

جريمة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية
حالات عملية حول جريمة التداول الدائري

The Crime of Price Manipulation in the Stock Market

Practical cases on the crime of circular trading

مشروع تخرج أعد لاستكمال متطلبات الحصول على درجة ماجستير التأهيل والتخصص في

إدارة الأعمال - اختصاص قانون الأعمال

إعداد الطالبة

(كنده سليمان حاتم)

إشراف

(الدكتور هيثم الطحان الزعيم)

٢٠٢٤ - ٢٠٢٥



كلمة شكر وتقدير

أتقدم بخالص الشكر وعظيم الامتنان إلى الأستاذ الدكتور هيثم الطحان الزعيم، على ما قدّمه لي من دعم علمي وتوجيه أكاديمي طوال فترة إعداد هذه الرسالة، والذي كان له أثر كبير في إثراء هذا العمل وإنجازه على النحو المنشود.

كما أتوجه بجزيل الشكر والتقدير إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة الأكارم، لتفضلهم بقبول مناقشة هذه الرسالة، ولما بذلوه من وقت وجهد في قراءتها وتقييمها وإبداء الملاحظات القيّمة حولها.

ولا يفوتني أن أتقدم بخالص الشكر والامتنان إلى المعهد العالي لإدارة الأعمال (هبة)، بكادره التدريسي والإداري، على ما قدموه لي من علم ودعم وإلهام خلال مسيرتي الأكاديمية.



إهداء من القلب

✚ إلى أسرتي، المحطة الأجل في حياتي:

زوجي، رفيق العمر.. وسندي في رحلة الحياة والعلم.

ابنتي، غايتي ودافعي في هذه الحياة.

✚ إلى أبي، الذي لا يزال يسكنني بقيمه و وصاياه.

✚ أمي، الأمان الأبدي.

✚ إخوتي وأخواتي، الشجرة التي أتقياً بظلها.

لكم جميعاً، أهدي ثمرة سعبي، مع كل حبي وامتناني.

ملخص الدراسة

تتناول هذه الدراسة جريمة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، باعتبارها من أخطر الجرائم الاقتصادية التي تهدد كفاءة الأسواق وعدالتها، وتنعكس آثارها السلبية على ثقة المستثمرين واستقرار النظام المالي.

تهدف الدراسة إلى تحديد وتحليل الإطار القانوني الناظم لجريمة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية مع التركيز على التشريع السوري، ومقارنته ببعض التشريعات العربية والدولية، للكشف عن أوجه القصور والخلل، وصولاً إلى تقديم توصيات عملية تسهم في تطوير المنظومة التشريعية والرقابية في سورية، بما يحقق حماية فعالة للسوق والمستثمرين

ينقسم البحث إلى محورين رئيسيين:

- الإطار النظري، ويتضمن دراسة شاملة لأسواق الأوراق المالية من حيث المفهوم والنشأة والتطور، وأهميتها في الاقتصاد الحديث، ثم تحليل معمق لجريمة التلاعب بالأسعار من حيث التعريف، والأساليب، والتمييز بينها وبين المضاربة المشروعة، مع بيان الأركان القانونية للجريمة وفقاً للتشريعات السورية والمقارنة.
- الإطار العملي، ويعرض حالتين تطبيقيتين: الأولى من سوق دمشق للأوراق المالية، والثانية من السوق المالية السعودية، بهدف إبراز الممارسات الواقعية للتلاعب، وتحليل أوجه القصور التشريعي والرقابي، ومدى فاعلية التدخلات القانونية في الحد من هذه الظاهرة.

اعتمدت الدراسة على المنهج التحليلي الوصفي لتحليل النصوص القانونية والتنظيمية ذات الصلة، بالإضافة إلى المنهج المقارن من خلال مقارنة التشريع السوري بالتشريعات المقارنة (السعودي والمصري والفرنسي)، إلى جانب المنهج الاستقرائي في استخلاص النتائج من الحالات العملية.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، أبرزها غياب تعريف دقيق لجريمة التلاعب في التشريع السوري، وصعوبة إثبات القصد الجنائي، وضعف أدوات الرقابة الحالية في كشف السلوكيات التلاعبية. وبناءً عليه، أوصت الدراسة بضرورة إدراج تعريف صريح للجريمة وصورها بما يفيد في تحديد أركانها القانونية وبالتالي تحديد المسؤولية الجنائية، وكذلك تطوير أنظمة الرقابة الفنية باستخدام تقنيات الذكاء الاصطناعي، وتشكيل لجان فنية مساعدة للقضاء، إضافة إلى تشجيع البحث العلمي في هذا المجال.

الكلمات المفتاحية:

التلاعب بالأسعار، سوق الأوراق المالية، المضاربة المشروعة، التشريع السوري، الجرائم الاقتصادية، الركن المعنوي.

Study Abstract

This study addresses the crime of price manipulation in the securities market, as one of the most serious economic offenses that threaten market efficiency and fairness, while negatively affecting investor confidence and the stability of the financial system.

The research aims to identify and analyze the legal framework governing price manipulation in the securities market, with a particular focus on Syrian legislation, and to compare it with selected Arab and international laws in order to reveal gaps and shortcomings. The ultimate goal is to present practical recommendations that contribute to the development of the legislative and regulatory framework in Syria, thereby ensuring effective protection for both the market and investors.

The study is divided into two main parts:

- **Theoretical framework:** It provides a comprehensive examination of securities markets in terms of their concept, origin, and evolution, as well as their importance in the modern economy. It then presents an in-depth analysis of the crime of price manipulation — including its definition, methods, and distinction from legitimate speculation — and clarifies its legal elements under Syrian and comparative legislation.
- **Practical framework:** This part presents two applied case studies — the first from the Damascus Securities Exchange and the second from the Saudi Stock Exchange (Tadawul) — with the aim of highlighting real-world manipulative practices, analyzing legislative and supervisory shortcomings, and assessing the effectiveness of legal interventions in limiting such behavior.

The study adopts the descriptive-analytical method to examine relevant legal and regulatory texts, the comparative method to contrast Syrian legislation with other legal systems (such as Saudi, Egyptian, and French), and the inductive method to derive conclusions from practical cases.

The findings reveal the absence of a precise legal definition of price manipulation in Syrian legislation, the difficulty of proving criminal intent, and the weakness of current supervisory tools in detecting manipulative behaviors. Accordingly, the study recommends the introduction of a clear and comprehensive definition of the offense and its forms to better determine its legal elements and corresponding criminal liability, the enhancement of technical oversight mechanisms through artificial intelligence technologies, the establishment of specialized technical committees to support judicial authorities, and the encouragement of further academic research in this field.

Keywords: Price Manipulation – Stock Market – Legitimate Speculation – Syrian Legislation – Economic Crimes – Criminal Intent

الفهرس

الفصل التمهيدي: الإطار العام للدراسة.....	١
أولاً- المقدمة.....	١
ثانياً- الدراسات السابقة.....	١
ثالثاً- مشكلة الدراسة	٤
رابعاً- أهمية الدراسة.....	٥
خامساً- أهداف الدراسة.....	٥
سادساً- منهجية الدراسة.....	٦
سابعاً- حدود الدراسة.....	٦
ثامناً- صعوبات الدراسة.....	٦
الفصل الأول: الإطار النظري.....	٨
المبحث الاول : أسواق الأوراق المالية.....	٨
المطلب الأول: مفهوم وماهية أسواق الأوراق المالية	٨
الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية.....	٨
الفرع الثاني: أنواع الاوراق المالية محل التداول.....	١١
المطلب الثاني: نشأة و تطور أسواق الأوراق المالية.....	١٦
المطلب الثالث: أهمية أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد الحديث.....	٢١
المبحث الثاني :التلاعب في سوق الأوراق المالية	٢٣

المطلب الأول: تعريف التلاعب	٢٤
المطلب الثاني: ضابط التمييز بين التلاعب والمضاربة المشروعة	٢٨
الفرع الأول: مفهوم التلاعب والمضاربة المشروعة	٢٨
الفرع الثاني: أهمية المضاربة المشروعة	٣٠
المطلب الثالث: أساليب التلاعب بالأسعار	٣٢
المطلب الرابع: الأركان القانونية لجريمة التلاعب بالأسعار	٣٨
الفرع الأول: الركن المادي	٣٩
الفرع الثاني: الركن المعنوي	٤١
المبحث الثالث: الآثار المترتبة على جريمة التلاعب بالأسعار وسبل الحد منها	٥١
المطلب الأول: الآثار السلبية المترتبة على التلاعب بالأسعار	٥١
المطلب الثاني: طرق وأساليب الحدّ من التلاعب بالأسعار	٥٥
الفصل الثاني: الإطار العملي	٥٩
المطلب الأول: دراسة حالة تلاعب في سوق دمشق للأوراق المالية	٥٩
المطلب الثاني: دراسة حالة في السوق المالية السعودية	٧٣
المطلب الثالث: مقارنة بين موقف المشرعين السوري والسعودي من جريمة التلاعب بالأسعار	٨١
الخاتمة: النتائج والتوصيات	٨٤
أولاً- النتائج	٨٤
ثانياً- التوصيات	٨٥

الفصل التمهيدي الإطار العام للدراسة

أولاً- المقدمة

يشهد الاقتصاد العالمي تطورات متسارعة أثرت بشكل مباشر في بنية الأسواق المالية وآليات عملها، حيث باتت هذه الأسواق تلعب دوراً حيوياً في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الأنشطة الإنتاجية والخدمية. وفي هذا الإطار، تبرز أسواق الأوراق المالية كإحدى الركائز الأساسية لتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة، لما تؤديه من وظائف تمويلية واستثمارية وتنظيمية، غير أن هذا الدور لا يخلو من التحديات والمخاطر، وفي مقدمتها ظاهرة التلاعب بالأسعار، التي تشكل انتهاكاً صارخاً لقواعد الشفافية والمساواة في التداول، وتؤثر سلباً على كفاءة السوق وثقة المستثمرين.

وقد أصبح التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية من الجرائم الاقتصادية المعقدة التي تتطلب معالجة قانونية دقيقة، نظراً لتعدد أشكالها، وتشعب آثارها، وتطور الأساليب المستخدمة فيها. ومن هنا، جاءت هذه الدراسة لتسليط الضوء على هذا الجرم، من حيث ماهيته، وأساليبه، وأركانه القانونية، إضافة إلى عرض الإطار التشريعي الناظم له في القانون السوري مقارنةً بالقوانين المقارنة.

ثانياً- الدراسات السابقة

اطّلت الباحثة على عدد من الدراسات التي تناولت جريمة التلاعب في الأسواق المالية من زوايا مختلفة أهمها:

١- دراسة (سعيد بوهراوة _ ٢٠١٠) " التلاعب في الأسواق المالية " :

تناولت الدراسة ظاهرة التلاعب في الأسواق المالية من منظور شرعي واقتصادي، مبيّنة الفروق بينه وبين المضاربة المشروعة. استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي، وخلص إلى أن التلاعب يمثل سلوكًا مقصودًا للتأثير على الأسعار بصورة غير طبيعية، وله آثار سلبية على ثقة المستثمرين واستقرار السوق، كما أكد تحريمه شرعًا لما يتضمنه من غش وتضليل. وتكمن أهمية الدراسة في كونها جمعت بين التحليل الفقهي والاقتصادي، مما يجعلها من الدراسات التأسيسية في هذا المجال

٢- دراسة (محمد مؤنس عوض _ ٢٠٢٣) " جريمة التلاعب بقيمة الأوراق المالية في نظام السوق المالية السعودية":

هدفت الدراسة إلى تحليل النصوص النظامية الواردة في نظام السوق المالية السعودي المتعلقة بجريمة التلاعب بالأسعار وبيان مدى فعاليتها في ضبط السوق وحماية المستثمرين. استخدمت المنهج التحليلي المقارن، وتوصلت إلى أن النظام السعودي جرم صراحة أفعال التلاعب وعدّها من المخالفات الجسيمة، غير أن التطبيق العملي ما زال يواجه صعوبات في الإثبات والتقاضي.

وتبرز أهمية الدراسة في تناولها الجانب النظامي التطبيقي للجريمة بما يتيح مقارنتها بالتشريعات العربية الأخرى.

٣- أطروحة دكتوراه (محمد زكريا عبد العليم _ ٢٠٢٢) "جريمة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية ":

ركزت الدراسة على الإطار القانوني للجريمة وأركانها المادية والمعنوية والعقوبات المقررة لها. اعتمد الباحث المنهج المقارن بتحليل التشريعات الفرنسية والأمريكية والمصرية. وخلص إلى أن اختلاف تحديد صور التلاعب بين الأنظمة القانونية يستدعي توحيد المعايير وتحديث القوانين بما يواكب التطور التقني في الأسواق المالية.

وتبرز أهمية هذه الدراسة في كونها من أوائل الأبحاث العربية التي تناولت الجريمة في إطار مقارن شامل.

٤- دراسة (سامح عربي _ ٢٠٢٠) " تأثير جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية على النشاط الاستثماري في البورصة" :

بحثت هذه الدراسة أثر جريمة التلاعب على النشاط الاستثماري وكفاءة الأسواق المالية. استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي، وخلص إلى أن التلاعب يؤدي إلى تشويه القيمة الحقيقية للأوراق المالية، ويقوّض ثقة المستثمرين المحليين والأجانب، مما ينعكس سلبًا على حركة الاستثمار. وأوصت الدراسة بضرورة تعزيز الشفافية والإفصاح وتشديد العقوبات القانونية.

وتعد من الدراسات التطبيقية التي ربطت بين الجريمة المالية والأداء الاقتصادي للسوق

٥- دراسة (رامي بن عبد العزيز الشبل - ٢٠٢٢) " إشكالية الركن المعنوي في جريمة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية":

تناولت هذه الدراسة الطبيعة الخاصة للقصد الجنائي في جريمة التلاعب بالأسعار، وناقشت مدى كفاية القصد العام أو الحاجة إلى قصد خاص يتمثل في نية التأثير على السعر أو تضليل المستثمرين. استخدمت المنهج التحليلي المقارن، وخلصت إلى أن أغلب التشريعات تشترط القصد الخاص، كما أبرزت الصعوبة العملية في إثبات هذا الركن لارتباطه بالسلوك الاقتصادي المعقد.

وتعد من الدراسات المتخصصة التي عمقت البحث في تحليل الركن المعنوي للجريمة.

٦- دراسة (إلياس بوزيدي _ ٢٠٢٢) " الركن المعنوي في جرائم الأعمال بين افتراض الإدانة وقرينة البراءة" :

هدفت الدراسة إلى تحليل الركن المعنوي في جرائم الأعمال والاقتصاد، موضحة التوتر بين قرينة البراءة وواقع افتراض سوء النية في الجرائم المعقدة كجريمة التلاعب بالأسعار. استخدم

الباحث المنهج التحليلي النقدي المقارن، وخلص إلى أن بعض التشريعات تميل إلى افتراض القصد لتجاوز صعوبات الإثبات، مع الإبقاء على حق المتهم في إثبات حسن النية. تبرز أهمية الدراسة في تحليلها الفلسفي القانوني والنقدي لمسؤولية الفاعل في الجرائم الاقتصادية.

ورغم القيمة العلمية لهذه الجهود، إلا أن ما يميز هذه الدراسة عما سبقها، أنها سعت إلى الجمع بين الجانبين القانوني والاقتصادي معاً في حين معظم الدراسات السابقة عالجت الموضوع من زاوية أحادية، إما قانونية أو اقتصادية، مما جعل الصورة غير مكتملة، كما أن هذه الدراسة ركزت بوجه خاص على التشريع السوري، في محاولة لبيان مدى كفايته في مواجهة هذه الجريمة، ومقارنته بالتشريعات المقارنة، وصولاً إلى تقديم مقترحات عملية يمكن أن تسهم في تطوير البيئة التشريعية والرقابية السورية. وبذلك، فإن هذه الدراسة لا تكتفي بالجانب النظري والتحليلي فحسب، بل تلامس الواقع العملي والتطبيقي لسوق دمشق للأوراق المالية، ما يمنحها قيمة إضافية قياساً إلى الدراسات السابقة.

ثالثاً - مشكلة الدراسة

تتمثل مشكلة هذه الدراسة في التساؤل الرئيس الآتي:

ما مدى كفاية وفعالية الإطار القانوني والرقابي الناظم لجريمة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية السورية في مواجهة الممارسات التلاعبية وضمان عدالة السوق وحماية المستثمرين؟

ويتفرع عن هذا التساؤل الرئيس مجموعة من الأسئلة الفرعية، من أبرزها:

١. ما المقصود بجريمة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية؟ وما الأسس التي تميّزها عن المضاربة المشروعة؟

٢. ما أوجه القصور التي تعتري التنظيم القانوني السوري لهذه الجريمة مقارنة بالتشريعات العربية والدولية؟

٣. ما مدى فاعلية الأدوات الرقابية والإشرافية المعتمدة في كشف السلوكيات التلاعبية وإثبات القصد الجنائي؟

٤. كيف يمكن تطوير الإطار القانوني والمؤسسي في سورية بما يعزز من قدرة السوق على الحد من التلاعب بالأسعار وتحقيق الشفافية وحماية المستثمرين؟

رابعاً - أهمية الدراسة

تبرز أهمية هذه الدراسة من الجوانب التالية:

١. الأهمية النظرية: تسهم الدراسة في توضيح المفاهيم القانونية المرتبطة بجريمة التلاعب بالأسعار، وتحديد عناصرها وأركانها القانونية بدقة، ما يثري الفقه القانوني في هذا المجال.

٢. الأهمية العملية :

- دعم جهود المشرّع السوري والهيئات الرقابية في وضع أطر قانونية ورقابية أكثر فعالية لمكافحة التلاعب بالأسعار.
- تعزيز وعي المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية بمخاطر هذه الجريمة وأساليبها، بما يساهم في الحد من آثارها السلبية على السوق والاقتصاد.

خامساً - أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

- تحديد المفهوم القانوني لجريمة التلاعب بالأسعار وبيان خصائصها وتمييزها عن المضاربة المشروعة.
- تحليل أركان هذه الجريمة وخصائصها القانونية.
- دراسة الإطار التشريعي الناظم لها في القانون السوري.

• إجراء مقارنة بين التشريع السوري وبعض التشريعات العربية والدولية لتبيان أفضل الممارسات في تجريم وضبط الأفعال التلاعبية.

• اقتراح آليات قانونية وتشريعية للحد من هذه الجريمة.

سادساً - منهج الدراسة

• المنهج المستخدم: اعتمدت الدراسة على المنهج التحليلي الوصفي، لتحليل النصوص القانونية والتنظيمية ذات الصلة، بالإضافة إلى المنهج المقارن من خلال مقارنة التشريع السوري بالتشريعات المقارنة (كالسعودي والمصري والفرنسي)، إلى جانب المنهج الاستقرائي في استخلاص النتائج من الحالات العملية.

سابعاً - حدود الدراسة

○ **المكانية:** تناولت الدراسة سوق دمشق للأوراق المالية كأساس، مع مقارنة بعض الجوانب بأسواق مقارنة.

○ **الزمانية:** الفترة الممتدة من صدور قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم /٢٢/ لعام ٢٠٠٥ حتى عام ٢٠٢٤، وهي المرحلة التي شهدت نشوء سوق دمشق للأوراق المالية وتطورها التشريعي والرقابي، إضافةً إلى رصد أبرز القضايا العملية التي ظهرت خلال هذه الفترة.

○ **الموضوعية:** تركزت على جريمة التلاعب بالأسعار دون غيرها من جرائم البورصة.

ثامناً - صعوبات الدراسة

واجهت الدراسة عدداً من الصعوبات، من أبرزها:

- تشابك المفاهيم القانونية والاقتصادية: يتطلب موضوع الدراسة فهماً مزدوجاً للقانون والاقتصاد، خاصة في ما يتعلق بآليات التداول، وأنماط التلاعب، وهو ما تطلب جهداً إضافياً في تفسير المصطلحات الفنية وربطها بالإطار القانوني.
- صعوبة الوصول إلى المصادر العربية المتخصصة: رغم وجود مؤلفات ودراسات عربية تناولت موضوع التلاعب بالأسعار في الأسواق المالية، إلا أن كثيراً منها غير متاح إلكترونياً أو يصعب الحصول عليه من المكتبات الأكاديمية، مما شكّل عائقاً أمام الاطلاع الشامل على الأدبيات ذات الصلة.
- صعوبة الوصول إلى الأحكام القضائية ذات الصلة: نظراً لحساسية الجرائم المالية، فإن كثيراً من القضايا لا تُنشر بشكل مفصل، أو تُحاط بسرية، مما حدّ من إمكانية تحليل السوابق القضائية بشكل دقيق.

الفصل الأول

الإطار النظري

المبحث الأول

أسواق الأوراق المالية

تُعد أسواق الأوراق المالية ركيزة أساسية في الاقتصاد الحديث، إذ تساهم في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، مما يعزز النمو الاقتصادي ويحقق الاستقرار المالي، ولا يقتصر دورها على التداول فحسب، بل يشمل أيضاً جوانب تنظيمية وقانونية تهدف إلى حماية المستثمرين وضمان الشفافية.

ويتناول هذا الفصل أسواق الأوراق المالية من خلال التعريف بها وأنواع الأدوات المتداولة فيها، ثم استعراض نشأتها وتطورها التاريخي، وصولاً إلى بيان أهميتها الاقتصادية، تمهيداً لفهم التحديات القانونية التي تواجهها ولا سيما جرائم التلاعب بالأسعار.

المطلب الأول

مفهوم وماهية سوق الأوراق المالية

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد، كسوق الأسهم والسندات، وسوق رأس المال، والسوق المالية عند ذكرها بشكل عام، ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية اسم: (بورصة الأوراق المالية).¹

¹ غالم، عبد الله – خزان، عبد الحفيظ، أسواق الأوراق المالية، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد ١١، جامعة محمد خيضر – بسكرة، الجزائر، ٢٠١٦، ص ٧٢

وتتكون سوق الأوراق المالية من سوقين رئيسيين هما:^٢

▪ **السوق الأولية** وهي تمثل سوق الإصدار حيث تُصدر الشركة الأوراق المالية للمرة الأولى وتطرحها على الجمهور للاكتتاب العام.

▪ **السوق الثانوية** أي سوق التداول والتي يتم فيها تداول الأوراق المالية المُصدرة سابقاً بين المستثمرين وفقاً لقواعد العرض والطلب، وتتقسم هذه السوق إلى:

- أسواق منظمة (البورصات): وهي الأسواق التي تعمل ضمن إطار قانوني ورقابي محدد.

- أسواق غير منظمة: يتم فيها التداول خارج البورصات الرسمية، سواء عبر المفاوضات المباشرة أو من خلال منصات إلكترونية.

وقد وردت في الأدبيات الفقهية عدة تعريفات للأسواق المنظمة (البورصات) وفيما يلي أهمها مع بيان أوجه التميز والقصور في كل منها:

➤ هي اجتماع لسماسرة الأوراق المالية وفقاً للأشكال المحددة بواسطة القوانين واللوائح بقصد تداول الأوراق المالية وتحديد أسعارها.^٣ هذا التعريف يركّز على الجانب القانوني والتنظيمي، ويبرز دور السماسرة والقوانين في تنظيم السوق، إلا أنه محدود لأنه لا يشمل العناصر الجوهرية مثل الشفافية، الرقابة، أو دور المستثمرين.

➤ ويعرفها البعض الآخر على أنها: السوق الذي يتم فيه قيد وتداول الأوراق المالية بين المتعاملين وفقاً للتفسير والتحليل للمعلومات الدقيقة^٤ وهذا التعريف يعكس الجانب الاقتصادي والتحليلي للسوق فقط.

^٢ رابح، حريزي، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محلّ التداول فيها، رسالة ماجستير في قانون الأعمال، جامعة منتوري، قسنطينة، ٢٠٠٧، ص ١٢١.

^٣ منصور، أحمد مسعود، ٢٠٢١، جريمة التلاعب في البورصة، آثارها، طرق مكافحتها، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية ص ١٤

^٤ المرجع السابق

➤ أو أنها: سوق منظمة مستمرة لتداول الأوراق المالية عن طريق شركات وساطة أو سمسة وبعبارة أخرى هي سوق لتداول القيمة المنقولة وهي أنواع معينة من الصكوك المالية كالأسهم وصكوك التمويل وحصص التأسيس و وثائق الاستثمار وغيرها من الصكوك المالية.^٥

رغم أن هذا التعريف ذكر عناصر أساسية (التنظيم القانوني، الاستمرارية، الأدوات المالية، شركات الوساطة) إلا أنه أغفل الجانب الرقابي والتقني، وعنصر الشفافية .

➤ أو أنها "مكان معلوم ومحدد مسبقاً يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات التبادل، ويتوافر فيها قدر مناسب من الشفافية، بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين، وعلى معاملاتهم فتتحدد بناءً عليها الأسعار"^٦

هذا التعريف يسلط الضوء على أهمية الشفافية والوضوح في السوق، ويركز على مفهوم السوق كمكان مادي فقط في حين أن الأسواق اليوم قد تكون رقمية بالكامل.

➤ وآخرون يعرفونها بأنها: المكان المنظم المعدّ لتداول الأوراق المالية بصفة عامة بواسطة أشخاص مؤهلين و متخصصين لهذا الغرض تحت رقابة السلطات العامة للدولة.^٧

هذا التعريف أكثر شمولاً إذ أبرز الجانب التنظيمي القانوني والرقابي، إضافة إلى أنه ركز على الكفاءة المهنية للفائمين على التداول، كما ذكر الأوراق المالية محل التداول، إلا أنه لم يشر إلى الشفافية والإفصاح، كما أغفل الجانب التقني.

من خلال استعراض هذه التعريفات يتضح أن كلاً منها ركز على بعض الجوانب من السوق، مما يستلزم صياغة تعريف جامع يشمل الأبعاد القانونية والاقتصادية والرقابية والتقنية لسوق الأوراق المالية، حيث يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها:

^٥ عرابي، سامح، ٢٠٢٠، مدى تأثير جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية على النشاط الاستثماري في البورصة،المجلة الدولية للفقهاء والقضاء والتشريع،العدد ١/ ص٧٨ .

^٦ ابراهيم، أحمد بصري، وعلوش، محمد حسن علي، ٢٠١٣، التدابير الوقائية من جرائم البورصات في الاقتصاد الوضعي والفقهاء الاسلامي،المجلد ١٧، العدد ٣٣، ص١٢٥

^٧ عثمانى، إيمان، زيات، حسينة، الجرائم المتعلقة بالبورصة في التشريع الجزائري، كلية الحقوق -مذكرة ماستر قانون أعمال ٢٠٢١ -ص٧

"سوق منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المستثمرين عبر شركات وساطة مرخصة، وبالاعتماد على بنية تحتية تقنية متطورة تتيح تداولاً سريعاً وآمناً. وتتحدد الأسعار وفق آلية العرض والطلب، وذلك في إطار قانوني ورقابي يضمن الشفافية والعدالة في التعاملات وحماية حقوق جميع الأطراف."

الفرع الثاني: أنواع الأوراق المالية محل التداول

تمثل الأوراق المالية الأداة التي يتم من خلالها تحويل المدخرات إلى استثمارات، ونظراً لاختلاف أهداف المستثمرين وتفاوت مستوياتهم في تحمل المخاطر، بالإضافة إلى تعدد الجهات المصدرة للأوراق المالية، مثل الشركات والحكومات والصناديق الاستثمارية، ظهر تنوع كبير في أنواع الأوراق المالية، ويختلف هذا التنوع بين الأسواق المالية حسب مستوى تطور كل سوق، حيث تتوفر أدوات أكثر تعقيداً في الأسواق المتقدمة مقارنة بالأسواق الناشئة، مما يتطلب تصنيفها وفهم خصائصها لدعم اتخاذ قرارات استثمارية سليمة.

أولاً: الأسهم (Stocks)^٨ وهي أوراق مالية تمثل حصص ملكية في رأس مال الشركة المساهمة، ويمنح كل سهم حامله مجموعة من الحقوق المالية والإدارية، كالحصول على الأرباح والمشاركة في اتخاذ القرارات من خلال التصويت في الجمعيات العمومية.

(١) أنواع الأسهم

يمكن تصنيف الأسهم وفق معايير متعددة، أبرزها:

- من حيث طبيعة الحصة المقدمة:
 - أسهم نقدية: تصدر مقابل مساهمة نقدية يدفعها المساهم، وقد تدفع دفعة واحدة أو على أقساط.
 - أسهم عينية: تصدر مقابل تقديم المساهم أصولاً عينية، مثل العقارات أو الآلات أو براءات الاختراع.

^٨ آل طعمة، حيدر حسين، الأوراق المالية ٢٠١٤، ص ٢١ بتصرف

▪ من حيث طبيعة الحقوق التي تمنحها لحاملها:

- أسهم عادية:
وهي الأكثر شيوعاً، وتمنح أصحابها حق تقاضي أرباح نسبية عند توزيعها، وحق التصويت والترشح لمجلس الإدارة، بالإضافة إلى حق الحصول على حصة من أصول الشركة عند التصفية.
- أسهم ممتازة:
تمنح أصحابها أولوية في استيفاء الأرباح بنسبة ثابتة، وأولوية في الحصول على نصيبهم من أصول الشركة عند التصفية، لكن غالباً لا تمنحهم حق التصويت أو الترشح.

(٢) خصائص الأسهم

- تتميز الأسهم بعدة خصائص جوهرية، منها:
 - تساوي القيمة: يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة، ما يحقق العدالة بين المساهمين.
 - عدم قابلية السهم للتجزئة: إذا آلت ملكية السهم لأكثر من شخص، فيجب عليهم اختيار ممثل واحد أمام الشركة.
 - قابلية التداول: يمكن بيع الأسهم وشراؤها بحرية، دون الحاجة لموافقة مسبقة، بخلاف حصص الشركاء في شركات الأشخاص.

(٣) القيم المختلفة للأسهم^٩

- القيمة الاسمية: تُحدد عند تأسيس الشركة وتُذكر في صك السهم.
- القيمة السوقية: تتحدد في السوق وفقاً لقانون العرض والطلب.
- القيمة الدفترية: تمثل القيمة المحاسبية للسهم، وتُحسب بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة، وتستخدم لتقييم الأداء المالي الداخلي للشركة.
- القيمة العادلة: وهي القيمة التقديرية للسهم بناءً على التحليل المالي والاقتصادي، وتُستخدم في التحليل المالي لتحديد ما إذا كان السهم مبالغاً فيه أو أقل من قيمته.

^٩ سليمان، عدنان وموصلي، سليمان، الأسواق المالية، ٢٠١٣، ص ٤١.

ثانياً: السندات (Bonds) ^{١٠} وهي صكوك مديونية تلتزم الجهة المصدرة لها بدفع فائدة ثابتة لحاملها وإعادة قيمتها في موعد الاستحقاق.

أنواع السندات :

أ- من حيث الجهة المصدرة لها:

- سندات حكومية: الأقل خطراً والأكثر ثقة، تصدر لتمويل مشاريع عامة أو سد عجز الموازنة.
- سندات خاصة: تصدرها الشركات، وتُعد أكثر خطورة ولكن بعائد أعلى.

ب- من حيث مدة الاستحقاق:

- سندات قصيرة الأجل وتكون مدتها أقل من سنة واحدة.
- سندات متوسطة الأجل وتتراوح مدتها بين سنة حتى خمس سنوات
- سندات طويلة الأجل وتكون مدتها أكثر من خمس سنوات

ج- من حيث الفائدة:

- سندات ذات فائدة ثابتة
- سندات ذات فائدة متغيرة بتغير سعر الفائدة بالسوق

د- من حيث قابليتها للتحويل:

- قابلة للتحويل إلى أسهم.
- غير قابلة للتحويل.

ه- من حيث الضمان:

- سندات مضمونة: تصدر بضمان من جهة خارجية كالتأمين.
- سندات غير مضمونة.

^{١٠} المرجع السابق ص ٢٤

ثالثاً: المشتقات المالية (Derivatives)^{١١} وهي عقود مالية مشتقة من أدوات مالية أخرى، وتستخدم لأغراض التحوط من المخاطر أو لتحقيق أرباح إضافية.

- العقود الآجلة (Futures) : عقود تلزم المتعاقد (مشتري أو بائع) ببيع أو شراء أصل معين في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد.

- عقود الخيارات (Options) : عقود غير ملزمة تعطي المتعاقد (بائع أو مشتري) الحق في بيع أو شراء أصل معين بسعر محدد سلفاً عند استحقاق آجالها.

رابعاً: الوحدات الاستثمارية (Mutual Fund Units)^{١٢}

وهي شهادات تمثل حصة في صندوق استثماري جماعي، يُدار من قبل جهة متخصصة تستثمر في مجموعة من الأوراق المالية بهدف تنويع المخاطر وتحقيق عوائد متوازنة.

وبالنظر إلى تنوع الأدوات المالية المتداولة في الأسواق، فإنها تتباين فيما بينها بدرجة ومستوى المخاطر التنظيمية داخل السوق، فبينما ترتبط الأدوات المشتقة، كالعقود الآجلة والخيارات، بدرجة عالية من التعقيد قد تفتح المجال للتلاعب، تظل الأدوات التقليدية، مثل الأسهم والسندات، أكثر وضوحاً من حيث التسعير والرقابة. وبناءً عليه، ينبغي على المشرّع عند وضع الإطار القانوني والرقابي، أن يُوازن بين دعم الابتكار المالي، وحماية السوق من ممارسات الاستغلال والتلاعب.

في ضوء هذا التنوع والتعقيد، سعى المشرّع السوري إلى بلورة تعريف مرن وشامل للأوراق المالية كما جاء في المادة الأولى من قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم /٢٢/ لعام ٢٠٠٥ :

^{١١} آل طعمة، حيدر حسين، الأوراق المالية ٢٠١٤، ص ٢٩
^{١٢} زرقة-دارين رسالة ماجستير بعنوان " دور هيئة الأوراق والأسواق المالية في الرقابة على شركات الوساطة المالية " جامعة دمشق - ٢٠١١ ص ٧
بتصرف

" أسهم الشركات القابلة للتداول، وأدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الحكومة أو الشركات أو أية أدوات مالية تمثل حقوق أرباح المساهمة، أو أية أدوات مالية أخرى يرى المجلس شمولها."^{١٣}

ومن جهة أخرى، أكدت المادة (٤) من قانون سوق دمشق للأوراق المالية رقم ٥٥/ لعام ٢٠٠٦ على أنه:

" لا تعتبر أوراقاً مالية الأوراق التجارية كالشيكات والسفاتيح، والاعتمادات المستندية والحوالات والأدوات التي تتداولها المصارف حصراً فيما بينها وبوالص التأمين."^{١٤}

و يعكس هذا التعريف القانوني للأوراق المالية رؤية شاملة ومرنة للمشرع من خلال إدراجه لأنواع مختلفة من الأدوات الاستثمارية، فهو لا يقتصر فقط على الأدوات التقليدية (كالأسهم والسندات)، بل يتوسع ليشمل كل الأدوات التي تمنح أصحابها الحق في الحصول على أرباح متولدة من نشاط استثماري أو مشروع معين، من دون أن تُمنَّ بالضرورة ملكية مباشرة في الشركة المصدرة مثل الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المشترك، الأسهم الممتازة من دون حق التصويت، حصص التأسيس، ويُعد إدراج هذه الأدوات _ أي التي تمثل حقوق أرباح المساهمة_ ضمن التعريف مؤشراً على وعي المشرع بأهمية توفير مظلة تنظيمية شاملة تحمي المستثمر وتدعم الابتكار.

كما أضاف المشرع عبارة "أية أدوات مالية أخرى يرى المجلس شمولها"، ليمنح مجلس الهيئة سلطة تقديرية مرنة تتيح له مواكبة الابتكارات المالية الجديدة دون الحاجة لتعديل القانون كل مرة.

وقد استثنى المشرع السوري في المادة (٤) من قانون السوق الأدوات ذات الطابع التجاري أو المصرفي أو التأميني من نطاق الأوراق المالية، مما يحدد نطاق اختصاص الهيئة بشكل واضح.

^{١٣} انظر القانون ٢٢ لعام ٢٠٠٥ المتضمن قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية
^{١٤} انظر المرسوم التشريعي رقم ٥٥ لعام ٢٠٠٦ المتضمن قانون سوق دمشق للأوراق المالية

ومن كل ماسبق، يتضح لنا أن أسواق الأوراق المالية ذات بنية وظيفية بالغة التعقيد، لا تقتصر أهميتها على الجوانب الاقتصادية، بل تمتد إلى الأبعاد القانونية والتنظيمية التي تشكّل الإطار الناظم لسلامة التعاملات. فكلما كانت القواعد أكثر وضوحًا والرقابة أكثر فاعلية، تراجعت فرص الاستغلال، وتوسّخت كفاءة السوق في أداء أدوارها التمويلية والتنموية. ومن ثمّ، فإن فهم البنية القانونية لهذه الأسواق يُعدّ تمهيدًا ضروريًا لمعالجة جرائم التلاعب، وهو ما سيتم تناوله في الفصول اللاحقة.

المطلب الثاني

نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية

إنّ نشأة و تطور الأسواق المالية كانا نتيجة طبيعية لسلسلة من التغيرات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التي ساهمت في صياغة البنية الحديثة للأنظمة المالية في العالم.

وترجع جذور الأسواق المالية إلى أوروبا في العصور الوسطى، إذ بدأت التجمعات التجارية في مدينة بروج (Bruges) البلجيكية ملتقى التجار في فندق مملوك لفرد من عائلة تدعى (Vander bourse) لتبادل الصكوك المالية والديون، ومن اسم هذه العائلة اشتقت لاحقاً كلمة بورصة Bourse ، وقد كانت هذه اللقاءات نواة لأسواق المال إلا أنها لم تكن منظمة، وأول سوق منظمة للأوراق المالية تأسست عام ١٦٠٢ في مدينة امستردام الهولندية بالتزامن مع إنشاء شركة الهند الشرقية الهولندية، حيث قامت الشركة بطرح أول أسهم عامة قابلة للتداول، مما أتاح للمستثمرين بيع وشراء تلك الأسهم ، وشكّل ذلك انطلاقة لأسواق المال الحديثة.

ومع تطور الفكر الاقتصادي الرأسمالي القائم على التخصص وتقسيم العمل، وظهور الثورة الصناعية التي تطلبت رؤوس أموال ضخمة، أصبحت الاستثمارات الفردية غير كافية لتلبية متطلبات المشاريع الصناعية الكبرى. فظهر نموذج الشركات المساهمة، الذي أتاح الفرصة لمشاركة عدد كبير من الأفراد في تمويل هذه

المشاريع، مما ساهم في توفير الموارد المالية اللازمة لتوسّعها، وبالتوازي، شهد قطاع البنوك تطوراً ملحوظاً، وأصبح يشكّل عنصراً أساسياً في دعم النشاط الاقتصادي وتمويله^{١٥}.

أسهمت هذه العوامل مجتمعة في ظهور الأسواق المالية الحديثة كأداة لتنظيم وجمع المدخرات والاستثمارات، وتوجيهها نحو القطاعات الإنتاجية والخدمية، حيث شهد القرن التاسع عشر ظهور البورصات كمؤسسات رسمية لتداول السلع والأوراق المالية وإبرام الصفقات التجارية، وذلك نتيجة لتزايد نشاط المؤسسات الكبرى (مثل المصارف وشركات التأمين والنقل)، وارتفاع حجم التجارة الدولية، خاصة بين الدول الاستعمارية ومستعمراتها^{١٦}. وفي العصر الحديث، تطورت هذه الأسواق بشكل كبير، فمثلاً:

- في الولايات المتحدة الأمريكية، يوجد حالياً أربع عشرة بورصة، أكبرها بورصة نيويورك.
- في بريطانيا، اندمجت البورصات منذ عام ١٩١٣ في بورصة لندن.
- في اليابان، تعمل ثماني بورصات، تترأسها بورصة طوكيو.
- في ألمانيا، هناك ثماني بورصات أيضاً، أهمها بورصة فرانكفورت.
- أما في فرنسا، فتوجد سبع بورصات، تتصدرها بورصة باريس^{١٧}.

وعلى صعيد الدول العربية فقد تمّ إنشاء أول سوق للأوراق المالية في مصر وهي بورصة الاسكندرية عام

١٨٠٢ وأنشئت في أعقابها سوق الأوراق المالية في القاهرة عام ١٨٩٣.

^{١٥} انظر الموقع <https://ketabonline.com/ar/books/> page=١٠٠٠٩٨&part=٢/read#١&part=٢-١٠٠٠٩٨-٢-٣٢. جامع الكتب الإسلامية،

الأسواق المالية الدولية ، المجلد ١ ، ص ٢

^{١٦} المرجع السابق ص ٣

^{١٧} المرجع السابق ٤

وفي النصف الأول من القرن الماضي شهدت بعض الدول العربية تأسيس أسواق للأوراق المالية بتأثير علاقاتها مع الدول الأوروبية مثل لبنان والمغرب وتونس والأردن والسودان.

في حين أن دول الخليج العربي لم تعرف أسواق المال إلا بعد تزايد الموارد المالية فيها نتيجة الطفرة النفطية.^{١٨} أما في سورية فقد تأسست سوق دمشق للأوراق المالية عام ٢٠٠٩ بموجب المرسوم التشريعي رقم (٥٥) لعام ٢٠٠٦، وترى الباحثة أن السبب في تأخر سورية في تأسيس سوق للأوراق المالية يعود إلى مجموعة من العوامل السياسية والاقتصادية التي حالت دون نشوء بيئة مناسبة لهذا النوع من النشاط المال، فقد تبنت الدولة لفترة طويلة نموذج الاقتصاد الموجه، حيث سيطرت الحكومة على معظم القطاعات الحيوية، مما قلل من دور القطاع الخاص وحدّ من الحاجة إلى سوق مالية نشطة، ولم تبدأ ملامح الانفتاح نحو اقتصاد السوق إلا في أوائل الألفية الجديدة، وهو ما مهّد الطريق لإطلاق بورصة دمشق عام ٢٠٠٩، كجزء من حزمة إصلاحات اقتصادية تهدف إلى تنشيط الاستثمار المحلي وتوسيع أدوات التمويل المتاحة.

و لعلّ نقطة التحول التاريخية في تطور الأسواق المالية كان باعتماد بورصة ناسداك (Nasdac) في الولايات المتحدة الأميركية التداول الإلكتروني منذ تأسيسها عام ١٩٧١ فقد كان هذا أول نموذج لبورصة لا تعتمد على قاعة تداول تقليدية، بل على نظام الحواسيب وشبكة اتصالات الكترونية، وهذا النموذج ألهم بورصات أخرى لتحويل أنظمتها بالكامل إلى أنظمة تداول الكتروني، مما زاد كفاءة وسرعة تنفيذ الصفقات، وتحسين الشفافية والسيولة، وتخفيض تكلفة التداول نتيجة تخفيض الاعتماد على الوسطاء وهذا بدوره جذب مزيداً من المستثمرين.^{١٩}

^{١٨} عبد القادر، فراس ياوز، الجرائم الماسة بسوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مجلة كلية القانون، جامعة النهريين، ٢٠٠٧، ص٤
^{١٩} انظر موقع <https://arabbroker.org/blog> /الدليل-الشامل-لمؤشر-ناسداك-تاريخ-مؤشر/?utm_source=

ويلاحظ أن التنظيم القانوني لأعمال أسواق الأوراق المالية قد جاء متأخراً بعض الشيء مقارنة مع تاريخ إنشاء هذه الأسواق والذي وجد في أعقاب حدوث الانهيار الاقتصادي الكبير عام ١٩٢٩ حيث لم يكن هناك تشريعات ناظمة للأسواق المالية، فالشركات الأميركية والأوروبية لم تكن ملزمة بتقديم بياناتها المالية أو تقارير ارباحها بشكل دوري ، والذي أدى إلى حدوث العديد من التجاوزات في الأسواق المالية دون التمكن من ضبطها أو معاقبة المتسبب بها.^{٢٠}

فخلال عشرينيات القرن الماضي شهدت البورصة الأميركية طفرة هائلة في اسعار اسهم الشركات حيث كان المستثمرون يشترون الأسهم بكميات كبيرة معتمدين على القروض البنكية ، مما أدى إلى تضخم غير طبيعي في قيمة الأسهم حيث لم تكن الأسعار تعكس القيمة الحقيقية للشركات، وما لبثت هذه الفقاعة المالية أن انفجرت عندما بدأت الأسعار بالانخفاض ولم يتمكن المستثمرون من سداد ديونهم مما أدى إلى انهيار السوق. بعد الانهيار فقد المستثمرون الثقة بالنظام المالي ، وبدأت موجة سحب الأموال من البنوك، مما تسبب بإفلاس العديد من المؤسسات المالية، مما دفع الحكومة للتدخل لإنشاء نظام تنظيمي يعيد الثقة للأسواق ، فصدر قانون الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ لضبط السوق وحماية المستثمرين من التضليل المالي، والتزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات المالية الحقيقية ومنح الحكومة صلاحيات مراقبة سوق الأوراق المالية، كما تم إنشاء هيئة الأوراق المالية والبورصات عام ١٩٣٤.^{٢١}

كما شكّلت الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ محطة مفصلية في مسار تطور الأسواق المالية، إذ كشفت عن هشاشة النظام المالي العالمي أمام التوسع غير المنضبط في الإقراض والتوريق المالي، خاصة في سوق الرهن

^{٢٠} عبد القادر، فراس ياوز، الجرائم الماسة بسوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مجلة كلية القانون، جامعة النهريين، ٢٠٠٧، ص ٥.

^{٢١} المرجع السابق ص ٦

العقاري عالي المخاطر في الولايات المتحدة. ومع انهيار مؤسسات مالية كبرى وتجمّد أنشطة الإقراض، اضطرت الحكومات والبنوك المركزية إلى التدخل عبر ضخ السيولة وتخفيض أسعار الفائدة، مما أبرز الحاجة إلى إصلاحات جذرية في البنية التنظيمية للأسواق. وقد أدت هذه الأزمة إلى تعزيز الرقابة المالية، وظهور قوانين جديدة مثل قانون "دود-فرانك" في الولايات المتحدة، الذي فرض معايير أكثر صرامة على المؤسسات المالية. كما دفعت الأزمة نحو تسريع التحول الرقمي في التداول، وتكثيف الإفصاح والشفافية، وتطوير أدوات إدارة المخاطر.^{٢٢}

ومع تتبع هذا المسار التاريخي للأسواق المالية، يتبين أنها شكّلت عنصرًا جوهريًا في التطور الاقتصادي العالمي، حيث انتقلت من تجمعات تجارية بسيطة إلى أنظمة معقدة تُديرها مؤسسات مالية ضخمة. وبينما لعبت التكنولوجيا دورًا كبيرًا في تحسين كفاءة هذه الأسواق وزيادة شفافيتها، فإن الأزمات المالية الكبرى، مثل أزمة ١٩٢٩ وأزمة ٢٠٠٨، أظهرت مدى هشاشة النظام المالي أمام تقلبات السوق والمضاربات غير المنضبطة، لقد استجابت الأسواق المالية لهذه التحديات بتطوير أدوات تنظيمية أكثر صرامة تهدف إلى حماية المستثمرين وتعزيز الاستقرار، لكن يبقى السؤال الأهم ومع ذلك يبقى التساؤل قائمًا: هل تستطيع التكنولوجيا الحديثة والذكاء الاصطناعي توفير نظام مالي أكثر استقرارًا، أم أن الأسواق المالية سنظل تدور في دوائر من الازدهار والانهيار؟

^{٢٢} مرابط، ساعد، الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ (جنور هاو تداعياتها)، لعام ٢٠٠٩ - ص ٨

المطلب الثالث

أهمية أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد الحديث

تعتبر أسواق الأوراق المالية مرآة لصحة الاقتصاد ، حيث تعكس ثقة المستثمرين في الأداء الاقتصادي المحلي ، فإن كان السوق في حالة انتعاش يكون مؤشراً على اقتصاد قوي ، والعكس صحيح في حالات الركود والانكماش، إذ تلعب هذه الأسواق دوراً جوهرياً في تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة من خلال آليات متعددة حيث تمثل أحد المكونات الأساسية للنظام المالي الحديث من خلال جوانب عدة:

١- توفير التمويل وتعزيز النمو الاقتصادي:

تعدّ أسواق الأوراق المالية إحدى القنوات الرئيسية لتمويل المشاريع الإنتاجية، إذ تمكّن الشركات من جمع رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع عملياتها عن طريق إصدار الأسهم والسندات ، و وفقاً لنظرية النمو الداخلي فإن تحسين الوصول إلى التمويل يؤدي إلى زيادة الاستثمار من رأس المال المادي والبشري مما يساهم في تحقيق نموّ اقتصاديٍّ طويل الأجل.^{٢٣}

٢- تخصيص أمثل للموارد:

^{٢٣} صكيان/زينب علي، وسعد رزاق/سارة، أثر الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، جامعة بابل كلية الإدارة والاقتصاد، ٢٠١٦ . ، ص ٣٣ بتصرف.

تُسهّم أسواق الأوراق المالية في تحقيق تخصيص أمثل للموارد الاقتصادية حيث تساعد آليات العرض والطلب على توجيه رؤوس الأموال للقطاعات الأكثر كفاءة والأكثر إنتاجية وربحية، أي الأنشطة الاقتصادية الأكثر جدوى.^{٢٤}

٣- جذب الاستثمارات الأجنبية وتحقيق الاستقرار المالي:

تسهّم الأسواق المنظمة الشفافة في التقليل من التقلبات المالية وتساعد على استقرار الاقتصاد الكلي من خلال تحسين إدارة المخاطر مما يعزّز من جاذبية الاقتصاد للاستثمارات الأجنبية المباشرة و يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال الخارجية وتحفيز النمو الاقتصادي.

٤- قياس الأداء الاقتصادي والمؤشرات المالية:

تُعدّ أسواق الأوراق المالية مؤشرات رئيسية لقياس أداء الاقتصاد الوطني، حيث تعكس تحركات الأسعار مستوى الثقة في النشاط الاقتصادي والسياسات المالية، مما يجعلها أداة حيوية في تحليل الاتجاهات الاقتصادية واتخاذ القرارات.^{٢٥}

يتضح مما سبق أن أسواق الأوراق المالية لا تُعدّ مجرد منصات لتداول الأوراق المالية، بل تمثل مكونات استراتيجية في بنية الاقتصاد المعاصر، لما لها من دور فعّال في تعبئة الموارد، وتحفيز الابتكار، وتعزيز

^{٢٤} المرجع السابق ص ٣٤
^{٢٥} يوشنتوف/نوال، الأسواق المالية والبورصة ، مطبوعة محاضرات ماستر في المالية والتجارة الدولية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، ٢٠٢٤، ص ٧

الاستقرار، ودفع عجلة التنمية المستدامة، غير أن هذا الدور يبقى مرهوناً بوجود تنظيم فعال، وشفافية عالية، وحوكمة رشيدة، بما يُجنب الاقتصادات مخاطر المضاربات والأزمات المالية المحتملة .

المبحث الثاني

التلاعب في سوق الأوراق المالية

يُعدّ التلاعب في أسواق الأوراق المالية من أخطر الجرائم التي تهدّد كفاءة وعدالة الأسواق لما ينطوي عليه من سلوكيات وممارسات غير مشروعة تهدف إلى خلق صورة مضلّلة أو مصطنعة عن العرض والطلب مما يؤثر على قرارات المستثمرين ، و يفوّض مبدأ الشفافية الذي تقوم عليه هذه الأسواق ، ويزعزع الثقة بها، و ينعكس سلباً على الاقتصاد الوطني ويهدّد استقراره.

لهذا فإن أول خطوة في سبيل التصدي للتلاعب، هي فهم طبيعته القانونية والاقتصادية من خلال تعريف دقيق له، يميّزه عن غيره من السلوكيات المشروعة التي قد تبدو ظاهرياً مشابهة، وفي مقدمتها "المضاربة المشروعة". إذ قد يقع الخلط - سواء لدى المتعاملين أو حتى بعض الجهات التنظيمية - بين المضاربة التي تُعد نشاطاً استثمارياً مشروعاً يهدف إلى الاستفادة من تقلبات الأسعار، وبين التلاعب الذي يقوم على نية الإخلال بعدالة السوق لتحقيق مكاسب على حساب الغير .

كذلك، فإن التعرف على أساليب التلاعب المختلفة يُعدّ أمراً بالغ الأهمية لفهم الأدوات التي يستخدمها المتلاعبون، والتي تتطور باستمرار. ولا تقل أهمية تحديد أركان التلاعب عن ذلك، إذ أن توافر الركن المادي والمعنوي ، إضافة إلى العلاقة السببية، يُعدّ أمراً حاسماً في قيام المسؤولية القانونية، سواء أكانت مدنية أم جزائية.

وعليه، فإن هذا المبحث يأتي لتسليط الضوء على هذا الموضوع الحيوي من خلال أربعة محاور رئيسية، يعالج أولها تعريف التلاعب وخصائصه من منظور قانوني واقتصادي، فيما يتناول الثاني ضابط التفرقة بين التلاعب والمضاربة المشروعة، ثم نستعرض في المحور الثالث أساليب التلاعب المتنوعة في السوق، قبل أن يُختتم الفصل بالمحور الرابع الذي يُحلل أركان التلاعب باعتبارها الإطار القانوني لتحديد متى يُعد الفعل متجاوزاً لحدود السلوك المشروع.

وتكمن أهمية هذا المبحث في كونه يوفّر أساساً نظرياً وتطبيقياً لفهم أحد أكثر الإشكالات تعقيداً في الأسواق المالية، ويُسهّم في دعم الجهود الرقابية والتشريعية الرامية إلى حماية السوق والمستثمرين من الممارسات غير العادلة.

المطلب الأول

تعريف التلاعب

التلاعب في الاصطلاح اللغوي يتناول التحيل والخداع، وإظهار خلاف ما يبطنه الإنسان، والسعي لتحقيق مصلحة خاصة على حساب إلحاق الضرر بالآخرين.^{٢٦}

بينما يطلق لفظ التلاعب (manipulation) في الاصطلاح المالي على كل سلوك متعمد يهدف لخداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير في السوق على ورقة مالية.^{٢٧}

وقد عرّفت لجنة الأمم المتحدة الاقتصادية والاجتماعية لغرب آسيا (ESCWA) التلاعب بأنه محاولة أو سلسلة من المحاولات للتأثير على سعر الأسواق المالية بشراء أو بيع الأسهم ويهدف ذلك إلى الإيحاء بالحركة الواسعة في تلك الأسواق.^{٢٨}

^{٢٦}بوهراوة، سعيد، التلاعب بالأسواق المالية، عرض تحليلي نقدي- جامع الكتب الإسلامية - المجلد ١، ٢٠١٠، الصفحة ٧

^{٢٧} المرجع السابق ص ٣٣

^{٢٨} <https://www.unescwa.org/ar/sd-glossary> ٢٢/التلاعب-بالأسواق-المالية

في السياق نفسه، عرّفت هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) التلاعب بأنه: " سلوك متعمد يهدف لخداع المستثمرين من خلال التحكّم أو التأثير في السوق على ورقة مالية . والتلاعب يمكن أن ينطوي على عدد من التقنيات للتأثير على العرض أو الطلب على الأسهم وهو يشمل:

نشر معلومات كاذبة أو مضلّلة عن شركة لحدّ بشكل غير صحيح من عدد الأسهم المتاحة للجمهور.

أو تزوير العرض أو الأسعار أو المتاجرات لخلق صورة زائفة أو مضلّلة على الطلب على ورقة مالية.

يخضع المتورطون في التلاعب لعقوبات مدنية وجنائية.^{٢٩}

الاتحاد الأوروبي ممثلاً بالبرلمان الأوروبي ومجلس الشيوخ في ورقته التوجيهية حول (تعاملات المطلعين على

السوق والتلاعب في الأسواق المالية عام ٢٠٠٣) عرّف التلاعب بأنه:^{٣٠}

• تعاملات أو أوامر المتاجرة التي :

✓ تعطي أو من المرجح ان تعطي إشارات كاذبة أو مضلّلة عن العرض والطلب أو أسعار الأدوات المالية .

✓ تؤمن لشخص أو أشخاص يعملون بالتعاون مستوى سعرياً غير طبيعي أو اصطناعي لأداة أو عدّة أدوات مالية.

ويستثنى من هذا أي شخص له أسباب مشروعة للقيام بهذه الصفقات أو إصدار أوامر المتاجرة والتي تتفق مع ممارسات السوق المقبولة.

• تعاملات أو أوامر المتاجرة التي تستخدم أدوات مشبوهة أو أي شكل من أشكال الخداع أو الحيل.

^{٢٩} منصور، أحمد مسعود أدهم، جريمة التلاعب في البورصة/أثارها وطرق مكافحتها، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، العدد ٢٦، الجزء الثالث، ٢٠٢١، ص ٢١.

^{٣٠} المرجع السابق، ص ٢٢.

• نشر معلومات عبر وسائل الإعلام بما في ذلك الانترنت أو بأي وسيلة أخرى تعطي أو يربح أن تعطي إشارات كاذبة أو مضللة عن الأدوات المالية بما في ذلك نشر الشائعات والأخبار الخاطئة أو المضللة التي يكون فيها الشخص الذي قام بنشرها على علم أو من المؤكد أن يكون على علم بأن المعلومات مزيفة أو مضللة.

ومن الملاحظ أن تعريف الاتحاد الأوروبي لم يقتصر على تحديد الأفعال التلاعبية بل أشار أيضاً إلى استثناء الحالات المشروعة أو التي تدخل ضمن ممارسات السوق المقبولة، وهو أمر مهم للتمييز الدقيق بين التلاعب والمضاربة المشروعة كما سنتطرق إليه لاحقاً.

من جهتها، عرّفت هيئة السوق المالية السعودية (CMA) التلاعب ضمن لائحة سلوكيات السوق المادة ٤٩/ المتعلقة بالاحتيال على أنه: 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 الإحجام عن ذلك أو لحثهم على ممارسة أي حقوق تمنحها هذه الورقة، أو الإحجام عن ممارستها.^{٣١}

أما هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية (SCFMS) فإنها لم تضع تعريفاً واضحاً ومحدداً للتلاعب إنما اكتفى المشرع السوري بتعداد أساليبه في المادة ١٨-أ/ من قانون الهيئة واعتبارها مخالفات جسيمة تتطلب إحالتها إلى القضاء للبتّ فيها حيث نصّت على أنه:^{٣٢}

(١- يحيل المجلس إلى القضاء ملف المخالفات التالية:

▪ تقديم معلومات أو بيانات غير صحيحة أو مضللة في أي من الوثائق أو المستندات المقدمة للهيئة.

^{٣١} الضهيري، زينب صلاح الدين، الاحتيال في السوق المالي السعودي، ٢٠١٩، ص ٦
^{٣٢} قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم/٢٢ لعام ٢٠٠٥ المعدل بالمرسوم التشريعي رقم /٥٠/ لعام ٢٠٠٩

- عرض أوراق مالية أو بيعها بالاستناد إلى بيانات أو معلومات غير صحيحة أو مضللة سواء فيما يتعلق بالحقوق والمزايا التي تمنحها هذه الأوراق أو حول طبيعة النشاط والأوضاع المالية للشركة المصدرة لهذه الأوراق.
 - بث وتوزيع الشائعات أو إعطاء معلومات أو بيانات غير صحيحة أو مضللة حول أية ورقة مالية بغرض التأثير على سعرها أو سمعة الشركة المصدرة لهذه الورقة.
 - أي خداع أو تدليس أو تلاعب يتعلق بنشاط إصدار أو تداول أو انتقال ملكية الأوراق المالية أو أية ممارسة محظورة أو تضليل إعلامي فيما يتعلق بالأنشطة والأعمال المرخص لها من قبل الهيئة.)
- باستعراض التعريفات السابقة نلاحظ أنها تتقاطع في تحديد العناصر التي تشكل نواة مفهوم التلاعب وهي:
- (١) الغاية التضليلية لسلوك المتلاعب و نية التأثير على حركة السوق والأسعار .
 - (٢) استخدام وسائل غير مشروعة كالخداع والمعلومات الكاذبة والإشاعات، والتواطؤ والتنسيق بين الأطراف لتوجيه حركة السوق.
 - (٣) خلق انطباع زائف عن نشاط السوق أو أداء الورقة المالية للتأثير على قرارات المستثمرين.
 - (٤) تغيير مصطنع في سعر الورقة المالية لا يستند إلى مبررات اقتصادية حقيقية.
- أي أن التلاعب في الأسواق المالية سلوك منهجي (منظم ومخطط له) يتقاطع فيه البعد الفني بالقصد الاحتمالي.
- وبناءً على التحليل السابق للتعريفات المختلفة والتقاطع بين البعد الفني والقصد الاحتمالي، يمكننا تعريف التلاعب في الأسواق المالية على النحو الآتي:

"سلوك ممنهج يُمارس بقصد التأثير المتعمد والمضلل على آليات التسعير أو العرض والطلب في السوق، من خلال استخدام أدوات تداول أو معلومات أو سلوكيات فنية يُراد بها خلق انطباع زائف أو توجيه قرارات المستثمرين بما يحقق مكاسب غير مشروعة أو يخلّ بتوازن السوق وعدالته"

المطلب الثاني

ضابط التمييز بين التلاعب والمضاربة المشروعة

الفرع الأول: مفهوم التلاعب والمضاربة المشروعة

يقسم كثير من الخبراء القانونيين المضاربة إلى مشروعة وغير مشروعة، بينما يتفقون على أن التلاعب غير مشروع ، وعليه يرى بعضهم أن مصطلح المضاربة غير المشروعة مرادف للتلاعب^{٣٣}.

فالمضاربة (Speculation) عملية بيع وشراء يقوم بها أشخاص لديهم خبرة بالسوق للانتفاع من فروق الأسعار.^{٣٤}

بينما التلاعب (Manipulation) يعني اتخاذ وسائل غير مشروعة للتأثير على سعر ورقة مالية ما، لكي يتم تداولها بسعر أعلى أو أقل من السعر الذي يسفر عنه العرض والطلب في الظروف الطبيعية.^{٣٥}

أو قيام متداول أو تواطؤ مجموعة من المتداولين بالتدخل في قوى السوق (العرض والطلب) لتحقيق مصلحة خاصة مما يؤثر بالسلب على كفاءة السوق، لأنه يقوم باستدراج بقية المتداولين لتوفير السيولة وتنفيذ الصفقات

^{٣٣} بوهراوة، سعيد، التلاعب بالأسواق المالية، عرض تحليلي نقدي - جامع الكتب الإسلامية- المجلد ١ ، ٢٠١٠، الصفحة ٣
^{٣٤} بوردين، فهد خالد ابداح، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه في القانون التجاري والبحري، جامعة القاهرة، ٢٠١٧، ص٣
^{٣٥} عبد العليم، محمد زكريا علي، جريمة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية/دراسة تحليلية، رسالة دكتوراه في القانون الجنائي، جامعة المنصورة ٢٠٢٢، ص٧

عند أسعار بعيدة بدرجة أو بأخرى عن القيم الفعلية للأوراق المالية^{٣٦}.

أي أن المضارب (Speculator) هو الشخص الذي يتنبأ بارتفاع أو انخفاض الأسعار ويتعامل في السوق بغرض الاستفادة من التذبذب الطبيعي للأسعار مستنداً إلى معلومات صحيح وحسابات وتحليل دقيقة لكي يستفيد شخصياً وفي نفس الوقت يؤدي خدمة ذات نفع إلى السوق ، وإلا كان مقامراً يعتمد على الحظ والتخمين.^{٣٧}

بينما المتلاعب (Manipulator) هو الذي يولّد أو يخلق معلومات غير صحيحة تُفسد معلومات وتوقعات بقية المتداولين ويتصرّف بناء عليها لمصلحته، أي أنه يصيغ المعلومات التي يستخدمها في استراتيجيته ويتدخل في السير الطبيعي للعرض والطلب في السوق.^{٣٨}

مما سبق نجد أن المضاربة المشروعة هي استراتيجية استثمارية قانونية تعتمد على شراء وبيع الأصول المالية بهدف تحقيق أرباح سريعة من خلال توقّع تغيرات الأسعار ، أما التلاعب فهو مجموعة من الممارسات غير القانونية أو غير الأخلاقية والتي تهدف إلى التأثير المصطنع على أسعار الاوراق المالية لتحقيق مكاسب غير عادلة.

أي أنّ التلاعب يمثّل انتهاكاً للقوانين المالية ويؤثر سلباً على المستثمرين وعلى نزاهة وكفاءة السوق، بينما تعدّ المضاربة نشاطاً طبيعياً ومهماً في حركة الاسواق المالية .

^{٣٦} بوردين، فهد خالد ابداع، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه في القانون التجاري والبحري، جامعة القاهرة، ٢٠١٧، ص ٥.

^{٣٧} عبد العليم، محمد زكريا علي، جريمة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية/دراسة تحليلية، رسالة دكتوراه في القانون الجنائي، جامعة المنصورة، ٢٠٢٢، ص ٥.

^{٣٨} السحيباني، محمد بن ابراهيم، التلاعب في الأسواق المالية/صوره وأثاره، بحث مقدم للدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي، ٢٠٠٨، ص ٧.

الفرع الثاني - أهمية المضاربة المشروعة

تعتبر المضاربة المشروعة أحد العناصر الأساسية في ديناميكية الأسواق المالية، حيث تلعب دورًا محوريًا في تعزيز استقرار السوق، وتحقيق التوازن بين العرض والطلب، وزيادة كفاءة التداول. تختلف المضاربة المشروعة عن الأنشطة المالية الأخرى من حيث أنها تعتمد على استراتيجيات مدروسة تهدف إلى الاستفادة من التقلبات السعرية بطريقة قانونية وأخلاقية، مما يساهم في تحسين مرونة السوق وتعزيز السيولة.

١- دور المضاربة المشروعة في استقرار السوق من خلال تقليل فجوات العرض والطلب^{٣٩}

تلعب المضاربة المشروعة دورًا مهمًا في الحد من التقلبات الحادة للأسعار، سواء كانت الأسعار في حالة ارتفاع أو انخفاض. ففي فترات الارتفاع المفرط للأسعار، يتدخل المضاربون ببيع الأوراق المالية، مما يعزز العرض ويقلل من الارتفاع غير المبرر. وعلى العكس، عندما تشهد السوق تراجعًا في الأسعار، يقوم المضاربون بشراء الأوراق المالية، مما يزيد من الطلب عليها ويحد من استمرار الانخفاض. هذه الديناميكية تساهم في تقليل الفوارق بين الأسعار، مما يعزز الاستقرار والتوازن في السوق.

٢- زيادة كفاءة السوق وتعزيز السيولة^{٤٠}

من خلال الأنشطة المستمرة للمضاربين، يتم تحفيز حركة التداول في السوق، مما يؤدي إلى تعزيز السيولة وزيادة الكفاءة. السيولة تعتبر عاملاً حاسماً في قدرة المستثمرين على شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وسرعة، مما يرفع من مستوى الثقة في السوق. بفضل المضاربة المشروعة، يُمكن تحويل الأصول المالية إلى نقد بسهولة، وهو ما يساعد في توفير المرونة في التعاملات المالية.

^{٣٩} بوردن، فهد خالد ابداح، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، ٢٠١٧، ص ٣ بتصرف
^{٤٠} <https://fastercapital.com/arabpreneur/> سوق-الأوراق-المالية-دور-المضاربين-في-سوق-الأوراق-المالية-الغوص-العميق.html.

٣- تحسين آلية اكتشاف الأسعار وتحديد القيمة السوقية:^{٤١}

تلعب المضاربة دوراً محورياً في اكتشاف الأسعار من خلال التفاعل بين قوى العرض والطلب، حيث يساهم نشاط المضاربين في إيصال الأسعار إلى مستويات تعكس القيمة الحقيقية للأصول المالية من خلال اعتمادهم على التحليل الفني والاساسي لتقييم الاصول مما يساعد في استقرار الأسعار عبر تحركات السوق الطبيعية دون تدخل مصطنع.

٤- المضاربة تعزز الاستثمار وتحفز الاقتصاد^{٤٢}

إن دور المضاربة في توفير السيولة في السوق عبر زيادة حجم التداولات، وتحديد القيمة السوقية التي تعكس القيمة الحقيقية للأصول المالية من خلال اعتماد المضاربين على التحليل الفني والاساسي لتقييم الأصول يخلق بيئة استثمارية جاذبة لان السوق يصبح أكثر تفاعلاً وديناميكية، وهذا بدوره يؤدي إلى تحفيز النشاط الاقتصادي بشكل عام. من خلال دفع الشركات إلى تحسين أدائها وإنتاجيتها لجذب المستثمرين.

٥- المضاربة المشروعة وتغطية الاكتتابات العامة^{٤٣}

تلعب المضاربة المشروعة أيضاً دوراً مهماً في تغطية الاكتتابات العامة، ففي بعض الأحيان تكون أسهم الشركات الجديدة أو التي لم تحظ بدعاية كافية غير قادرة على جذب المستثمرين بالقدر المطلوب، هنا يأتي دور المضاربين الذين يتدخلون لشراء الأسهم حتى في حال عدم اكتمال الاكتتاب، مما يساهم في تعزيز الطلب

^{٤١} <https://fastercapital.com/arabpreneur/> سوق-الأوراق-المالية--دور-المضاربين-في-سوق-الأوراق-المالية--الغوص-العميق.html

^{٤٢} أبو المجد، شيماء عاطف، جريمة المضاربة غير المشروعة، التلاعب بالأسعار في الأسواق المالية-دراسة مقارنة- مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية - دورية علمية محكمة - المجلد الحادي عشر العدد الثاني " ٢٠٢٢-ص ١٨١١.

^{٤٣} بوردن،فهد خالد ابداح،المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية،٢٠١٧،ص٤

عليها، مع مرور الوقت، وبزيادة ثقة المستثمرين في هذه الشركات، يرتفع سعر الأسهم، مما يعزز الثقة في السوق ويشجع المستثمرين الآخرين على الدخول.

وبذلك يتجلى لنا أنّ المضاربة المشروعة إحدى الأدوات الرئيسية التي تساهم في استقرار الأسواق المالية وتعزيز كفاءتها، و على الرغم من بعض المخاوف المتعلقة بالمضاربة، كزيادة التقلبات أو السلوكيات غير المسؤولة، إلا أنها تظل عنصرًا حيويًا في تحسين فعالية الأسواق المالية ودعم الاقتصاد بشكل عام متى ما تمت ضمن إطار منضبط يراعي الضوابط التنظيمية والقانونية.

المطلب الثالث

أساليب التلاعب بالأسعار

تُعدّ أساليب التلاعب بالأسعار من أكثر الممارسات خطورة في سوق الأوراق المالية، إذ تُستَخدم فيها طرق متنوّعة ومبتكرة للتأثير المصطنع على حركة الأسعار، بهدف تحقيق مكاسب غير مشروعة على حساب المستثمرين الآخرين. وتتوّج هذه الأساليب بين الترويج المضللّ للأسهم أو نشر الشائعات، مرورًا بعمليات التداول الصوري أو الوهمي، ووصولًا إلى التلاعب في البيانات المالية للشركات. وعلى الرغم من اختلاف أدوات ووسائل كل أسلوب، إلا أنّ الغاية واحدة، وهي خلق صورة غير حقيقية عن العرض والطلب أو عن الوضع المالي للشركات لإيهام السوق باتجاه معيّن للأسعار. وفي هذا المحور استعراض لأبرز أساليب التلاعب بالأسعار التي تشهدها الأسواق المالية الحديثة، مع توضيح آلية عمل كل منها وأثرها على نزاهة السوق واستقرارها.

١- التلاعب بالضخ والتفريغ (Pump and Dump)^{٤٤}:

وفق هذا الأسلوب يقوم المتلاعبون بالترويج المكثف لسهم معيّن عبر نشر أخبار إيجابية مضللة أو مبالغ فيها

^{٤٤} انظر موقع <https://fastercapital.com/arabpreneur> خطط-الضخ-والتفريغ--نظرة-فاحصة-على-أساليب-التلاعب-بالأسعار. /html

مما يؤدي إله ارتفاع سعره ، وبمجرد ارتفاع السعر يقوم المتلاعبون ببيع أسهمهم لتحقيق أرباح ضخمة.

ويستغل المتلاعبون في هذه الحالة عنصر خوف المستثمرين من تقويت الفرصة (FOMO) من خلال خلق شعور بالإلحاح والإثارة حول أصل معين، و غالباً ما يستخدمون طرق مثل إصدار بيانات صحفية أو تنظيم ندوات عبر الإنترنت أو حتى استضافة أحداث فخمة لجذب المستثمرين المحتملين، ومن خلال خلق الخوف من فقدان فرصة مربحة، فإنهم يقنعون المستثمرين بشراء الأصول دون إجراء العناية الواجبة المناسبة، و بمجرد تضخيم السعر بشكل مصطنع، يخرج المتآمرون من السوق، تاركين وراءهم سلسلة من الخسائر لأولئك الذين وقعوا ضحية تكتيكاتهم.

ولعلّ أحد الأمثلة الأكثر شهرة لمخطط المضخات والتفريغ تلك التي تم تنفيذها من قبل شركة Stratton Oakmont في فيلم "ذئب وول ستريت" حيث تلاعب جوردان بلفور، الملمه الحقيقي وراء الفيلم، بأسعار الأسهم الصغيرة من خلال الترويج لها من خلال شركة الوساطة المالية الخاصة به، وقام بلفورت ورفاقه بتضخيم الأسعار بشكل مصطنع، مما أدى إلى إغراء المستثمرين بالشراء، ثم باعوا أسهمهم بريح كبير، وأدى هذا المخطط إلى خسائر فادحة لأولئك الذين وقعوا ضحية التلاعب^{٤٥}.

و لا يقتصر التلاعب على رفع الأسعار، بل يمكن أن يحدث بالعكس، عبر خفض قيمة الأصول عمداً، ويُعرف هذا الأسلوب بالبيع على المكشوف والتشويه (Short and Distort) وفي هذه الحالة يقوم المتلاعبون:

١. بفتح مراكز بيع مكشوف على سهم معين.

٢. ثم ينشرون معلومات سلبية كاذبة أو مشوهة لإثارة الذعر ودفع المستثمرين إلى البيع.

^{٤٥} انظر موقع <https://fastercapital.com/arabpreneur> خطط-الضح-والتفريغ-نظرة-فاحصة-على-أساليب-التلاعب-بالأسعار. /html

٣. ما يؤدي إلى هبوط السعر بشكل حاد، فيتمكنون من إعادة شراء الأسهم بسعر منخفض وتحقيق أرباح.^{٤٦}

وقد كانت شركة (Asensio & Company) التي أسسها ويديرها (Manuel P. Asensio) وتمارس البيع على المكشوف من أبرز الجهات التي مارست هذا النوع من التلاعب في الأسواق الأمريكية. فقد اتهمت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) الشركة ورئيسها بانتهاك قوانين مكافحة الاحتيال المالي، حيث استخدمت الشركة تقارير تحليلية مشوهة ومضللة للتأثير على سعر أسهم شركات صغيرة كانت موضع استهداف.^{٤٧}

٢- التداول الصوري أو الدائري (Wash Trading) :

إما أن يكون تداول فردي أي يقوم به مستثمر واحد يبيع ويشترى لنفسه عبر حسابات مختلفة. أو تداول دائري يتطلب تنسيقاً بين عدة مشاركين (بين المستثمرين أنفسهم، أو بين المتداول والوسيط) يبيع كل منهم نفس السهم ويشترى من الآخر بشكل متتابع.^{٤٨}

سمي هذا التداول بالصوري أو الدائري لأن صفقات بيع وشراء نفس الورقة المالية تتم بين ذات الاطراف دون أن يؤدي إلى تغيير فعلي في الملكية وذلك بهدف خلق نشاط وهمي في السوق يخلق انطباع بوجود نشاط تداولي مرتفع على السهم مما يجذب المستثمرين الآخرين.^{٤٩}

^{٤٦} https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/٤٨٩٨٩?utm_source=chatgpt.com الإشاعة في السوق

^{٤٧} https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/١٠١/٣٩٥/٢٥١٠٢٦٨/?utm_source=chatgpt.com (موقع قانوني أميركي عن قضية شركة أسينسيو)

^{٤٨} https://jordan-lawyer.com/?utm_source=١٩/١١/٢٠٢٢ موقع حماة الحق للحاماة – الممارسات الوهمية في سوق الأوراق المالية.

^{٤٩} <https://www.niceactimize.com/glossary/wash-trading/> / موقع أميركي – مقالة بعنوان (What is Wash Trading?)

والمصطلح الانكليزي لهذا النوع من التلاعب يسمى (Wash Trading) حيث يشبه التداول في هذه الحالة عملية الغسيل يتم التحريك للأمام والخلف_ المراوحة في المكان_ دون أي تغيير فعلي في الأصل.

٣- التداول الوهمي (Spoofing):^{٥٠}

يقوم المتلاعب في هذه الحالة بوضع أوامر شراء أو بيع كبيرة دون نية تنفيذها بهدف خلق انطباع زائف عن الطلب أو العرض في السوق مما يؤثر على حركة الأسعار لصالح المتلاعب، وبمجرد أن يتفاعل المستثمرون مع هذه الأوامر يتم إلغاؤها قبل التنفيذ مما يؤدي إلى تغييرات مصطنعة في الأسعار.

٤- التلاعب من خلال نشر الشائعات (Rumor-Based Manipulation):^{٥١}

حيث يقوم المتلاعب بنشر معلومات كاذبة أو شائعات حول شركة معينة بهدف التأثير على سهمها سواء بالارتفاع أو الانخفاض لصالح المتلاعب لتحقيق أرباح غير مشروعة.

فقد يكون المتلاعب من الراغبين بالاستحواذ على شركة معينة، دون أن يتسنى له ذلك بسبب ارتفاع سعر سهمها في السوق المالية؛ ولهذا يقوم المتلاعب بنشر شائعاتٍ مُضَلِّلةٍ عن احتمال حدوث هبوطٍ جوهريٍّ قريبٍ في سعر السهم، كلُّ ذلك بغرض إيهام المستثمرين بوجود اتجاه هبوطي للسعر، فيندفع المستثمرون لبيع السهم بأيِّ سعرٍ، وشيئاً فشيئاً ينخفض سعر السهم، وتُصْبِحُ عملية الاستحواذ على المتلاعب ممكنةً وأقلَّ سعراً.

أو إذا كان المتلاعب يمتلك عدداً كبيراً من أسهم شركة معينة، وقد عرضها للبيع لوقت طويل دون أن تجدَ مَنْ يشتريها؛ فهنا ينشر المتلاعب أخباراً إيجابيةً كاذبةً عن الشركة، أو يُعلِنُ عن احتمالٍ مُضَلِّلٍ لارتفاع كبيرٍ قريبٍ في سعر سهمها، وهكذا يندفع المستثمرون لشراؤها بسبب وقوعهم في الوهم الذي رسمه المتلاعب، لكن سرعان

^{٥٠} <https://fastercapital.com/arabpreneur/الانتحال-وهم-الطلب--كيف-يضلل-الانتحال-المستثمرين.html>.

^{٥١} <https://www.alarabiya.net/aswaq/opinions/٢٠٢٢/٠٨/١٤/>

ما ينخفصُ سعر السهم بعد أن يبيع المتلاعب أسهمه، وتنتهي عملية التلاعب بغاية رفع الأسعار^{٥٢}. وترى الباحثة أنه من المهم التمييز بين التلاعب عبر نشر الشائعات والتلاعب عبر "الضخ والتفريغ (Pump and Dump)، رغم أن الشائعات قد تُستخدم كجزء من الثانية، ففي حين أن التلاعب بالشائعات يركز أساساً على تضليل السوق بمعلومات كاذبة وتحفيزه لتحرك معين دون بالضرورة إجراء تداول فعلي، فإن "الضخ والتفريغ" هو استراتيجية ممنهجة تبدأ بشراء كميات من أسهم رخيصة (Penny Stocks)، ثم الترويج لها بشكل مكثف - غالباً باستخدام الشائعات - بهدف رفع سعرها اصطناعياً، ثم بيعها ("تفريغها") لتحقيق أرباح سريعة قبل أن ينهار السعر، وهو ما يسبب خسائر كبيرة للمتأخرين في الدخول.

٥- التلاعب عبر توقيت الصفقات (Timing Manipulation):^{٥٣}

وفق هذا الأسلوب يقوم المتلاعب بإجراء صفقات في توقيت معين بداية أو نهاية الجلسة للتأثير على سعر الافتتاح أو الإغلاق للسهم أو المؤشر مما يعطي صورة أداء سهم معين أو أداء السوق.

الهدف الرئيسي من هذا الأسلوب هو خلق صورة معينة عن السوق:

- في بداية الجلسة: يمكن للمتلاعبين دفع سعر السهم للارتفاع بشكل مصطنع، مما يجذب المستثمرين الجدد الذين يعتقدون أن السهم في اتجاه صعودي فيدفعهم للشراء بسرعة.
- في المقابل، إذا كان هناك انخفاض حاد في نهاية الجلسة قبل الإغلاق، فقد يثير ذلك الذعر ويؤدي إلى عمليات بيع غير محسوبة.

٦- الشراء بغرض الاحتكار Corners :^{٥٤}

^{٥٢} المرجع السابق.

^{٥٣} السحبياني- محمد ابراهيم- التلاعب في الأسواق المالية/البعد الاقتصادي ٢٠٠٨- ص ١٥

^{٥٤} بوهراوة سعيد، التلاعب في الأسواق المالية- جامع الكتب الإسلامية، المجلد الأول، ٢٠١٠، ص ١٣

وهو أن يقوم المتلاعب بشراء كمية هائلة من ورقة مالية معينة بغرض الاحتكار مما يمكنه فيما بعد من السيطرة على سعرها ثم بيعها في السوق بالسعر الذي يراه مناسباً. وكما يحدث الاحتكار في السوق المالية فإنه يحدث أيضاً في سوق السلع بنفس الأسلوب حيث يقوم المتلاعب بشراء كميات كبيرة من سلعة ما وتخزينها على أمل أن يتمكن من التحكم في سعرها في السوق، ثم بيعها بالسعر الذي يناسبه .

٧- التلاعب بالبيانات المالية (financial Statemen Manipulation) :

حيث تقوم بعض الشركات بتعديل بياناتها المالية بشكل غير قانوني مثل إدخال صفقات وهمية أو التلاعب في تقييم الأصول بهدف تحسين صورتها المالية وخلق تصوّر غير حقيقي لقيمة الورقة المالية وجذب المستثمرين على هذا الأساس.

وترى الباحثة أنه على الرغم من أن هذا النوع يُصنّف فنياً كممارسة محاسبية غير مشروعة، إلا أن تأثيره المباشر على سلوك المستثمرين وسعر السهم يجعله شكلاً فعالاً من أشكال التلاعب بالأسعار، إذ يؤدي تضخيم الأرباح أو إخفاء الخسائر، والتلاعب في القوائم المالية أو مكرر الربحية، إلى خلق انطباع وهمي بأن الشركة تحقق أداءً قوياً، ما يدفع المستثمرين إلى شراء الأسهم بصورة جماعية، وبالتالي يرتفع السعر بشكل مصطنع وغير مستدام. وقد شهد العالم حالات شهيرة كشفت حجم الأضرار التي يمكن أن تتجم عن هذه الممارسات، أبرزها فضيحة شركة إنرون (Enron) والتي تُعد من أكبر وأشهر حالات التلاعب المالي في التاريخ المعاصر. ففي التسعينات، كانت إنرون من أكبر شركات الطاقة في الولايات المتحدة، وبلغت قيمتها السوقية أكثر من ٧٠ مليار دولار، لكن خلف هذا النجاح الظاهري، كانت الإدارة تمارس تلاعباً محاسبياً واسع النطاق. فقد أنشأت الشركة مئات الكيانات الوهمية (SPES) لنقل الخسائر والديون خارج الميزانية العمومية، مما جعل القوائم المالية

تبدو صحية رغم أن الشركة كانت تتكبد خسائر ضخمة. كما استخدمت أسلوب تسجيل الأرباح المستقبلية فور توقيع العقود، وهو ما ضخم إيراداتها بشكل وهمي^{٥٥}.

في عام ٢٠٠١، تم كشف التلاعب، مما أدى إلى إفلاس إنرون في ديسمبر من ذلك العام، في واحدة من أكبر حالات الانهيار المالي في تاريخ الولايات المتحدة. كما أدى ذلك إلى انهيار شركة التدقيق "آرثر أندرسن"، وتسبب بخسائر فادحة للمستثمرين والموظفين. وقد مثلت هذه الحادثة صدمة قوية لقطاع الأعمال وأسهمت في إصدار قانون ساربينز-أوكسلي (Sarbanes-Oxley Act) لعام ٢٠٠٢، الذي شدد الرقابة على التقارير المالية وزاد من مسؤولية مدققي الحسابات والمدراء التنفيذيين.

ومن خلال التعرف على أساليب التلاعب في سوق الأوراق المالية نخلص إلى نتيجة مفادها أنه رغم تنوع هذه الأساليب من حيث الوسائل والدرجة التقنية إلا أن القاسم المشترك بينها هو تهديدها لمبدأ تكافؤ الفرص بين المستثمرين وتقويضها للثقة العامة في كفاءة الأسواق.

المطلب الرابع

الأركان القانونية لجريمة التلاعب في الاسواق المالية

تُعد جريمة التلاعب في سوق الأوراق المالية من أخطر الجرائم الاقتصادية التي تهدد كيان الأسواق المالية، لما تنطوي عليه من مساس مباشر بمبدأي الشفافية والمساواة بين المتعاملين. وتكمن خطورة هذا الجرم في طبيعته الفنية المعقدة، واعتماده غالبًا على وسائل غير تقليدية، مما يصعب معه تمييز الأفعال المشروعة من تلك التي تشكل انتهاكًا لأخلاقيات السوق ونظمه.

^{٥٥}https://www.suhaildarraj.com/single-post/enron-scandal?utm_source=
فضيحة انرون والتلاعب في القوائم المالية/سهيل الدراج | صحيفة المدينة ٢٤ ديسمبر ٢٠١١

وفي هذا السياق، تظهر أهمية دراسة وتحديد الأركان المكونة لجريمة التلاعب بوصفها المدخل الرئيس لفهم البنية القانونية لهذه الجريمة، وتمييزها عن غيرها من الأفعال التي قد تكون محلاً لتصرفات مشروعة. فالبحث في هذه الأركان - القانونية، والمادية، والمعنوية - هو ضرورة عملية تفرضها طبيعة الجرائم الاقتصادية المعاصرة، التي تتسم بالدقة والتداخل الفني.

إن تحديد أركان الجريمة بدقة يمكن الهيئات القضائية والرقابية من رسم حدود المسؤولية الجنائية بدقة، ويوفر الحماية القانونية للمستثمرين والمشاركين في السوق من جهة، ويضمن عدم التجريم غير المشروع للأفعال التجارية المباحة من جهة أخرى. كما أن هذا التحديد يساهم في تحقيق التوازن بين حرية التعامل المالي وضرورة ضبط السوق وحماية نزاهته.

من هنا، فإن هذا المبحث يسعى إلى تحليل الأركان الجوهرية لجريمة التلاعب في سوق الأوراق المالية من خلال دراسة الركن القانوني والمادي والمعنوي .

الفرع الأول: الركن المادي

يُعد الركن المادي عنصراً جوهرياً في تكوين البنية القانونية لأي جريمة، إذ يتمثل في السلوك الخارجي الملموس الذي يُعبّر عن الإرادة الإجرامية، ويحدث اضطراباً في النظام القانوني الذي يحميه النص العقابي. ويقوم هذا الركن، في عموم الجرائم، على ثلاثة عناصر مترابطة: السلوك الإجرامي (فعلًا أو امتناعًا)، والنتيجة الضارة، والرابطة السببية بينهما^{٥٦}. ويتحقق الركن المادي في جريمة التلاعب بالأسعار بارتكاب المتهم لأي عمل من شأنه التأثير على سعر الورقة وتعطيل السير الطبيعي للسوق بحيث ينطوي هذا العمل

^{٥٦} الشبل ، رامي بن عبد العزيز، إشكالية الركن المعنوي في نظام السوق المالية السعودي،، مجلة جامعة الإمارات العربية المتحدة للقانون، مجلد ٢٠٢٢، عدد ٩١، عام ٢٠٢٢، ص ١٤

على أسلوب احتيالي يجعل الغير يقع في غلط بشأن التداول في السوق المالية .^{٥٧}

وباستقراء النصوص التشريعية يتبين أن السلوك الإجرامي المكون للركن المادي في هذه الجريمة هو سلوك إيجابي يتطلب حركة عضوية تمثل نشاطاً أو تدخلاً إيجابياً من إدخال عروض وهمية أو إلغائها، أو تزوير البيانات المالية، أو نشر إشاعة سلبية أو إيجابية.^{٥٨}

أما بالنسبة للنتيجة الجرمية فإنه لا يشترط تحققها في جريمة التلاعب بالأسعار باعتبارها من الجرائم الاقتصادية التي تصنف ضمن الجرائم الشكلية التي لا يلزم لإتمامها تحقيق النتيجة الجرمية التي قصدتها الجاني^{٥٩}، حيث تعتبر من جرائم الخطر التي يُجرّم فيها الفعل لذاته دون اشتراط تحقق النتيجة (ضرر فعلي أو تغيير في سعر الورقة) لما ينطوي عليه من تهديد مباشر لمبادئ الشفافية والعدالة السوقية، فيكون من الأفضل تجريم السلوك الخطر في مرحلة سابقة علي تحقق الضرر الفعلي الذي قد يصيب المصلحة العامة، أو الخاصة، على نحو جسيم يصعب تدارك آثاره، أي أنه نوع من السياسة الوقائية في التجريم.^{٦٠}

أما العلاقة السببية ، العنصر الثالث المكون للركن المادي، فهي تعني توافر علاقة بين السلوك الجرمي والنتيجة المتحققة، إلا أن ما يميز العلاقة السببية في جريمة التلاعب بالأسعار هو ضعف هذه العلاقة باعتبار أنها من جرائم الخطر التي تكتمل بمجرد القيام بالسلوك المادي.^{٦١}

وترى الباحثة أن هذه الخصوصية من شأنها أن تسهل على الجهات الرقابية والإدارية التدخل الوقائي قبل

^{٥٧} المرجع السابق ص ١٤

^{٥٨} عرابي، سامح، مدى تأثير جريمة التلاعب على النشاط الاستثماري في البورصة، ٢٠٢٠، المجلة الدولية للفقهاء والقضاء والتشريع، العدد ١، ٢٠٢، ص ٨٣

^{٥٩} عوض، هاني محمد مؤنس، جريمة التلاعب بقيمة الأوراق المالية في نظام السوق المالية السعودية مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد ١٥، العدد ١، ٢٠٢٣، ص ١٢٨

^{٦٠} عرابي، سامح، مدى تأثير جريمة التلاعب على النشاط الاستثماري في البورصة، ٢٠٢٠، المجلة الدولية للفقهاء والقضاء والتشريع، العدد ١، ٢٠٢، ص ٨٤

^{٦١} شبوط – أمال – جرائم الأوراق المالية رسالة ماجستير /قانون جنائي في الأعمال، جامعة العربي بن مهدي، ٢٠١٥، ص ٣٧

وقوع الضرر، مما يساهم في تعزيز الثقة في السوق المالية.

وخلاصة ما سبق، أن جريمة التلاعب بالأسعار في البورصة هي من جرائم الخطر الإيجابية التي تقع

بمجرد إثبات السلوك الإجرامي دونما انتظار لتحقيق النتيجة الضارة المترتبة عليه.

الفرع الثاني: الركن المعنوي

يُعد الركن المعنوي أحد الأركان الأساسية لقيام المسؤولية الجزائية في كافة الجرائم، إذ لا يكفي مجرد

توافر الركن المادي وإنما يلزم أن تكون الماديات التي يتكون منها هذا الركن لها انعكاس في نفسية

الجاني، ومن ثم يتخذ الركن المعنوي للجريمة صورتين أساسيتين هما : صورة العمد(القصد الجنائي)

وصورة الخطأ غير العمدي (الإهمال: عدم الاحتياط).^{٦٢}

ففي الجرائم العمدية، يتمثل الركن المعنوي في:

❖ القصد الجنائي العام: والذي يقوم على عنصري العلم والإرادة.

❖ القصد الجنائي الخاص: تستلزم بعض الجرائم أن يكون الجاني مدعوما بباعث معين أو بهدف إلى

تحقيق غاية معينة، هذا الباعث وتلك الغاية يطلق عليها القصد الجنائي الخاص.

أولاً- القصد الجنائي العام :

يقصد بالقصد الجنائي الإرادة المتجهة عن علم إلى إحداث نتيجة يجرمها القانون ويعاقب عليها، وبعد

القصد الجنائي مزيجاً بين العلم والإرادة معاً، فالارتباط بينهما وثيق وهذان العنصران يمثلان النموذج

القانوني للقصد.

^{٦٢} شافية، جلاب، الركن المعنوي في جرائم البورصة، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد ٨٠، العدد ٨٠، ٢٠١٩/٢ ص ٢١٠.

١- العلم: أي العلم بالوقائع وبالقانون.

أما العلم بالوقائع فيعني أن يعلم الجاني بخطورة نشاطه الإجرامي.

والعلم بالقانون يقصد به معرفة الأفراد بالقواعد القانونية المطبقة عليهم و الجزاءات التي قد يتعرضون لها عند مخالفة هذه القواعد، مما يجعله أمراً مفترضاً في حقّ الكافة، فلا يقبل من أحد الاعتذار بجهله للقانون أو الغلط فيه، وهذه القاعدة مسلّم بها في جميع القوانين.

ورغم أن افتراض العلم بالقانون يخالف الواقع في كثير من الأحيان، حيث لا يعقل أن يحيط كل إنسان بكل القوانين وأن يفهمها على الوجه الصحيح، إلا أنه افتراض تمليه الدواعي العملية لحماية مصلحة الجماعة.^{٦٣}

ونظراً للخصوصية التي تتميز بها القوانين الاقتصادية من كثرة وتنوع، وسرعة في التغيّر، وحاجتها إلى فنيين وخبراء في المسائل الاقتصادية، فإن افتراض العلم بها كقرينة قاطعة لا تقبل إثبات العكس أمر أصبح غير مستساغ، ومن العدالة أن يعطي المتهم بارتكاب جريمة من جرائم البورصة القدرة على درء التهمة عن نفسه بإثباته أنه يجهل بالقانون، مما يجعل هذه القرينة قابلة لإثبات العكس وليس قاطعة، وهذا ما يتواءم والاتجاهات الحديثة للسياسة الجنائية.^{٦٤}

٢-الإرادة: هي العنصر الثاني في القصد الجنائي وتعني اتجاه الإرادة الى ارتكاب الفعل المجرّم وتحقيق نتيجته الضارة .ويقتضي ذلك أن يكون الجاني مدركاً لطبيعة فعله وأنه مخالف للنظام، وأن يكون قد أقدم عليه بإرادة حرة واعية.

^{٦٣} المرجع السابق ص ٢١٢

^{٦٤} شافية، جلاب، الركن المعنوي في جرائم البورصة، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد ٨٠، العدد ٨٠، ٢٠١٩، ص ٢١٤

وهذا العنصر هو الأهم لأنه هو الذي يفرق بين الجرائم العمدية وغير العمدية، فالعلم ضروري ولازم ولكنه غير كافٍ لأنه متطلب في الجرائم العمدية وغير العمدية على السواء، وكل قيمته أنه يمهد للإرادة ويستحيل دونه تصورها.^{٦٥}

أما في الجرائم غير العمدية (التي تقوم على الخطأ)، فإن الركن المعنوي لا يقوم على القصد، وإنما على الخطأ بمفهومه القانوني، والمتمثل في الإهمال أو الرعونة أو عدم اتخاذ الحيطة والحذر الذي يفرضه عليه القانون أو الأعراف المهنية. ويُعد الجاني في هذه الحالات مسؤولاً جزائياً رغم غياب الإرادة الإجرامية، طالما ثبت أنه أخلّ بواجب قانوني أو مهني كان يُنتظر منه الالتزام به، مما ترتب عليه ضرر فعلي.

وقد اختلف القانونيون بالنسبة للجرائم الاقتصادية، والتي تُصنف ضمنها جريمة التلاعب بالأسعار، فمنهم من يرى أنها لا تختلف عن الجرائم العامة، أي الأصل فيها أنها جرائم عمدية إلا ما استثني منها بنص، ومنهم من يرى أنها في الأصل من جرائم الخطأ.^{٦٦}

وبكافة الأحوال فإن هذه الجريمة، سواء كانت عمدية أو غير عمدية، لا تقوم دون ركن معنوي، إلا أن هذا الركن يختلف في طبيعته من جريمة لأخرى، وفقاً لما إذا كانت الجريمة قائمة على القصد أو على الخطأ.

ثانياً- القصد الجنائي الخاص: والمقصود به الباعث، فلا يكفي فيه العلم والإرادة وإنما يجب فوق ذلك أن تتصرف نية الجاني إلى تحقيق هدف معين أو نتيجة محددة، وهو لا يتحقق إلا إذا نص عليه القانون صراحة، إذ لا يعتد القانون بالباعث على الجريمة إلا في أحوال خاصة .

لقد ذهب بعض الفقه إلى أن جريمة التلاعب بالأسعار تتطلب قصداً جنائياً خاصاً يتمثل في نية التأثير على أسعار السوق أو تضليل المستثمرين ، بينما ذهب البعض الآخر إلى ضرورة الاكتفاء بالقصد العام المتمثل بالعلم والإرادة.^{٦٧}

^{٦٥} المرجع السابق ص ٢١٤

^{٦٦} الشبل ، رامي بن عبد العزيز، إشكالية الركن المعنوي في نظام السوق المالية السعودي، ٢٠٢٢/٢ ص ١٠

^{٦٧} عبد العليم، محمد زكريا، جرائم التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، ٢٠٢٢، ص ٣٥

وقد أكدت محكمة النقض المصرية هذا الاتجاه بحكم حديث لها حيث قضت بأنّ (لقصد الجنائي في جريمة إجراء عمليات صورية للتأثير على سعر ورقة مالية يتحقق بأيّ عمل أو امتناع عن عمل بقصد التأثير على أسعار تداول الأوراق المالية)^{٦٨}

وفي التشريعات، نجد أنّ المشرع الفرنسي ينص على تطلب القصد الجنائي الخاص في جريمة التلاعب بالأسعار التي تكون بقصد التأثير على السوق وعاقلته، حيث قضت محكمة جنح باريس ببراءة متهمين بالتلاعب بالأسعار في أسهم إحدى الشركات، حيث لم يتوافر لديهم نية التأثير على السوق والاضرار به، بل إنهم قاموا بتلك الأفعال بقصد ضمان استقرار السوق والمحافظة على سعر السهم الحقيقي)^{٦٩}

وكذلك فإن المشرع السعودي اعتبر جريمة التلاعب أو الاحتيال من الجرائم العمدية التي تتطلب قصداً خاصاً إذ نصّ نظام السوق المالية السعودي صراحة في الفصل الثامن في مادته التاسعة و الأربعين على أنه:^{٧٠}

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 الإحجام عن ذلك أو لحثهم على ممارسة أي حقوق تمنحها هذه الورقة ، أو الإحجام عن ممارستها .

فالمشرع استعمل في المادة (٤٩) لفظ "عمداً" و"بقصد"، وهو مما يعني أن جريمة الاحتيال أو التلاعب حسب نص النظام من الجرائم العمدية، وهو ما يتطلب علم الجاني بكل العوامل التي تقوم بها الجريمة واتجاه إرادته لذلك ووجود قصد خاص لدى المتهم وهو التأثير على سعر الورقة المالية أو تضليل السوق.

^{٦٨} المرجع السابق ص ٣٥

^{٦٩} شافية، جلاب، الركن المعنوي في جرائم البورصة، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد ٨٠، العدد ٨٠، ٢٠١٩/ص ٢١٧.

^{٧٠} الشبل ، رامي بن عبد العزيز، إشكالية الركن المعنوي في نظام السوق المالية السعودي، ٢٠٢٢/ص ١٦

أما **المشرع المصري** فإنه لم ينص صراحة على اعتبار جرائم التلاعب بالأسعار جرائم عمدية في نص المادة ٦/٦٣ التي جاء فيها: "كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق." إلا أن اشتراط القصد الجنائي الخاص المتمثل بالتأثير على السعر في السوق يجعل منها جرائم عمدية.^{٧١}

وكذلك الحال بالنسبة **للمشرع السوري** الذي لم ينص صراحة على اعتبار جرائم التلاعب بالأسعار (الواردة في البنود ١-٢-٩ من المادة ١٨ /الفقرة أ) من الجرائم العمدية باستثناء الحالة الواردة في البند الرابع التي تتعلق ببث وتوزيع الشائعات أو إعطاء معلومات أو بيانات غير صحيحة أو مضللة حول أية ورقة مالية بغرض التأثير على سعر الورقة المالية أو سمعة الشركة المصدرة لها والذي يشكل القصد الجنائي الخاص حيث تنص المادة (١٨/أ) من قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية على مايلي:

(١- يحيل المجلس إلى القضاء ملف المخالفات التالية:

- (١) تقديم معلومات أو بيانات غير صحيحة أو مضللة في أي من الوثائق أو المستندات المقدمة للهيئة.
- (٢) عرض أوراق مالية أو بيعها بالاستناد إلى بيانات أو معلومات غير صحيحة أو مضللة سواء فيما يتعلق بالحقوق والمزايا التي تمنحها هذه الأوراق أو حول طبيعة النشاط والأوضاع المالية للشركة المصدرة لهذه الأوراق.

(٣) استغلال شخص ما بحكم وظيفته أو مرآزه لمعلومات داخلية أو سرية تتعلق بأوراق مالية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية أو إفشاء هذه المعلومات لغير مرجعه المختص أو القضاء.

^{٧١} عبد العليم، محمد زكريا، جرائم التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، ٢٠٢٢، ص ٣٥

٤) بث وتوزيع الشائعات أو إعطاء معلومات أو بيانات غير صحيحة أو مضللة حول أية ورقة مالية بغرض التأثير على سعرها أو سمعة الشركة المصدرة لهذه الورقة.

٥) تصديق مدقق الحسابات أو المحاسب على بيانات مالية غير صحيحة أو مضللة أو مخالفة للمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق المعتمدة.

٦) بيع أوراق مالية أو التصرف بها دون تفويض خطي من مالكيها أو دون وجود اتفاقية تخوله بذلك.

٧) بيع أوراق مالية دون نشرة إصدار معتمدة من قبل الهيئة.

٨) تقديم أية خدمات مالية أو استثمارية أو وساطة مرتبطة بالأوراق المالية دون الحصول على ترخيص أو قبل اعتمادها من الهيئة.

٩) أي خداع أو تدليس أو تلاعب يتعلق بنشاط إصدار أو تداول أو انتقال ملكية الأوراق المالية أو أية ممارسة محظورة أو تضليل إعلامي فيما يتعلق بالأنشطة والأعمال المرخص لها من قبل الهيئة.)

إن صياغة النص القانوني تشير بوضوح إلى ضرورة توافر القصد الجنائي لدى مرتكب الفعل، من خلال استخدام عبارات مثل "معلومات مضللة"، "خداع"، "تدليس"، و"تلاعب"، وهي ألفاظ تفترض علم الجاني بعدم صحة البيانات وإرادته في استخدامها لتحقيق غايات غير مشروعة، كالتأثير على سعر الورقة المالية أو خداع المستثمرين. وبالتالي، فإن الركن المعنوي في هذه الجرائم يقوم على العلم والإرادة، ما يجعلها جرائم عمدية تستوجب الإحالة إلى القضاء، ولا تُعد مجرد مخالفات إدارية أو أخطاء غير مقصودة إلا إذا ثبت انتفاء القصد الجنائي، ولعل فرض المشرع عقوبات جنائية في الفقرة (ب) من المادة (١٨) تشمل السجن والغرامة المالية يؤكد أن الجريمة تتطلب إثبات القصد الجنائي وليس مجرد الإهمال أو الخطأ غير المقصود.

وتقدّر الباحثة أن المشرّع السوري قد نصّ على القصد الجنائي المتمثل في التأثير على سعر الورقة المالية أو سمعة الشركة" تحديداً في حالة بث وتوزيع الشائعات أو إعطاء معلومات أو بيانات غير صحيحة أو مضللة حول أية ورقة مالية وذلك لتمييز بوضوح بين الأفعال التي تُرتكب عن قصد بهدف التلاعب، وبين تلك التي قد تقع نتيجة خطأ أو اجتهاد غير موفق دون نية جرمية، هذا التحديد يُعد جوهرياً لضمان عدم تجريم التحليلات أو الآراء المالية المشروعة، ويُركز العقوبة على من يستخدم المعلومات أو الشائعات بشكل متعمد للإضرار بالسوق أو المستثمرين، مما يُرسخ مبدأ العدالة ويُحافظ على حرية التعبير ضمن حدود المسؤولية القانونية.

لكن بالمقابل فإن اشتراط القصد الجنائي الخاص يؤدي إلى افلات الكثير من الجناة من العقاب كون إثبات النية في التأثير والتضليل أمر في غاية الصعوبة، الأمر الذي يؤدي إلى تجريد النصّ العقابي من فاعليته بالنسبة لجرائم تفضي إلى نتائج خطيرة على مستوى الاقتصاد .

وهكذا برزت ظاهرة مهمة في التشريع الجزائري الاقتصادي المعاصر المقارن، تتمثل في إشغال الخطأ في الجرائم الاقتصادية حيزاً مهماً باعتباره ركناً معنوياً لها لا تقوم بدون توفره، على نحو أورت الاعتقاد بأن الركن المعنوي في جرائم الاقتصاد يطغى عليه طابع الخطأ غير المقصود (المفترض) وبذلك يتميز عن الركن المعنوي في قانون العقوبات العام، وأصبحت جرائم الأعمال ومنها جرائم السوق المالية في ظل هذا التحول المفرط تقوم على مجرد الخطأ المفترض في ظل الصفة المادية للجريمة، وهو قرينة قانونية قابلة للدحض، تنقل عبء إثبات العكس إلى المتهم بحيث يثبت عدم علمه ، أو أنه بذل العناية الواجبة أو أن الفعل وقع خارج إرادته.^{٧٢}

علماً أن القاعدة أنه " لا افتراض إلا بنص"، فليس للقاضي السلطة في تعديل قواعد المسؤولية الجنائية إلى

^{٧٢} الياس، بوزيدي، الركن المعنوي في جرائم الأعمال بين افتراض الإدانة وقرينة البراءة، المجلة المتوسطة للقانون والاقتصاد، المجلد/٥ العدد/٢، ٢٠٢٢ ص ٨٤

المسؤولية المفترضة وإن كان يجوز له استخلاصها من استقراء النصوص القانونية، وتفسيرها بما يتفق وصحيح القواعد والأصول المقررة في هذا الشأن، بما يساهم في أقامة النصوص الجنائية ومكافحة الظاهرة الإجرامية المستحدثة، وذلك باستنباط أو استنتاج ما يدل على افتراض الركن المعنوي من القرائن المادية للتغلب على صعوبة إثبات القصد الجنائي حيث أصبح القاضي يعتمد أحيانا على القرائن المادية أكثر من البحث في نفسية الجاني، وبالتالي بدأ يميل إلى افتراض القصد الجنائي^{٧٣}.

وفي إطار تبني هذا التوجّه فقد قضت لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية في السوق المالية السعودية في عدة قرارات لها على أن:

"الركن المعنوي في الجرائم الاقتصادية مفترض، وعلى المتهم عبء إثبات العكس، كما أن المخالفة لأحكام نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية تكون بأي عمل أو إجراء يمارسه في السوق المالية من شأنه أن يوجد انطباع غير صحيح أو مضل لا بشأن السوق، أو الأسعار، أو قيمة أي ورقة مالية، وإن الظروف المحيطة بممارسات المتهم في السوق تُعدّ هي المعيار الرئيس في بناء لقصد الجنائي"^{٧٤}

كما قضت على أنه "لا يشترط لتوافر كل من الركن المعنوي والقصد الجنائي أدلة صريحة، وإنما يمكن استنتاجه من جملة الوقائع والتصرفات المؤدية إلى انصراف إرادة التهم إلى ارتكاب الفعل محل الاتهام"

وأن "إثبات التلاعب في السوق يكون بناء على أدلة ظرفية غير مباشرة واستنتاجات تتوصل إليها جهة التحقيق في ضوء تلك الأدلة تكشف عن وجود مثل ذلك القصد لدى المتهمين"^{٧٥}

^{٧٣} المرجع السابق ص ٨٨

^{٧٤} الشبل ، رامي بن عبد العزيز، إشكالية الركن المعنوي في نظام السوق المالية السعودي، ٢٠٢٢/٢ ص ٢٨

^{٧٥} المرجع السابق ص ٢١

كما جاء في قرار لمحكمة النقض المصرية رقم / ١٢٠٥٢ / لسنة ١٩٩٠ قضائية، الصادر بتاريخ ١ مارس ٢٠٢١، في دعوى متعلقة بجريمة إجراء عمليات صورية في السوق المالية: ^{٧٦}

"القصد الجنائي يتحقق متى أتى الجاني فعلاً مؤثراً في السوق، مع علمه بأنه يخلق انطباعاً كاذباً، دون حاجة لإثبات نية الإضرار مباشرة."

"لا يشترط في الدليل أن يكون صريحاً دالاً بنفسه على الواقعة المراد إثباتها ، كفاية استخلاص ثبوتها عن طريق الاستنتاج من الظروف والقرائن وترتيب النتائج على المقدمات. "

مما سبق، ومن خلال استعراض وتحليل الركنين المادي والمعنوي في جريمة التلاعب في السوق المالية، يتبين أن هذه الجريمة تتطوي على قدر عالٍ من التعقيد والخصوصية، سواء من حيث طبيعتها أو من حيث عناصرها التكوينية. إذ يُعدّ الركن المادي فيها انعكاساً لسلوك خارجي قد يبدو في ظاهره مشروعاً، لكنه يُستخدم بغرض خلق انطباع مضلل في السوق أو التأثير المصطنع على أسعار الأوراق المالية، مما يقوّض أسس الشفافية والعدالة في التداول. أما الركن المعنوي، فرغم الاتفاق على ضرورته لقيام المسؤولية الجزائية، فإنه يثير إشكاليات متعددة تتعلق بإثبات القصد، لا سيما القصد الخاص، ومدى إمكانية افتراضه في بعض الحالات.

ويلاحظ أن تطور التشريعات والاتجاهات القضائية المقارنة، يعكس توجّهاً نحو تيسير إثبات الركن المعنوي عبر اعتماد القرائن الظرفية والاستنتاجات المستخلصة من سلوك الجاني، وهو ما يعزّز فعالية النصوص القانونية في مواجهة صور التلاعب الحديثة والمعقدة. ومع ذلك، تبقى الحاجة ملحة إلى تحقيق توازن دقيق بين حماية السوق المالية من الممارسات الاحتيالية، وبين صون ضمانات العدالة الجنائية، بما في ذلك افتراض البراءة

^{٧٦} <https://lawhub.info/eg-j/?p=٦٠١٣١> انظر موقع مدونة الجمل

واشترط اليقين في الإدانة، وهو ما يتطلب تفعيل دور الجهات الرقابية وتطوير آليات الإثبات بما يتناسب مع الطبيعة الفنية الدقيقة لجرائم السوق المالية.

المبحث الثالث

الآثار السلبية للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وطرق الحدّ منها

يُعدّ التلاعب بالأسعار من أخطر الممارسات التي تهدد سلامة وعدالة الأسواق المالية، لما له من آثار ممتدة تطلّ البورصة والمتعاملين فيها والاقتصاد الوطني ككل. ويتطلب التصدي لهذه الظاهرة فهماً عميقاً لانعكاساتها السلبية من جهة، واستعراضاً للآليات الممكنة للحد منها من جهة أخرى. لذا، يتناول هذا الفصل بُعدين رئيسيين: الأول، بيان الأضرار المتعددة التي يخلفها التلاعب بالأسعار على كفاءة السوق، ووظائف البورصة، وثقة المتعاملين، واستقرار الاقتصاد القومي. والثاني، دراسة أبرز الأساليب والتدابير التي يمكن اعتمادها للحدّ من هذه الظاهرة، سواء على الصعيد التشريعي أو الرقابي أو التكنولوجي أو التوعوي، بما يضمن تعزيز كفاءة الأسواق وحمايتها من الممارسات غير المشروعة.

المطلب الأول

الآثار السلبية للتلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية

أولاً- أثر التلاعب بالأسعار على كفاءة بورصة الأوراق المالية^{٧٧}: تُعرّف كفاءة البورصة بأنها قدرة السوق على عكس جميع المعلومات المتاحة في أسعار الأوراق المالية بشكل فوري وعادل، بحيث تعكس الأسعار القيمة الحقيقية للأصول المالية، ولا يستطيع المستثمرون تحقيق أرباح غير عادية بشكل مستمر من خلال استغلال المعلومات المتوفرة.

^{٧٧} عبد الكريم-أحمد عبد الصبور التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية - جامعة الإسكندرية، العدد الأول، ٢٠١٧ ص ٧٧٧

تُقسم الكفاءة إلى نوعين رئيسيين:

• الكفاءة الكاملة: (Perfect Efficiency) حيث تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة في السوق على الفور، بما في ذلك المعلومات المالية والتقارير الاقتصادية والداخلية، ويُفترض توفر شروط مثالية كسهولة توافر المعلومات مجانًا، وعدم وجود قيود على التداول، وكثرة المستثمرين، ورشدهم في اتخاذ القرارات. في هذا النوع من الكفاءة، لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية بفضل التنافس الشديد وانتشار المعلومات.

• الكفاءة الاقتصادية: (Economic Efficiency) تعترف بأن أسعار الأوراق المالية قد لا تعكس المعلومات الجديدة فورًا، بل قد يستغرق السوق بعض الوقت لاستيعابها بسبب تكاليف المعاملات والقيود العملية، ومع ذلك يبقى الفرق بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية محدودًا بحيث لا يتيح فرصًا مستمرة لأرباح غير عادية على المدى الطويل.

ولتتحقق كفاءة البورصة على نحو عملي، يجب توفر عدة متطلبات رئيسية، منها:

١. دقة وسرعة وصول المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، ما يضمن تخصيص الموارد المالية بشكل كفاء.

٢. كفاءة التشغيل (Operational Efficiency) التي تتعلق بانخفاض تكاليف تنفيذ الصفقات وتوفير بيئة تداول سلسة دون تمييز أو رسوم مبالغ فيها.

٣. كفاءة التسعير (Price Efficiency) والتي تعني قدرة السوق على تحديث أسعار الأوراق المالية بسرعة لتعكس المعلومات الجديدة بدقة.

٤. السيولة العالية التي تتيح إمكانية البيع والشراء بسهولة دون تقلبات سعرية كبيرة، وتعتمد السيولة على:

✓ عمق السوق: (Depth) وجود أوامر بيع وشراء مستمرة.

✓ سعة السوق: (Breadth) كثرة عدد المشاركين.

✓ الاستجابة السريعة (Resiliency) قدرة السوق على تصحيح الخلل بين العرض والطلب بسرعة.

٥. العدالة (Fairness) بتوفير فرص متساوية لجميع المستثمرين في الحصول على المعلومات وتنفيذ الصفقات.

٦. الأمان (Security) عبر حماية السوق من ممارسات الغش والتلاعب لضمان ثقة المستثمرين.

يؤدي التلاعب بأسعار الأوراق المالية إلى تعطيل آلية العرض والطلب الطبيعية، مما يخلّ بكفاءة السوق من ناحيتين رئيسيتين: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل. فعند اعتماد أسعار السوق على معلومات مضللة أو انتقائية، تفقد الأسعار قدرتها على عكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية، مما يخلق فرصاً غير عادلة لتحقيق أرباح استثنائية لفئة قليلة على حساب المستثمرين الآخرين، كما تتسبب هذه الممارسات في خلق انطباعات زائفة لدى المتعاملين، تؤدي إلى قرارات استثمارية غير رشيدة، وتدفع المتداولين إلى سلوك القطيع، ومع تعطل مبدأ العدالة وغياب الشفافية، تُهتز الثقة في السوق وتراجع السيولة والاستثمارات، الأمر الذي يُضعف قدرة السوق على تخصيص الموارد بكفاءة ويهدد باستمرارية وظائفها الأساسية، وقد يصل الأمر إلى انهيار السوق.

ثانياً- أثر التلاعب بالأسعار على أداء بورصة الأوراق المالية لوظائفها الاقتصادية^{٧٨}:

يُعد التلاعب بالأسعار أحد أبرز العوامل التي تُعيق بورصة الأوراق المالية عن أداء وظائفها الحيوية، حيث يؤدي إلى اهتزاز ثقة المستثمرين والمدخرين بالسوق، وبالتالي يعزفون عن الاستثمار في الأوراق المالية، مما يُضعف من دور البورصة في تنمية الادخار وتوجيه الموارد نحو المشروعات الإنتاجية. كما يُعطل وظيفة تحويل الفوائض المالية من المقرضين إلى المقترضين، ويُضعف قدرة البورصة على دعم خطط التنمية الحكومية عبر إصدار السندات. كذلك يتسبب التلاعب في انخفاض مصداقية أسعار الأوراق المالية، ما يؤدي إلى فشل البورصة في تقديم مؤشرات دقيقة لتقييم الشركات والمشروعات أو التنبؤ بواقع النشاط الاقتصادي. إضافةً إلى ذلك، فإن التلاعب يُقوض العدالة في توزيع الدخل والثروات، حيث يثري فئة قليلة باستخدام أساليب غير

^{٧٨} المرجع السابق ص ٧٩٢

مشروعة على حساب صغار المستثمرين، مما يُفاقم الفجوة الاجتماعية، ويزيد من احتمالية انهيار السوق وفقدانها لوظيفتها في جذب رؤوس الأموال وتحقيق التنمية المستدامة.

ثالثاً- أثر التلاعب بالأسعار على المتداولين في البورصة:^{٧٩}

يؤثر التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية تأثيراً بالغ السلبية على المتداولين، خصوصاً صغار المستثمرين، الذين يمثلون الفئة الأضعف والأكثر عرضة للمخاطر، إذ يؤدي غياب الشفافية وانتشار الشائعات والمعلومات المضللة إلى تضليل قراراتهم الاستثمارية، ودفعهم إلى البيع أو الشراء في توقيتات غير رشيدة، نتيجة اتباعهم سلوك القطيع وتقليد المستثمرين الكبار. وبسبب ضعف خبراتهم المالية، وعجزهم عن الوصول إلى المعلومات الدقيقة أو تحليلها، يتكبدون خسائر جسيمة قد تقضي على مدخراتهم بالكامل، هذه الخسائر لا تقتصر على الجانب المالي فقط، بل تمتد إلى الجانب النفسي والاجتماعي، فتظهر آثارها في فقدان الثقة بالبورصة، والإحجام عن الاستثمار، بل وقد تصل إلى حد الإفلاس الشخصي والانهيار الأسري، تشير إحدى^{٨٠} الدراسات الميدانية التي أجريت على عينة من المتعاملين في بورصة الأوراق المالية بمدينة الرياض إلى الآثار السلبية العميقة التي يخلّفها التلاعب بالأسعار في السوق المالي على الأفراد والمجتمع. فقد أظهرت النتائج أن ٨٥٪ من المشاركين خسروا أموالهم في سوق الأسهم، وهو ما يعكس حجم الضرر الناتج عن تضليل المستثمرين عبر ممارسات غير مشروعة، مثل بث معلومات كاذبة أو تنفيذ صفقات وهمية.

كما بيّنت الدراسة أن ٦٠ % من العينة واجهوا مشكلات أسرية حادة نتيجة الضغوط النفسية والمالية، بينما ٤٠ % لجؤوا إلى الاقتراض لتمويل استثماراتهم الخاسرة، مما أدى إلى تراكم الديون وبقاء الأعباء المالية دون تحقيق أي عوائد. كذلك أفاد ٦٠٪ من المتعاملين بأن مدخراتهم قد استنزفت بالكامل، وتوقفت مشاريعهم التجارية أو الاستثمارية نتيجة الخسائر الكبيرة.

^{٧٩} عبد الكريم-أحمد عبد الصبور التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية - جامعة الإسكندرية، العدد الأول، ٢٠١٧ ص ٧٩٨

^{٨٠} دنيا-أحمد شوقي -التلاعب في الأسواق المالية -الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي ٢٠١٠ - ص ١٤

ويتسبب التلاعب كذلك في توسيع الفجوة بين كبار المستثمرين المتحكمين في السوق، وصغار المتداولين، مما يُخل بمبدأ العدالة ويُضعف أداء السوق واستقرارها على المدى الطويل.

رابعاً- أثر التلاعب بالأسعار على الاقتصاد القومي:^{٨١}

يعد التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية من أخطر العوامل التي تُلحق الضرر بالاقتصاد القومي، إذ يفقد السوق قدرته على توفير التمويل اللازم للتنمية، وتتراجع ثقة المستثمرين والمدخرين، فيتقلص حجم المدخرات الموجهة للمشروعات الإنتاجية. كما يُسفر التلاعب عن اختلالات في توزيع الدخل والثروات، مما يؤدي إلى زيادة الفجوة الاجتماعية ويدفع الأسر ذات الدخل المحدودة نحو الضمان الاجتماعي. وتزداد خطورة هذه الظاهرة حين تتسبب في اندلاع أزمات مالية واقتصادية، كتلك التي شهدتها العالم عام ٢٠٠٨، نتيجة استغلال المعلومات الداخلية والتلاعب بالأسواق العقارية والمشتقات المالية، كذلك يتسبب التلاعب في تسرب المدخرات الوطنية إلى أسواق أجنبية، ويدفع الدول النامية إلى الاستدانة من الخارج بشروط قاسية. وفي المحصلة، يضعف الأداء العام للسوق المالي، ويهتز الهيكل الاقتصادي للدولة، مما يهدد الاستقرار المالي ويُعيق تحقيق النمو والتقدم المنشود.

المطلب الثاني

طرق وأساليب الحد من التلاعب بالأسعار في البورصة

١- تعزيز الثقافة المالية لدى المستثمرين و نشر الوعي الاستثماري لديهم في الأوراق المالية:^{٨٢} فالأسواق المالية مفتوحة للجميع، من يحسن التداول ومن لا يحسنه؛ لذلك ينبغي توعية كافة المستثمرين بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية، وما قد ينتج عن هذا التعامل من خطورة في حالة عدم إلمامهم بعمليات التداول، وأساسيات التعامل في الأوراق المالية، وهذه التوعية تهدف إلى حماية المستثمر، ومنع وقوع أي ممارسات غير مشروعة

^{٨١} عبد الكريم-أحمد عبد الصبور التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وأثاره الاقتصادية مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية - جامعة الإسكندرية، العدد الأول، ٢٠١٧ - ص ٨٠٣

^{٨٢} ابراهيم -أحمد بصري ورفاقه-التدابير الواقية من جرائم البورصات في الاقتصاد الوضعي-التجديد-المجلد السابع عشر-العدد ١٣/٣٣-٢٠١٣-ص ١٤١

في البورصة، فإدراك المستثمرين والمأمهم بكافة النواحي القانونية، والاقتصادية للعملية الاستثمارية يساعد على الوقاية من ووقوع كثير من الجرائم التي تحدث عادة في البورصة.

٢- **رفع الكفاءة الفنية للهيئات الرقابية** : من خلال تأهيل وتدريب العاملين باستمرار على أساليب التلاعب الحديثة وتقنيات التحقيق المالي الجنائي ، وتبادل الخبرات الدولية عبر اتفاقيات مع هيئات رقابية في أسواق متقدمة اقليمياً أو دولياً.

٣- **ضمان مصداقية المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية**:^{٨٣} فالمعلومات هي الأساس الذي يعتمد عليه المستثمرون في اتخاذ قراراتهم ؛ لذا يجب العمل على ضمان مصداقية هذه المعلومات عن طريق إحكام الرقابة على وسائل الإعلام التقليدية والحديثة، بهدف منع نشر معلومات أو إشاعات غير صحيحة قد يؤدي نشرها إلى التأثير على قرارات المستثمرين، مما يؤدي إلى إحداث أضرار كبيرة لهم، وللاقتصاد القومي.

٤- **سن تشريعات تحظر الممارسات غير المشروعة والتي تنطوي على تلاعب واحتيال**: وفرض عقوبات رادعة لكل من تسول له نفسه الاعتداء على الأسواق المالية بأي شكل من أشكال الجريمة، على أن تبين العقوبات الواقعة على الأشخاص المخالفين حتى يكونوا عبرة لغيرهم، وتعزيز الردع العام.

٥- **ضرورة التعاون الإقليمي والدولي**، للعمل على الوقاية من جرائم البورصات من خلال بيان أحدث صور الجرائم ووسائلها المستخدمة، والسبل التي اتخذتها الدول لمكافحة هذه الجريمة، والوقاية منها.^{٨٤}

٦-متطلبات الإفصاح والشفافية:^{٨٥}

تفرض القوانين على المتداولين، خاصة الكبار منهم، الإفصاح عن صفقاتهم أو مراكزهم المالية الكبيرة بشكل دوري أو عند بلوغها نسبةً معينة، إلى جانب إلزام الشركات بالإفصاح عن بياناتها المالية بشكل دوري والقرارات المعلومات الجوهرية، هذا النوع من الإفصاح يزيد من الشفافية، ويقلل من من نشر الشائعات المغرضة أو المعلومات المضللة التي تؤثر على حركة الأسعار بطرق غير طبيعية وبالتالي من فرص التلاعب الخفي، ويمنح الجهات الرقابية القدرة على مراقبة السوق بشكل أكثر فاعلية.

^{٨٣} المرجع السابق ص ١٤١

^{٨٤} ابراهيم -أحمد بصري ورفاقه-التدابير الوقائية من جرائم البورصات في الاقتصاد الوضعي-التجديد-المجلد السابع عشر-العدد ٣٣/٢٠١٣-ص١٤٢

^{٨٥} عبد الكريم-أحمد عبد الصبور التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية - جامعة الإسكندرية، العدد الأول، ٢٠١٧ - ص٨٦١

٧- تعزيز الرقابة والأسواق الذكية (Market Surveillance Systems):^{٨٦} تطوير البنية التكنولوجية لأنظمة التداول باستخدام تقنيات الذكاء الاصطناعي وأنظمة التعلم الآلي التي تستخدم النماذج التنبؤية لرصد احتمالات التلاعب بناءً على سوابق تاريخية وسلوك السوق، مما يمكن الجهات الرقابية من التدخل الاستباقي، لكشف الأنماط المشبوهة وتحليل سلوكيات التداولات غير الطبيعية مثل الطلبات الوهمية أو الحركات المفاجئة للأسعار أو التداولات المتكررة، الاعتماد على أنظمة إنذار مبكر Early Warning SYSTEM تصدر تنبيهات فورية عند الاشتباه بوجود تلاعب.

إلى جانب إنشاء قواعد بيانات مركزية تربط جميع الجهات ذات العلاقة (الهيئة، البورصة، شركات الوساطة، المصارف) لتيسير التتبع والتحقيق.

٨- برامج "المبّلغين" (Whistleblower Programs) "

تشجّع هذه البرامج الأفراد على الإبلاغ عن الممارسات المشبوهة أو غير القانونية في الأسواق المالية، مثل التلاعب بالأسعار أو التداول بناءً على معلومات داخلية، وتوفر هذه البرامج حماية قانونية للمبّلغين من أي إجراءات انتقامية قد تُتخذ ضدهم، كما تقدم حوافز مالية في بعض الدول مثل السعودية^{٨٧} والإمارات العربية المتحدة^{٨٨}، إذا أدى بلاغهم إلى فرض غرامات أو كشف انتهاكات كبيرة، تُعد هذه الآلية أداة فعالة في تعزيز الشفافية والمساءلة داخل الأسواق المالية.

يتّضح من خلال ما سبق أن التلاعب بالأسعار ليس مجرد سلوك مخالف للقانون، بل ظاهرة مركّبة ذات أبعاد خطيرة تمسّ جوهر النظام المالي، وترى الباحثة أنّ أخطر ما في هذه الظاهرة ليس وقوعها بحد ذاته، بل استمرارها في ظلّ ثغرات تشريعية أو ضعف في فعالية الرقابة، كما أن اقتصار المواجهة على الحلول العقابية غير كافٍ، بل لا بد من مقارنة شمولية تجمع بين الردع القانوني، والوقاية التكنولوجية، والتمكين المعرفي للمستثمرين. فبدون وعي استثماري حقيقي، وسياسات إفصاح صارمة، وتكنولوجيا رقابية ذكية، تبقى الأسواق مهدّدة بالاختراق والتلاعب.

^{٨٦} <https://fastercapital.com/topics/combating-market-manipulation.html> التلاعب في السوق

^{٨٧} لائحة الإبلاغ عن مخالفات السوق المالية لعام ٢٠٢١

^{٨٨} قانون (٤) لعام ٢٠١٦ الخاص بتأسيس مركز دبي للأمن الاقتصادي لمكافحة الجرائم المالية _ المادة (١٩)

إن تعزيز شفافية السوق ومصداقيته لا ينبغي أن يكون هدفًا مؤسسيًا فقط، بل واجبًا وطنيًا، لما له من تأثير مباشر في الاستقرار الاجتماعي والاقتصادي على حدّ سواء.

الفصل الثاني الإطار العملي

المطلب الأول

حالة تلاعب بالأسعار في سوق دمشق للأوراق المالية

أولاً-ضبط الحالة من قبل مديرية الرقابة والتفتيش في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية:^{٨٩}

❖ مع بداية عام ٢٠٢٤ بدأ التداول على سهم الشركة (X) عند سعر ٢,٠٦٠ ل.س واستمر ضمن حدود (٢٠٠٠ _ ٢٦٠٠) ل.س حتى تاريخ ٢١/٨/ ٢٠٢٤ أي بزيادة تتراوح بين ٢٧٪ إلى ٣٠٪ خلال (١٤٧) جلسة، حيث تراوحت أحجام التداول معظم هذه الفترة حتى ١٠,٠٠٠٠ سهم للجلسة الواحدة كحدّ أقصى.

❖ لوحظ ارتفاع مضطرد في سعر السهم بدءاً من ٢٢/٨/٢٠٢٤ ولغاية ١٦/١٠/٢٠٢٤ حيث ارتفع السعر بنسبة ١٤٨٪ خلال ٣٨ جلسة تداول فقط من ٢,٣٥٧ إلى ٥,٨٤٩ ل.س.

❖ بناء على الزيادة غير المبررة اقتصادياً تمت متابعة تداولات الأطراف (A _ B _ C) التي كانت تتم عبر خدمة الانترنت _ وليس من خلال إحدى شركات الوساطة المالية _ وتبيّن مايلي:
١- بدءاً من ١٣/٦/٢٠٢٤ بدأ السيد (A) إجراء عمليات شراء مكثفة وبأسعار أعلى من الأسعار المعروضة وفق الآتي:

^{٨٩} المذكرة المرفوعة من قبل المديرية إلى مجلس المفوضين في جلسته رقم (٢٢) تاريخ ٣٠/١٠/٢٠٢٤

الملاحظات	صفقات السيد A		أدنى وأعلى سعر معروض عليه السهم	أعلى سعر مطلوب عليه السهم	التاريخ
	سعر الشراء	الكمية المشتراة			
كان من الممكن الشراء عند سعر ٢,٣٤٥ لكن السيد A قام بالشراء بسعر ٢,٣٨٠ بزيادة ٨٠ ل.س عن أعلى سعر مطلوب عنده السهم.	٢,٣٨٠	١٠,٠٠٠	٢,٣٨٠-٢,٣٤٥	٢,٣٠٠	٦/١٣
عطلة العيد					
كان من الممكن الشراء عند سعر ٢,٣٧٩ لكن السيد A قام بالشراء بسعر ٢,٤٦٣ بزيادة ١١٠ ل.س عن أعلى سعر مطلوب عنده السهم.	٢,٤٦٣	١٣,٠٠٠	٢,٤٩٨-٢,٣٧٩	٢,٣٥٣	٦/٢٣
كان من الممكن الشراء عند سعر ٢,٣٣١ لكن السيد A قام بالشراء بسعر ٢,٤٤٣ بزيادة ١١٢ ل.س عن أعلى سعر مطلوب عنده السهم.	٢,٤٤٣	١٥,٤٤٥	٢,٥٧٥-٢,٣٣١	غير مطلوب	٧/٤
كان من الممكن الشراء عند سعر ٢,٤٥٠ لكن السيد A قام بالشراء بسعر ٢,٥٣٤	٢,٥٣٤	١٢,٨١٤	٢,٥٥٥-٢,٤٥٠	٢,٤٠٠	٧/٨

بزيادة ١٣٤ ل.س عن أعلى سعر مطلوب عنده السهم					
كان من الممكن الشراء عند سعر ٢,٤٥٨ لكن السيد A قام بالشراء بسعر ٢,٤٩٦ بزيادة ٩٤ ل.س عن أعلى سعر مطلوب عنده السهم	٢,٤٩٦	١٦,٤٥٣	٢,٥٩٢-٢,٤٥٨	٢,٤٠٢	٧/١٤
كان من الممكن الشراء عند سعر ٢,٣٩٩ لكن السيد A قام بالشراء بسعر ٢,٤٥٤ بزيادة ١٠٣ ل.س عن أعلى سعر مطلوب عنده السهم	٢,٤٥٤	١٤,٥٠٠	٢,٥٠٦-٢,٣٩٩	٢,٣٥١	٧/١٦

٢- استمرت عمليات الشراء من السيد (A) بنفس الأسلوب المذكور لغاية ٢٠٢٤/١٠/١٤ خلال (٢٣) جلسة.

٣- نتيجة العمليات السابقة ارتفع سعر السهم منذ قيام السيد (A) بعمليات الشراء المكثفة في ٦/١٣/٢٠٢٤ من ٢,٣٦١ إلى ٥,٨٤٩ أي بنسبة ١٤٨٪.

٤- كانت الصفقات التي ينجزها السيد (A) تتم مع طرفين محددين وهما السيدان (B - C) كما هو موضح أدناه للصفقات التي أنجزت مع السيد (B) :

نسبة الارتفاع في السعر	B مشترياً و A بائعاً		A مشترياً و B بائعاً		التاريخ
	السعر	الكمية	السعر	الكمية	
			٢,٤٤٣	٦,٠٠٠	٧/٤

%ε			۲,۰۳۴	۱,۰۰۰	۷/۸
%۲-	۲,۴۸۸	۱,۰۰۰			۷/۱۱
%۱-			۲,۴۵۴	۱۲,۰۰۰	۷/۱۶
%۳-	۲,۳۸۲	۱۲,۰۰۰			۷/۲۱
%۲	۲,۴۴۰	۱۳,۰۰۰			۷/۲۳
%۹			۲,۶۶۱	۱۲,۰۰۰	۸/۱
%۳-	۲,۵۹۸	۲۷,۰۰۰			۸/۷
%۳-			۲,۴۹۹	۱۲,۰۰۰	۸/۱۴
%ε	۲,۵۹۱	۱,۰۰۰			۹/۱
%۱۷			۳,۰۲۲	۳,۰۰۰	۹/۸
%۱۲			۳,۳۸۹	۹,۰۰۰	۹/۱۹
%ε			۳,۵۱۸	۱۱,۱۴۵	۹/۲۲
%ε	۳,۶۴۹	۱۱,۳۷۰			۹/۲۳
%۷			۳,۹۰۱	۱۲,۰۰۰	۹/۲۹
%ε	۴,۰۴۲	۱۲,۱۰۰			۹/۳۰
%ε			۴,۲۱۹	۱,۰۰۰	۱۰/۱
%ε			۴,۳۸۹	۳,۶۹۲	۱۰/۲
%۲	۴,۴۹۸	۹,۰۰۰			۱۰/۳
%۱۱			۴,۹۹۵	۱,۰۰۰	۱۰/۱۰
%ε	۵,۲۰۰	۴,۶۱۹			۱۰/۱۳
%ε			۵,۴۰۱	۵,۰۰۰	۱۰/۱۴

❖ بناء على المعطيات السابقة قررت الهيئة ما يلي:

- ١- تقييد تداول السادة المذكورين أعلاه من استخدام خدمة التداول عبر الانترنت لدى كافة شركات الخدمات والوساطة المالية كإجراء احترازي.^{٩٠}
- ٢- تشكيل لجنة لدراسة المخالفة المنسوبة للسادة (A- B-C) بالقيام بالتأثير على سعر سهم الشركة (X) عن طرق صفقات متبادلة بما يسمى التداول الدائري (Circular Trading).^{٩١}

ثانياً- مراحل عمل اللجنة المكلفة بالتحقيق في المخالفة:

❖ قامت اللجنة بدراسة وتدقيق تداولات السادة (A- B-C) على سهم الشركة (X) حيث تبين لها ما يلي:

- ١- قيام السيد (A) بتنفيذ (٢٤) صفقة بيع بعدد أسهم (١٣٣،٠٠١) سهم، وكان السيدان (B-C) هما المشترين لجميع هذه الصفقات أي بنسبة ١٠٠٪.
- ٢- قيام السيد (B) بتنفيذ (٣٢) صفقة بيع بعدد أسهم (١٤٤،٢١٥) سهم، وكان السيدان (A-C) هما المشترين لجميع هذه الصفقات أي بنسبة ١٠٠٪.
- ٣- قيام السيد (C) بتنفيذ (٣٠) صفقة بيع وكان السيدان (A-B) هما المشترين لـ (٢٧) صفقة منهم ويعد أسهم (١٢٤،١٠٥) سهم أي بنسبة ٩٠٪.

❖ عملت اللجنة على تدقيق وتحليل قاعدة البيانات الالكترونية لخدمة التداول عبر الانترنت لدى شركة الخدمات والوساطة المالية المتعاملة مع السادة المذكورين أعلاه ، كما درست التقرير الفني المقدم من سوق دمشق للأوراق المالية (مديرية النظم والمعلومات) والمتعلق بالبيانات الخاصة بتداولات المستثمرين (A-B-C) كون السوق هو الجهة المسؤولة عن تأمين البنية التحتية ونظم الربط

^{٩٠} قرار مجلس المفوضين رقم (١٤٣) تاريخ ٢٠٢٤/١٠/٣٠

^{٩١} قرار مجلس المفوضين رقم (١٤٧) تاريخ ٢٠٢٤/١٠/٣٠

المناسبة لتشغيل خدمة التداول عبر الانترنت مع شركات الخدمات والوساطة المالية والتي بدورها تزود بها عملاءها ، حيث تبين اللجنة ما يلي:

١- قيام السادة المذكورين أعلاه بإدخال الأوامر بشكل متزامن (يدخل أحدهم أمر شراء ثم يقوم الآخر بنفس التوقيت أو بفارق زمني قصير بإخال أمر بيع ، أو بالعكس).

٢- الأوامر المدخلة على تطبيق خدمة التداول عبر الانترنت من خلال نفس خطّ الانترنت (IP Address) ونفس الجهاز الخليوي المستخدم من قبل السادة (A-B-C) .

❖ قامت اللجنة بتدقيق اتفاقيات فتح حساب التداول بالأوراق المالية للسادة المذكورين أعلاه لدى شركتي الوساطة والخدمات المالية اللتين تمّ فتح الحساب لديهما من قبل المستثمرين (A-B-C) فتبين لها قيام كل من (A-B-C) بفتح حساب التداول بتاريخ ٢٠٢٤/٩/١٢ وتغذيته بتاريخ ٢٠٢٤/٩/١٩ .

❖ بعد دعوة اللجنة للسادة المستثمرين (A-B-C) لسماع أقوالهم تجمعت لدى اللجنة المعلومات والحقائق الآتية::

١- علاقة قرابة تربط السيد (A) برئيس مجلس إدارة الشركة (X) إضافة لأحد أعضاء مجلس إدارتها.

١- السيد (A) مساهم بنسبة ١٪ في إحدى الشركات التي تساهم بها الشركة (X) بنسبة ٩٩٪.

٢- علاقة عمل تجمع بين أطراف التداول الثلاثة (A-B-C) في مجال الأعمال الحرّة.

٣- أقرّ السيد (A) بتزويد السيدين (B-C) بالأموال للاستثمار في الأسهم وإعطائهم عمولة لقاء ذلك أحياناً بينما أنكر الأخيران ذلك وأقرّا أنهما المستفيدان الحقيقيان من حسابات التداول العائدة لهما.

٤- إفادتهم بأن سبب استخدام نفس خط الانترنت (IP ADDRESS) هو تواجدهم في نفس المكان نتيجة ارتباطهم بعلاقة عمل لا أكثر حيث يقومون باستخدام نفس اللابتوب أو الموبيل.

٥- أقرّ السيد (A) أن الغاية من شرائه السهم بأسعار أعلى من الأسعار المعروضة هو رفع سعر السهم حيث أنه لم يتمّ إعلامه من قبل شركات الوساطة المالية التي قام بفتح حساب التداول لديها أن سلوكه يشكّل مخالفة.

٦- كذلك أفاد كل من السيدين (B-C) أنه لم يتمّ إعلامهما من قبل شركات الوساطة المالية التي قاما بفتح حساب التداول لديها أن سلوكهما هذا يؤثر على سعر السهم وبالتالي يشكّل مخالفة.

٧- إفادتهم أن سبب تكرار التقاء الأوامر المرسلة من قبل أحدهم مع الأوامر المرسلة من الطرفين الآخرين من قبيل الصدفة ولا علم لهم بذلك.

ثالثاً- التحليل القانوني لحالة التلاعب بسعر سهم الشركة (X)

(١) التكييف القانوني العام

تشكل الوقائع المعروضة أمامنا نموذجاً واضحاً لجريمة التلاعب بسعر الورقة المالية، وفقاً لما يُعرف في الأسواق المالية بـ "التداول الدائري (Circular Trading) أو التداول الصوري (Wash Trading) (حيث يتم تنفيذ صفقات بين عدد محدود من المتعاملين دون وجود عرض وطلب حقيقيين، بقصد التأثير المصطنع على سعر السهم، ما يُعدّ خرقاً جوهرياً لمبدأ الشفافية والنزاهة في التداول.

(٢) الركن المادي

أولاً- يتجسد الركن المادي في الأفعال الإيجابية التي قام بها المتداولون، والتي كان لها أثر ملموس على سعر السهم، ويمكن تفصيلها كما يلي:

١. تنفيذ صفقات بأسعار تفوق الأسعار المعروضة.

٢. تكرار الصفقات بين أطراف محددين (A-B-C) بنسبة بلغت ١٠٠٪ في بعض الحالات، دون تدخل أي أطراف أخرى (وهو ما يُفقد السوق مبدأ التنافسية).

٣. إدخال أوامر متزامنة من نفس عنوان الإنترنت (IP Address) والجهاز نفسه.

٤. فتح الحسابات وتغذيتها في ذات التوقيت تقريباً.

ثانياً: النتيجة

نتج عن هذا السلوك ارتفاع غير مبرر في سعر سهم الشركة (X) بنسبة ١٤٨٪ خلال فترة قصيرة (٣٨ جلسة تداول فقط)، وهو ارتفاع لا يستند إلى مبررات اقتصادية حقيقية. وقد أدى ذلك إلى:

- خلق صورة وهمية عن قوة السهم في السوق.
- تضليل المتعاملين الآخرين.
- الإخلال بآلية المنافسة والشفافية المفترض توافرها في السوق المالية.

ثالثاً: العلاقة السببية

إن العلاقة السببية قائمة بوضوح بين الأفعال محل التحقيق (الشراء بأسعار مرتفعة، التداول الدائري، إدخال الأوامر المتزامنة) وبين النتيجة المتمثلة في رفع سعر السهم، فلو لم يقم الأطراف بهذه التصرفات، لما شهد السهم تلك القفزة السعرية غير المبررة.

بناءً عليه، فإن العناصر المكونة للركن المادي متوفرة بوضوح، حيث تحقق فعل التلاعب من خلال استخدام وسائل فنية منظمة (تداول إلكتروني، أوامر منسّقة، صفقات دورية) أثرت بشكل مباشر على سعر الورقة المالية وأوهمت السوق بوجود طلب حقيقي عليها.

- الركن المعنوي

يقوم الركن المعنوي في جريمة التلاعب بالأسعار على القصد الجنائي، وهو إدراك الجناة بطبيعة أفعالهم غير المشروعة، واتجاه إرادتهم إلى تحقيق نتيجة معينة، هي تضليل المتعاملين في السوق والتأثير المصطنع على حركة العرض والطلب. فلا يكفي مجرد صدور الأفعال المادية (كالشراء أو البيع المتكرر) ما لم يكن مقترناً بعلم الفاعلين بعدم مشروعيتها.

ويُستدل على هذا القصد من خلال مجموعة قرائن عملية أبرزها:

١. التصرف بخلاف المنطق الاقتصادي للمستثمر: بتنفيذ عمليات شراء بأسعار تفوق السعر المعروف في السوق بشكل متكرر، الأمر الذي يدل على أن الهدف لم يكن الاستثمار، بل رفع السعر بشكل مصطنع.
٢. التكرار والانتظام في التنفيذ: إن تكرار الصفقات بنفس النمط، ولمدة طويلة، يقطع باحتمال الصدفة ويؤكد أن الأفعال كانت مقصودة ومدبرة مسبقاً.

٣. الأدلة التقنية: تزامن تنفيذ الأوامر بين المتهمين الثلاثة من خلال جهاز واحد وعنوان إلكتروني موحد (IP)، يُثبت وجود تنسيق مسبق، بما لا يترك مجالاً للقول بالعفوية أو الجهل.

٤. العلاقات الشخصية والمهنية بين الأطراف الثلاثة (A-B-C) ، تؤكد وجود تنسيق مسبق، خصوصاً مع ما ثبت من استخدامهم جهازاً واحداً وخط إنترنت واحداً.

٥. تمويل A للطرفين الآخرين مقابل عمولة، وإنكارهما لذلك لا يغيّر من الحقيقة الفنية الثابتة.

٦. محاولة تبرير السلوك بعدم تلقي تحذير من شركات الوساطة، لا يُعدّ مانعاً من المسؤولية، حيث أن الجهل بالقانون لا ينفي القصد الإجرامي، لا سيما في حالة ظهور مؤشرات واضحة على وجود تنظيم وتخطيط مسبق.

٧. وأخيراً إقرار المستثمر (A) بأنه تعمّد شراء السهم بأسعار مرتفعة لرفع قيمته بغرض المضاربة، مما يُظهر توافر النية الإجرامية الواضحة.

وبناء على ما سبق، فإن الركن المعنوي متحقق بشكل لا لبس فيه، من خلال النية الواضحة في التأثير على السوق، وتحقيق أرباح غير مشروعة.

رابعاً- قرار لجنة التحقيق:

بناءً على نتائج المتابعة والتحقيق والاستجواب قررت اللجنة ما يلي:^{٩٢}

١. إحالة السادة (A-B-C) إلى القضاء لارتكابهم مخالفة التلاعب بسعر سهم شركة (X) عن طريق

صفقات متبادلة (Circular Trading) بالتنسيق والاتفاق فيما بينهم وذلك خلال جلسات تداول شهر

آب وأيلول وتشرين الأول لعام ٢٠٢٤.

٢. منع السادة المذكورين أعلاه من استخدام خدمة التداول عبر الانترنت لدى جميع شركات الخدمات والوساطة المالية.

٣. تقييد التداول شراء لكل من السادة (A-B-C) على سهم الشركة (X) لدى جميع شركات الخدمات و الوساطة المالية حتى إشعار آخر، سواء كان ذلك بصفة مباشرة أو بالوكالة عن الغير، على أن يتمّ

^{٩٢} قرار مجلس المفوضين رقم (١٥٧) تاريخ ١٢/٥/٢٠٢٤

أن يتم مراجعة هذا التقييد بشكل ربع سنوي بناء على سلوكهم الاستثماري في السوق.

لقد جاء قرار اللجنة تأكيداً على دور الهيئة في حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على خداع أو غش أو تدليس أو تلاعب، والحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية كما ورد في المادة (٣ ، البندين ١ و ٢) من قانون الهيئة التي تنص على ما يلي:

" تعمل الهيئة على تحقيق الأهداف الأساسية التالية:

١- تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحقة بها بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية ويساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.

٢- حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب"

كما كان قرار اللجنة منسجماً مع أحكام القوانين والأنظمة والتعليمات الصادرة عن الهيئة والسوق في هذا السياق، لا سيما تعليمات "تفعيل خدمة التداول عبر الانترنت" الصادر عن مجلس مفوضي الهيئة في المادة (١٤/ز) التي تؤكد على أن تتضمن اتفاقية التداول عبر الانترنت بين الشركة والعميل في سياق تحديد الحقوق والالتزامات المترتبة على كل من الطرفين، التأكيد على تحمل العميل المسؤولية الكاملة عن أوامره المدخلة عبر هذه الخدمة حيث جاء في نصها:

" يجب أن تتضمن اتفاقية التداول عبر الانترنت بين الشركة والعميل البنود الآتية:

ز- إقرار العميل باطلاعه على بيان المخاطر المتعلقة بالتداول عبر الانترنت والمرفق بهذه الاتفاقية، وإدراكه التام لهذه المخاطر، وتحمله المسؤولية القانونية الكاملة عن أوامره المدخلة من خلال نظام إدارة الأوامر ومخالفاته وأخطائه التي ترتكب أثناء إدخال هذه الأوامر أو إلغائها أو تعديلها."

إلى جانب أحكام المادة (٢/١٨) من تعليمات تفعيل خدمة التداول عبر الانترنت التي تنص على حق مجلس المفوضين باتخاذ الإجراءات التي يراها مناسبة في حال التحقق من ارتكاب المخالفة حيث نصت على ما يلي:

"مع مراعاة أحكام القوانين والأنظمة النافذة ، يحقّ للمجلس في حال التحقق من ارتكاب أية مخالفة اتخاذ أي من الإجراءات التالية:

- a. تقييد أو منع الشركة من تقديم خدمة التداول عبر الانترنت.
- b. تقييد أو منع أي من العملاء من استخدام خدمة التداول عبر الانترنت.
- c. إضافة أي متطلبات جديدة تراها الهيئة و السوق ضرورية لإيقاف المخالفة."

كما أن التعليمات الصادرة عن مجلس إدارة السوق بالقرار رقم (١٤٢٤) لعام ٢٠٢٠ والتي تتضمن آليات وضوابط خدمة التداول عبر الانترنت ألزمت_ في المادة (١٣) منها_ المتعاملين بهذه الخدمة عند إدخالهم الأوامر بمراعاة الأنظمة والقواعد المعمول بها وعلى وجه الخصوص قواعد التداول في السوق ، وتعليمات التداول، وكذلك تعليمات تعامل الأعضاء بالأوراق المالية في السوق.

وبموجب الصلاحية التي منحها المشرع السوري لمجلس المفوضين في المادة (١٨/أ) جاء اقتراح اللجنة بإحالة المتلاعبين (A-B-C) إلى القضاء .

خامساً- العقوبة المقررة في التشريع السوري لحالات التلاعب بالأسعار

تنص المادة (١٨/ب) على أنه:

ب- مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد تنص عليها القوانين و الأنظمة النافذة يعاقب بالحبس لمدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تزيد على ثلاث سنوات وبغرامة مالية كتعويض لصالح الهيئة لا تقل عن ثلاثمئة ألف ولا تزيد على ثلاثة ملايين ليرة سورية آل من ارتكب المخالفات المنصوص عليها في الفقرة /أ/ من هذه المادة.

ج - يعتبر أعضاء مجلس الإدارة وأعضاء هيئة المديرين والشركاء المتضامنون والموظفون المعينون لدى الشخص الاعتباري المخالف مسؤولين عن المخالفة ما لم يثبت عدم علمهم بارتكابها.

فالمشرع السوري فرض عقوبة مزدوجة بحق كل من يرتكب المخالفات المنصوص عليها في الفقرة (أ) من المادة (١٨) والتي تشكل ممارسات غير مشروعة في سوق الأوراق المالية ومنها حالات التلاعب بالأسعار الواردة في البنود (١،٢،٤،٩) من هذه المادة، وهي:

• حبس من ثلاثة أشهر إلى ثلاث سنوات في حال لم تفرض عقوبة أشد في قوانين أخرى على هذا النوع من المخالفات وهذا التوجه من المشرع السوري يؤكد على خطورة الآثار المترتبة على هذه الجرائم.

• غرامة مالية كتعويض لصالح الهيئة، بقيمة لا تقل عن ٣٠٠ ألف ولا تزيد على ٣ ملايين ليرة سورية، وكما هو واضح من الصياغة فإن المشرع السوري اعتبر المبلغ المفروض لصالح الهيئة ذو طبيعة مختلطة : أي له طابع جزري كالغرامة التي تعتبر عقوبة جزائية وتفرض لمجرد ارتكاب الفعل المجرّم قانوناً، إلى جانب الطابع التعويضي الذي يُعتبر جبراً للضرر أي يمنح للمضروور كتعويض عن الضرر الذي لحقه، وقد اعتبر المشرع السوري هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية هي المتضرر في جريمة التلاعب بالأسعار بسبب تأثير هذا السلوك غير المشروع على صورتها أمام الرأي العام وإضعاف مكانتها المؤسسية، لذلك، تُعتبر الغرامة نوعاً من التعويض عن هذا الضرر المعنوي.

وفي هذا السياق، ترى الباحثة ضرورة تعديل مبلغ الغرامة في ضوء التغيرات الاقتصادية الراهنة، وعلى رأسها معدلات التضخم المتصاعدة، إذ إن ثبات قيمة التعويضات دون مراعاة التغير في القوة الشرائية يؤدي إلى فقدانها لوظيفتها الردعية والوقائية، ويضعف من أثرها في تحقيق العدالة، ويمكن في سبيل تحقيق ذلك اعتماد آلية مرنة لتحديد مبالغ التعويض ترتبط بمؤشرات اقتصادية دورية مثل مؤشر أسعار المستهلك، أو معدل التضخم السنوي، بحيث يتم تعديل المبالغ تلقائياً أو دورياً وفقاً لهذه المؤشرات.

أما بالنسبة للفقرة (ج) فهي تنصّ على تحميل المسؤولية تلقائياً لأعضاء مجلس الإدارة، وهيئة المديرين، والشركاء المتضامنين، والموظفين لدى الشخص الاعتباري، ما لم يثبتوا عدم علمهم بالمخالفة.

وتُعد هذه الفقرة امتداداً لمبدأ المسؤولية المفترضة، وهي آلية قانونية تُستخدم لتقوية الرقابة الداخلية داخل الشخصيات الاعتبارية، ومنع تواطؤ المسؤولين أو تساهلهم حيال الأفعال غير القانونية.

وفي ضوء ما تقدّم من تحليل لنص المادة (١٨) من قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وما تضمنته من عقوبات جنائية صارمة بحق مرتكبي أفعال التلاعب في السوق المالية، يتّضح أن المشرّع السوري أدرك خطورة هذه الجرائم وآثارها الممتدة على الاستقرار الاقتصادي والثقة بالأسواق.

إلا أن التصدي لمثل هذه الأفعال لا يقتصر على المساءلة الجزائية وحدها، بل يتكامل معها من خلال منظومة عقوبات إدارية تأديبية تختص بها الهيئة بموجب صلاحياتها التنظيمية والرقابية، والتي تتيح لها اتخاذ تدابير فعّالة وفورية بحق الجهات المخالفة، ويُعد نظام التحقيق والتنفيذ الصادر عن مجلس مفوضي الهيئة بالقرار رقم (٦٦) لعام ٢٠١١ الإطار القانوني الناظم لهذه الصلاحيات حيث نصّ في مادتيه (٧ و ٨) على ما يلي:

" المادة-٧- يكون للجنة في حال ثبوت المخالفة أن تقترح على المجلس إحدى العقوبات التالية:

- ١ (التنبيه.
- ٢ (الإنذار.
- ٣ (الغرامة المالية المناسبة.
- ٤ (الوقف عن العمل لمدة لا تزيد عن ثلاثة أشهر بالنسبة لشركات الوساطة المخالفة أو للشخص المعتمد المخالف لدى الشركة.
- ٢ (وقف تداول أسهم الشركات المساهمة المخالفة لمدة لا تزيد عن ثلاثة أشهر.
- ٦ (إلغاء الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية المخالفة.
- ٧ (إلغاء اعتماد الشخص المخالف
- ٨) شطب اسم مفتش الحسابات من الجدول المعتمد .

المادة -٨- ينظر المجلس بملف التحقيق بالمخالفة المحال إليه من قبل اللجنة ويصدر القرار المناسب بهذا الخصوص، ويكون له فرض عقوبة أو أكثر من العقوبات المذكورة في المادة السابقة. "

وترى الباحثة أن العقوبات الإدارية المنصوص عليها في المادة (٧) لا تقتصر وظيفتها على الردع أو الجزاء فحسب، بل قد تمثل في جوهرها إجراءات وقائية تُتخذ في مرحلة مبكرة من رصد المخالفة، بهدف منع تفاقمها أو تحولها إلى سلوك ذي طابع جزائي، كجرائم التلاعب بالأسعار المنصوص عليها في المادة (١٨) من قانون الهيئة، فالعقوبات مثل وقف تداول أسهم شركة مخالفة أو تعليق عمل أحد الأشخاص المعتمدين، قد تسهم فعلياً في احتواء الأثر السلبي للمخالفة ومنع امتدادها إلى السوق ككل، وبذلك تؤدي هذه التدابير دوراً استباقياً مهماً،

ليس فقط في ضبط النظام العام داخل السوق، بل في الحد من احتمالية تطور السلوك إلى جريمة تمس كيان السوق وثقة المتعاملين فيه.

سادساً- الآثار السوقية والاقتصادية للتلاعب بسعر سهم الشركة (X)

(١) على مستوى الشركة:

- تشوّه القيمة الحقيقية للسهم: ارتفاع السعر بنسبة ١٤٨٪ خلال فترة قصيرة وبشكل غير مبرر اقتصادياً أفقد السهم مصداقيته، مما يعقّد عمليات التقييم والاستثمار المستقبلية فيه.
- تشوّه السمعة: ارتباط اسم الشركة بتداولات مشبوهة، سواء بشكل مباشر أو عبر علاقة أحد المتلاعبين بمجلس الإدارة، يضرّ بمكانتها داخل السوق وبين الشركاء المحتملين.
- احتمال فتح ملفات داخلية وجود علاقة قرابة بين أحد المتلاعبين ورئيس مجلس الإدارة، يثير احتمال تورّط إداري، وقد يؤدي إلى تحقيقات داخلية أو مساءلات تنظيمية.

(٢) على مستوى سوق الأوراق المالية:

- فقدان الثقة المؤسسية والمجتمعية: تكرار حالات التلاعب، خاصة بوجود علاقات قرابة وعمل بين الأطراف، يُضعف مصداقية السوق أمام المستثمرين المحليين والأجانب، ويُعزز الانطباع بأن السوق يُدار بأطر غير شفافة.
- إعاقة تمويل الشركة مستقبلاً قد تتردد المؤسسات المالية أو المستثمرون في دعم الشركة بسبب علاقتها بمخالفة قانونية، حتى وإن لم تكن ضالعة بشكل مباشر.

المطلب الثاني

حالة تلاعب بالأسعار في السوق المالية السعودية

أولاً- قرار قطعي صادر عن لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية بإدانة مخالفين لنظام السوق المالية:^{٩٣}

أعلنت الأمانة العامة للجان الفصل في منازعات الأوراق المالية عن صدور قرار لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية القطعي رقم ٣٧٠٤/ل.س/٢٠٢٥م لعام ١٤٤٦هـ وتاريخ ١٩/٩/١٤٤٦ هـ، الموافق ١٩/٣/٢٠٢٥ م، وذلك في الدعوى الجزائية العامة المقامة من النيابة العامة (والمحالة لها من هيئة السوق المالية) ضدّ كل (.....).

وقد انتهى منطوق القرار إلى إدانة المذكورين بمخالفة الفقرة (أ) من المادة التاسعة والأربعين من نظام السوق المالية، والفقرة (أ) من المادة الثانية من لائحة سلوكيات السوق، لقيامهم :

- بالانفراد وبالاشتراك بإدخال أوامر شراء وبيع بهدف التأثير في سعر السهم .
- إدخال أوامر شراء بهدف تحقيق سعر مزاد إغلاق مرتفع.

وذلك عند تداولهم على سهم شركة دار الأركان للتطوير العقاري، خلال الفترة من تاريخ ٢٠١٩/٢/٣ م، حتى تاريخ ٢٠٢٥/٥/١٢ م، من خلال محافظهم الاستثمارية أو المحافظ الاستثمارية التي يديرونها، إذ شكلت هذه التصرفات والممارسات تلاعباً واحتيالاً، وأوجدت انطباعاً مضللاً وغير صحيح في شأن قيمة الورقة المالية للشركة المشار إليها.

تضمّن القرار إيقاع عدد من العقوبات عليهم وهي:

١. غرامات مالية إجمالية للمدانين بلغت ٨٦٠ ألف ريال سعودي.

^{٩٣} <https://crsd.org.sa/ar/MediaCenter/Announcements/Pages/Announcement-383.aspx> موقع الأمانة العامة للجان الفصل في منازعات الأوراق المالية في السوق المالية السعودية

٢. إلزام بدفع مكاسب غير مشروعة للمستفيدين تجاوزت ٩٦ مليون ريال، ٦٤ مليون على المدانين و٣١.٩ مليون لمستثمرين آخرين استفادوا من تلك التداولات المخالفة.

٣. حظر التداول على المدانين كلياً أو جزئياً لمدة تتراوح بين سنتين إلى ثلاث سنوات.

ويحق للمتضرر من المخالفات محل هذه الدعوى التقدم إلى لجنة الفصل بدعوى فردية أو جماعية للمطالبة بالتعويض عن الضرر من هذه المخالفات، على أن يسبق ذلك تقديم شكوى إلى هيئة السوق المالية بهذا الشأن. و أوضحت هيئة السوق المالية السعودية أن قرار لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية القطعي جاء نتيجة التنسيق والتعاون المشترك بين الهيئة والجهات المعنية ذات العلاقة، وعلى ضوء الدعوى الجزائية العامة المقامة من النيابة العامة والمحالة لها من هيئة السوق المالية ضد المستثمرين لمخالفتهم نظام السوق المالية.

ثانياً- التحليل القانوني لحالة التلاعب :

➤ أسلوب التلاعب المالي في القضية محل القرار:

يعتمد أسلوب التلاعب على نمطين رئيسيين:

١. الإدخال المتكرر لأوامر بيع وشراء غير حقيقية : الهدف ليس البيع أو الشراء الفعلي، بل خلق انطباع زائف عن حركة الطلب والعرض.

٢. استغلال مزاد الإغلاق لتحقيق سعر مرتفع مصطنع

○ المزاد يعتمد على آخر أوامر بيع وشراء قبل نهاية التداول.

○ المدانون قاموا بإدخال أوامر بهدف رفع سعر الإغلاق وجعله يبدو جذاباً للمستثمرين أو لتحقيق مكاسب خفية.

➤ أركان جرم التلاعب:

الركن المادي :

الركن المادي في جرائم التلاعب بالأسعار يتمثل في السلوك المجرّم الذي نص عليه نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، وهو إدخال أوامر أو تنفيذ صفقات تعطي انطباعاً غير صحيح أو مضللاً بشأن السهم. وفي هذه القضية يتجسد الركن المادي في:

١. الأفعال المادية الملموسة:

- قيام المدانين بإدخال أوامر شراء وبيع متكررة بهدف التأثير في سعر سهم شركة دار الأركان.
- إدخال أوامر شراء بغرض رفع سعر الإغلاق في المزاد اليومي للسهم، وهو ما يعطي صورة مصطنعة عن قوة الطلب.
- تنفيذ التداولات عبر محافظهم الاستثمارية أو محافظ يديرونها للغير، مما وسّع نطاق التأثير غير المشروع.

٢. النتيجة الإجرامية:

- خلق انطباع مضلل للمستثمرين الآخرين عن القيمة الحقيقية للسهم.
- تحقيق مكاسب مالية غير مشروعة تجاوزت عشرات الملايين.

٣. علاقة السببية:

- النتيجة (التأثير في سعر السهم وخلق صورة زائفة عن العرض والطلب) جاءت مباشرة من الأفعال المتمثلة في إدخال أوامر وهمية أو مصطنعة.
- أي أن هناك رابطة سببية واضحة بين الفعل المادي غير المشروع وبين الانطباع المضلل والمكاسب غير المشروعة.

إن الركن المادي متحقق بشكل جليّ، بدليل أن اللجنة اعتبرت التداولات تلاعباً واحتيالاً يخالف المادة (٤٩) من نظام السوق المالية والمادة (٢/أ) من لائحة سلوكيات السوق.

الركن المعنوي (القصد الجنائي)

لا يكفي وجود الفعل المادي وحده لقيام الجريمة، بل يجب أن يقترن بوجود نية إجرامية (القصد الجنائي). ويتجسد الركن المعنوي هنا في:

١. القصد العام:

○ علم المخالفين بأن إدخال أوامر البيع والشراء المصطنعة ليس تعبيراً حقيقياً عن رغبة استثمارية، بل هو مخالف للأنظمة.

○ إدراكهم أن هذه الأوامر ستؤدي إلى تضليل المتعاملين في السوق.

٢. القصد الخاص:

○ نية التأثير المباشر في سعر السهم، سواء برفعه أو خفضه، أو خلق طلب وهمي، لتحقيق مكاسب مالية غير مستحقة.

○ يتضح ذلك من تكرار السلوك خلال فترة طويلة (من فبراير ٢٠١٩ حتى مايو ٢٠٢٠)، مما يدل على أنه كان عملاً منظماً ومستمرًا وليس مجرد خطأ عرضي.

○ تحقيقهم فعلياً مكاسب بمبالغ ضخمة (أكثر من ٢٣ مليون ريال لبعضهم) يقطع بأن هدفهم الأساسي كان تحقيق منافع شخصية عبر هذا التلاعب.

إذن، الركن المعنوي متوافر بوضوح، لأن التصرفات لم تكن مجرد جهل أو إهمال، بل كانت متعمدة ومقصودة، قائمة على إرادة ووعي بخرق القواعد النظامية لتحقيق مكاسب غير مشروعة.

ثالثاً- العقوبة المقررة في التشريع السعودي لحالات التلاعب بالأسعار

يُعدّ التلاعب أو التضليل في أسعار الأوراق المالية من أبرز المخالفات التي تناولها نظام السوق المالية السعودي، وقد عالج المشرع هذا السلوك من خلال المادة (٤٩/أ) التي تحظر صراحة أي ممارسات تُفضي إلى خلق انطباع غير صحيح أو مضلل عن أسعار الأوراق المالية أو قيمتها. ويُقصد بذلك كل تصرف أو أمر يهدف إلى التأثير في السوق بشكل مصطنع، بغرض دفع الآخرين إلى اتخاذ قرارات استثمارية بناءً على معلومات وهمية.

وقد أرفق النظام هذا الحظر بنص عقابي واضح ورد في المادة (٥٧) التي تقرّر العقوبات التالية:

" أ- أي شخص يخالف المادة التاسعة والأربعين من هذا النظام، أو أيًا من اللوائح أو القواعد التي تصدرها الهيئة بناءً على تلك المادة، وذلك بالتصرف أو إجراء صفقة للتلاعب في سعر ورقة مالية على نحو متعمد، أو يشترك في ذلك التصرف أو الإجراء، أو يكون مسؤولاً عن شخص آخر قام بذلك، يكون مسؤولاً عن تعويض

أي شخص يشتري أو يبيع الورقة المالية التي تأثر سعرها سلباً بصورة بالغة نتيجة لهذا التلاعب، وذلك بالقدر الذي تأثر به سعر شراء أو بيع الورقة المالية من جراء تصرف ذلك الشخص.

ج- الإضافة إلى الغرامات والتعويضات المالية المنصوص عليها في هذا النظام يجوز للجنة بناءً على دعوى مقامة من الهيئة معاقبة من يخالف المادتين التاسعة والأربعين، والخمسين من هذا النظام بالسجن لمدة لا تزيد على خمس سنوات."

كما تنص المادة (٥٩) على أنه:

-إذا تبين للهيئة أن أي شخص قد ارتكب أو اشترك أو شرع في أعمال أو ممارسات تشكل مخالفة لأي من أحكام هذا النظام، أو اللوائح أو القواعد التي تصدرها الهيئة، أو لوائح السوق أو مركز الإيداع أو مركز المقاصة؛ فإنه يحق للهيئة في هذه الحالات إقامة دعوى ضده أمام اللجنة لاستصدار قرار بالعقوبة المناسبة، وتشمل العقوبات ما يأتي:

١. إنذار الشخص المعني.
٢. إلزام الشخص المعني بالتوقف، أو الامتناع عن القيام بالعمل موضوع الدعوى.
٣. إلزام الشخص المعني باتخاذ الخطوات الضرورية لتجنب وقوع المخالفة، أو اتخاذ الخطوات التصحيحية اللازمة لمعالجة نتائج المخالفة.
٤. إلزام المخالف بدفع ما لا يتجاوز ثلاثة أضعاف المكاسب التي حققها أو ثلاثة أضعاف الخسائر التي تجنبها نتيجة هذه المخالفة إلى حساب الهيئة، أو تعويض الأشخاص الذين لحقت بهم أضرار نتيجة للمخالفة المرتكبة.
٥. تعليق تداول الورقة المالية.
٦. منع المخالف من مزولة الوساطة، أو إدارة المحافظ، أو العمل مستشار استثمار للفترة الزمنية اللازمة لسلامة السوق وحماية المستثمرين.
٧. الحجز والتنفيذ على الممتلكات.
٨. المنع من السفر.
٩. المنع من العمل في الجهات الخاضعة لإشراف الهيئة.

"ب- يجوز للهيئة -بالإضافة إلى اتخاذ الإجراءات المنصوص عليها في الفقرة (أ) من هذه المادة- أن تطلب من اللجنة إيقاع غرامة مالية على الأشخاص المسؤولين عن مخالفة متعمدة لأحكام هذا النظام ولوائحه التنفيذية وقواعد الهيئة ولوائح السوق ومركز الإيداع ومركز المقاصة. ويجب ألا تزيد الغرامة التي تفرضها اللجنة على خمسة وعشرين مليون (٢٥,٠٠٠,٠٠٠) ريال عن كل مخالفة ارتكبتها المدعى عليه."

وفي ضوء هذا الإطار، جاء قرار لجنة الاستئناف في قضية "دار الأركان" ليجسد تطبيقاً عملياً صارماً لهذه النصوص النظامية، حيث فُرضت على المخالفين عقوبات مالية وإدارية متعددة، أبرزها:

- إلزامهم برد مكاسب غير مشروعة تجاوزت ٩٦ مليون ريال سعودي.
- فرض غرامات مالية جزائية بلغت ٨٦٠ ألف ريال سعودي.
- منعهم من التداول لفترات تتراوح بين سنتين إلى ثلاث سنوات.

وتؤكد هذه القضية نهج الهيئة الحازم في حماية نزاهة السوق المالية وصيانة ثقة المستثمرين فيها.

يظهر من خلال المواد (٤٩، ٥٧، ٥٩) من نظام السوق المالية السعودي أن المشرع قد اتخذ موقفاً حازماً تجاه ظاهرة التلاعب أو التضليل في أسعار الأوراق المالية، من خلال تجريم هذه الأفعال بنصوص صريحة، وفرض مجموعة من العقوبات المتنوعة التي تتراوح بين العقوبات الإدارية والمالية، بل والجزائية في بعض الحالات.

ويمكن القول إن المادة (٤٩) تمثل حجر الأساس في هذا السياق، إذ وضعت تعريفاً دقيقاً لسلوك التلاعب، وأبرزت صوراً متعددة له، مما يحدّ من احتمالات التفسير الواسع أو التعسفي. كما جاءت المادة (٥٧) لتعزز الجانب الحمائي للمتعاملين، من خلال إقرار مبدأ التعويض المباشر للمتضررين، وهذا يمثل تطوراً نوعياً في معالجة الجرائم الاقتصادية، لا سيما تلك التي تنطوي على أضرار جماعية يصعب حصرها.

أما المادة (٥٩)، فقد منحت هيئة السوق المالية صلاحيات واسعة لاتخاذ إجراءات استباقية أو عقابية بحق المخالفين، ومنها تعليق تداول الورقة المالية، ومنع المخالف من مزاولة بعض الأنشطة، والحجز على الممتلكات، وغيرها من الوسائل التي تؤكد حرص المشرع على حماية كفاءة السوق وعدالتها.

رغم وضوح الإطار العام للعقوبات في نظام السوق المالية السعودي، إلا أن الباحثة ترى أن بعض العبارات المستخدمة في النصوص القانونية لا تزال غامضة وتحتل تفسيرات متعددة، مما قد ينعكس على مدى اتساق تطبيقها العملي. من ذلك، مثلاً، عبارة "تأثر السعر بصورة بالغة" الواردة في الفقرة (أ) من المادة (٥٧)، وهي عبارة غير محددة معيارياً، إذ لم يبيّن النظام مقدار التأثير الذي يُعدّ بالغاً، وهل يُقاس ذلك بنسبة مئوية معينة من تغير السعر، أم بناءً على حجم التداول، أم أثره في سلوك المستثمرين؟ إن غياب هذا التحديد قد يؤدي إلى تفاوت في تقدير المحاكم أو الهيئة لمدى جسامة المخالفة.

كذلك، فإن عبارة "الفترة الزمنية اللازمة لسلامة السوق" الواردة في البند (٦) من المادة (٥٩) تثير تساؤلات حول معيار تحديد تلك الفترة: هل تعتمد على تقدير الهيئة بحسب كل حالة؟ أم أن هناك إطاراً زمنياً عاماً يمكن القياس عليه؟

إن ترك هذه المفاهيم دون توضيح يعرضها للاجتهاد الشخصي ويجعل العقوبات عرضة للتفاوت، لذا، يرى الباحث أن من الضروري أن تُصدر الهيئة لوائح تفسيرية تُحدّد هذه العبارات بشكل أدق، أو أن تستقر الاجتهادات القضائية على معايير واضحة، بما يسهم في تحقيق اليقين القانوني وتكافؤ المعاملة بين المخالفين. كما أن تعدد الخيارات أمام الهيئة واللجنة، وإن كان يعكس مرونة وتقديراً لجسامة كل حالة، إلا أنه يستدعي كذلك وجود معايير واضحة ومعلنة لتحديد العقوبة المناسبة لكل نوع من المخالفات، بما يعزز من مبدأ الشفافية ويضمن المساواة أمام القانون.

وبصورة عامة، فإن المشرّع السعودي قد نجح إلى حدّ كبير في إنشاء منظومة قانونية متكاملة للتصدي لجرائم التلاعب في السوق المالية، وهي منظومة قابلة للتطوير عبر تعزيز آليات التفسير والتطبيق العملي، بما يواكب المستجدات التقنية والرقمية في الأسواق المالية الحديثة.

رابعاً- الآثار السلبية للتلاعب بسعر سهم شركة دار الأركان السعودية:

➤ على شركة دار الأركان

❖ **تضرر سمعتها:** تكرار تداولات التلاعب أدى إلى خلق صورة سلبية للشركة، مما يُضعف ثقة المستثمرين في قيمتها الحقيقية.

❖ انخفاض السيولة ومشاركة المستثمرين: التلاعب المُعترف به من الهيئة أدى إلى تجميد عمليات الأسهم وقيود على نشاط المستثمرين، مما يقلل من نشاط تداول السهم.

➤ على السوق المالية السعودية

❖ تآكل ثقة المستثمرين بالسوق:

لو استمر التلاعب دون كشف، لشعر المستثمرون أن السوق لا يخضع للرقابة، ويفضلون الابتعاد، خاصة المستثمر الأجنبي.

❖ تحوّل السوق إلى بيئة غير عادلة:

استمرار الربح من التلاعب يعطي إشارات للمضاربين بأن الغش ممكن ومريح، ويُخرج المستثمرين النزيهين من السوق، مما يضعف كفاءته.

❖ تشويه الأسعار السوقية:

التلاعب يؤدي إلى أسعار لا تعكس حقيقة الشركات، وبالتالي يفشل السوق في أداء دوره في تخصيص رؤوس الأموال بشكل صحيح.

➤ على الاقتصاد الوطني

❖ ضعف جاذبية الاستثمار الأجنبي:

المستثمرون العالميون يبحثون عن الشفافية. لو انتشرت مثل هذه الحالات دون محاسبة، لخرجت الاستثمارات الأجنبية من السوق السعودي.

❖ زعزعة الاستقرار المالي:

التلاعب يخلق فقاعات سعرية وانهيارات مفاجئة تضر بالمدخرات والثقة، ما يؤدي إلى تقلبات اقتصادية أوسع.

❖ ضعف التمويل العادل للمشاريع:

الشركات التي تتلاعب بأسهمها تحصل على التمويل والتقييم العالي ظلمًا، بينما تُهمل الشركات الجيدة فعليًا، مما يشوّه بيئة الأعمال.

المطلب الثالث

مقارنة بين موقف التشريعين السوري والسعودي من جريمة التلاعب بالأسعار:

تُظهر المقارنة بين التشريعين السوري والسعودي اختلافًا واضحاً في مستوى التطور التشريعي، ودقة التعريف، وآليات الرقابة والعقوبة، إذ اتسم النظام السعودي بوضوح النصوص وسرعة التنفيذ وفعالية الردع، بينما لا يزال الإطار السوري بحاجة إلى تطوير تشريعي وتنظيمي.

أولاً- موقف المشرّع السوري

١. غياب التعريف التشريعي الصريح:

لم يقدّم المشرّع السوري تعريفاً محدداً لجريمة التلاعب بالأسعار، واكتفى بتعداد بعض صورها في المادة (١٨/أ) من قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية رقم ٢٢/ لعام ٢٠٠٥، وهذا الغموض في التعريف يترك مساحة واسعة للاجتهاد، وقد يؤدي إلى تباين في التطبيق العملي.

٢. الهدف من التجريم:

ركّز المشرّع السوري على حماية سلامة السوق والاقتصاد الوطني بوصفهما مصلحتين عامتين، أكثر من تركيزه على حماية المستثمر الفرد من الخداع أو الخسارة وذلك من خلال الاكتفاء بالنصّ على الغرامة المالية كتعويض لصالح الهيئة فقط.

٣. الجهة المختصة بالفصل والعقوبات:

تُحال المخالفات إلى القضاء الجزائي العادي، ولا توجد هيئة أو لجنة متخصصة بشؤون الأوراق المالية، كما أن السوابق القضائية في هذا المجال نادرة، ما يعكس محدودية الممارسة العملية.

٤. العقوبات المقررة :

○ حبس من ٣ أشهر حتى ٣ سنوات .

○ غرامة مالية كتعويض لصالح الهيئة من ٣٠٠ ألف ليرة سورية حتى ٣ ملايين ل.س.
٥. الجانب التنفيذي والرقابي:

تمارس هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية الرقابة على التداول، لكنها تفتقر إلى أنظمة إلكترونية متقدمة تُمكنها من كشف التلاعب في الوقت الحقيقي، وتعتمد غالباً على الرقابة اليدوية أو الشكاوى اللاحقة.

ثانياً- موقف المشرع السعودي

١. تعريف صريح ودقيق لجريمة التلاعب:

نصّ نظام السوق المالية السعودي بوضوح في المادة (٤٩) على تجريم أي عمل أو تصرف يحدث أو يُحتمل أن يحدث انطباعاً مضللاً أو غير صحيح بشأن السوق أو أسعار الأوراق المالية. كما فصلت لائحة سلوكيات السوق الصادرة عن هيئة السوق المالية (CMA) صور هذا التلاعب بدقة

الهدف من التجريم:

يتميّز النظام السعودي بطابع حمائي شامل يوازن بين حماية نزاهة السوق المالية وحقوق المستثمرين حيث ينصّ إلى جانب الغرامة المالية على آلية لتعويض المستثمرين المتضررين من التلاعب.

٢. الجهة المختصة بالفصل وآليات التنفيذ:

أسند النظام مهمة النظر في قضايا التلاعب إلى لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية (CRSD) وهي لجنة ذات طبيعة قضائية خاصة، تصدر قراراتها بعد تحقيقات تقوم بها هيئة السوق المالية. وتُعدّ هذه اللجان مثلاً على القضاء المتخصص السريع الذي يجمع بين الخبرة القانونية والفنية. كما تُنشر القرارات القضائية على موقع الهيئة تعزيزاً للشفافية والردع.

٣. العقوبات المقررة:

يتسم النظام السعودي بالصرامة والفاعلية، إذ تصل العقوبات إلى:

○ السجن مدة تصل إلى خمس سنوات.

- غرامة مالية حدّها الأقصى ٢٥ مليون ريال .
- منع المخالف من السفر أو مزاولة النشاط المالي.
- الحجز على الممتلكات ومصادرة المكاسب غير المشروعة.
- إلزام المتلاعب بتعويض المتضررين مباشرة.

٤ . الإطار الرقابي والتنفيذي:

يعتمد النظام السعودي على أدوات رقابة إلكترونية متقدمة تمكّن الهيئة من متابعة التداولات بشكل آني واكتشاف الأنماط غير الطبيعية (مثل عمليات التداول السوري أو التلاعب بسعر الإغلاق)، مع نظام إنذار مبكر يُتيح التحرك الفوري قبل تفاقم الضرر.

من خلال هذه المقارنة يتبيّن أن المشرّع السوري وضع الأساس القانوني لتجريم التلاعب بالأسعار ونصّ على عقوبات تصل إلى الحبس، إلا أن فعالية التطبيق والإنفاذ لا تزال محدودة لغياب الوسائل التقنية المتطورة، مما يقلل من القدرة على الكشف المبكر وردع الجناة.

أما النظام السعودي فقد تطوّر ليُشكّل نموذجاً متكاملًا يجمع بين الجانب التشريعي والتنفيذي والتقني، عبر نصوص دقيقة، وهيئات رقابية فعّالة، ولجان فصل مستقلة، وأنظمة مراقبة إلكترونية متقدمة، ما جعل استجابته أسرع وأشدّ فاعلية في حماية السوق والمستثمرين.

الخاتمة النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج

بناءً على الدراسة النظرية والتحليل القانوني، بالإضافة إلى الحالة العملية المتعلقة بسهم الشركة (X)، توصلت الباحثة إلى النتائج التالية:

١. يُعدّ التلاعب في سوق الأوراق المالية من أخطر الجرائم الاقتصادية التي تهدد كفاءة وعدالة السوق، لما له من أثر مباشر على ثقة المستثمرين واستقرار الاقتصاد.
٢. التمييز بين التلاعب والمضاربة المشروعة ضروري، ويتطلب الوقوف على النية الاحتيالية والسلوك غير المشروع، إذ قد تتشابه بعض الممارسات في ظاهرها رغم اختلافها في حقيقتها القانونية.
٣. تتعدد أساليب التلاعب المستخدمة في الأسواق المالية، وأهمها: الضخ والتفريغ، التداول الصوري، التداول الوهمي، نشر الشائعات، التلاعب بتوقيت الصفقات، والتلاعب بالبيانات المالية.
٤. لم يقدم المشرع السوري تعريفاً صريحاً لجريمة التلاعب، واكتفى بتعداد صورها في المادة (١٨/أ) من قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية، مما يؤدي إلى غموض تشريعي في تحديد أركان الجريمة.
٥. إثبات الركن المعنوي في جريمة التلاعب يُشكّل تحدياً قانونياً، خاصةً في ضوء اشتراط بعض التشريعات وجود القصد الخاص، وهو أمر يصعب التحقق منه في الواقع العملي.

٦. أثبتت الدراسة إمكانية الاعتماد على القرائن الظرفية في إثبات القصد الجنائي في جرائم التلاعب بالأسعار، كبديل عن الأدلة المباشرة التي يصعب توفرها في هذا النوع من الجرائم. ويُعدّ هذا التوجه

قضائياً بالدرجة الأولى، أقرته محاكم وهيئات رقابية في عدد من الأنظمة المقارنة، ويحظى بدعم متزايد من الفقه الجنائي الاقتصادي الحديث نظراً لخصوصية هذه الجرائم وتعقيدها الفني.

٧. تؤدي ممارسات التلاعب إلى أضرار جسيمة، منها تضخيم أسعار الأسهم بشكل مصطنع، وتكبيد المستثمرين خسائر فادحة، إضافة إلى تقويض مصداقية السوق المالية.

٨. وجود علاقات قرابة بين المتلاعبين وأعضاء مجلس الإدارة شكّل تضارب مصالح محتمل، يُضعف استقلالية البورصة ويؤثر على حيادية تداول الأوراق المالية.

٩. اعتماد المتلاعبين على خدمة التداول عبر الإنترنت أظهر ضعفاً في الرقابة الفنية والتقنية لدى شركات الوساطة.

١٠. تشير التجربة السورية إلى أن أنظمة الرقابة الحالية غير كافية لكشف السلوكيات التلاعبية المعقدة، ما يستدعي تطوير أدوات تقنية أكثر فعالية.

١١. تدني قيمة الغرامة المفروضة على مرتكبي جريمة التلاعب بالأسعار في ضوء التغيرات الاقتصادية الراهنة، وعلى رأسها معدلات التضخم المتصاعدة مما يؤثر على وظيفتها الردعية والوقائية، ويُضعف من أثرها في تحقيق العدالة.

ثانياً: التوصيات

استناداً إلى ما سبق، توصي الباحثة بما يلي:

على صعيد التشريع

١. إدراج تعريف دقيق ومباشر لجريمة التلاعب بالأسعار ضمن القوانين السورية، مع تصنيف الأساليب بشكل واضح.

٢. اعتماد القرائن الظرفية كوسيلة مشروعة لإثبات القصد الجنائي، انسجاماً مع التوجهات القضائية الحديثة في الجرائم الاقتصادية وذلك تيسيراً لإثبات الجريمة وتعزيز فعالية الردع.

٣. ضرورة تعديل قيمة الغرامة المفروضة على مرتكبي جريمة التلاعب بالأسعار في القانون السوري وذلك في ضوء التغيرات الاقتصادية الراهنة، وعلى رأسها معدلات التضخم المتصاعدة ضماناً لتحقيق الردع الفعال والعدالة التعويضية.

على صعيد الجهات الرقابية (هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية)

٤. تطوير أنظمة الرقابة الفنية عبر تبني تقنيات الذكاء الاصطناعي والتعلم الآلي لتحليل أنماط التداول واكتشاف السلوكيات المشبوهة.

٥. إصدار دلائل إرشادية توعوية للمستثمرين توضح الفروق بين المضاربة والتلاعب، وتعرض أبرز صور السلوكيات المحظورة.

٦. تعزيز التعاون مع شركات الوساطة المالية عبر آليات تبليغ فوري عن الصفقات غير المبررة أو الخارجة عن نطاق التداول الطبيعي.

٧. تشجيع الإبلاغ الداخلي عن المخالفات من قبل الموظفين أو المستثمرين، مع ضمان الحماية القانونية للمبلغين.

على صعيد القضاء الاقتصادي

٧. تشكيل لجان فنية مساعدة للقضاء تضم خبراء في السوق المالي لتحليل الأدلة الفنية المرتبطة بجرائم التلاعب.

٨. الاعتماد على القرائن والاستنتاجات المنطقية لاستخلاص القصد الجنائي من سلوك الجناة، خاصة في ظل صعوبة وجود أدلة مباشرة.

على صعيد المستثمرين والمتداولين

٩. توخي الحذر عند التعامل مع الشائعات أو المعلومات غير المؤكدة، والتحقق من مصادر الأخبار قبل اتخاذ قرارات استثمارية.

على صعيد البحث العلمي والجامعات

١٠. تشجيع الباحثين على دراسة أنماط التلاعب الحديثة، خاصة المرتبطة بالتقنيات الرقمية كالروبوتات التداولية والذكاء الاصطناعي.

١١. إجراء دراسات مقارنة بين القوانين السورية والعربية والدولية، بهدف اقتراح أفضل الممارسات في مكافحة التلاعب بالأسعار وتعزيز حوكمة السوق.

ختامًا، تبرز جريمة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية كإحدى أبرز الجرائم الاقتصادية ذات التأثير العميق على الثقة العامة والعدالة السوقية، وقد بيّنت الدراسة أن التحديات المرتبطة بكشف هذه الجريمة وملاحقة مرتكبيها لا تقتصر على الجانب القانوني فحسب، بل تمتد إلى الجوانب الرقابية والقضائية والتقنية. ومن هنا، ترى الباحثة أن فاعلية المواجهة تقتضي مقارنة تكاملية تشترك فيها جميع الجهات ذات العلاقة، من مشرعين وهيئات رقابية إلى قضاة ومستثمرين، وأن تطوير الأطر القانونية والمؤسسية بما يواكب تطور أساليب التلاعب يُعدّ ضرورة ملحة، لا خيارًا، لضمان سلامة السوق واستدامة التنمية الاقتصادية.

قائمة المصادر والمراجع:

أولاً: الكتب

- الضهيري، زينب صلاح الدين، الاحتيايل في السوق المالي السعودي ٢٠١٩.
- سليمان، عدنان ، و موصللي، سليمان، الأسواق المالية، ٢٠١٣، ص ٤١.
- مرابط ، ساعد، الازمة المالية العالمية ٢٠٠٨، جذورها وتداعياتها، ٢٠٠٩.

ثانياً: الأبحاث العلمية

- أبو المجد، شيماء عاطف، جريمة المضاربة غير المشروعة، التلاعب بالأسعار في الأسواق المالية، دراسة مقارنة ، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية ، دورية علمية محكمة، المجلد الحادي عشر العدد الثاني " ٢٠٢٢.
- الشبل، رامي بن عبد العزيز، إشكالية الركن المعنوي في نظام السوق المالية السعودي، مجلة جامعة الإمارات العربية المتحدة للقانون، مجلد ٢٠٢٢، عدد ٩١، عام ٢٠٢٢.
- آل طعمة، حيدر حسين، الأسواق المالية، سلسلة كراسات استراتيجية، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، ٢٠١٤.
- إبراهيم، أحمد بصري، وعلوش، محمد حسن علي .التدابير الوقائية من جرائم البورصات في الاقتصاد الوضعي والفقہ الإسلامي، المجلد ١٧، العدد ٣٣، ٢٠١٣.
- السحبياني، محمد بن إبراهيم ، التلاعب في الأسواق المالية، صورہ وآثاره، بحث مقدم للدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي ، ٢٠٠٨ .
- بوزيد ، الياس، الركن المعنوي في جرائم الأعمال بين افتراض الإدانة وقرينة البراءة_المجلة المتوسطة للقانون والاقتصاد، المجلد ٥، العدد ٢، ٢٠٢٢.
- بوهراوة، سعيد_ التلاعب بالأسواق المالية، عرض تحليلي نقدي، مجلة جامع الكتب الإسلامية ، المجلد ١، ٢٠١٠.
- دنيا، أحمد شوقي._ التلاعب في الأسواق المالية .الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، ٢٠١٠.

- شافية، جلاب _ الركن المعنوي في جرائم البورصة .مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد ٨٠، العدد ٨٠، ٢٠١٩.
- صكبان، زينب علي _ سعد رزاق، ساره _ أثر الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية _ جامعة بابل كلية الإدارة والاقتصاد، ٢٠١٦.
- عوض، محمد مؤنس، جريمة التلاعب بقيمة الأوراق المالية في نظام السوق المالي السعودية-مجلة الاجتهاد القضائي، مجلد ١٥، عدد ١، ٢٠٢٣.
- عرابي، سامح، مدى تأثير جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية على النشاط الاستثماري في البورصة، المجلة الدولية للفقهاء والقضاء والتشريع، العدد ١، ٢٠٢٠.
- عبد الكريم، أحمد عبد الصبور، التلاعب بالأسعار في بورصة الأوراق المالية وآثاره الاقتصادية، مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية ، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، ٢٠١٧.
- عبد القادر، فراس ياوز، الجرائم الماسة بسوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة، مجلة كلية القانون، جامعة النهدين، ٢٠٠٧.
- منصور، أحمد مسعود أدهم، جريمة التلاعب في البورصة، آثارها وطرق مكافحتها، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، العدد ٢٦، ٢٠٢١.
- نوال، بوشنتوف، الأسواق المالية والبورصة، مطبوعة محاضرات ماستر في المالية والتجارة الدولية جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، ٢٠٢٤.

ثالثاً- الرسائل الجامعية

- بوردن، فهد خالد ابداح، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية ، رسالة دكتوراه في القانون التجاري والبحري، جامعة القاهرة، ٢٠١٧.
- رابح، حريزي ، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محلّ التداول فيها، رسالة ماجستير في قانون الأعمال، جامعة منتوري، قسنطينة، ٢٠٠٧.
- زرقة، دارين، دور هيئة الأوراق والأسواق المالية في الرقابة على شركات الوساطة المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، ٢٠١١.
- شبوط، أمال، جريمة الأوراق المالية، مذكرة ماستر في القانون الجنائي للأعمال، جامعة العربي بن مهيدي، ٢٠١٥.

- عبد العليم، محمد زكريا علي، جريمة التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، دراسة تحليلية، رسالة دكتوراه في القانون الجنائي، جامعة المنصورة، ٢٠٢٢.
- عثمانى، إيمان، وزيات، حسينة، الجرائم المتعلقة بالبورصة في التشريع الجزائري، كلية الحقوق، مذكرة ماستر قانون أعمال ٢٠٢١.

ثالثاً: القوانين والتشريعات

- قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم ٢٢ لعام ٢٠٠٥، المعدل بالمرسوم التشريعي رقم ٥٠ لعام ٢٠٠٩.
- قانون سوق دمشق للأوراق المالية رقم ٥٥ لعام ٢٠٠٦.
- نظام السوق المالية السعودية.
- لائحة سلوكيات السوق المالية السعودية.
- لائحة الإبلاغ عن مخالفات السوق المالية السعودية، ٢٠٢١.
- قانون تأسيس مركز دبي للأمن الاقتصادي، رقم ٤ لعام ٢٠١٦

رابعاً: المواقع الإلكترونية

- موقع <https://ketabonline.com/ar/books/١٠٠٠٩٨/read?page=٢&part=١#p>
- ١٠٠٠٩٨-٢-٣٢. جامع الكتب الإسلامية، الأسواق المالية الدولية
- موقع <https://arabbroker.org/blog> /الدليل-الشامل-لمؤشر-ناسداك-تاريخ مؤشر /?utm_source=
- <https://www.unescwa.org/ar/sd-glossary> /٢٢/التلاعب-بالأسواق-المالية
- <https://fastercapital.com/arabpreneur/> سوق-الأوراق-المالية-دور-المضاربين-في-سوق-الأوراق-المالية-الغوص-العميق.html
- <https://fastercapital.com/arabpreneur/> سوق-الأوراق-المالية-دور-المضاربين-في-سوق-الأوراق-المالية-الغوص-العميق.html
- موقع <https://fastercapital.com/arabpreneur> خطط-الضخ-والنفريغ--نظرة-فاحصة-على-أساليب-التلاعب-بالأسعار. /html

- https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/?utm_source=chatgpt.com بيع الأسهم على المكشوف-خطورة الإشاعة في السوق
- https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/2010/395/2510268/?utm_source=chatgpt.com (موقع قانوني أمريكي عن قضية شركة أسينسيو)
- https://jordan-lawyer.com/?utm_source=chatgpt.com / موقع حماة الحق للمحاماة - الممارسات الوهمية في سوق الأوراق المالية.
- <https://www.niceactimize.com/glossary/wash-trading> / موقع أمريكي - مقالة بعنوان (What is Wash Trading?)
- <https://fastercapital.com/arabpreneur/> الانتحال--وهم-الطلب--كيف-يضلل-الانتحال-المستثمرين.html
- <https://www.alarabiya.net/aswaq/opinions/2022/08/14/> الشائعات-والتلاعب-بأسعار-الأسهم-في-السوق-المالية
- https://www.suhaildarraj.com/single-post/enron-scandal?utm_source=chatgpt.com فضيحة انرون والتلاعب في القوائم المالية/سهيل الدراج | صحيفة المدينة ٢٤ ديسمبر ٢٠١١
- <https://lawhub.info/eg-j/?p=60131> | موقع مدونة الجمل