستفادة من المعلومات الداخلية التي اطلعوا عليها، فعلى سبيل المثال تسمح لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) بهذا التعامل، وتعتبره قانونياً بشرط إخطارها بهذه المعاملات مسبقاً على نماذج خاصة، أعدتها لهذا الغرض، كما يسمح القانون المصري بذلك، إذ تنص المادة (٣٢٤) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ سنة ١٩٩٢ م على السماح بذلك إذا ثبت أن تعامل المطلع كان سببه عوامل أخرى بخلاف إطلاعه بطريق مباشر أو غير مباشر على المعلومات الداخلية، لمزيد من التفاصيل عن معاملات المطلعين وأحكام الرقابة عليها راجع محمد إسماعيل هاشم، الرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٤٦٩ - ٤٩٠.

المالية في الدول المختلفة استغلال المعلومات الداخلية والجوهرية بحكم منصب المستغل أو طبيعة عمله.

وقد تحظر المادة (٦٤) من القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ بشأن سوق رأس المال المصري استغلال المعلومات الداخلية، فتنص على أنه :

"مع عدم الاخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها في أي قانون آخر يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين، وغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه، ولا تزيد على خمسين ألف جنيه، أو بأحدى هاتين العقوبتين، كل من أفشى سرا اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون، أو حقق نفعاً منه هو، أو زوجه، أو أولاده، أو أثبت في تقاريره وقائع غير صحيحة، أو أغفل في هذه التقارير وقائع تؤثر في نتائجها".

كما تنص المادة (٣٢٢) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ بشأن سوق رأس المال المصري على أنه:

"يحظر على المطلعين على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم، أو بحكم طبيعة المهام التي يؤديها القيام باستغلال تلك المعلومات لحسابهم الشخصي، أو لحساب الغير، أو إشاء تلك المعلومات لطرف آخر بطريقة مباشرة، أو غير مباشرة"

كما تنص المادة (٣٢٣) من ذات اللائحة السابقة على أنه:

"يحظر إفشاء أسرار حسابات وتعاملات العملاء أو القيام بأي عمل يكون من شأنه إلحاق الضرر بمصلحة العميل، أو أية أطراف أخرى، كما يحظر أي تعامل على ورقة مالية إذا كان المتعامل مطلعاً بطريقة مباشرة، أو غير مباشرة على معلومات جوهرية ترتبط بها ويعلم أنها قائمة، ولكنها غير معلنة، ويحظر أيضاً على المطلعين على المعلومات الداخلية أن يطلعوا أي شخص آخر عليها ما تكن له صفة قانونية ثابتة تخوله

ذلك الاطلاع<sup>(١)</sup>.

- الضخ والتفريغ بترويج الإشاعات (Pumping and dumping)<sup>(٢)</sup>: وهنا يقوم المتلاعب الذي يملك كمية هائلة من أسهم منشأة ما - غالباً ما تكون ذات رأس مال صغير - بجذب انتباه المستثمرين إلى السهم، وذلك بترويج إشاعات، ونشر بيانات كاذبة ومضللة عن المنشأة، وأنها في طريقها - على سبيل المثال - للتوسع، وتحقيق مزيد من الأرباح، وعندما يبدأ السوق في التفاعل مع تلك البيانات والايخبار يبدأ المستثمرين بالتهافت على شراء ذلك السهم، مما يؤدي إلى تضخيم سعر السهم وارتفاعه إلى مستويات عالية، ومن ثم يأتي دور المتلاعب في التدخل في هذه اللحظة ببيع الأسهم التي اشتراها بسعر أقل ليحقق أرباحاً كبيرة<sup>(٣)</sup>.

وقد شهد القضاء الأمريكي تطبيقات لهذه الصورة أمامه حين اتصل بالدعوى التي أقامتها لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) في عام ٢٠٠٩م، وقد ادعت فيها أن شخصاً يدعى (Jason m. Genet) قد لعب دوراً كبيراً في عملية ضخ وتفريغ غير قانونية عن طريق التلاعب بسوق الأسهم المشتركة لشركة الطاقة الصينية<sup>(٤)</sup>، وقد صدر

(١) أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية - كلية الحقوق، العدد الأول، ٢٠١٧، ص ٦٩١-٩٠٢.

(٢) أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية - كلية الحقوق، العدد الأول، ٢٠١٧، ص ٦٩١-٩٠٢.

(٣) سعيد بو هراوة، مرجع سابق، ص ١٣.

(٤) ووفقاً للشكوى التي تقدمت بها (SEC) فإن (Jason m. Genet) ساعد شركة (China Energy Savings)

الحكم النهائي في هذه الدعوى بدفع الجاني مبلغاً قدره ٢٥٢٧٧٤٥ دولار غرامة، بالإضافة إلى الفوائد والمصاريف، كما يمنع من المشاركة في أي طرح للأسهم لمدة خمس سنوات اعتباراً من تاريخ صدور الحكم.

- التواطؤ الصوري (wash sale): فهو عبارة عن تواطؤ بين الطرفين، لا يتبعه نقل ملكية، وذلك لخلق تعامل نشط على ورقة مالية في الوقت الذي لا يوجد عليها تعامل فعلي يذكر. وهو التعامل الذي يتم من خلال تنفيذ عمليات تداول لا تؤدي إلى تغيير المالك الحقيقي، إذ يكون فيها المشتري إما البائع نفسه، أو شخصاً مرتبطاً به، أو أحد أقاربه أو أصدقائه<sup>(١)</sup>، الأمر الذي يخلق معه لهذا التعامل الصوري انطباعاً زائفاً لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية بروج التداول على هذه الورقة لإغرائهم بشرائها<sup>(٢)</sup>.

(Technoigly Inc) في الحصول -غشا وتديسا- على قائمة (Nasdaq NMS) ومساعدتها في بيع أسهمها لمئات الأشخاص، مما خلق انطباعاً خاطئاً ومضللاً مؤداه أن شركة (Chaina Energy Savings Technoigly Inc) لديها قاعدة نشطة من المساهمين، كما شارك في عمليات توزيع للأوراق المالية غير المسجلة، وذلك بالمخالفة للقانون، ودخل كذلك في اتفاقيات سرية للتخلي عن أسهم شركة (Chaina Energy Savings Technoigly Inc) للأشخاص الذين قبلوا شراء أسهم هذه الشركة في السوق المفتوحة، مما خلق انطباعاً خاطئاً ومضللاً بأن ثمة تداولاً نشطاً واهتماماً من جانب المستثمرين بشركة (Chaina Energy Savings Technoigly Inc) وبالإضافة إلى هذه الأنشطة الاحتمالية تلقي (Jason M. Genet) آلاف الأسهم لشركة (Chaina Energy Savings Technoigly Inc)، وقام ببيعها لاحقاً في السوق بشكل مصطنع، وحقق نتيجة لذلك، أرباحاً غير مشروعة بما يزيد على ١.٧ مليون دولار. راجع: أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية -كلية الحقوق، العدد الأول، ٢٠١٧، ص ٦٩١-٩٠٢.

(١) محمد إسماعيل هاشم، مرجع سابق، ص ٤٦٤.

(٢) وقد نص المشرع الأمريكي على حظر هذا النوع من التعامل في قانون البورصة الصادر في عام ١٩٣٤م، والذي

- خلق توافق الزائف للطلبات (Matched Orders): وتتم هذه الصورة بغية خلق انطباع بأن هناك اهتماما كبيرا ومتجددا عبر ادخال أوامر بيع وشراء متطابقة في الوقت نفسه على ورقة مالية معينة<sup>(١)</sup>.

قضي بأنه يعد مخالفة قانونية إجراء أي عملية على ورقة مالية لا تؤدي مالكةا المستفيد، وهذا المسلك هو نفسه الذي سلكه المشرع المصري، حيث نص صراحة على حظر هذا النوع من التلاعب بالمادة (٣٢١) فقرة (١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م التي تحظر "التأثير على السوق أو الأسعار بأي تعامل من خلال تنفيذ عمليات لا تؤدي إلى تغيير المستفيد الفعلي". Section (9) (a) Securities Exchange Act of 1934.

(١) ولضمان نجاحها يتم إعطاء أوامر البيع والشراء إلى العديد ممن السماسرة بحيث لا يعرف أحدهم الآخر، وعادة ما يوعز المتلاعبون إلى بعض الصحف ووسائل الإعلام المالية بنشر هذا الاهتمام الزائف بتلك الورقة، مما يساعد على ترويجها، وبعد ذلك يقتصرون على الشراء دون البيع، وحينئذ تتجه الأسعار إلى الصعود، فيبادر الجمهور إلى الشراء، وتواصل الأسعار الصعود حتى تصل إلى المستوى الذي يرضي مطامع المتلاعبين، فيصفون مراكزهم الصعودية بالبيع، ولا تلبث الأسعار أن تتدهور بعد زوال العوامل المفتعلة التي رفعتها، وقد يغتنمون فرصة هذا التدهور، فينقلبون إلى الاتجاه النزولي بعد أن كانوا يضاربون على الصعود سعيد أبو هراوة، مرجع سابق، ص ١٢-١٣.



**المبحث الثاني**  
**أحكام المسؤولية عن جريمة التلاعب في البورصة**  
**وطرق مكافحتها**

## المبحث الثاني

### أحكام المسؤولية عن جريمة التلاعب في البورصة وطرق مكافحتها

وسنعالج في هذا المبحث أحكام المسؤولية عن جريمة التلاعب في البورصة، وذلك من خلال الوقوف أولاً على الحكم الشرعي لجريمة التلاعب في البورصة؛ ثم نلقي الضوء ثانياً على أحكام المسؤولية النظامية عن جريمة التلاعب في البورصة، وبعد ذلك نستأنف في المطلب الثاني بحثنا حول الانعكاسات السلبية لجريمة التلاعب وطرق مكافحتها، وستعرض فيه لبحث الانعكاسات السلبية لجريمة التلاعب من حيث الأثر السلبي للتلاعب على كفاءة البورصة وأداؤها لوظائفها، وايضاً من حيث الأثر السلبي للتلاعب في البورصة على الاقتصاد القومي، ثم نعرض بعد ذلك يستطيل بحثنا حول طرق مكافحة جريمة التلاعب في البورصة والتي بطبيعة الحال تختلف من دولة إلى أخرى، وسنلقي الضوء على أهم طرق المكافحة من خلال الوقوف على دور التشريع في مكافحة عمليات التلاعب في البورصة، ثم نبين بعدها دور الجهات الرقابية للحد من عمليات التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية.

## المطلب الأول

### أحكام المسؤولية عن جريمة التلاعب في البورصة

أولاً: الحكم الشرعي لجريمة التلاعب في البورصة:

اعترف الإسلام بالأسواق بجميع أنواعها، وكذلك بأهميتها وضرورة وجودها، فالنظام الاقتصادي السليم يقوم على وجود سوق مال حرة، خالية من الاحتكار، والغش، والغرر، والكذب، والتدليس، والمقامرة، ويتوافر فيها مجموعة من الشروط منها حرية المعاملات، والمنافسة المشروعة ونقل المعلومات الصادقة الأمنية... الخ، وبذلك تؤدي السوق المالية وظائفها المنشودة، ويحقق النظام الاقتصادي مقاصده

المرجوة<sup>(١)</sup>، لأنها قوام حياة العباد، بها تدفع حاجاتهم، وتلبي مطالبهم ولذلك وضع لها من الضوابط ما يقيها من الممارسات المنحرفة الضارة بكل صورها وألوانها<sup>(٢)</sup>، وجعل من أوليات مهام الحاكم مراقبة الأسواق وما يجري فيها، والأخذ بيد من حديد على كل

(١) حسين حسين شحاته: الحكم الشرعي للتلاعب في سوق الأوراق المالية، سلسلة دراسات وبحوث في الفكر الاقتصادي الإسلامي.

(٢) هي ضوابط تتوزع بين الأخلاقية والاقتصادية، وتمثل الضوابط الأخلاقية الأسس التي يجري عليها التعامل في السوق الإسلامية، وهي إن كان الأفراد بطبيعتهم يختلفون حول تفسيرهم لمعانيها وفقا للقيم التي يعتنقونها إلا أنها في الإسلام لها حد أدنى متفق عليه، يبيته النصوص القرآنية والسنة النبوية، وهي تتمثل في الضوابط التالية العدل، والصدق، وحسن المعاملة، والتعامل في الطيبات، أما الضوابط الاقتصادية فلقد نظم الإسلام السوق بضوابط اقتصادية كبيرة، تنظم حرية التعامل والتنافس فيه، وسمح بقيام ظروف مرآتية من التعاون بين المتعاملين في السوق، بما في شأنه أن يقيه إلى حد كبير من صور الاحتكار والاستغلال التي تفسد روح التراضي في التعامل بينهم، ومن أهم هذه الضوابط الصدق في الإعلان عن السلعة، وحسن عرض السلعة بما يسمح بمعانيها بدقة، ومنع الغبن والغرر، ومنع التدخلات المفتعلة، وتحريم الاحتكار، وتحقيق المستويات المناسبة في الأثمان (فالأصل في الإسلام عدم جواز التسعير، فلا يجوز للدولة أن تتدخل في تجديد أثمان السلع والخدمات الاستهلاكية والإنتاجية في السوق طالما أن قوى السوق تعمل بتلقائيتها في إطار تلك الضوابط حتى ولو أدى ذلك إلى ارتفاع أو انخفاض الأثمان، طالما أنه وقع بشكل تلقائي، أما إذا وقع انحراف من قبل بعض المتعاملين في السوق، فأدى ذلك إلى تعطيل آلية السوق، وتنظيم المنافسة فيه، وظهور الاحتكار فيه، سواء في الإنتاج أو التوزيع، جاز للدولة أن تتدخل لتحديد الأثمان تحقيقا للمصلحة العامة، وسدا للذرائع، ودراء لمفاسد الاحتكار، وحتى يكون مستوى التسعير المفروض مناسباً فإنه ينبغي أن يتوافر فيه أمران الأول أن يوافق سعر الممثل، والثاني أن يكون عدلاً لمزيد من التفاصيل حول ضوابط تنظيم السوق في الإسلام انظر صبري عبد العزيز ابراهيم، المدخل إلى علم الاقتصاد برؤية إسلامية، بدون ناشر، وبدون سنة نشر، ص ١٩٩ وما بعدها.

ممن يتلاعب ويتصرف تصرفاً من شأنه إحداث ارتباك واختلال في السوق وعرقلة لوظائفها<sup>(١)</sup>.

ولا يختلف موقف الإسلام من السوق المالية عن موقفه من السوق العادية لذلك فقد تدخل الإسلام في هيكل السوق المالي كما تدخل من قبل في هيكل السوق المالي، فحرم كل تعامل يؤدي إلى الظلم والغرر والغبن والتدليس، وما يهدد السوق المالية من التلاعب بالأسعار نتيجة لغياب المعلومات الصادقة الأمنية، وانتشار الشائعات الكاذبة، والتغريب في المعاملات، والكذب، والاحتيال، بقصد تحقيق أرباح كبيرة في وقت قصير على حساب بقية المتعاملين.

ولقد كان للإسلام فضل السبق في التأكيد على فرضية توافر المعلومات الصادقة الأمنية عند التعامل في الأسواق بصفة عامة، وفي مجال الأسواق المالية بصفة خاصة، ولهذا المبدأ أدلته من الكتاب، والسنة والفقهاء الإسلامي، فمن الكتاب قوله تعالى ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَكُونُوا مَعَ الصَّادِقِينَ﴾<sup>(٢)</sup> ومن السنة ورت الاحاديث عن رسول الله -صلى الله عليه وسلم- تؤكد هذا المعنى منها ما روى عن نافع عن ابن عمر قال: قال رسول الله -صلى الله عليه وسلم- "التاجر الصدوق الأمين المسلم مع الشهداء يوم القيامة"<sup>(٣)</sup>، والصدوق مبالغة من الصدق كالصديق، وإنما يستحقه التاجر

(١) شوقي أحمد دنيا، مرجع سابق، ص ١٤.

(٢) التوبة الآية ١١٩.

(٣) السنن الكبرى، للبيهقي ٥/٢٦٦، طبعة دار الفكر - دمشق/ سورية، الطبعة الثالثة ١٤٠٣هـ، ورواه الترمذي

عن أبي سعيد الخدري، وحينه، سنن الترمذي ٣/٥١٥، طبعة دار إحياء التراث العربي - بيروت.

إذا أكثر تعاطيه الصدق، لأن الأمانة ليسوا غير أمانة الله على عباده، فلا غرو لمن اتصف بهذين الوصفين أن ينخرط في زمرةهم<sup>(١)</sup>.

وبناء على ذلك جاء التحريم القاطع لبعض الممارسات التي قد توجد في الأسواق وتؤدي إلى التضليل، وأخذ الأموال بغير حق، ومن تلك الممارسات بيع الغرر وهو الذي تدخل ضمنه أغلب صور التلاعب، كالغش، والنجش، والتدليس، وكتمان العيوب، والدعاية الكاذبة، فكل هذه التصرفات تؤدي إلى أكل أموال الناس بالباطل، وضياح ثروات العديد من الأفراد، والأسر، والمشروعات لذلك اتفق الفقهاء على أن الغش والتغيير حرام، سواء بالقول أو الفعل، أو بكتمان العيوب، أو بالكذب والخديعة<sup>(٢)</sup>.

ويرى البعض أن الصور المختلفة للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية لا تخرج عن إطار التلاعب المحرم شرعا، فالبيع الصوري فيه تغيير بالمستثمرين، وتحايل لأكل أموالهم الباطل، وفيه مخالفة لمقتضي العقد ومقصده، وهو الاستثمار وإضافة قيمة حقيقية للاقتصاد، وتوافق الطلبات والضح والتفريغ فيهما تغيير بالمستثمرين، وفيهما تواطؤ على أغلاء السلعة أو إرخاسها، وبالتالي أكل أموال الناس في الجانبين بالباطل، وفيهما صورية العقد، إذ أن البيع أو الشراء ليس المقصود منهما تملك السهم أو الاستثمار فيه، أو حتى الاستفادة من الفارق الطبيعي للسعر، وإنما

(١) فيض القدير شرح الجامع الصغير، لعبد الرؤوف المناوي، ٣/ ٢٧٨، طبعة المكتبة التجارية الكبرى، مصر.

(٢) الحافظ أحمد بن علي بن حجر العسقلاني "فتح الباري، شرح صحيح البخاري تحقيق محب الدين الخطيب،

وترقيم محمد فؤاد عبد الباقي، ومراجعة محب الدين الخطيب، ٤/ ٤٤٧.

القصد تضليل المستثمرين والتحايل عليهم من خلال إغلاء مصطنع وفاحش للورقة المالية. والشراء بغرض الاحتكار السلبي المضر بالسوق المالية والمستثمرين حكمه التحريم، ونصوص الشريعة المحرمة له واضحة جلية، أبرزها حديث النبي -صلى الله عليه وسلم- "لا يحتكر إلا خاطئ"<sup>(١)</sup>. وأما استغلال ثقة العملاء من خلال الحصول على عمولة السمسرة من صفقات البيع والشراء فهو خيانة لتعمد الاضرار بالوكيل، ولا خلاف في حرمة.

### ثانياً: أحكام المسؤولية النظامية عن جريمة التلاعب في البورصة:

بجانب العقوبات الجنائية لجرائم أسواق المال وبالأخص منها العقوبات المخصصة لجريمة التلاعب في البورصة في الأنظمة المقارنة والمختلفة كما أشرنا إليه سلفاً، يمكن أن تشكل الأساس القانوني للمستثمر المتضرر في سوق الأوراق المالية والذي يستند عليه لإثبات وجود خطأ مدني في عملية التداول في السوق، فلم تكن المسؤولية المدنية عن عمليات التلاعب في سوق الأوراق المالية بمنأى عن الاهتمام من قبل الأنظمة المختلفة بقصد التعويض عن ضرر المساهم الناتج عن البث أو النشر المعلومات خاطئة أو مضللة، الأمر الذي دفع القضاء الفرنسي إلى الأخذ بالتعويض الجزافي للضرر متجاهلاً بذلك المبادئ الرئيسية للتعويض وفقاً للمسؤولية المدنية، وإذا كان تقدير الضرر يخضع للسلطة التقديرية لقاضي الموضوع<sup>(٢)</sup>، فإن ذلك قد يحرم المضرور من أية وسيلة أو طريقة يمكن أن يستند عليها لإثبات حقيقة الضرر الذي

(١) سعيد بو هراوة، مرجع سابق، ص ١٤ - ١٥.

(٢) انظر الطعن رقم ١٢٢٥ / ٢٣ / ٢٠١٣، مدني ٢٣ / ٣ / ٢٠١٥، المستحدث مايو ٢٠١٧ الاصداران الحادي عشر

والثاني عشر، القاعدة رقم ١٢، ص ٣٢٨.

أصابه ومداه، ولعدم توافر الأسس ذات الطبيعة القانونية التي قد تساعد القاضي في عملية تقدير الضرر، فإن القضاء يأخذ بعين الاعتبار، في أغلب الأحوال بالتقدير الجزافي للتعويض الذاتي للضرر ذي الطبيعة المالية أو الاقتصادية، وذلك على خلاف التعويض الكامل المتبع وفقا لقواعد المسؤولية المدنية<sup>(١)</sup>.

والمتبع لأحكام القضاء الفرنسي يجد أن تقدير الضرر يكون جزافية بهدف تجاوز الصعوبات التي تواجه المضرور الذي يقع على عاتقه عبء إثبات الضرر، وتلك الأحكام القضائية تبين في ذات الوقت أن التعويض المستحق عن الضرر هو التعويض الذاتي أي عن ذات الضرر المتمثل بفوات الفرصة<sup>(٢)</sup>، وهذا التوجه القضائي لمعالجة اختلاف حالات المساهمين المتضررين تم تدعيمه من خلال تحديد الضرر المستحق للتعويض بفوات الفرصة، ومحكمة النقض الفرنسية قد رأت أن الضرر المؤكد هو الذي ينتج عن اختلاف السعر بسبب ارتكاب جريمة من جرائم أسواق المال<sup>(٣)</sup>. وبناء عليه، فإن مدى الضرر يكون الاختلاف ما بين سعر السهم وقت بث أو نشر البيانات والمعلومات الخاطئة والمضللة والسعر الذي يجب أن يكون في حالة عدم ارتكاب الخطأ المتمثل ببث أو نشر تلك المعلومات أو البيانات<sup>(٤)</sup> وأمام صعوبة تقدير الضرر في ظل غياب المعطيات من قبل المساهم المدعي بالضرر، فإن القضاء قرر أن ضرر المساهم يتمثل في فوات الفرصة في تحقيق استثمار أفضل<sup>(٥)</sup>.

(1) V. J. Klein, Sociétés cotes, l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur ( dans les sociétés cotées pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les Victimnes. JCP, d., G, 13 avril 2015, n; 15, doct. 55

(2) F. Terré, Ph. Simler, Y. Lequette, F. Chenedé; Droit civil, Les obligations, Dalloz, 12 éd., 2018, n; 700.

(3) La Cour de cassation avait considéré que "seul le préjudice né de la différence de cours est certain et découle directement de l'infraction" V. Cass. Crim., 15 mars 1993, arrêt préc.

(4) V. Cass. com., 22 nov. 2005, arrêt préc.

(5) V. P. Pailler, indemnisation de perte d'une chance pour l'associe d'investir en connaissance de cause, arrêt préc.

ويتبين من أحكام القضاء الفرنسي أن قاضي الموضوع يكتفي في الغالب بالتعويض الجزافي دون أي تسبب لمبلغ التعويض المستحق أو للمعايير المأخوذ بها التقدير مبلغ التعويض، فالضرر المتمثل بفوات الفرصة يعتبر ضررًا واحدة بالنسبة لكل مساهم مضرور<sup>(١)</sup>.

## المطلب الثاني الانعكاسات السلبية لجريمة التلاعب وطرق مكافحتها

### الفرع الأول

#### الانعكاسات السلبية لجريمة التلاعب

أولاً: الأثر السلبي للتلاعب على كفاءة البورصة:

تساعد السوق الكفاء في رفع كفاءة منشآت الأعمال، كما تساهم في جذب مستثمرين جدد؛ وإذا كانت كفاءة البورصة تقاس بقدرتها على التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، من خلال كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل، وعدالة السوق، وتوافر وسائل للحماية ضد المخاطر المتوقعة - فإن هناك عوامل غير مشروعة من شأنها أن تضعف من قدرة السوق على تحقيق هذا الهدف من أهمها التلاعب بالأسعار من خلال المضاربات غير المشروعة، حيث يؤثر التلاعب المعلوماتي على كفاءة التسعير ببورصة الأوراق المالية، كعدم الالتزام بواجب الإفصاح، أو استغلال المعلومات الداخلية، أو الإفصاح الإنتفائي للمعلومات<sup>(٢)</sup>.

(1) V. N. Rontchevsky, Une évaluation du préjudice financier délicate et malaisée, RDF n°12, septembre 2015, 13

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



كما تؤثر عمليات التلاعب القائمة على أساس نشر معلومات أو شائعات كاذبة مضللة على عدالة تسعير الأوراق المالية المتداولة في البورصة، حيث يعتمد بعض كبار المتداولين إلى نشر الشائعات والأكاذيب، وتسريب معلومات خاطئة عن شركة من شركات المساهمة، والقيام بعمليات تداول تصاحب هذه الأخبار والشائعات، وهذه الطرق تهدف إلى إيجاد فارق سعري مصطنع، وعرقلة الأداء الطبيعي للطلب والعرض، وهذا يهدف بطبيعة الحال إلى تحطيم المنافسة، أو الحد منها عن طريق الشراء المكثف، والوصول إلى سعر احتكاري<sup>(١)</sup>.

من ناحية أخرى فإن جميع صور التلاعب المعروفة تهدف إلى خلق انطباع زائف، إما بزيادة الكميات المعروضة من ورقة مالية ما، وإما بزيادة الطلب على هذه الورقة، وذلك خلافا لواقع الأمر، ففي هذه الأحوال يستطيع المتلاعب تحقيق أرباح طائلة؛ إذ يدخل السوق مشتريا عندما ينخفض السعر، وبائعا عندما تتكشف الحقائق ويرتفع السعر. ونتيجة لهذه الممارسات غير المشروعة يكون المتلاعب في وضع أفضل داخل السوق، يمكنه من جني أرباح طائلة في فترات قصيرة على حساب جمهور المتعاملين في السوق، ويزداد الأمر سوءا عندما يكون جمهور المتعاملين في السوق بلا خبرة وداريه بكيفية التعامل مع هؤلاء المتلاعبين. ومن هنا يكون للتلاعب بالأسعار له آثار سلبية على كفاءة البورصة سواء كانت كفاءة التسعير، أو كفاءة التشغيل، أو حتى عدالة السوق، وعامل الأمان داخل السوق، وإذا كان الأمر كذلك، فإن الأثر الرئيس

---

(١) صالح أحمد البربري: المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مرجع سابق،

المرترب في هذه الحالة هو عدم تحقق نتائج السوق الكفاء، فلن تكون هناك عدالة في تسعير الأوراق المالية، وبالتالي لن تعبر الأسعار السائدة عن القيمة الحقيقية لهذه الأوراق، وسوف يختل التوازن بين الطلب والعرض بفعل الممارسات غير المشروعة التي يقوم بها المتلاعبون<sup>(١)</sup>.

### ثانياً: الأثر السلبي للتلاعب على أداء البورصة لوظائفها:

إن انتشار الممارسات غير المشروعة ببورصة الأوراق المالية - وخاصة جرائم التلاعب بالأسعار - يؤثر على أداء البورصة لوظائفها<sup>(٢)</sup> حيث أن انتشار عمليات التلاعب ببورصة الأوراق المالية سيترتب عليه فقدان الثقة في البورصة، وهو ما سيدفع الكثيرين من المستثمرين الحاليين إلى تصفية استثماراتهم في البورصة وتسييلها، كما يؤثر على عملية توجيه المدخرات نحو خدمة أغراض التنمية، وسوف يبحث الكثير من المستثمرين من مجالات استثمارية أخرى أكثر أماناً وأوفر ربحاً<sup>(٣)</sup>.

(١) أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية - كلية الحقوق، العدد الأول، ٢٠١٧، ص ٦٩١-٩٠٢.

(٢) لمزيد من التفاصيل حول وظائف البورصة انظر:

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

- محمد الصيرفي البورصات، مرجع سابق، ص ٨١ وما بعدها.

(٣) أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية - كلية الحقوق، العدد الأول، ٢٠١٧، ص ٦٩١-٩٠٢.

### ثالثاً: الأثر السلبي للتلاعب في البورصة على الاقتصاد القومي:

- يترتب على انتشار التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية مجموعة من الآثار السلبية التي تلحق الضرر بالاقتصاد القومي ككل، منها:
- عدم توفير التمويل اللازم للتنمية الاقتصادية.
  - التسبب في الأزمات المالية والاقتصادية<sup>(١)</sup>.
  - عدم العدالة في توزيع الدخل<sup>(٢)</sup>.
  - تسرب بعض المدخرات الوطنية للاستثمار في الخارج.
  - لجوء الدول الراغبة في التمويل إلى الاقتراض الخارجي؛ وذلك بسبب تصاعد مديونياتها الخارجية، وصعوبة الشروط المفروضة على التمويل الأجنبي في السوق العالمي المعاصر، فضلاً عن ارتفاع تكلفة هذه الديون<sup>(٣)</sup>.

---

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

(٢) شوقي أحمد دنيا: التلاعب في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ١٣.

(٣) وإذا كان التوسع في التوريق يتجاوز الرافعة المالية والمغالاة في المشتقات المالية وعقودها قد تسبب في تفجير الأزمة المالية العالمية الأخيرة (سبتمبر ٢٠٠٨ م)، فإن التلاعب في توريق الرهون العقارية الأمريكية قد عمق من هذه الأزمة، وأدى إلى انتشارها في بقية مجالات القروض القابلة للتوريق، مثل مجالات القروض الطلابية، وشراء السيارات، وبطاقات الائتمان Credit Cards التي هي على وشك الانفجار؛ لأن قيمتها وصلت إلى تريليون دولار، وبدأ كثير من حاملها في التأخر عن سدادها. صبري عبد العزيز إبراهيم: التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، بحث مقدم إلى مؤتمر الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية المنعقد بكلية الحقوق بجامعة المنصورة في الفترة من ١-٢ أبريل ٢٠٠٩ م، ص ٣٦.

## الفرع الثاني

### طرق مكافحة جريمة التلاعب في البورصة

بتخلف عن التلاعب بأسعار الأوراق المالية مجموعة من الآثار السلبية ما من بُد أمام الدولة بكافة أجهزتها إلا ومكافحة هذه الممارسات غير المشروعة بكل حسم، ومن هنا قد تعددت طرق المكافحة، وفيما يلي سنبين بعض هذه الطرق، وذلك على النحو التالي:

#### أولاً: دور التشريع في مكافحة عمليات التلاعب في البورصة:

التلاعب بأسعار الأوراق المالية هي إحدى الجرائم الاقتصادية، وهي تؤثر - كما بينا - على حسن سير العمل بالبورصات، وسلامة التعاملات فيها، ولها تأثير سلبي على المستوى العام لأداء البورصات، وعلى المتعاملين فيها، وكذلك على الاقتصادات القومية، ونظراً لخطورة هذه الجريمة فقد تصدت التشريعات المختلفة لجميع صور وأشكال التلاعب في أسعار الأوراق المالية. وفيما يلي نعرض لدور بعض التشريعات الوضعية في مكافحة التلاعب بالأسعار في أسواق رأس المال:

#### (أ) مكافحة التلاعب بالأسعار في التشريع الفرنسي:

مرت تشريعات مكافحة التلاعب في فرنسا بمراحل عديدة: بدأت منذ عام ١٨١٠م، حيث جرم قانون ١٩٨١٠م الممارسات غير المشروعة في السوق<sup>(١)</sup>، ومع

---

(١) فوفقاً لنص المادة (٤١٩) من قانون سنة ١٨١٠م "يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن شهر ولا تزيد عن سنة أو بالغرامة كل من يقوم بممارسات غير مشروعة في السوق، مثل: تعمد نشر أخبار مضللة على العامة، من أجل رفع أو خفض أسعار السلع أو البضائع، أو لترتيب آثار سياسية، وذلك خلافاً لقانون المنافسة الطبيعية، من خلال الاتفاق أو التحالف بين المالكين الرئيسيين لنفس السلع أو البضائع، بغرض عدم البيع، أو عدم البيع إلا عند سعر معين".

ذلك فقد أكد الفقه الفرنسي<sup>(١)</sup> على أن نطاق هذه المادة لا يمتد إلى الأوراق المالية، وبالتالي لا يمتد إلى الممارسات التي تهدف إلى رفع أو تخفيض أسعار الأوراق المالية، وذلك على الرغم من أن النص جاء عاما بشأن جريمة إفساد الأسعار والتواطؤ. ورغم تعديل القانون المذكور في ٢٤ يوليو سنة ١٨٦٧م، فإنه لم يتناول بالعقاب إلا الجرائم المتعلقة بخفض أو رفع أسعار المواد الغذائية، أو الأوراق والأموال العامة، أي أن هذا التعديل لم ينص صراحة على تجريم التلاعب بأسعار الأوراق المالية، وقد أكدت محكمة النقض الفرنسية في حكم لها بتاريخ ٣٠ يونيو سنة ١٨٨٥م أنه لا يدخل في هذا الصدد الأوراق المالية<sup>(٢)</sup>.

وعندما صدر المرسوم رقم ٦٧/٨٣٣ الصادر في ٢٨ سبتمبر ١٩٦٧م بشأن إنشاء لجنة عمليات البورصة (COB) La Commission des Operations de Bourse، وفيما يتعلق بعملية إعلام حاملي الأوراق المالية والإعلان عن بعض عمليات بورصة الأوراق المالية<sup>(٣)</sup>، جرت المادة ١٠-١-٣ إطلاق معلومات كاذبة تؤثر على مسار البورصة، كما جرت المادة ١٠-٣ من القانون سالف الذكر التلاعب في عمليات البورصة الذي يتم من خلال ممارسة أو محاولة ممارسة مناورات تؤثر على أسعار الأسهم باستخدام تقنية تسمى الغلاية (Bouilloire)، أو غرفة الغلاية<sup>(٤)</sup> (Boiler Room).

(1) Edmond- Eugene Thaller Traite elementaire de droit commerclal, 4eme edition, librairie nouvelle de Droit et de jurisprudence, paris 1910. P491.

(2) Ibidem mentioning a decision of the cassation court, cass.com 30 juiy 1885 D, 86 1389

(3) Journal officiel du 29 September 1967

(٤) الغلاية (Bouilloire) أو غرفة الغلاية (Boiller Room) هي عبارة عن عمل إجرامي يومي إلى حد الأفراد على

الاستثمار في أوراق مالية غير معروفة بهدف إحداث ارتفاع مصطنع في أسعارها، وذلك من خلال إجراء

عمليات مصطنعة بأسعار متسارعة في الارتفاع دون ارتباط بالأداء الاقتصادي للشركة، أو بظروف الطلب

وقد كان لصدور القانون رقم ٦٧ / ٨٣٣ دور مهم في تطور التشريع الفرنسي في مجال سوق المال<sup>(١)</sup>؛ وعندما صدر القانون رقم ٧٠ / ٢٢ الصادر في ٢٢ يناير ١٩٨٨ م أكد على اختصاصات وصلاحيات لجنة عمليات البورصة، وذلك في سياق الإطار القانوني العمليات المخصصة التي كانت تجري في تلك الفترة في فرنسا، وقد عزز مشروع هذا القانون الذي أعدته الحكومة الفرنسية من اختصاصات وصلاحيات لجنة عمليات البورصة، ولكن البرلمان - بدعم من المجلس الدستوري - قيد سلطة لجنة عمليات البورصة في تطبيق عقوبات على الأشخاص الذين يتم التحقيق معهم، وتثبت مخالفتهم لتشريعات البورصة<sup>(٢)</sup>.

وعندما صدر القانون رقم ٥٣١ الصادر في ٢ أغسطس ١٩٨٩ م، بشأن أمن وشفافية السوق المالية، أعطى لجنة عمليات البورصة الحق في معاقبة متتهكي الأحكام القانونية في هذا الشأن، ووفقا لهذا القانون أصبح للجنة عمليات البورصة الحق في

والعرض الطبيعية في أسواق رأس المال، وتستخدم هذه الطريقة غالبا على الأسهم ذات التداول المحدود، حيث يقوم المتلاعبون بإعطاء العديد من أوامر الشراء، حتى يقتنع المتعاملون بأهمية التعامل على هذا السهم، فيقبلوا على الشراء، ويستمر تصاعد السعر، ويزداد مع كل ملية صورية إلى النسبة القصوى المسموح بها للارتفاع حتى يصل إلى السعر الذي يهدف إليه المتلاعبون، ثم يعطون بعد ذلك أوامر بيع الأسهم التي في حوزتهم مسبقا، ويحصلون على الأرباح التي يحققونها، ويخرجون من السوق، وتعتمد هذه العملية أساسا على الغش، ويتحقق لها النجاح كلما كان السوق ضيقا، فالنمو المفاجئ في حجم التعامل بالنسبة لمثل هذا السهم والارتفاع المصطنع للسعر يخدع المستثمرين لصالح المتلاعبين.

(١) إذ نص على تأسيس لجنة عمليات البورصة، وهي المؤسسة التي كانت مسؤولة بمفردها عن الإشراف على الأسواق المالية الفرنسية، وكان لها حق التحقيق في الانتهاكات التي يقوم بها المتعاملون في سوق المال الفرنسي.

(2) Cristian Dutescu: manipulation of capital market Bucharest 2008 p38.

معاقة الأشخاص الذين يعطلون آلية عمل السوق لجني مكاسب كبيرة غير مبررة، ولا يمكن الحصول عليها حال عمل السوق بشكل طبيعي، مما ساعد على المساواة بين المستثمرين فيما يتعلق بالحصول على المعلومات. كما نص القانون رقم ٥٣١ على حق لجنة عمليات البورصة في استجواب أي شخص يشتبه في مخالفته للأحكام المنظمة للبورصة، ولها كذلك طلب جميع الوثائق والمستندات ذات الصلة، كما أعطى هذا القانون موظفي لجنة عمليات البورصة الحق في دخول مقر المؤسسات التي تتعامل في السوق، كما يحق لموظفي اللجنة تفتيش محال إقامة الأشخاص الذين يتم التحقيق معهم، ولكن تحت رقابة قضائية، وتعتبر هذه الرقابة القضائية ضماناً مهمة لحرية الأفراد. وفي عام ٢٠٠٠م تم إصدار قانون الأسواق النقدية والمالية الفرنسي<sup>(١)</sup> الذي نصت المادة ٤٦٥-١ والمادة ٤٦٥-٢، منه على معاقبة كل من ينشر معلومات كاذبة أو خاطئة في السوق، مما يؤثر على أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، وكذلك تجريم المناورات التي تهدف إلى التأثير على الحركة الطبيعية للسوق عن طريق تضليل المستثمرين.

وفي ١ أغسطس ٢٠٠٣م صدر القانون رقم ٧٠٦/٢٠٠٣م، وبموجبه تم دمج لجنة عمليات البورصة Bourse (COB) La Commission des Operations de المالية المالية (CMF) le Conseil des Marchés Financiers ، ومجلس التأديب الخاص بالإدارة المالية (CDGF) Le Conseil (de Discipline de la Gestion Financiere)، في هيئة واحدة هي هيئة الأسواق المالية (AMF) Autorite des Marches Financiers وتختص هذه المؤسسة بتنفيذ تطبيق القواعد القانونية المنظمة للأسواق المالية الفرنسية.

(1) Ordonnance n2000- 1223 du 14 decembre 2000 relative a la partie legislative code monetaire et financier

## (ب) مكافحة التلاعب بالأسعار في التشريع الأمريكي<sup>(١)</sup>:

يستند نشاط سوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية إلى عدة قوانين وقواعد لتنظيم السوق، ويعتبر قانون مقاومة الاحتكار (Antitrust Act) الذي صدر في عام ١٨٩٧ م هو أول القوانين التي صدرت في مواجهة جريمة التلاعب وغيرها من الجرائم التي تنطوي على الإخلال بقانون الطلب والعرض في السوق<sup>(٢)</sup>. وعقب أحداث الكساد العظيم عام ١٩٢٩ م كشفت التحقيقات أن أسواق رأس المال كانت سببا أساسيا في حدوثه، فقد كانت التشريعات قاصرة عن تحقيق الانضباط في التعامل<sup>(٣)</sup>، ونعرض فيما يلي أهم هذه التشريعات:

١ - قانون الأوراق المالية (Securities Act) لسنة ١٩٣٣ م<sup>(٤)</sup>، وعلى الرغم من أن هذا القانون لا يعنى إلا بالأوراق المالية التي تصدر في سوق الإصدار (السوق الأولية)، إذ تخرج الأوراق المالية المتداولة في سوق التداول السوق الثانوية عن نطاق ولايته، فإن

(١) لمزيد من التفصيل ول التشريعات المنظمة لسوق رأس المال الأمريكي راجع:

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

- Cristian Dutescu: Manipulation of Capital Market ibidem p 42- 48.

(٢) أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية - كلية الحقوق، العدد الأول، ٢٠١٧، ص ٦٩١-٩٠٢.

(٣) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ٢٠٦.

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



هذا القانون يعتبر البداية الحقيقية لمكافحة التلاعب في بورصات الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية.

٢- قانون البورصة (Securities Exchange Act) لسنة ١٩٣٤م<sup>(١)</sup>: صدر قانون البورصة لعلاج، مسألتين هامتين أغفلهما قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣م، وهما: عدم تحديد جهة اختصاص معينة يلقي على عاتقها تنفيذ القانون، وقصر ولاية القانون المذكور على سوق الإصدار دون أن يمتد إلى سوق "التداول"، ويضاف إلى ذلك مسألة ثالثة هي إحكام الرقابة على نشاط التعامل في الأوراق المالية للحد من الممارسات غير الأخلاقية<sup>(٢)</sup>.

٣- قانون شركات الاستثمار (Investment company Act) لسنة ١٩٤٠م<sup>(٣)</sup> ثم قانون حماية المستثمر في الأوراق المالية (Protection Act Security Investor) لسنة ١٩٧٠م ثم قوانين السماء الزرقاء (Blue Sky Laws) ثم قانون ساريانس أوكسلي (Sarbanes Oxley Act) لسنة ٢٠٠٢م<sup>(٤)</sup>: صدر هذا القانون الأخير عقب انهيار إحدى أكبر الشركات الأمريكية في مقال الطاقة، وهي شركة إنرون (Inron)، وكذلك شركة أوراسكوم (Worldcom) بالاشتراك مع شركة المحاسبة آرثر اندرسون (Arthur Andersen LLP) في

(١) راجع:

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

- محمد حلمي عبد التواب، مرجع سابق، ص ٤١٠-٤١٢.

(٢) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ١٨٦.

(٣) محمد حلمي عبد التواب، مرجع سابق، ص ٤١٣-٤١٤.

(٤) ويعرف هذا القانون أيضا باسم (قانون اصلاح شركات المحاسبة العامة وحماية المستثمر)

(The Public Company Accounting Refom and Investor Protection Act)

عام ٢٠٠٢م، وهذا القانون يهتم بشكل عام بأحكام الرقابة المحاسبية على الشركات، وهو يعنى بالشركات الأمريكية والأجنبية التي تتداول أسهمها في البورصة الأمريكية، بحيث يجب عليها عمل تقارير سنوية للجنة الأوراق المالية والبورصة بخصوص ما يتعلق بالإجراءات الرقابية المحاسبية الداخلية. كما يوجب هذا القانون على المحاسبين الخارجيين أن يتأكدوا من أن الشركة قد احكمت رقابتها الداخلية على الأنظمة المحاسبية التي تستخدمها، ويجب كذلك على مكتب المحاسبة الخارجي أن يقوم بالشهادة على صحة التقارير المالية الصادرة عن الشركة، وقد نص القانون على جزاءات مدنية وجنائية في حالة عدم التطبيق<sup>(١)</sup>.

### (ج) مكافحة التلاعب بالأسعار في التشريع المصري<sup>(٢)</sup>:

جرم المشرع المصري - منذ زمن بعيد، وبصفة عامة - عمليات التلاعب بالأسعار، فقد نصت المادة (٣٤٥) من القانون رقم ٥٨ لسنة ١٩٣٧م بإصدار قانون العقوبات، على أن "الأشخاص الذين تسببوا في علة أو انحطاط أسعار غلال أو بضائع أو بونات أو سندات مالية معدة للتداول عن القيمة المقررة لها في المعاملات التجارية بنشرهم عمدا بين الناس أخبارا أو إعلانات مزورة أو مفتراة أو بإعطائهم للبائع ثمنا أزيد مما طلبه أو بتواطئهم مع مشاهير التجار الحائزين لصنف واحد من بشاعة أو غلال على عدم بيعه أصلا أو على منع بيعه بثمان أقل من الثمن المتفق عليه فيما بينهم أو بأي طريقة

(1) Greg Farrell: America Robbed Blind, Wizard Academy press 2005

(٢) أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية (دراسة

مقارنة)، مجلة كلية الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية - كلية الحقوق، العدد

الأول، ٢٠١٧، ص ٦٩١-٩٠٢.

احتمالية أخرى يعاقبون بالحبس مدة لا تزيد على سنة، وبغرامة لا تتجاوز خمسمائة جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط".

ومن الملاحظ أن المشرع المصري في هذا النص لم يقصر التجريم على المضاربة غير المشروعة في الأوراق المالية فقط، وإنما جعل نطاقه يمتد إلى سلع ومواد أخرى، وقد جعل المشرع المصري معيار المضاربة غير المشروعة هو ارتفاع أو انخفاض قيمة هذه السلع أو القيم المنقولة عن السعر المقرر له في المعاملات التجارية، أي السعر السائد وفقا للمجرى الطبيعي لقانون الطلب والعرض<sup>(١)</sup>.

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

- ١- نشر أخبار وإعلانات كاذبة أو مفتراة تؤدي إلى رفع أو خفض الأسعار.
- ٢- عرض أسعار أعلى من الأسعار السائدة في السوق على البائعين وذلك بالتواطؤ مع مشاهير التجار في السوق، وصولا إلى الاستحواذ على سلع أو أوراق مالية معينة، وذلك لاحتكارها والتحكم في سعرها علوا أو انخفاضا.

وبالرغم من أن المشرع المصري قد ذكر في المادة السابقة بعض الوسائل الاحتمالية التي تقع بها الجريمة فإنه أطلقها في نهاية النص بقوله أو بأية طريقة احتمالية أخرى؛ إذ أدرك المشرع صعوبة الإحاطة الشاملة بكل الوسائل الاحتمالية، وترك الباب مفتوحا لأية وسيلة أخرى من شأنها أن تؤدي إلى رفع أو خفض الأسعار<sup>(٢)</sup>.

(١) عمر سالم: الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ١٩٩٩م، ص ٥.

(٢) نصيف محمد حسين: النظرية العامة في الحماية الجنائية للمستهلك، النسر الذهبي للطباعة والنشر، القاهرة، ١٩٩٨م، ص ٢٢١.

وعندما صدر القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بشأن سوق رأس المال حظر  
المشرع المصري في المادة ٦٣،<sup>(١)</sup> منه التلاعب بأسعار الأوراق المالية أو التأثير على  
السوق، وذلك قوله "مع عدم الاخلال بأية عقوبة أشد، منصوص عليها في أي قانون آخر  
يعاقب بالحبس مدة لا تزيد على خمس سنوات، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه،  
ولا تزيد على عشرين مليون جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين ٦- كل من عمل قيد سعر  
غير حقيقي، أو عملية صورية، أو حاول بطرق التدليس التأثير على أسعار السوق.

وهنا يثير البعض<sup>(٢)</sup> مشكلة التنازع الظاهري بين النصوص القانونية في مجال  
تجريم عمليات التلاعب، حيث يوجد أكثر من نص تجريمي يمكن أن تندرج تحته  
الواقعة المرتكبة، ويبين هذا البعض الحل في هذه الحالة، وهو أن النص الخاص (نص  
المادة ٦٣) من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بشأن سوق رأس المال) يقيد النص العام  
(المادة ٣٤٥) من القانون رقم ٥٨ لسنة ١٩٣٧ بإصدار قانون العقوبات) ويستبعده من  
التطبيق، وعلى ذلك فإن النص الواجب التطبيق على جرائم التلاعب في أسعار الأوراق  
المالية أو المضاربة غير المشروعة هو نص المادة (٦٣) يقرر عقوبة أشد من العقوبة  
المنصوص عليها في المادة (٣٤٥) عقوبات.

ويلاحظ أن المشرع المصري في المادة (٦٣) سألغة الذكر لم يحدد وسائل  
محددة يتم بواسطتها ارتكاب جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية، وبذلك يكون قد  
ترك الباب مفتوحاً لأية وسيلة من الوسائل التي تؤثر على الأسعار بطريقة مفتعلة وغير

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

١٤٣ لسنة ٢٠٠٨م.

(٢) محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص ١٣٤.

طبيعي، وذلك ايمانا من المشرع بأنه لا يمكن حصر كل الوسائل الاحتمالية التي تتصف بالتجدد والتطور الدائمين، وهذا المسلك هو نفسه الذي سلكه المشرع في التشريعات المقارنة.

وقد سارت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري<sup>(١)</sup> على النهج الذي نفسه انتهجه المشرع في القانون، فنصت في صدر المادة (٣٢١) منها على أنه "يحظر مطلقا التلاعب بأسعار الأوراق المالية)، غير أنها اردفت بذكر بعض الأمثلة لممارسات المجرمة، وذلك بقولها في ذات المادة ويحظر على الأخص القيام بأي مما يلي:

- ١- التأثير على السوق أو على الأسعار بأي تعامل من خلال تنفيذ عمليات لا تؤدي إلى تغيير المستفيد الفعلي.
- ٢- تنفيذ عمليات متفق عليها مسبقا بقصد الإيحاء بوجود تداول على ورقة مالية معينة.
- ٣- نشر أو المساعدة في نشر أخبار مضللة أو غير مدققة.
- ٤- نشر أخبار تتعلق بقرب تغير سعر ورقة مالية من أجل التأثير على أسعارها والتعامل عليها.
- ٥- اشتراك الجهة المصدرة في التعامل على أوراقها المالية بغرض التأثير على سعرها، أو بطريقة يترتب عليها الإضرار بأي من المتعاملين عليها، وذلك دون الإخلال بالأحكام المنظمة للتعامل على أسهم الخزينة.

---

(١) الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ م والمنشورة بالوقائع المصرية العدد

٨١ تابع في تاريخ ٨ / ٤ / ١٩٩٣ م.

- ٦- الإدلاء في وسائل الإعلام - أيا كان نوعها- بأي معلومات غير صحيحة، أو غير مدققة، من شأنها التأثير على السوق أو المتعاملين فيه لتحقيق نفع شخصي، أو لصالح شخص، أو جهة معينة.
- ٧- إجراء عمليات أو إدراج أوامر بنظم التداول بالبورصة بغرض الإيحاء بوجود تعامل على ورقة مالية، أو التلاعب في أسعارها من أجل تسهيل بيعها أو شرائها.
- ٨- الاشتراك في أي اتفاقات أو ممارسات تؤدي لتضليل أو خداع المستثمر، أو للتأثير بصورة مصطنعة، أو التحكم في أسعار بعض الأوراق المالية، أو في السوق بصفة عامة.
- ٩- القيام منفردا أو بالاشتراك مع آخرين بإدخال أوامر إلى نظم التداول بالبورصة، يكون هدفها إعطاء صورة مضللة أو غير صحيحة عن حجم نشاط وسيولة أو سعر ورقة مالية معينة في السوق.
- ١٠- القيام منفردا أو بالاتفاق مع آخرين بإدخال أوامر إلى نظم التداول بالبورصة على ورقة مالية معينة للتأثير على سعر الورقة، سواء بالارتفاع، أو الانخفاض، أو التثبيت، تحقيقا لأهداف غير مشروعة، مثل التأثير في قيمة الاستثمارات لتحقيق نفع خاص، أو للتهرب من الضرائب، أو للوصول لسعر معين تم الاتفاق عليه مسبقا مع طرف آخر تحقيقا لغرض مخالف للقانون أو القواعد والأعراف المهنية كرفع أسعار أوراق مالية معينة للحصول على ائتمان بضمائها.
- ١١- استغلال أمر أو مجموعة أوامر صادرة من عميل أو مجموعة عملاء، وتكون كميات هذه الأوامر من شأنها تحريك سعر ورقة مالية، أو القيام بالتداول في نفس

اتجاه هذه الأوامر قبل تنفيذها، مما قد يحقق أرباحاً نتيجة استغلال أوامر العملاء بصورة غير مشروعة، كما يحظر أيضاً الاتفاق مع آخرين، أو إصدار توصيات لهم بالتحرك في نفس اتجاه هذه الأوامر قبل تنفيذها.

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

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

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

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

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

ويقرر البعض<sup>(١)</sup> أنه لا يشترط أن يؤدي ارتكاب الوسائل الاحتيالية إلى حدوث تأثير مفتعل على الأسعار بالفعل، بل يكفي محاولة ذلك، ويعبر عن ذلك صراحة نص المادة (٦٣) من قانون سوق رأس المال السالف ذكرها، فالجرائم الاقتصادية عموماً لا تتطلب وقوع ضرر فعلي، بل يكفي مجرد التهديد بوقوع هذا الضرر.

والغالب في القانون العام هو تجريم النتائج الضارة، أما تجريم النتائج الخطرة فأمر نادر، وعلى العكس من ذلك تغلب النتائج الخطرة في الجرائم الاقتصادية؛ لذلك فإن المشرع قصد بتجريم الأفعال المتقدمة منع وقوع النتائج الضارة، وهو لا يعاقب عليها بوصف الشروع أو المحاولة، وإنما بوصفها جرائم تامة قائمة بذاتها<sup>(٢)</sup>.

وجدير بالذكر أن المشرع المصري قد أجاز لرئيس البورصة - في المادة (٢١) من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بشأن سوق رأس المال وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار، وإلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها، أو التي تتم بسعر لا مبرر له، كما أعطى المشرع الرئيس البورصة الحق في وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه، وله أن يتخذ في الوقت المناسب أيًا من الإجراءات السابقة<sup>(٣)</sup>.

(١) محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص ١٣٤.

(٢) محمود محمود مصطفى: الجرائم الاقتصادية، الجزء الأول، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٧٩م، ص ١٠٥.

(٣) للاطلاع على بعض العمليات التي قامت إدارة البورصة بإلغائها بسبب التلاعب راجع الرابط التالي:

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



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

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

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

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

- الإفلاس أو التعثر.

- إخلال العضو بالتعاقد المبرم بينه وبين العميل.

- خطأ أو إهمال أو احتيال العضو أو ممثله القانوني أو القائم بالإدارة الفعلية أو أحد العاملين لديه.

- إخلال العضو أو أي من العاملين لديه بالواجب المهني.

ولا يلتزم الصندوق بتغطية كافة المخاطر التجارية الناتجة عن ارتفاع وانخفاض الأسعار بالبورصة، أو الخسارة المترتبة على قرار استثماري خاطئ من المستثمر، كما لا يلتزم الصندوق بالتعويض عن المخاطر المترتبة على التعامل في أوراق مالية غير مقيدة بجداول البورصة.

ويستطيع المستثمر الذي تعرض لأحد المخاطر التي تدخل في نطاق حماية الصندوق أن يتقدم إلى الصندوق بطلب تعويض الأضرار التي تعرض لها، على أن يدعم طلبه بالوثائق والمستندات الآتية:

- صورة من العقد المبرم مع الشركة.

- صورة من أوامر البيع والشراء.

- صورة من إخطار العضو بالواقعة محل المخالفة.

- كشف حساب نقدي صادر من الشركة.

- مستندات إثبات السداد الشركة.

وفي جميع الأحوال لا تقبل الشكوى بعد مضي سنة ميلادية من حدوث الواقعة، وتتولى إحدى لجان الفحص النظر في الطلب، واتخاذ قرار بشأنه من حيث أحقية أو عدم أحقيته صاحبه في التعويض، ويستطيع المستثمر التظلم من قرارات لجان الفحص خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ علمه بقرار اللجنة أمام مجلس إدارة الصندوق، كما يمكنه التظلم من قرار مجلس إدارة الصندوق أمام الهيئة العامة للرقابة

المالية خلال خمسة عشر يوما من تاريخ إخطاره بقرار مجلس إدارة الصندوق<sup>(١)</sup>.

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

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

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

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

(١) لمزيد من التفاصيل حول آلية عمل الصندوق راجع الرابط التالي:

[http://www.efsa.gov.eg/content/efsa\\_ar/cma\\_reports/sandok%20hemaiet%20mostathmer.htm](http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/cma_reports/sandok%20hemaiet%20mostathmer.htm)

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

وهناك عناصر معينة يمكن عند وضعها في الاعتبار أن تؤكد أو تنفي وجود تلاعب في الأسعار، من ذلك تلاحق عمليات الشراء والبيع التي أدت إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، أو تلاحق عمليات البيع لعمليات الشراء التي أدت إلى ارتفاع سعر الأوراق المالية، ويعد قصر الفترة الزمنية بين كلا النوعين من العمليات مؤشرا على التلاعب، فضلا عن ضخامة العمليات التي ترتب عليها تحقيق الربح الشخص المتلاعب، غير أنه ينبغي على الجهة القائمة على السوق أن تتحقق من أنه ليست هناك ثمة أحداث على مستوى الشركة المصدرة للورقة المالية، أو على مستوى الاقتصاد الوطني، أو على المستوى الدولي - هي التي أدت إلى هذه الارتفاعات أو الانخفاضات، فإن وجد ما يبرر ذلك على أي من تلك المستويات، وبالقدر الذي يسمح بارتفاع الأسعار أو انخفاضها إلى تلك المستويات، لا يمكن اعتبار العمليات التي تمت على تلك الأوراق تلاعبا بالأسعار<sup>(١)</sup>.

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

## نتائج البحث والتوصيات

يمكننا أن نستخلص مجموعة من النتائج لتلك الدراسة ؛ تتمثل في النقاط التالية :

- انتهج المنظم السعودي ذات النهج الذي نهجته التشريعات المقارنة والمعاصرة في شأن مراعاة مبدأ الشرعية في المواد الجنائية في صدد تجريمه لأفعال التلاعب فب البورصة والاخلال بتداول الأوراق المالية، فقد أورد نظاما خاصا بهذه الجرائم وفق ما سلف بيانه.

- لم يتطلب المنظم السعودي لوقوع أفعال التلاعب في البورصة نتيجة مادية معينة لوقوع الجريمة التامة، حيث أن جرائم السوق المالية في النظام السعودي ومن ضمنها جريمة التلاعب في البورصة تعد من جرائم النشاط وليست من جرائم النتيجة المادية.

- لا يكفي المنظم السعودي في شأن وقوع جريمة التلاعب في البورصة القصد الجنائي العام، يجب أن يتوافر حال وقوعها قصدا جنائيا من نوع خاص.

- تميز خطة المنظم السعودي عن كثير من التشريعات المعاصرة ومنها التشريع المصري في شأن السماح لأجهزة إدارية متخصصة سلطة الضبط القضائي في مجال الكشف عن جرائم السوق المالية وتجميع الأدلة في شأنها، حيث منح المنظم السعودي لهيئة السوق المالية إمكانية الجمع بين سلطات الضبط القضائي وسلطات التحقيق وسلطة الادعاء، على عكس خطة المشرع المصري حيث أن سلطة التحقيق تؤول فيه إلى النيابة العامة.

- صعوبة إثبات مدى تأثير الممارسات غير المشروعة حال البث أو النشر المعلومات أو بيانات خاطئة أو مضللة أو حالة التلاعب بالأسهم بهدف التأثير على القيمة

السوقية للأسهم وذلك نظرا لعدم معرفة ضحايا تلك الجرائم بتوافر نية خاصة لدى المضارب على رفع التلاعب للتأثير على الأسعار لتحقيق مكسب شخص، الأمر الذي يصعب معه اثبات مدى توافر الضرر بالنسبة للمساهم، وهو ما ينعكس بطبيعة الحال على كفاءة البورصة أو على قرار المساهم بخصوص التداول، وهو ما يؤدي إلى انهيار الأسهم والسندات.

### وفي ضوء نتائج الدراسة، فإننا نوصي بالآتي:

- يجب أن توجه عناية المنظم السعودية بضرورة تطوير الأطر القانونية التي تنظم بورصة الأوراق المالية، من خلال تحديث الأنظمة واللوائح، والتعليمات، وخاصة الأنظمة الإلكترونية، ومواكبة الاتجاهات الحديثة في مجال الرقابة على الأسواق المالية. والعمل على تحديثها بصفة مستمرة لتفادي ما قد يعترئها من نقص، أو ما يشوبها من عوار لتواكب التطور المستمر في وسائل وطرق التلاعب بالأسعار التي تتطور بصفة مستمرة.
- ضرورة الاهتمام بتطبيق القواعد والمبادئ الحديثة في مجال حوكمة الشركات؛ لتدعيم عنصري الشفافية والإفصاح بالنسبة للشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية، الأمر الذي سيغلق الباب أمام المتلاعبين، وحماية ضحايا التلاعب.
- ضرورة تغليظ العقوبات المقررة على جرائم التلاعب في بورصة الأوراق المالية للحد من عمليات التلاعب بالأسعار.
- ينبغي على المنظم السعودي في شأن مكافحة جرائم التلاعب في البورصة ضرورة إنشاء قضاء متخصص لهذا النوع من الجرائم، مع مراعاة النص والاهتمام بقضاتها، بحيث لا يعين فيها إلا من كان لديه من ال معرفة والخبرة الفنية في هذا المجال،

وذلك على غرار المشرع المصري الذي أنشأ المحاكم الاقتصادية كي تختص في هذا النوع من الجرائم.

- ضرورة تعزيز الاتفاقات الدولية في شأن التعاون الدولي في مجال مكافحة جرائم التلاعب في البورصة في ضوء أن إمكانية ارتكاب السلوك الإجرامي في مثل هذا النوع الجرائم من بلد ويتم التداول للأوراق المالية في بلد آخر.

- عمل حملة من التوعية لجميع المتعاملين والمستثمرين في مجال الأسواق المالية، عن طريق وسائل الإعلام المختلفة ومواقع التواصل الاجتماعي على شبكة الإنترنت، بهدف توقي الحذر من أن يكونوا ضحايا لحيل واستغلال المتلاعبين، وذلك من خلال زيادة الوعي بصور التلاعب، وكيفية اكتشاف التلاعب، وآليات التبليغ عنها للجهات الرقابية، مع مساهمة رجال الدين في مجال التوعية بخطورة وأضرار التلاعب بأسعار الأوراق المالية في البورصة وأثرها على الاقتصاد القومي، وأن يبينوا للناس الحكم الشرعي لمثل هذه الممارسات غير المشروعة، وكذلك العقوبة المقررة لها.

- العمل على نشر أخبار جميع القضايا التي وقع فيها أي نوع من أنواع التلاعب، مع بيان آثارها الاقتصادية التي ترتبت عليها، مع تتبع مرتكبي تلك الأفعال وبيان العقوبات التي تم إنزالها عليهم.

## المراجع

### المراجع اللغوية :

- ابن منظور لسان العرب، ج ١، ج ٨، ج ١١.
- ابن الأثير الغائق في غريب الحديث، ج ٣.
- الفيروز آبادي، القاموس المحيط، ج ١.

### المراجع الشرعية :

- عماد الدين أبو الفداء اسماعيل بن كثير، تفسير القرآن العظيم، ج ٢ ، ط.، القاهرة: الدار المصرية اللبنانية ، د. ت.
- أبو الطيب صديق بن حسن بن علي الحسين القنوجي البخاري ، فتح البيان في مقاصد القرآن ، مراجعة عبدالله بن إبراهيم الأنصاري ج ٣ ط . بيروت : المكتبة العصرية د. ت.
- أبو الحسن علي بن محمد بن حبيب البصري البغدادي الماوردي، الأحكام والولايات السلطانية، ضبط وتصحيح: أحمد عبد السلام، ط ٣ ، بيروت : دار الكتب العلمية ، ٢٠٠٦.
- السنن الكبرى، للبيهقي ٢٦٦/٥، طبعة دار الفكر - دمشق / سورية، الطبعة الثالثة ١٤٠٣هـ، ورواه الترمذي عن أبي سعيد الخدري، وحينه، سنن الترمذي ٣/ ٥١٥، طبعة دار إحياء التراث العربي - بيروت.



- فيض القدير شرح الجامع الصغير، لعبد الرؤوف المناوي، ٢٧٨/٣، طبعة المكتبة التجارية الكبرى، مصر.

- الحافظ أحمد بن علي بن حجر العسقلاني "فتح الباري، شرح صحيح البخاري تحقيق محب الدين الخطيب، وترقيم محمد فؤاد عبد الباقي، ومراجعة محب الدين الخطيب، ٤٤٧/٤.

### المراجع العامة:

- على عبد القادر القهوجي، وفتوح عبدالله الشاذلي، شرح قانون العقوبات القسم الثاني، النظرية العامة، والمسئولية، والجزاء الجنائي، ط. الإسكندرية: دار الهدى للمطبوعات، ٢٠٠٢.

- أحمد شوقي عمر أبو خطوة، شرح الأحكام العامة لقانون العقوبات، ط. القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠٠٧.

- عبد القادر عودة، التشريع الجنائي الموسوعة الجنائية ٦/٣، الأحكام العامة في القانون الجنائي ١/٣٨ ط. مؤسسة الرسالة ١/٦٧.

- أسامة عبدالله قايد، الجريمة وأحكامها العامة في الأنظمة الحديثة والفقعة الإسلامية، ط ٢ (القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٥).

### المراجع المتخصصة:

- عمر سالم، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيمة بسوق

الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ١٩٩٩.

- منير أبو ريشة، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار  
الجامعة الجديدة للنشر، ٢٠٠٧.

- مجدي حبشي، الحماية الجنائية وشبه الجنائية للأسواق المالية، دار النهضة  
العربية، ٢٠٠٠.

- منير هندي، الأوراق المالية وأسواق راس المال، منشأة المعارف،  
الإسكندرية، ١٩٩٩، ص ٥.

- طارق عبد العال حماد: بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية،  
٢٠٠٠م، ص ١٩.

- مجدي شهاب: اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر،  
الإسكندرية، ٢٠٠٠م.

- سيد طه بدوي محمد: عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من  
الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠١م.

- مظهر فرغلي، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال، دار النهضة العربية،  
الطبعة الأولى ١٤٢٧هـ.

- محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية - دراسة

مقارنة، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، ٢٠٠٧م.

- منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق المال، بدون ناشر، ٢٠١٢م.

- أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، دلة البركة، جدة، ١٤١٥هـ.

- محمد إسماعيل هاشم: الرقابة على التداول في بورصة الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة بين النظامين المصري والامريكي بدون ناشر، ١٤٣٢هـ - ٢٠١١م.

- جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة - دراسة قانونية مقارنة، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠١٠.

- عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم - سندات - وثائق استثمار - خيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٤ - ٢٠٠٥م.

- أحمد محمد لطفى أحمد: معاملات البورصة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ٢٠٠٦م.

- حمدي عبد العظيم: اقتصاديات البورصة في ضوء الازمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، ٢٠١٢م.

- أحمد زكي بدوي، صديقة يوسف محمود: معجم المصطلحات التجارية

والمالية والمصرفية، دار الكتب المصرية، القاهرة، الطبعة الأولى، ١٤١٤ هـ  
١٩٩٤ م.

- محمد أحمد عبد الخالق سلام، الشفافية والافصاح في سوق الأوراق المالية،  
دراسة مقارنة، بدون ناشر، بدون تاريخ نشر.

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

- محمود محمود مصطفى: الجرائم الاقتصادية، الجزء الأول، دار النهضة  
العربية، القاهرة، ١٩٧٩ م.

### الرسائل العلمية:

- أشرف أحمد عبد المنعم: رقابة الدولة على سوق الأوراق المالية في مصر  
(دراسة قانونية مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية) أطروحة قدمت إلى  
كلية الحقوق - جامعة القاهرة لنيل درجة الدكتوراه في الحقوق، ٢٠٠٨ م.

### الدوريات والمجلات العلمية :

- أحمد عبد الصبور عبد الكريم أحمد، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق  
المالية وآثاره الاقتصادية (دراسة مقارنة)، مجلة كلية الحقوق للبحوث  
القانونية والاقتصادية، جامعة الإسكندرية - كلية الحقوق، العدد الأول،  
٢٠١٧.

- محمود محمد فهمي: سوق المال وبورصة الأوراق المالية، ندوة عقدت بمركز البحوث والدراسات القانونية بكلية الحقوق جامعة القاهرة، نوفمبر ١٩٩٥ م.

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

- محمد بن إبراهيم السجيباني التلاعب في الأسواق المالية صورته وآثاره، بحث مقدم إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ٢٣ - ٢٧ شوال ١٤٣١ هـ الموافق ٢٦ أكتوبر ٢٠١٠ م.

- صالح البربري، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات المعقود في دبي ١٦ - ١٨ صفر ١٤٢٨ هـ.

- دسوقي أحمد دنيا: التلاعب في الأسواق المالية، بحث مقدم إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ١٩ - ٢٣ محرم ١٤٣٢ هـ الموافق ٢٥ - ٢٩ ديسمبر ٢٠١٠ م.

- عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية - دراسة فقهية، بحث مقدم إلى الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، ١٩ - ٢٣

محرم ١٤٣٢هـ - ٢٥ - ٢٩ ديسمبر ٢٠١٠م.

- رفيق يونس المصري، المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والمعارضين،  
مجلة جامعة الملك عبد العزيز، جدة، الاقتصاد الإسلامي، مجلد رقم ٢٠،  
العدد رقم ١، ١٤٢٨هـ - ٢٠٠٧م.

- محمد عبد الحليم عمر: أزمة البورصات العالمية، مركز الشيخ صالح كامل  
للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر، سلسلة المنتدى الاقتصادي، المنتدى  
الثالث، ١٩٩٧م.

- صبري عبد العزيز إبراهيم: التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في  
ضوء الفكر الإسلامي، بحث مقدم إلى مؤتمر الجوانب القانونية  
والاقتصادية للأزمة المالية العالمية المنعقد بكلية الحقوق بجامعة المنصورة  
في الفترة من ١ - ٢ ابريل ٢٠٠٩م.

### مواقع على شبكة الانترنت:

- ❖ <http://www.alborsanews.com/?s=%D8%A7%D9%DB%AA%D9%84%D8%A7%D8%A8+%D9%81%D9%8A+%D8%A7%D9%84%D8%A8%D9%88%D8%B1&D8%A9>.
- ❖ [http://www.efsa.gov.eg/content/efsa\\_ar/cma\\_reports/sandok%20hemaiet%20mos%20tathmer.htm](http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/cma_reports/sandok%20hemaiet%20mos%20tathmer.htm)

### المراجع الأجنبية:

- ❖ Le Petit Larousse illustre, Ed. Larousse. 2007.
- ❖ Penguin Office Dictionary, Penguin Reference Library 2006.
- ❖ The American Stock Exchange Act of 1934
- ❖ Louise Yamada Market Magic Riding the Greatest Bull Market of the Century< john Wiley & Sons. Inc. York 1998.

- ❖ Richard J. Teweles The Stock market, jhon wile & Sons, Inc new York 1999.
- ❖ Betrand Hommey Les Bourses des valeurs et leconomie dirigee these de Doctorat imp Maurice lavergne paris 1942 .
- ❖ Arkadev chatterjea Joseph A. Cherian and Robert A. Jarrow Market manipulation and corporate finance A new perspective, financial management 1993.
- ❖ Greg Farrell: America Robbed Blind, Wizard Academy press 2005.

### النصوص القانونية :

-المرسوم الملكي رقم ٣٠/٢ بتاريخ ١٤٢٤/٦/٢ هـ الموافق

٢٠٠٣/٧/٣١ م.

-قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ م.

-اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الصادرة بقرار

وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣، والمنشورة

بالوقائع المصرية العدد ٨١ تابع في تاريخ ٠٨/٠٤/١٩٩٣ م.

-القرار الوزاري المصري رقم ٢٩٣ لسنة ٢٠٠٣ م.

-قرار وزير المالية رقم ١٧٢ لسنة ٢٠١٥ م بتعديل بعض أحكام اللائحة

التنفيذية لقانون الضريبة على الدخل الصادرة بقرار وزير المالية رقم ٩٩١

لسنة ٢٠٠٥ م، والمنشور بالوقائع المصرية- العدد ٧٩ تابع (ب) في ٠٦

أبريل ٢٠١٥ م.

-قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ م والمنشورة

بالوقائع المصرية العدد ٨١ تابع في تاريخ ٠٨/٤/١٩٩٣ م.

## قائمة المحتويات

٢٧٨	موجز عن البحث
٢٨٢	مقدمة
٢٨٣	أهمية البحث
٢٨٤	خطة البحث
٢٨٦	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي بجريمة التلاعب في البورصة
٢٨٧	المطلب الأول: مفهوم جريمة التلاعب في البورصة
٢٨٨	أولاً: مفهوم الجريمة
٢٩٠	ثانياً: مفهوم البورصة
٢٩١	ثالثاً: مفهوم التلاعب في البورصة
	المطلب الثاني: هدف التلاعب في البورصة وتميزه عن غيره من أساليب المضاربة
٣٠٢	وأهم صورته
٣٠٢	أولاً: هدف التلاعب في البورصة وتميزه عن غيره من أساليب المضاربة
٣٠٩	ثانياً: صور النشاط الإجرامي لجريمة التلاعب في البورصة
٣٢٦	المبحث الثاني: أحكام المسؤولية عن جريمة التلاعب في البورصة وطرق مكافحتها
٣٢٦	المطلب الأول: أحكام المسؤولية عن جريمة التلاعب في البورصة
٣٢٦	أولاً: الحكم الشرعي لجريمة التلاعب في البورصة
٣٣٠	ثانياً: أحكام المسؤولية النظامية عن جريمة التلاعب في البورصة
٣٣٢	المطلب الثاني: الانعكاسات السلبية لجريمة التلاعب وطرق مكافحتها



الفرع الأول : الانعكاسات السلبية لجريمة التلاعب .....	٣٣٢
أولاً: الأثر السلبي للتلاعب على كفاءة البورصة .....	٣٣٢
ثانياً: الأثر السلبي للتلاعب على أداء البورصة لوظائفها .....	٣٣٤
ثالثاً: الأثر السلبي للتلاعب في البورصة على الاقتصاد القومي .....	٣٣٥
الفرع الثاني طرق مكافحة جريمة التلاعب في البورصة .....	٣٣٦
أولاً: دور التشريع في مكافحة عمليات التلاعب في البورصة .....	٣٣٦
ثانياً: تعزيز دور الجهات الرقابية للحد من عمليات التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية .....	٣٥١
نتائج البحث والتوصيات .....	٣٥٣
المراجع .....	٣٥٦
قائمة المحتويات .....	٣٦٤