

## السلوكيات المؤثرة سلباً على أسعار الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان

الأستاذ/ سامي سليمان علي الصلاحيين  
هيئة الأوراق المالية - عمان  
المملكة الأردنية الهاشمية

### ملخص:

تناول قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ موضوع السلوكيات المؤثرة سلباً على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان إلا أن هذا النص لا يعد كافياً لمواجهة تلك السلوكيات نظراً لعدم وجود معايير وأسس واضحة تبين ما يعتبر سلوكاً مؤثراً على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان مقارنة مع ما هو معمول به سابقاً في سوق عمان المالي (الملغي) وكذلك عما هو مطبق في دول عربية مثل المملكة العربية السعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة، وجمهورية مصر العربية، هذا من جانب ومن جانب آخر لم يتواءم القانون مع تطور بورصة عمان، وظهور أساليب جديدة من قبل جمهور المتعاملين تؤثر سلباً على أسعار الأوراق المالية، والتي تزامنت مع تحديث أنظمة التداول بصورة لا تتماشى مع التشريعات المعمول بها في بورصة عمان.

### خطة البحث:

مقدمة عامة: وفيها نبذة تاريخية عن قانون الأوراق المالية وبيان أهمية الموضوع..  
مشكلة البحث.

المبحث الأول: السلوكيات المؤثرة على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان ومظاهرها.

وفيه مطلبان:

المطلب الأول: المقصود بالتأثير على أسعار الأوراق المالية.

المطلب الثاني: السلوكيات المشروعة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية.

المطلب الثالث: السلوكيات غير المشروعة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية.

المبحث الثاني: السلوكيات الضارة بقوانين العرض والطلب بين القوانين الاقتصادية والقوانين الجزائية، وفيه مطلبان:

المطلب الأول: السلوكيات الضارة بقوانين العرض والطلب في القوانين الاقتصادية (قانون الأوراق المالية المطبق حالياً وقانون الشركات الأردني) دراسة مقارنة مع بعض قوانين الدولة العربية والأجنبية.

المطلب الثاني: النصوص الجزائية التي جرمت التأثير على أسعار الأوراق المالية في قانون العقوبات الأردني وقانون الجرائم الاقتصادية الأردني، دراسة مقارنة مع بعض قوانين الدولة العربية والأجنبية.

خاتمه وفيها أهم النتائج والتوصيات.

### مقدمة عامة:

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية<sup>(١)</sup>، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام ١٩٣٠ كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام ١٩٣١، وشركة الكهرباء الأردنية عام ١٩٣٨، وشركة مصانع الأسمنت الأردنية عام ١٩٥١.

كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات، ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية، وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعا الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين، وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب.

وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق، حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عامي ١٩٧٥ و١٩٧٦ وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) International Finance Corporation المنبثقة عن البنك الدولي، بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً تقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها دعماً له، وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي.

وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (٣١) لسنة ١٩٧٦، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي (Amman Financial Market (AFM

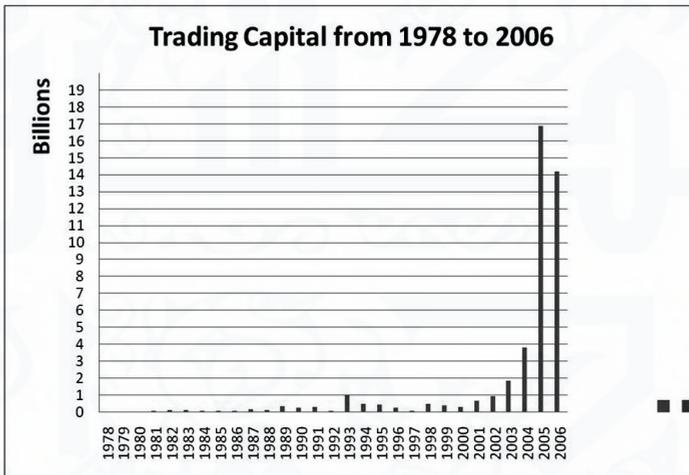
وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ ١٦/٣/١٩٧٧، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ، كما باشر السوق أعماله بتاريخ ١/١/١٩٧٨.

وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

وفي عام ١٩٩٧ صدر قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (٢٣)، والذي تضمن إنشاء بورصة عمان، حيث تأسست بورصة عمان في ١١ آذار ١٩٩٩ كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح، وتدار من قبل القطاع الخاص، ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

وبتاريخ ١٣/١٢/٢٠٠٢ صدر قانون الأوراق المالية رقم ٧٦/٢٠٠٢، وهو القانون الساري بعد إلغاء قانون الأوراق المالية رقم (٢٣) لسنة ١٩٩٧ وتعديلاته.

ولإظهار التطور الذي شهده سوق عمان المالي منذ تأسيسه، فإن الرسم البياني أدناه يوضح ارتفاع قيمة حجم التداول لجميع القطاعات من عام ١٩٧٨ ولغاية ٢٠٠٦، حيث كان حجم تداول الأوراق المالية في نهاية عام ١٩٧٨ هو (٥) مليون دينار ليصل خلال عام ٢٠٠٥ إلى (١٧) مليار دينار، حيث تركز نشاط السوق خلال الأعوام من ٢٠٠٢ فصاعداً، أي بالتزامن مع إقرار قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢، ليوافق النشاط الاقتصادي المحلي والإقليمي.



## بيان أهمية الموضوع:

تعد أسواق المال لدى جميع دول العالم المرآة التي تعكس أداء الاقتصاد لتلك الدول، وهي عنوان الحركة الاقتصادية المتنامي لأي دولة في العالم، وعليه جاء الاهتمام بالأسواق المالية على كافة الأصعدة كونها باتت العامل الرئيسي في استقطاب الاستثمارات سواء على الصعيد المحلي أو الخارجي، مما يؤدي إلى خلق المزيد من فرص العمل وزيادة النمو الاقتصادي وارتفاع الناتج المحلي لتلك الدولة، الأمر الذي ينعكس على مجتمع تلك الدولة ككل.

كما وتتمثل أهمية الأسواق المالية بالنسبة للمجتمع المحلي بأنها إحدى الأدوات التي يتم من خلالها تنمية المدخرات وخصوصاً صغار المستثمرين.

وحيث إن الأسواق المالية العربية بوجه خاص وبالعالم بوجه عام تشهد تطوراً ملحوظاً نتيجة انفتاح تلك الأسواق على بعضها البعض، ودخولها في اتفاقيات شراكة اقتصادية تتعدى حدود البلد الواحد، فإن التشريعات الناظمة لتلك الأسواق قد شهدت تطوراً يواكب الحركة النشطة، وما ينجم عنها من ممارسات وتعاملات بحاجة إلى غطاء تشريعي لتنظيمها، الأمر الذي يوفر بيئة استثمارية آمنة من المخاطر.

وبما أن المملكة الأردنية الهاشمية جزء من هذا العالم، فقد تنبه المشرع الأردني إلى هذا التطور من خلال إيجاد قانون ينظم سوق رأس المال الأردني ويتمشى مع التطور الحاصل في سوق رأس المال الوطني، وازدياد عدد المتعاملين في هذا السوق من أفراد وشركات، وهو ما يعرف بقانون الأوراق المالية.

إلا أنه ونتيجة للتطور السريع الذي شهده سوق رأس المال الأردني، فقد ترافق مع هذا التطور ظهور بعض السلوكيات والممارسات والأفعال المخالفة للقانون من قبل المتعاملين في سوق رأس المال، تؤدي إلى الإخلال بقاعدة العرض والطلب في السوق، والتأثير على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية سلباً، وبشكل مخالف لقانون الأوراق المالية، الأمر الذي يترتب عليه الإضرار بجمهور المتعاملين، وبالتالي خلق بيئة استثمارية غير آمنة، لا بل منفرة وطاردة للاستثمار.

كما ويعزى تعثر الكثير من الشركات المساهمة العامة إلى وجود مثل هذه السلوكيات، إضافة إلى تبخر مدخرات صغار المستثمرين الذين يشكلون السواد الأعظم من المتعاملين في بورصة عمان.

ونود الإشارة هنا أن مثل هذه السلوكيات لا تقتصر حصراً على الأشخاص الطبيعيين، وإنما على الأشخاص الاعتباريين.

وهنا تكمن الخطورة، حيث إن الاشخاص الاعتباريين (الشركات بكافة أنواعها)، وفي كثير من الأحيان تحيد عن غاياتها المقررة في شهادات تسجيلها لدى دائرة مراقب عام الشركات، وتقوم بالمتاجرة بالأسهم في بورصة عمان في ظل تداخلها إما كشركة تابعة أو لها تمثيل في مجلس إدارة إحدى الشركات المساهمة العامة، أو هي بذاتها كشركة مساهمة عامة متداول سهمها في بورصة عمان، مما يكون له بالغ الأثر في التأثير على حقوق المساهمين فيها، وزيادة الخطورة على رأسمالها.

وقد شهدنا خلال السنوات الأخيرة العديد من الشركات المساهمة العامة التي تجاوزت خسائرها ما نسبته (٧٥٪) من رأسمالها، الأمر الذي عرضها إلى التصفية. ولدى البحث في الأسباب الكامنة وراء تلك الخسائر نجد أن بعضاً منها ترتب نتيجة استثمار تلك الشركات بالأوراق المالية، وقيام المطلعين فيها بالتداول إما لحساباتهم الشخصية أو لحساب الشركة، دون مراعاة مصلحة الشركة، علاوة على قيام المتعاملين بانتهاج سلوكيات سلبية عديدة مؤثرة على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان.

### مشكلة البحث:

بما أن الهدف الرئيسي من وراء المتاجرة بالأوراق المالية من قبل المتعاملين هو تحقيق الربح جراء التعامل بها بصرف النظر عن الطريقة التي تحققت بها، إلا أن هناك بعض المتعاملين في الأوراق المالية سواء أكانوا أشخاصاً طبيعيين أم اعتباريين ينتهجون العديد من السلوكيات السلبية المؤثرة على أسعار الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان، الهدف منها الكسب غير المشروع، وتحقيق أرباح على حساب جمهور المتعاملين، وإيقاع الضرر الفادح بهم جراء اعتدائهم على قواعد العرض والطلب من خلال التلاعب بالأسعار، وفقاً لأساليب الغش والخداع والإيهام وغيرها من الطرق غير الشرعية.

حيث تعد مثل هذه السلوكيات مخالفة صريحة بحسب قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه، وقد يمتد أثرها إلى قوانين أخرى ذات علاقة، ونحن هنا لا نعني المضاربة الشريفة (والتي يقصد بها الشراء والبيع على الأسعار السائدة في البورصة)، بل المضاربة غير المشروعة<sup>(٢)</sup> speculation ككلمة سيئة السمعة، والتي يعتبرها الكثيرون مرادفاً للمقامرة.

(٢) التحليل الفني للأسواق المالية، د. عبدالمجيد المهيملي، الطبعة الثانية ٢٠٠٥، صفحة رقم ٢٨ و٢٩.

حيث يعرفها المعجم القانوني بأنها كلمة يختلف مفهومها باختلاف النص أو السياق، وهي مزيج من التوقع والتمني والحدس والانتهاز والاستغلال والمجازفة. والمضاربة غير الشريفة هي إحدى الممارسات الضارة على أسعار الأوراق المالية المتداولة، كما أنها مؤثر فعال على قاعدة العرض والطلب، وهناك الكثير من الأمثلة الواقعية على السلوكيات المؤثرة سلباً على أسعار الأوراق المالية سيتم توضيحها لاحقاً، إلا أننا نود الإشارة إليها سريعاً وهي كما يلي:

- ١ - التأثير بعدد قليل من الأسهم.
  - ٢ - التأثير من خلال الشراء المكثف للأسهم.
  - ٣ - التأثير من خلال الشراء والبيع بقيمة نقدية منخفضة.
  - ٤ - التأثير من خلال النفخ والتفريغ (PUMB and DUMB).
  - ٥ - استغلال المطلعين أو رؤساء مجلس إدارة الشركات المساهمة العامة بحكم ارتباطهم بشركات أخرى لمحفظه الشركة لشراء أسهم مملوكة من قبلهم بصفة مباشرة أو غير مباشرة، وتحقيق الأرباح على حساب محفظه الشركة.
  - ٦ - خلق قوى عرض وطلب وهمي على السهم.
- وبالتالي فإن مشكلة البحث تتركز بشكل جوهري على السلوكيات المؤثرة سلباً على أسعار الأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان، وأثرها على جمهور المستثمرين في البورصة، وما هي الإجراءات التي اتخذت بهذا الصدد؟ وما هي الحلول الناجعة للحد منها؟

ونود التنويه إلى أن عمليات التداول المؤدية إلى رفع أو خفض سعر الورقة المالية، والمبنية على متابعة الإفصاحات الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، لا تعد من السلوكيات السلبية المؤثرة على الأسعار كون الارتفاع أو الانخفاض جاء نتيجةً للتأثر الطبيعي لوجود معلومات جوهرية مفصح عنها من قبل الشركة. وعليه ستناول في هذا البحث، التعريف بالسلوكيات المشروعة، وأشكالها، وتلك غير المشروعة المؤثرة سلباً على أسعار الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان، والإطار القانوني لها، ومقارنة ذلك بقوانين أخرى إقليمية وعالمية، ومن ثم سنقوم بطرح بعض الحلول لهذه المشكلة.

## المبحث الأول السلوكيات المؤثرة على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان ومظاهرها

عالج قانون الأوراق المالية موضوع التأثير على سعر وحجم الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان، وذلك من خلال إفراده نصاً يحظر على كل شخص القيام بمثل هذا الفعل، كما هو مبين في نص المادة (١٠٩/ب)<sup>(٣)</sup> من القانون والتي نصت على ((ب - التأثير على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية، سواء أكان منفرداً أم بالتواطؤ مع غيره، بقصد إعطاء صورة غير صحيحة عن سعر أي ورقة مالية أو حجم تداولها أو عن سعر أو حجم تداول أي أوراق مالية أخرى ذات علاقة)). وقد عرف قانون الأوراق المالية في المادة (٢) منه<sup>(٤)</sup> الشخص بأنه: الشخص الطبيعي أو الاعتباري.

ويتضح من النص أعلاه، أن المشرع قد ربط التأثير على الأسعار بأن يكون قصد الشخص إعطاء صورة غير صحيحة عن سعرها أو حجمها، دون بيان الطريقة التي أدت إلى التأثير، أو دون ذكر نوعه، كما لم يحدد القانون السلوكيات المؤثرة على أسعار الأوراق المالية ومظاهرها، ولم يتطرق لتعريف التأثير، سواء أكان مشروعاً أم غير مشروع.

لذلك نتناول في هذا المبحث المقصود بالتأثير على أسعار الأوراق المالية كمطلب أول، والسلوكيات المشروعة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية كمطلب ثانٍ، والسلوكيات غير المشروعة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية كمطلب ثالث.

### المطلب الأول المقصود بالتأثير على أسعار الأوراق المالية

لا يوجد هناك تعريف محدد للتأثير على أسعار الأوراق المالية، كما لم يعرف قانون الأوراق المالية التأثير على أسعار الأوراق المالية، وذلك قد يعود إلى تزايد

(٣) انظر: المادة (١٠٩/ب) من قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.

(٤) انظر: المادة (٢) من قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.

حالات وصور التأثير عليها، وأن وجود تعريف محدد، قد يحصر التأثير ضمن نطاق لا يتواءم مع تزايد تلك الحالات.

إلا أننا قد نستنتج تعريفاً للتأثير، مستوحى من خلال نص المادة (١٠٩/ب) من القانون، بأن التأثير على سعر الورقة المالية هو عبارة عن قيام أي شخص، سواء أكان شخصاً طبيعياً أم معنوياً، ومن خلال تعامله بالأوراق المالية المتداولة، بإعطاء صورة مضللة وغير حقيقية عن سعر أي ورقة مالية أو نشاطها بشكل يؤثر على تفاعل قوى العرض والطلب على تلك الورقة المالية.

ولكي يتسنى لنا فهم المقصود بالتأثير يجب أن نعرف معنى الحد الأعلى المسموح به لارتفاع سعر الورقة المالية، وكذلك الحد الأدنى المسموح به لانخفاض سعر الورقة المالية خلال جلسة التداول.

ويكون الحد الأدنى المسموح به لخفض سعر الورقة المالية (Limit Down) هو (-٥٪) من القيمة السوقية للورقة المالية، بينما يكون الحد الأعلى المسموح به لرفع سعر الورقة المالية (Limit Up) هو (+٥٪) من القيمة السوقية للورقة المالية، إذا كانت الورقة المالية مدرجة في السوق الثاني أو الثالث في بورصة عمان.

بينما يكون الحد الأعلى والحد الأدنى المسموح به لارتفاع وانخفاض الورقة المالية في السوق الأول هي (٧,٥٪) من القيمة السوقية للورقة المالية المدرجة في بورصة عمان.

ولتوضيح الآلية التي يتم من خلالها التأثير على أسعار الأوراق المالية خلال جلسة التداول اليومية، يتوجب علينا معرفة المراحل الزمنية لجلسة التداول كما هي مقررة في بورصة عمان، وذلك حسب الجدول التالي:

مراحل وأوقات جلسة التداول للموسمين الأول والثاني وسوق حقوق الاكتتاب

#### وسوق السندات

١٠:٠٠ - ٨:٣٠	مرحلة الاستعلام
١٠:٣٠ - ١٠:٠٠ ±	مرحلة ما قبل الافتتاح
± ١٠:٣٠	مرحلة الافتتاح
± ١٢:٣٠ - ١٠:٣٠	مرحلة التداول المستمر
١٢:٤٠ - ١٢:٣٠	مرحلة الصفقات

أما وقت جلسة تداول السوق الثالث فهي كما في الجدول التالي:

### مراحل وأوقات جلسة التداول للسوق الثالث

مرحلة الاستعلام	٨:٣٠ - ٩:٤٥
مرحلة ما قبل الافتتاح	٩:٤٥ ± - ٩:٥٠
مرحلة الافتتاح	٩:٥٠ ±
مرحلة التداول المستمر	٩:٥٠ ± - ١٠:١٥
مرحلة الصفقات	١٢:٣٠ - ١٢:٤٠

بناءً على أوقات جلسة التداول أعلاه، فإن التأثير على أسعار الأوراق المالية يكون في جميع مراحل الجلسة، وليس كما هو شائع لدى غالبية المتعاملين بأن التأثير غير المشروع يكون فقط في اللحظات الأخيرة للجلسة.

فالمقصود بالتأثير هو رفع أو خفض سعر الورقة المالية بصورة متعمدة لإعطاء صورة غير صحيحة عنها، وهو ما يعرف بالتأثير غير المشروع، أما التأثير المشروع، فهو رفع أو خفض سعر الورقة المالية نتيجة لتفاعل قوى العرض والطلب المبني على معلومات مفصح عنها من قبل مصدر الورقة المالية.

وعليه فإن التأثير غير المشروع، ما هو إلا سلوك ينتهجه بعض المستثمرين بصورة مقصودة، يكون الهدف منها تغيير سعر الورقة المالية من حالة الانخفاض إلى حالة الارتفاع أو العكس، من خلال التلاعب بقاعدة العرض والطلب على تلك الورقة المالية، الأمر الذي يؤدي إلى انتفاء العدالة في قواعد التداول.

وبصورة عامة فإننا نود التنويه إلى رأي مراقب التداول، والذي يعتبر الأقدر على تحديد فيما إذا كانت عملية التداول على ورقة مالية معينة، تشكل تأثيراً مشروعاً أم لا، كما أنه على اطلاع مستمر على النهج المتبع من قبل المتعاملين، وسلوك التداول على الورقة المالية بصورة عامة، لذلك فإننا لا نغفل دوره في تحديد تلك السلوكيات وتصنيفها.

## المطلب الثاني

### السلوكيات المشروعة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية

هناك سلوكيات مشروعة تؤدي إلى التأثير على أسعار الأوراق المالية، إما برفع سعر الورقة المالية أو خفضها، ويكون الحد الأدنى المسموح به لخفض سعر الورقة المالية هو (-٥٪) من القيمة السوقية للورقة المالية، بينما يكون الحد الأعلى المسموح

به لرفع سعر الورقة المالية هو (+0.5٪) من القيمة السوقية للورقة المالية إذا كانت الورقة المالية مدرجة في السوق الثاني أو الثالث، بينما يكون الحد الأعلى والحد الأدنى المسموح به لارتفاع وانخفاض الورقة المالية في السوق الأول هي (0.7, 5٪) من القيمة السوقية للورقة المالية.

ويتم تحديد نسب الارتفاع والانخفاض أعلاه استناداً إلى الصلاحيات الممنوحة لمجلس إدارة بورصة عمان بموجب أحكام المادة (٣٣) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان<sup>(٥)</sup> والتي تنص على ((يحدد مجلس الإدارة نسبة الارتفاع والانخفاض المسموح بها لسعر الورقة المالية عن السعر المرجعي، كما يحدد نسبة تجاوز السعر لهذه النسبة خلال جلسة التداول في حالات التحفظ على الورقة المالية)).

وهنا نود لفت الانتباه إلى أن رفع أو خفض سعر الورقة المالية ضمن النسب المحددة أعلاه، هي في أصلها فعل مشروع لا يعاقب عليه القانون شريطة أن يكون من خلال الطرق المشروعة، والمراعى فيها التفاعل الحقيقي لقوى العرض والطلب على الورقة المالية، ومن الأمثلة على الارتفاع أو الانخفاض المشروع، وغير المجرم قانوناً والنتائج عما يلي:

## ١ - إفصاح الشركات الإيجابي أو السلبي عن معلومة جوهرية تؤثر على المركز المالي لها:

ونعني بالإفصاح الإيجابي قيام الشركة بالإفصاح عن معلومات قد تؤثر في قرار الشخص لشراء الورقة المالية أو الاحتفاظ بها أو بيعها أو التصرف بها، كأن تقوم الشركة بالإفصاح عن إبرامها لعقد توريد منتجاتها لإحدى الشركات، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة منتجات الشركة بنسب عالية وانعكاس ذلك على أرباح الشركة مستقبلاً.

فمثل هذا الخبر الإيجابي عن الشركة سيؤدي إلى ارتفاع سعر سهمها في البورصة، كما أن ردة الفعل الطبيعية من قبل المستثمرين هي الإقبال على شراء سهم الشركة أو الاحتفاظ به، وعليه فإن الارتفاع الذي حصل على سعر سهم الشركة هو ارتفاع طبيعي ومشروع نتيجة لوجود معلومة إيجابية مفسح عنها من قبل الشركة، والعكس صحيح فيما يتعلق بالإفصاح عن معلومة سلبية تخص الشركة.

(٥) انظر: المادة (٣٣) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان.

## ٢ - إفصاح الشركات الإيجابي أو السلبي عن نتائج البيانات المالية لها:

ونعني بذلك صدور نتائج أعمال الشركات (البيانات الأولية، نصف سنوية، سنوية) والتي تظهر المركز المالي للشركة والمتضمن تحقيقها أرباحاً/ أو خسائر خلال السنة المالية لها، والتي على ضوءها يقرر المستثمر طويل ومتوسط الأمد الاستمرار أو الخروج من الاستثمار في سهم الشركة وفقاً لأدائها المالي، فإذا ما كانت النتائج المالية إيجابية تكون ردة الفعل الطبيعية هي ارتفاع سعر سهم الشركة والعكس صحيح.

## ٣ - توصية مجلس إدارة الشركات إلى الهيئة العامة بتوزيع أرباح على المساهمين :

ونعني بذلك أن يقوم مجلس إدارة الشركة المتداول سهمها في البورصة بالتوصية إلى الهيئة العامة بتوزيع أرباح على المساهمين بنسب معينة تحدد وفقاً لنتائج أرباح الشركة، وعند إقرار تلك التوصية من قبل الهيئة العامة للشركة، فإن ذلك سيؤدي بالضرورة إلى زيادة الطلب على سهم الشركة في البورصة وبالتالي ارتفاع سعر السهم.

وفي هذا الصدد نود الإشارة إلى بعض الدراسات العالمية، والتي قام بها باحثون حول الأزمة العالمية المالية العالمية، وأثرها على أسواق المال باستخدام منهج دراسة الحدث<sup>(٦)</sup> وتقلبات الأسعار، وحدث الأزمات في أسواق الأوراق المالية، والذي يمثل تحدياً واضحاً لأسواق الأوراق المالية وبصفة خاصة في الأسواق الناشئة مما يعمل على الحد من تطورها.

ويقصد بمنهج دراسة الحدث هو معرفة تأثير الإعلان عن الأحداث المالية وغير المالية على تحركات أسعار الأسهم، واتجاهاتها في أسواق الأوراق المالية، والذي يستخدم لقياس أو اختبار رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن أحداث معينة.

فعلى سبيل المثال أظهرت دراسة "محمد عبده" ٢٠٠١م نتائج توصلت لها في سوق الأوراق المالية المصري باستخدام منهجية دراسة الحدث، أنه لا يوجد تأثير للإعلان عن القوائم المالية على أسعار الأسهم، وذلك كون السوق المصري غير كفؤ وغير قادر على امتصاص المعلومات الجيدة بسرعة وبالكامل، وأن المستثمرين

(٦) محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسواق المال باستخدام منهج دراسة الحدث، ص ٨، ص ٦٧، ص ٧٨، ص ٧٩، ص ٩٦، ص ١٢٨، ص ١٢٩، دار التعليم الجامعي ٢٠١٠.

يتعاملون بعشوائية عند القيام بعمليات البيع والشراء، ولا يبنون قراراتهم وفقاً للمعلومات الجديدة التي تحتويها القوائم المالية التي يتم الإعلان عنها.

ومن بين أهم الدراسات في هذا المجال دراسة "Graciela and Sergio" ٢٠٠١م والتي خلصت نتائجها إلى ما يلي:

١ - العولمة التي تعد من الأسباب الرئيسية التي أدت إلى عدم استقرار الأسواق المالية الصاعدة، حيث إن أغلب المستثمرين يقومون باستثمار أموالهم قبل النظر إلى السياسات الاقتصادية والمالية المستخدمة في تلك الأسواق متبعين سياسة القطيع.

٢ - استخدام السياسات اللا أخلاقية في الحصول على المعلومات يعد من الأسباب الرئيسية في عدم استقرار الأسواق المالية الصاعدة.

٣ - تواجه الأسواق المالية الصاعدة مشاكل المعلومات غير المتوافرة لكل الأطراف - المعلومات اللا متناظرة- وغياب الشفافية.

٤ - الضعف الاقتصادي لبلدان الأسواق الصاعدة يعمل على زيادة رد فعل الأسواق المالية تجاه الأحداث الدولية.

٥ - تعاني الأسواق المالية الناشئة العديد من المشكلات المتعلقة بالأحداث التي تتعرض لها هذه الأسواق مثل تداخل الأحداث المختلفة مع بعضها البعض، وتسرب المعلومات المتعلقة بالأحداث قبل الإعلان عنها لبعض الأطراف ذوي العلاقة.

ومن بين المشكلات التي تواجه الأسواق المالية الصاعدة انخفاض الوعي الاستثماري، حيث يلعب الوعي الاستثماري لدى المستثمر وقدرته على استخدام المعلومات الناتجة عن الأحداث المعلن عنها دوراً هاماً في تطور السوق وزيادة فاعليته، حيث إن المستثمر العقلاني يهدف إلى الحصول على أعلى سيولة نقدية متوقعة في المستقبل على عكس المستثمر اللاعقلاني، والذي يعتمد على المراهات والمقامرة من خلال مراقبته لقرارات المستثمرين الآخرين الناجحة، فالمستثمرون العاديون يقلدون المستثمرين الذين يمتلكون المعلومات التي تمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية.

وتعرف هذه السياسة بسياسة القطيع، وعليه فإن عدم عقلانية المستثمرين في الأسواق المالية الصاعدة تؤدي إلى عدم القدرة على فهم السوق مما يؤدي إلى رد فعل عنيف داخل تلك الأسواق.

## المطلب الثالث

### السلوكيات غير المشروعة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية

ظهرت بعض السلوكيات أو الممارسات من قبل بعض المتعاملين، أدت وما زالت تؤدي إلى التأثير على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان، وبطرق وصور متعددة، حيث أدى حدوث مثل تلك العمليات إلى التأثير على تفاعل قوى العرض والطلب من جهة، وعلى إعطاء صورة غير حقيقية عن سعر الورقة المالية من جهة أخرى، كما أدى حدوث تلك العمليات إلى تحقيق خسائر، وتحديدًا تلك التي طالت صغار المستثمرين، كونها أدت إلى خلق أسعار غير حقيقية أو واقعية، مما أدى إلى تضليل وإيهام جمهور المتعاملين في البورصة.

وعلاوة على ما تم ذكره فإن التأثير على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان، يمتد أثره إلى زعزعة الثقة بسوق التداول في بورصة عمان، سواءً على المستوى المحلي أو الخارجي، سيما وأن العديد من المستثمرين غير الأردنيين، وعندما يجدون بيئة استثمارية غير آمنة، وتذبذب في أسعار الأسهم نتيجة للممارسات غير القانونية، الأمر الذي يجعلهم يترددون في استثمار رؤوس أموالهم في سوق المال الأردني.

كما أن عمليات التأثير على أسعار الأوراق المالية، ونتيجة لما تحدثه من أثر سلبي على مدخرات صغار المستثمرين كون التأثير بالدرجة الأولى يكون على حسابهم، سيؤدي إلى تبيد مدخراتهم وهروبهم من السوق، وهذا يتنافى مع أهداف هيئة الأوراق المالية الرئيسية وهو حماية المستثمرين في الأوراق المالية، وحماية سوق رأس المال من المخاطر التي قد يتعرض لها.

وعليه فإننا نسرد لكم تالياً أمثلة واقعية على السلوكيات السلبية الأكثر شيوعاً في بورصة عمان:

١ - التأثير بعدد قليل من الأسهم: ويقصد به قيام المتعامل بشراء أو بيع عدد قليل من الأسهم، بحيث يؤدي ذلك إلى رفع أو خفض سعر الورقة المالية.

ومن الأمثلة على ذلك إذا كان سعر سهم شركة ما يتداول على (١,٠٠) دينار، أخذين بعين الاعتبار أن الحد الأدنى لانخفاض سعر السهم هو (٠,٩٥) قرشاً وسعر الحد الأعلى لارتفاع سعر السهم هو (١,٠٥) دينار، فيقوم أحد المتعاملين بشراء خمسة أسهم بسعر (١,٠٥) دينار وهو سعر الحد الأعلى، حيث تتمثل مصلحته برفع سعر السهم بأن لديه ملكية في ذلك السهم تبلغ على سبيل المثال (٥,٠٠٠) سهم،

كانت تكلفة شرائها على سعر (٩٥) قرشاً، وأنه برفع السهم من (٠,٩٥) قرشاً إلى (١,٠٥) دينار قد رفع من قيمة محفظته مقدار (١٠) قروش ليحقق ربحاً مقداره (٥٠٠) دينار.

أما في حال قيامه ببيع عدد قليل من الأسهم وبالتالي خفض سعر الورقة المالية، فقد يكون الباعث من وراء ذلك التصرف، وبالرغم من وجود ملكية له في ذلك السهم هو الإضرار بالمتعاملين الآخرين في إطار المنافسة غير الشريفة والإخلال بقاعدة العرض والطلب من خلال إظهار صورة غير حقيقية عن سعر السهم.

كما وقد يكون الدافع من وراء ذلك التصرف هو من أجل الشراء على تكلفة أقل، ومثال ذلك قيام أحد المتعاملين ببيع خمسة أسهم على سعر الحد الأدنى وليكن (٩٥) قرشاً ليقوم مباشرةً بشراء (٥٠٠٠) آلاف سهم على ذلك السعر ليتسنى له بيعها فيما بعد على سعر الحد الأعلى وليكن (١,٠٠) دينار، وهكذا وهو ما يعرف بـ Bottom Out ويقصد به هبوط الأسعار إلى مستويات متدنية للغاية، مما يجعل الطلب يزيد على العرض وهو ما يؤثر في الأسعار ويجعلها ترتفع شيئاً فشيئاً<sup>(٧)</sup>.

٢ - التأثير من خلال الشراء المكثف للأسهم: ويقصد به هو أن يقوم أحد المتعاملين أو مجموعة من المتعاملين ذوي علاقة فيما بينهم بالشراء على سهم معين، دون أن يكون ذلك من خلال الشراء بعدد قليل من الأسهم، مما يؤدي إلى رفع سعر السهم.

وقد يكون الباعث من وراء ذلك سواء من قبل الشخص أو المجموعة، هو إيصال سعر السهم إلى حد معين ليقوم أو يقوموا ببيع كميات كبيرة عند ذلك الحد، ويستتبع هذا النهج عادةً دخول العديد من جمهور المتعاملين إلى ذلك السهم، نظراً لحركة الشراء النشطة عليه، معتقدين بأن هناك أمراً إيجابياً حدث أو سيحدث على سهم تلك الشركة سيتم الإفصاح عنه لاحقاً، وأن من مصلحتهم الدخول والشراء على ذلك السهم ليحوزوا على فرصة شرائه بأسعار متاحة لهم وقبل صدور الإفصاح، وبالتالي ارتفاعه إلى أسعار عالية، وهو ما يعرف بالخداع والتضليل المتزامن مع التأثير على سعر الورقة المالية.

كما وقد يكون الباعث وراء مثل هذا التصرف المخالف لقانون الأوراق المالية، أن يكون المتسبب برفع سعر الورقة المالية من خلال الشراء الكثيف هم عبارة عن

(٧) كيف تتاجر في الأسهم، د. زياد فراس الذنبيات، الطبعة الأولى ٢٠٠٩.

أشخاص مطلعين في الشركة، كرئيس مجلس إدارتها أو أحد أعضائها الطبيعيين أو المعنويين أو مديرها العام، وأن هدف شرائهم هو تعظيم القيمة السوقية للسهم، وعكسها على البيانات المالية للشركة، وبالتالي سهولة حصول الشركة على قروض من البنوك، أو الاستفادة من رفع السهم من خلال قيامهم ببيع جزء من أسهمهم غير المحجوزة على تلك الأسعار، وتحقيق السيولة النقدية لغايات الوفاء بالالتزامات المترتبة عليهم.

وقد يكون أحد البواعث يخص الشركة المساهمة ذاتها، عندما تقوم بتقييم المحافظ الاستثمارية الخاصة بها (PORTFOLIO EVALUATION)، فهي بحسب النظام تقومها أربع مرات في السنة (SEMI QUARTER)، فعندما تقوم بالتعامل والتداول النشط للمحفظة الاستثمارية لمخزوناتا التي يصعب تسيلها (ILLIQUED STOCKS) عند نهاية الربع (أي في آخر الأيام) قبل موعد التقييم، هذا سيؤدي إلى زيادة وتطوير الأداء والمظهر العام للمحفظة الاستثمارية وإعادة ذلك مثلاً عدة مرات عند الحاجة كإخفاض الأرباح التشغيلية للشركة ونجاحها صورياً في استثماراتها وأرباحها التشغيلية، مما يعد تلاعباً بالسوق لكونها تصرفاً يوهم المساهمين للشركة أو بقية المتداولين أن الوضع المالي أفضل، وذلك بسبب تضخم أرباح الشركة في قوائمها المالية وإنعكاس ذلك على سعر الورقة المالية<sup>(٨)</sup>.

منوهين إلى أن البواعث التي تم ذكرها سابقاً هي على سبيل المثال وليس الحصر، وقد يستخدم أسلوب الصدمات السعرية<sup>(٩)</sup> وهو يشبه الأسلوب السابق إلى حد ما، ولكن من جانب عدد من الأفراد متفقين اتفاقاً غير معلن على القيام بمضاربات واسعة على سهم رخيص تحطم نظرية العرض والطلب، وتدفع المستثمرين للبيع أو الشراء بكميات كبيرة.

وقد عرفت الأسواق المالية عمليات تلاعب كثيرة، تم ابتكارها من قبل بعض المضاربيين الذين يستغلون ثغرات القانون، وهذا التلاعب يمس بالدرجة الأولى العرض والطلب، ويجعل منهما مجرد آلية وهمية لا تعبر عن حقيقة أوضاع السوق.

فمثلاً تتم المضاربة على أحد الأسهم النشطة، بحيث يتم شراء أو بيع كميات

(٨) بحث الجرائم المالية في البورصات MARKET MANIPULATION الجريمة الأولى (جريمة التلاعب في السوق) إعداد: سلطان عبد السلام إبراهيم عبد السلام (بحث غير منشور).

(٩) انظر: بحث د. أحمد بن محمد الخليل، جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، قسم الفقه - جامعة القصيم.

كبيرة من هذا السهم، وبالتالي يتم تصدير شعور غير حقيقي لبقية المتعاملين في السوق بأن هذا السهم مرشح للصعود في حالة شراء كميات كبيرة منه، أو أنه مرشح للهبوط في حالة بيع كميات كبيرة منه، وبالتالي يحدث نوع من الصدمة السعرية حول السهم تدفع بقية المستثمرين لشراؤه أو بيعه بكميات هائلة، وبذلك يحقق المضاربون أهدافهم.

٣ - التأثير من خلال الشراء بقيمة نقدية منخفضة: ويقصد بذلك قيام أحد المتعاملين بشراء سهم معين يتميز بتدني سعره، بحيث تكون تكلفة الشراء قليلة، سواءً بالجوء إلى شراء عدد قليل من الأسهم أو بشراء عدد كبير منها، حيث يقوم ذلك المتعامل بشراء السهم ورفع سعره.

والباعث من وراء ذلك التصرف هو أن القيمة النقدية للسهم متدنية، وبالتالي تكلفة شرائها متدنية ونتيجة للشراء المكثف من قبل ذلك المتعامل يرتفع سعر السهم، ومن ثم يقوم بالبيع على الأسعار المرتفعة بعد أن ارتفعت قيمتها النقدية.

ونود التنويه أن معظم المضاربين في بورصة عمان تستهويهم المضاربة على مثل هذه الأسهم ذات السعر المتدني لعدة أسباب، منها انخفاض هامش المخاطرة Risk الناتج عن التعامل بمثل هذه الأسهم، ففي حال حدوث خسارة فإنها تكون طفيفة، وفي حال حدوث ربح فإنه يكون ربحاً معقولاً، ومن الأسباب أيضاً سهولة الدخول والتداول على هذا السهم وسهولة الخروج منه.

#### ولتوضيح ذلك نطرح المثال التالي:

شركة (X) يتداول سعر سهمها على سعر (٠,٢٠) قرشاً، فيقوم أحد المضاربين بطلب (١,٠٠٠) آلاف سهم، بحيث كان طلب شرائه من ضمن المئات من الطلبات، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم بحسب قاعدة العرض والطلب ليصبح سعر السهم (٠,٢١) قرشاً، وفي اليوم الذي يليه وأحياناً في نفس جلسة التداول يقوم بإدخال أمر بيع للكمية التي قام بشرائها بقيمة نقدية مقدارها (٢٠٠) دينار ويبيعه بسعر (٠,٢١) قرشاً، ومن ثم يعيد الكرة مرات عدة مع تخفيض الكميات المطلوبة لارتفاع الكلفة، إلى أن يصل سعر السهم خلال أيام قليلة إلى سعر (٠,٣٠) قرشاً ليقوم عندها بالبيع على ذلك السعر.

#### ٤ - التأثير من خلال النفخ والتفريغ (PUMP and DUMP):

ويقصد به هو "النفخ والتفريغ" (حيث يُرفع سعر السهم إلى مستويات هائلة ثم يتم التخلص منه بسرعة فيهبط بشدة)، وذلك من خلال قيام متعاملين ذوي علاقة

فيما بينهم (تجارية، مالية، عائلية، أي علاقة من أي نوع)، بالبيع والشراء على سهم معين بذات التوقيت، الأمر الذي يؤدي إلى رفع سعر السهم وانخفاضه بفارق زمني بسيط.

ومثال على ذلك يقوم أحد المتعاملين (X) وبعد التنسيق مع متعامل آخر ذي علاقة معه (Y) القيام بإدخال أوامر شراء بتوقيت معين من جلسة التداول ليكن عند الساعة (٣٣:٤٠:١٠)، ويتم تنفيذه عند الساعة (١٠:٤٠:٣٣) ليقوم المتعامل الآخر (Y) وفور انتهاء تنفيذ أوامر الشراء العائدة لـ (X) بإدخال أمر أو أوامر بيع عند الساعة (٢٥:٤٠:١٠)، بحيث يكون الفارق الزمني ما بين أمر الشراء والبيع قليل جداً، وينفذ أمر البيع العائد للعميل (Y) عند الساعة (١٠:٤٠:٤١)، الأمر الذي لا يعطي الفرصة لتفاعل قوى العرض والطلب على السهم بسبب عدم إعطاء الفرصة لباقي المتعاملين من العرض أو الطلب على السهم، مما يؤدي إلى رفع ثم خفض السهم بفارق زمني ضئيل، وهو ما يعرف اصطلاحاً بالنفخ والتفريغ (PUMP and DUMP).

وغالباً ما يحدث هذا النوع من التأثير أثناء تداول الأوراق المالية ذات السيولة المنخفضة، ونتيجةً لدخول تلك الحسابات العائدة لمجموعة من المتعاملين والذين تربطهم علاقة فيما بينهم، وقيامهم بإدخال أوامر شراء وبيع متزامنة من حيث التوقيت، مما يؤدي إلى رفع وخفض سعر الورقة المالية، حيث يكون الوضع الظاهري لباقي المتعاملين أو المستثمرين هو إيحائهم بأن هناك نشاطاً على الورقة المالية مما يدفعهم للدخول عليها.

وغالباً ما تكون الحسابات تلك تدار من قبل شخص واحد، فعلى سبيل المثال هناك خمس شركات ذات مسؤولية محدودة أو مساهمة عامة تكون مملوكة من قبل شخص واحد بحيث يقوم بفتح حسابات تعامل بالأوراق المالية لتلك الشركات، ثم يقوم بتحريك تلك الحسابات وفقاً للنهج الذي تم ذكره سابقاً.

٥ - استغلال المطلعين أو رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركات المساهمة العامة بحكم ارتباطهم بشركات أخرى لمحفظه الشركة لشراء أسهم مملوكة من قبلهم بصفة مباشرة أو غير مباشرة وتحقيق الأرباح على حساب محفظه الشركة:

مثال على ذلك، مطلع أو رئيس مجلس إدارة أو عضو مجلس إدارة إحدى الشركات التي تعمل في قطاع الخدمات على سبيل المثال والمتداول سهمها في بورصة عمان، يمتلك عدة شركات ذات مسؤولية محدودة وليست تابعة للشركة المساهمة العامة أعلاه، حيث يقوم ذلك العضو وبدون أن يكون هناك معلومة داخلية تخص الشركة، بإعطاء أوامره للقائمين على إدارة حسابات الشركات المملوكة من قبله،

بشراء سهم شركة مساهمة عامة أخرى تعمل في قطاع الصناعة وعلى مستويات أسعار متدنية وبكميات كبيرة، وعند ارتفاع سعر السهم إلى مستويات تفوق سعر التكلفة وقد تصل إلى الضعف، يقوم بإعطاء أوامره للمفوض بإدارة حساب الشركة المساهمة العامة، والتي يعمل فيها كعضو مجلس إدارة بطلب شراء الأسهم التي قامت الشركات التابعة له بشرائها، مما يؤدي إلى تحقيق الشركات المملوكة له أرباحاً كبيرة نتيجةً لهذه العملية، وتحميل الشركة المساهمة العامة الخسارة الناتجة عن الفروقات السعرية.

٦ - خلق قوى عرض وطلب وهمي على السهم : ويقصد به قيام أحد المتعاملين بوضع أوامر شراء أو بيع كبيرة قبل أو أثناء جلسة التداول، لإيهام المتعاملين بوجود طلب أو عرض على الورقة المالية، وعند اقتراب توقيت تنفيذ تلك الأوامر بحسب أولوية التداول، يقوم ذلك الشخص بإلغاء تلك الأوامر.

**ومثال ذلك:** أحد المتعاملين (شخص طبيعي) يمتلك في إحدى الشركات المتداول سهمها في بورصة عمان ما مجموعه (٥٠٠,٠٠٠) سهم كانت تكلفة شرائهم على سعر (١,٠٠) دينار، وقبل افتتاح الجلسة بدقة واحدة يقوم بإدخال أمر شراء مليون سهم على سعر الحد الأعلى للورقة المالية، وليكن (١,٠٥) دينار، ويأخذ أولوية على باقي المستثمرين لأفضلية السعر، ونتيجةً لوجود هذا الأمر على شاشة التداول، يقوم المستثمرين (سياسة القطيع) بإدخال أوامر شراء لاعتقادهم بأن سعر الورقة المالية سيرتفع نتيجة هذا الأمر الكبير، وقبل افتتاح الجلسة بثوانٍ، يقوم بإلغاء أمر الشراء واستبداله بأمر بيع، ولكن بالكمية الحقيقية التي يمتلكها، ونتيجةً لذلك فإن غالبية المستثمرين لا يملكون الوقت الكافي لإلغاء أوامره بعد اكتشافهم أن أمر الشراء الكبير قد تم إلغاؤه، مما يؤدي إلى تنفيذ أوامر الشراء المدخلة من قبلهم على سعر الحد الأعلى، وبالجهد المقابلة (جانِب العرض)، يتم تنفيذ أمر البيع المدخل من قبل ذلك الشخص المضلل.

ونود الإشارة هنا إلى دور الجهات الرقابية في هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان بمراقبة مدى تحقق سلامة التداول، وعدم وجود انتهاكات لقانون الأوراق المالية من قبل المتعاملين في الأوراق المالية أثناء جلسات التداول.

وقد تتجاوز نسبة ارتفاع سعر السهم النسب المشار إليها أعلاه؛ نظراً لكثافة عمليات التأثير على سعر السهم من قبل المتعاملين بصورة غير محققة، الأمر الذي يسترعي انتباه الجهات الرقابية في هيئة الأوراق المالية والاستفسار من الشركة عن سبب الارتفاع أو الانخفاض الذي حصل على السهم، وفيما إذا كانت هناك أية أمور

جوهريّة أو معلومات لم يتم الإفصاح عنها أدت إلى هذا الارتفاع أو الانخفاض، وذلك من مبدأ حماية المستثمرين، وبذات الوقت يتم متابعة تداولات أبرز المتعاملين على سهم تلك الشركة، ومعرفة المسبب الحقيقي لهذا الارتفاع أو الانخفاض، وهل تم بطريقة سليمة وغير مخالفة لقانون الأوراق المالية.

ونود التنويه إلى أن القانون لم يحدد ماهية السلوكيات أو الممارسات السلبية المؤثرة على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وعليه فإنني أود أن أشير إلى ماهيتها من واقع عملي كمرقب تعاملات مالية في هيئة الأوراق المالية، بأننا نقوم بدراسة كل حالة على حدة لبيان الأسلوب الذي تم به التأثير على سعر الورقة المالية.

وكما أشرنا في بداية هذا البحث إلى بعض الأمثلة التي سقتها لكم على سبيل المثال لا الحصر، فإن مسألة الحكم على الممارسة أو السلوك بأنه مؤثر على السعر يتفاوت من حالة إلى أخرى، فعلى سبيل المثال، هنالك حالات لا يمكن الجزم بأنها مؤثرة على سعر الورقة المالية إلا بعد مضي فترة زمنية معينة تكشف قصد ونية المؤثر.

وذلك من خلال تتبع تداولاته على الورقة المالية لفترات طويلة، كأن يقوم بالشراء المكثف وعلى أسعار متفاوتة بحسب طبيعة تداول ذلك السهم، ومن ثم يقوم بالتفريغ على أسعار تفوق كلفة الشراء، بعد أن قام بحث جمهور المتعاملين على الدخول والتداول على ذلك السهم، وهنا يكون القصد هو جني الأرباح على حساب أولئك المغرر بهم، دون إعطاء الفرصة لقاعدة العرض والطلب بأن تتفاعل بشكلها الطبيعي والاعتيادي.

ومن الأمثلة الأخرى والتي يصعب اكتشافها في بعض الأحيان إلا من خلال مهارة المحقق مع مرتكب التأثير، قيام بعض المتعاملين باستئجار حسابات وهمية، بمعنى آخر يقوم أحد المتعاملين بالاتفاق مع أحد الأشخاص بأن يقوم بفتح حساب باسمه، على أن تكون كلفة الشراء أو البيع على المتعامل الأول، بحيث يتلقى أوامره من خلاله لتسهيل عمليات التأثير على سعر الورقة المالية، وخلق أحجام وحركات تداول مفتعلة، وعندما يرتفع سعر السهم بفعل ذلك، يقوم الشخص الأول بتصفية حسابه وتفريغ ما قام بشرائه على الأسعار الجديدة بالتعاون مع الشخص الصوري المتفق معه، وذلك مقابل مادي متفق عليه مسبقاً.

وعادة لا تكون هناك أي علاقة فيما بينهما (قربان أو صداقة أو عمل خارج السوق)، ويتم اكتشاف مثل هذه الحالات عن طريق التحقيق المباشر معهم، ومن خلال أوقات إدخال أوامر كل منهم على نظام التداول الإلكتروني، والذي عادةً ما يشير إلى وجود تنسيق واتفاق مسبق على قصد التأثير على سعر الورقة المالية.

## المبحث الثاني السلوكيات الضارة بقوانين العرض والطلب بين القوانين الاقتصادية والقوانين الجزائية

وفيه مطلبان:

ستتناول في هذا المبحث القوانين الاقتصادية والجزائية التي تناولت موضوع السلوكيات الضارة بقواعد العرض والطلب، وما هي الجزاءات المترتبة جراء ممارسة مثل هذه السلوكيات؟ وما هي الإجراءات المتبعة في المؤسسات الرقابية لمعالجتها والحد منها؟ ومقارنة ذلك بما هو معمول به في قوانين كل من دولة الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية والقانون البريطاني.

### المطلب الأول

السلوكيات الضارة بقوانين العرض والطلب في القوانين الاقتصادية  
(قانون الأوراق المالية المطبق حالياً وقانون الشركات الأردني).  
دراسة مقارنة مع بعض قوانين الدولة العربية والأجنبية

#### ١ - قانون الشركات الأردني رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ وتعديلاته:

فيما يتعلق بقانون الشركات الأردني فلم يتم إغفال خطورة التأثير على أسعار الأوراق المالية، حيث عالج هذا القانون جانب التأثير على الأسهم من جهة القائمين على الشركة دون استثناء من خلال منع رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والمدير العام وموظفيها من التعامل بأسهم الشركة، فقد نصت المادة (١٦٦) من قانون الشركات<sup>(١٠)</sup> على ((منع رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والمدير العام وموظفيها من التعامل بأسهم الشركة)).

كما ونصت ذات المادة على ((يحظر على رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة والمدير العام للشركة وأي موظف فيها أن يتعامل بأسهم الشركة بصورة مباشرة أو غير مباشرة بناء على معلومات اطلع عليها بحكم منصبه أو عمله في الشركة، كما لا يجوز أن ينقل هذه المعلومات لأي شخص آخر بقصد إحداث تأثير في أسعار أسهم هذه الشركة أو أي شركة تابعة أو قابضة أو حليفة للشركة

(١٠) قانون الشركات الأردني رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ وتعديلاته لغاية القانون رقم (٥٧) لسنة ٢٠٠٦.

التي هو عضو أو موظف فيها، أو إذا كان من شأن النقل إحداث ذلك التأثير، ويقع باطلاً كل تعامل أو معاملة تنطبق عليها أحكام هذه المادة، ويعتبر الشخص الذي قام بذلك مسؤولاً عن الضرر الذي أحدثته بالشركة أو بمساهميها أو بالغير إذا أثير بشأنها قضية)).

من خلال النص أعلاه نجد أن قانون الشركات الأردني، ومن منطلق حماية الشركة من القائمين عليها أولاً فقد منع رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة ومديرها العام من نقل المعلومات المتعلقة بالشركة لأي شخص آخر، بقصد إحداث تأثير على سعر سهم الشركة، ولم يكتفِ المشرع بمنع الإدارة العليا في الشركة من التداول بناء على معلومات اطلعوا عليها بل تعدى إلى موظفي تلك الشركة. وقد يكون القصد التشريعي من وراء وجود هذا النص، قيام بعض الأشخاص القائمين على إدارة الشركة بنقل معلومات جوهرية، تمس المركز المالي للشركة إلى بعض الأشخاص الذين يتعاملون على سهم الشركة بحيث يؤدي تسريب مثل هذه المعلومات إلى حدوث نشاط مكثف على سهم الشركة من خلال عمليات الشراء المكثف بحيث يرتفع سعر السهم.

وعند بروز الإفصاح المتعلق بالمعلومة الجوهرية يصبح هناك إقبال من قبل جمهور المتعاملين على سهم الشركة وبالتالي ارتفاع سعر السهم، عندها يقوم ذلك الشخص الذي نقلت إليه المعلومة من الشركة ببيع أسهمه على أسعار عالية.

وغالبا ما ينطوي على تلك العملية، وجود اتفاق من الباطن على استغلال المعلومة ورفع سعر السهم لتحقيق أرباح، وتقاسم تلك الأرباح فيما بينهم.

كما وقد يكون الباعث من وراء تسريب تلك المعلومات المؤدية إلى رفع سعر سهم الشركة، هو تعظيم القيمة السوقية لسهم الشركة، ليتم إظهارها في البيانات المالية للشركة كعوائد أرباح ناتجة عن المتاجرة بالأسهم، ويمكن التأسيس عليها في سرعة حصول الشركة على قروض بنكية، كون العديد من البنوك تأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية لسهم الشركة كأحد العوامل أو الضمانات التي يتم على أساسها منح القرض.

هذا من جهة، ومن جهة أخرى فقد يكون الباعث من وراء تسريب المعلومات للغير ورفع سعر السهم هو رفع كلفة شراء السهم على من يحاول شراء السهم بهدف التملك، وزيادة حصته في الشركة أو السيطرة على الشركة من خلال الاستحواذ على عدد كبير من الأسهم.

## ٢ - قانون سوق عمان المالي الأردني (الملغى):

بالرغم من أن قانون سوق عمان المالي رقم (١) لسنة ١٩٩٠، والذي تم إلغاؤه نتيجة لصدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (٧٣) لسنة ١٩٩٧، لم يتطرق لأية أحكام تتعلق بالتأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان، إلا أن المشرع في حينه قد أحالها إلى النظام الداخلي لسوق عمان المالي الصادر بموجبه، والذي أفرد فصلاً في بيان تصرفات وسلوكيات الأشخاص والوسطاء، والمؤثرة سلباً على أسعار الأوراق المالية المتداولة، حيث نصت المادة (٢/٦٥) من النظام على ((تعتبر التصرفات التالية باطلة ولا ترتب أي أثر لأصحابها:

أ - كل تصرف سواء أكان مباشراً أو غير مباشر يراد به إحداث تأثير في أسعار الأوراق المالية عن طريق إيجاد سلسلة من العمليات في ورقة مالية معينة تحدث طلباً فعلياً أو ظاهرياً نشيطاً لتداول الأوراق المالية أو تحدث ارتفاعاً أو انخفاضاً في أسعار هذه الأوراق بهدف تشجيع الآخرين على شراء أو بيع هذه الأوراق حسب واقع الحال.

ب - كل تعامل جرى من قبل أي شخص سواء أكان بمفرده أم بالتواطؤ مع شخص أو أشخاص آخرين يراد به إحداث سلسلة من العمليات المالية كسواء أو بيع أي ورقة مالية أو كليهما معاً بهدف تثبيت أو استقرار أسعار أوراق مالية معينة بشكل يتعارض مع القوانين والأنظمة المعمول بها في السوق)).

ويتضح من النصوص الواردة أعلاه، أن أصل المواد القانونية الواردة في قانون الأوراق المالية والمتعلقة تحديداً بالتأثير على أسعار الأوراق المالية جاءت من خلال النظام الداخلي لسوق عمان المالي، إلا أن الفارق بين النص الحالي في قانون الأوراق المالية للمادة (١٠٩/ب) الخاصة بالتأثير على أسعار الأوراق المالية والذي سيتم استعراضه لاحقاً، والنصوص الموجودة في النظام الداخلي لسوق عمان المالي، هو أن الأخيرة قد اعتبرت القيام بعمليات التأثير على أسعار الأوراق المالية تصرفاً باطلاً، ولا يرتب أي أثر لأصحابها.

والمقصود بالبطلان هنا هو إلغاء أثر تلك العمليات المؤثرة على السعر وإعادة سعر الورقة المالية إلى ما قبل حدوث التأثير، وعدم عكس الحقوق الناشئة بين طرفي العقد أو العملية، وهذا النص الرادع والواضح يفتقر له النص المقابل في القانون الحالي، نظراً لأن النص الحالي لم يتضمن الحالات التي تعتبر تأثيراً على أسعار الأوراق المالية على سبيل المثال لا الحصر، وترتيب البطلان عليها في حال وقوعها.

وهنا نتمنى على المشرع الأردني إعادة النظر في صياغة هذه المادة، بتضمينها

حالات التأثير المخالفة للقانون تحت طائلة البطلان في حال حدوثها، لأن وجود مثل هذا النص يحد من عمليات التأثير، وبالتالي إيجاد سوق تداول يظهر أسعاراً حقيقية وعادلة للأسهم، دونما وجود تلاعب بها من قبل المتعاملين، كما ويردع كل متعامل سواء أكان شخصاً طبيعياً أم اعتبارياً من محاولة التأثير على أسعار الأوراق المالية.

### ٣ - قانون الأوراق المالية الأردني رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢:

نتيجةً لجسامة الفعل المتأتي من القيام بالتأثير على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان بطرق وأساليب غير مشروعة تؤدي إلى الإضرار بجمهور المتعاملين من خلال إظهار أسعار الأوراق المالية بصورتها غير الحقيقية، وذلك من خلال الإخلال بقاعدة العرض والطلب، فقد أفرد المشرع الأردني نصاً خاصاً في قانون الأوراق المالية جرم من خلاله التأثير على أسعار الأوراق المالية كما وغلظ العقوبة في حال إثباتها على مرتكبها.

حيث تناول نص المادة (١٠٩/ب) من قانون الأوراق المالية موضوع التأثير على أسعار الأوراق المالية، حيث نصت على ((ب- التأثير على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية، سواء أكان منفرداً أم بالتواطؤ مع غيره، بقصد إعطاء صورة غير صحيحة عن سعر أي ورقة مالية أو حجم تداولها أو عن سعر أو حجم تداول أي أوراق مالية أخرى ذات علاقة)).

وقد اعتبر المشرع الأردني أن التأثير على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية بالمعنى الوارد في نص المادة أعلاه، يعتبر خداعاً لجمهور المتعاملين، وقد عرف الخداع في المادة (٢) من قانون الأوراق المالية على أنه: ((أي عمل أو ممارسة أو خطة أو نهج أو وسيلة يقصد بأي منها التغير بالآخرين أو قد يؤدي إلى التغير بهم))، والتأثير على أسعار الأوراق المالية استناداً لتعريف الخداع هو عبارة عن ممارسة أو نهج ووسيلة مستخدمة أو يتم استخدامها من قبل بعض المتعاملين، تؤدي إلى إظهار صورة غير حقيقية عن أسعار الأوراق المالية، ونلاحظ من النص أعلاه أن القانون لم يحدد ما هي تلك الممارسات أو السلوكيات على وجه التحديد وكيفية حدوثها.

ومن جهة أخرى لم يغفل المشرع الأردني أهمية شركات الخدمات المالية ودورها في بسط الحماية على السوق، كما ورتب العديد من التدابير بحق تلك الشركات في حال مخالفتها للقانون والتعليمات الصادرة بموجبه، كونها تقوم بالتداول على الأوراق المالية بيعاً وشراءً، حيث تحوز هذه الشركات على عدة تراخيص من

ضمنها ترخيص وسيط لحسابه، ويقصد بتلك الرخصة أنه يجوز لها التعامل بالأوراق المالية لحسابها إضافة لتنفيذها أوامر عملائها بالبيع أو الشراء.

ويترتب على هذا الترخيص بعض القيود التي فرضها قانون الأوراق المالية وتعليمات الترخيص والاعتماد والمراقبة، فقد نصت المادة (٥٦/ب)<sup>(١١)</sup> من القانون بأنه يعتبر مخالفة لأحكام هذا القانون قيام المرخص له أو المعتمد بممارسة الخداع والتضليل والأعمال المحظورة.

ويقصد بالخداع كما عرفه القانون أي عمل أو ممارسة أو خطة أو نهج أو وسيلة محظورة بموجب هذا القانون أو الأنظمة أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه، كما نصت الفقرة (د) بأنه يعتبر مخالفة لأحكام هذا القانون قيام المرخص له أو المعتمد بالتأثير سلباً أو محاولة التأثير سلباً وبأي شكل من الأشكال على سوق رأس المال سواء أكان ذلك بشكل منفرد أم بالتواطؤ مع الغير.

وحيث إن التأثير على أسعار الأوراق المالية من قبل المرخصين والمعتمدين يقع في نطاق التضليل والخداع والأعمال المحظورة، كما ويعتبر شكلاً من أشكال التأثير سلباً على سوق رأس المال، فإن هناك العديد من حالات التأثير على أسعار الأوراق المالية تتم من خلال شركات الخدمات المالية سواء لحسابها أو لحساب عملائها.

ويعود ذلك لدراية تلك الشركات بأحوال السوق المالي في بورصة عمان، وتتبع حركات الأسهم اليومية، الأمر الذي يعطيهم المقدرة على التنبؤ بمستقبل السهم، كما أن شركات الخدمات المالية تعتبر مركزاً لتداول المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية نتيجة لتعاملهم مع آلاف المتعاملين يومياً، حيث إن الكثير منهم يتواجد في تلك الشركات، نظراً لأنها توفر أدوات التداول كشاشات التداول وغيرها، كما توفر الأجواء المناسبة للمتعاملين لمراقبة مجريات التداول في السوق.

ولذلك شدد القانون وكذلك تعليمات الترخيص العقوبة على شركات الوساطة فيما إذا تم إثبات قيامها بأعمال محظورة بتعليق أو إلغاء ترخيص تلك الشركات، وذلك كما جاء في نص المادة (٦٠) من القانون<sup>(١٢)</sup>، علاوة على فرض الغرامات المالية على تلك الشركات في حال قيامها بالتأثير على أسعار الأوراق المالية لحسابها أو لحساب عملائها وذلك استناداً لأحكام المادة (١٥) من تعليمات تداول الأوراق المالية في

(١١) انظر: المادة (٥٦/ب) من قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.

(١٢) انظر: المادة (٦٠) من قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢.

بورصة عمان<sup>(١٣)</sup> والتي ألزمت الوسطاء الماليين الذين يقومون بتنفيذ أوامر الشراء والبيع العائدة لعملائهم، بعد القيام بأي تصرف يهدف إلى إعطاء صورة مضللة وغير صحيحة عن سعر أي ورقة مالية أو حجمها أو نشاطها، بشكل يؤثر على تفاعل قوى العرض والطلب على تلك الورقة المالية، والالتزام بعدم تنفيذ أي عملية لصالح أي من عملائهم إذا كانت هذه العملية مخالفة لما تم ذكره في البند (أ) من ذات المادة.

ونود الإشارة إلى أن هيئة الأوراق المالية قد فرضت غرامات مالية بحق المخالفين لأحكام المادة (١٠٩/ب) من القانون، والتي تتعلق كما أسلفنا بعمليات التأثير المرتكبة من قبل الأشخاص المتعاملين (طبيعي أو اعتباري)، وتقييد تلك المخالفات في سجلاتهم لدى الهيئة، وكذلك فرض غرامات مالية على شركات الخدمات المالية التي قامت بتنفيذ تلك العمليات لصالح عملائها خلافاً لأحكام المادة (١٥) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان، وتقييد تلك المخالفات في السجل المهني لتلك الشركات في الهيئة.

ويعتبر تقييد المخالفة في السجل المهني عقوبة إضافية على مرتكب المخالفة يتم أخذها بعين الاعتبار في حال تكرار المخالفة ذاتها، فإذا ما تم تكرار ذات المخالفة عندها سيتم مضاعفة الغرامة المالية أو تحويل المخالف إلى المحكمة المختصة بموجب أحكام المادة (١١٠)<sup>(١٤)</sup> من قانون الأوراق المالية.

أما فيما يتعلق بمخالفة أحكام المادة (١٥) من تعليمات التداول، وفي حال تكرار مخالفة هذه المادة من قبل شركة الخدمات المالية، فإنه يتم تعليق أعمال تلك الشركة وتقييد نشاطها، بمعنى أنها تُمنع من تنفيذ عمليات البيع أو الشراء لعملائها، وهذا يرتب إلحاق ضرر بالغ بتلك الشركة أو إلغاء ترخيص تلك الشركة، وهذا يعني خروجها من بورصة عمان إضافة إلى فرض الغرامات.

وقد بلغ عدد الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين الذين تم فرض غرامات مالية عليهم نتيجة لمخالفتهم أحكام المادة (١٠٩/ب) من قانون الأوراق المالية، (٢٣) شخصاً/شركة، وذلك للعام ٢٠١١<sup>(١٥)</sup> كما بلغ عدد شركات الخدمات المالية التي خالفت أحكام المادة (١٥) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان (١٩) شركة.

(١٣) انظر: المادة (١٥) من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان الصادرة استناداً لأحكام المادة (٦٧/ج) من قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ المعدلة بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم (٢٠٠٩/١٥٩) تاريخ (٢٠٠٩/٣/١٦).

(١٤) انظر: المادة (١١٠) من قانون الأوراق المالية رقم (٧٣) لسنة ٢٠٠٢.

(١٥) التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية لعام ٢٠١١.

ومن الجدير ذكره أن قانون الأوراق المالية لم يتناول موضوع البطلان كجزء مدني على عقود التداول المؤثرة سلباً على أسعار الأسهم، لا بل منح القانون تلك العقود الصفة النهائية والقطعية لتداولها، علاوة على عدم جواز إلغاء التسويات النهائية لتلك العقود، وذلك وفقاً للمادة (١١٤/أ، ج) والتي تنص على ((تمنح الأوراق المالية وفقاً لأحكام هذا القانون، الميزات التالية: أ- الصفة النهائية والقطعية لتداولها في الأسواق المالية. ج - عدم جواز إلغاء التسويات النهائية لعقود التداول في السوق))<sup>(١٦)</sup>.

ووفقاً للنص أعلاه وبمجرد انعقاد عقد التداول إلكترونياً من خلال نظام التداول، فإن ذلك العقد يكتسب صفته النهائية والقطعية ولا يجوز لطرفي العقد المطالبة ببطلانه.

وفي هذا الصدد نود الإشارة إلى أن القانون المدني الأردني قد عرف العقد الباطل في المادة (١/١٦٨) منه بأنه ما ليس مشروعاً بأصله ووصفه واختل ركنه أو محله أو الغرض منه أو الشكل الذي فرضه القانون لانعقاده، ولا يترتب عليه أي أثر ولا ترد عليه الإجازة<sup>(١٧)</sup>.

وكون عقد التداول مشروعاً بأصله ومكتمل الأركان فإنه لا يجوز المطالبة ببطلانه، علاوة على أن القانون المدني الأردني هو قانون عام، بينما قانون الأوراق المالية هو قانون خاص والخاص أولى بالتطبيق من العام، إلا أنه يجوز للمتضرر الذي بيعت أسهمه أن يلجأ للقضاء ويطلب بالتعويض، شريطة أن يثبت أن ذلك البيع تم بصورة مخالفة للقانون وأنه تعرض لخسارة مالية نتيجة البيع، وفقاً لما نصت عليه المادة (١١١) من قانون الأوراق المالية<sup>(١٨)</sup>.

ومن جهة أخرى فنود الإشارة إلى أن عقود التداول التي تتم خارج السوق، ولا تتم من خلال نظام التداول الإلكتروني، تعتبر عقوداً باطلة حكماً، قياساً على قاعدة بطلان تسجيل العقار خارج دائرة التسجيل الرسمية، وهذا الأمر يختلف تماماً عن العقود المستثناة من التداول والتي يتم تداولها داخل مركز إيداع الأوراق المالية، والتي عادةً ما تتعلق بأوراق مالية موقوفة عن التداول، فمثل هذه العقود صحيحة، وبالتالي فإننا نود لفت الانتباه إلى أن موضع البطلان عموماً يختلف اختلافاً جوهرياً عن موضوع إلغاء العقد، فالبطلان وفقاً للقانون المدني ما ليس مشروعاً بأصله أو اختلت

(١٦) انظر: المادة (١١٤/أ،ج) من قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢.

(١٧) انظر: المادة (١/١١٦) من القانون المدني الأردني رقم (٤٣) لسنة ١٩٧٦.

(١٨) انظر: المادة (١١١) من قانون الأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢.

أركانه، وهذا لا ينطبق بالضرورة على عقد التداول الذي يتسم بمشروعيته وتحقق أركانه (الأهلية، الرضا، المحل، السبب)، بينما إلغاء العقد بالرغم من صحته متعلق بمدى إضراره بالغير من جهة وإعطائه صورة غير صحيحة عن سعر الورقة المالية بشكل يخالف القانون.

وعليه فإن هناك إجراءات متبعة لدى بورصة عمان في مواجهة مثل هذه الممارسات المؤثرة سلباً على أسعار الأوراق المالية، ومن هذه الإجراءات ما نص عليه النظام الداخلي لبورصة عمان والصادر بموجب قانون الأوراق المالية، والذي خول المدير التنفيذي للبورصة إلغاء أو تعديل أي عملية تداول جرت خلافاً لقانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه.

حيث نصت المادة (٢٧) من النظام أعلاه<sup>(١٩)</sup> على ((يتولى المدير التنفيذي جميع الشؤون الإدارية والمالية والفنية للبورصة، ويكون مسؤولاً أمام مجلس الإدارة عن ذلك، بما في ذلك ما يلي: الرقابة على عمليات التداول المنفذة في البورصة بما في ذلك إلغاء أو تعديل أي عملية جرت خلافاً للقانون أو الأنظمة أو التعليمات المعمول بها))، ووفقاً لهذا النص فإن أي عقد تداول مؤثر على سعر الورقة المالية بصورة مخالفة للقانون والأنظمة والتعليمات يتم إلغاؤه، وبالتالي زوال أثره على التغيير في السعر.

ومن الناحية العملية فإن النص أعلاه نادر التطبيق لوجود إجراءات أخرى رادعة نوعاً ما بحق المتعاملين المؤثرين سلباً على أسعار الأوراق المالية، فقد أصدرت هيئة الأوراق المالية أسساً لفرض الغرامات المالية على المؤثرين سلباً وبصورة متممة على أسعار الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان، تتمثل بفرض غرامات مالية يتم مضاعفتها تراكمياً في حال تكرارها من ذات العميل أو الوسيط المنفذ لتلك العملية.

ومما لا شك فيه ونتيجةً لتطبيق هذه الأسس، فقد انخفضت نسبة المؤثرين على أسعار الأوراق المالية بشكل ملحوظ، إلا أننا نرى بأن يتم تفعيل النص المتعلق بإلغاء أو تعديل عقد التداول المؤثر على سعر الورقة المالية، لنجاعته في القضاء على هذا السلوك بصورة شبه نهائية، ولكون مثل هذا الإجراء سيؤدي إلى تقويض الهدف الرئيسي من التأثير، علاوة على أن مثل هذا الإجراء سيخلق ثقافة جديدة لدى المستثمرين تتسم بالأمان والثقة.

(١٩) انظر: النظام الداخلي لبورصة عمان.

وفي هذا الصدد نود الإشارة إلى أننا قمنا بالرجوع إلى القرارات الصادرة عن المحاكم المدنية الأردنية، للاطلاع على الأحكام القضائية الصادرة بخصوص دعاوى التعويض المقدمة من قبل المتضررين جراء التعامل بالأوراق المالية في بورصة عمان والمتعلقة بالتأثير على أسعار الأوراق المالية.

وقد تبين لنا عدم وجود أي قرارات صادرة عن المحاكم المدنية والجزائية تتعلق بالتلاعب بأسعار الأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان، وأن القرارات الصادرة ذات العلاقة تتناول فقط البيع من قبل شركة الوساطة المالية دون الرجوع إلى العميل، أو دعاوى مرفوعة من قبل شركة الوساطة المالية على بعض عملائها تطالب من خلالها استيفاء الذمة المدينة منهم، ولم نجد أي دعاوى تتعلق بالمطالبة ببطلان عقود التداول.

وهنا نود التنويه على أن القضاء الأردني بكافة درجاته، ليس لديه الاطلاع والمعرفة الكافيتين عن الأسواق المالية، لذا قامت هيئة الأوراق المالية وبشكل دوري بعقد ندوات ودورات للسادة القضاة حول الأسواق المالية وطبيعة عملها، وكذلك إطلاعهم على مدلولات التشريعات المنظمة لعمل تلك الأسواق.

ومن جهة أخرى فإننا نعزي عدم وجود دعاوى منظورة أمام المحاكم تتعلق ببطلان عقود التداول أو التعويض نتيجة الإضرار بالمتعاملين في الأوراق المالية، إلى الثقافة السائدة لدى جمهور المتعاملين، وبعدم جدوى التقدم بدعاوى تتعلق بالأوراق المالية أمام المحاكم، كونها تستغرق وقتاً طويلاً لا يتناسب وسرعة المعاملات التي تجري في البورصة، إضافةً إلى أن رسوم الدعاوى التي يدفعها المدعي تعتبر باهظة إذا ما قورنت بحجم الضرر الناشئ عن التأثير، كون غالبية المتعاملين هم من صغار المستثمرين.

لذلك تم وضع نظام تحكيم لدى بورصة عمان، صادر بموجب قوانين التحكيم الأردنية، والذي تم إيجاده لتسهيل التقاضي بين الخصوم، وسرعة صدور القرارات المتعلقة بالأوراق المالية، إلا أن هذا النظام لم يشهد أي نشاط يذكر، كون أحجام التداول اليومية في بورصة عمان تعتبر متواضعة جداً، إضافة إلى الرسوم العالية التي يتقاضاها المحكمون.

كما أن التحكيم عادةً ما يتم بين شركات ذات مراكز مالية كبيرة والتي تكون غير أردنية، أما على مستوى الأفراد الطبيعيين فإنهم لا يلجأون إلى التحكيم؛ كونه - كما أسلفنا - باهظ التكاليف والتي قد تزيد عن مقدار قيمة النزاع.

لذا فإن المتعاملين سواء أكانوا أشخاصاً طبيعيين أم معنويين يلجأون إلى هيئة الأوراق المالية لتقديم الشكاوي، لتقوم الهيئة بإيقاع الجزاءات الملأمة بحق مرتكبي المخالفات، وكما هو معلوم فإن الهيئة كجهة إدارية لا تقوم بتعويض المتضررين، وإنما أجازت للمتضرر اللجوء إلى القضاء.

لذلك فإننا نعيب على المشرع الأردني عدم إعطاء هيئة الأوراق المالية الصفة العدلية أو سلطة الإدعاء العام في البت بقضايا الأوراق المالية، كونها الجهة الأكثر دراية في هذا القطاع، والأقدر على ضبطه والحد من الممارسات المضرة بجمهور المتعاملين فيه، كما أن وجود الصفة العدلية أو سلطة الإدعاء العام، يبيث روح الثقة بين المتعاملين وتحديداً غير الأردنيين الذين يبحثون عن أسواق آمنة لاستثماراتهم.

بناءً على ما سبق، فقد قمنا بالاطلاع على التشريعات المعمول بها في كل من دولة الإمارات العربية المتحدة، والمملكة العربية السعودية، وبريطانيا، ومقارنتها مع التشريعات المعمول بها لدى المملكة الأردنية الهاشمية، وذلك على النحو التالي:

## ١ - الإمارات العربية المتحدة:

تتميز الأسواق المالية الإماراتية (تحديداً سوق دبي وأبو ظبي)، بأنها من الأسواق الرائدة في المنطقة العربية، كما وتتميز بضخامة السيولة في تلك الأسواق وبزخم كبير من المتعاملين فيها، إلا أنه وبالرجوع إلى التشريعات النازمة لتلك الأسواق وتحديداً إلى النصوص القانونية المتعلقة بحظر التأثير على أسعار الأوراق المالية، فقد تبين لنا أن قانون هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع<sup>(٢٠)</sup> لم يتضمن أي من نصوصه ما يحظر التأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وإنما أحال مثل هذا النص إلى النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية<sup>(٢١)</sup>، وذلك من خلال نص المادة (١٦) منه والتي نصت على ((يحظر على أي شخص - سواءً بمفرده أو بالتواطؤ مع الغير- القيام بأي تصرف أو تعامل من شأنه التغيرير أو التضليل بالمستثمرين، بما في ذلك:

١ - تنفيذ عملية/عمليات تداول على ورقة مالية معينة، بهدف إيهام جمهور المستثمرين بوجود سوق نشط لهذه الورقة المالية، أو بهدف التأثير على

(٢٠) قانون اتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع.

(٢١) قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٢) لسنة ٢٠٠١ في شأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية.

سعرها (ارتفاعاً، انخفاضاً، تثبيتاً للسعر) أو حجم تداولها في السوق، أو بهدف التأثير على قرار المستثمر بالاستثمار من عدمه.

٢ - إدخال و/ أو تعديل و/ أو إلغاء أمر/ أوامر شراء أو بيع ورقة مالية معينة، بهدف إيهام جمهور المستثمرين بوجود سوق نشط لهذه الورقة المالية، أو بهدف التأثير على سعرها أو حجم تداولها في السوق، أو بهدف التأثير على قرار المستثمر بالاستثمار من عدمه)).

كما ورتبت المادة (٣٩) من النظام أعلاه جزاءً في حال ارتكاب مخالفة لهذا القانون وأنظمتها بشكل عام، وقد نصت على ((للهيئة - في حال مخالفة أحكام القانون وأنظمة الهيئة - توقيع الجزاءات التالية بحق الشركات المدرجة والوسطاء والمستثمرين من الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين:

أ - الإنذار.

ب - غرامة مالية لا تتجاوز مائة ألف درهماً.

ج - وقف المستثمر مدة لا تزيد عن سنة)).

ونود التعليق على النص أعلاه، وذلك بمقارنته مع النصوص الموجودة في قانون الأوراق المالية، حيث نجد أن القانون الإماراتي لم يضع نصوصاً رادعة تتعلق بالتأثير على أسعار الأوراق المالية سيما وأن العقوبات تدرج من الإنذار فالغرامة، والتي لا تتجاوز مائة ألف درهم إماراتي، فوقف المستثمر مدة لا تزيد عن سنة.

علاوة على أن التشريعات الإماراتية لم تتضمن المطالبة بالتعويض من خلال المحكمة المختصة من قبل الشخص أو الجهة المتضررة جراء الممارسات السلبية في التداول، كما ذهب إليه المشرع الأردني، الأمر الذي يؤدي إلى الإسهاب في انتهاك القوانين وتحقيق أرباح غير مشروعة على حساب المتعاملين مقابل دفع غرامة لا تتجاوز مائة ألف درهم إماراتي.

وهذا المبلغ - في نظرنا - متواضع مقارنة مع ما يتم تحصيله من أرباح تم جنيها بطرق غير مشروعة، والأصل أن يتم فرض غرامات مالية تتناسب وجسامته السلوك المضر، من خلال احتساب قيمة الغرامة على أساس الربح المتحقق جراء ذلك السلوك المضر، وهذا ما ذهب إليه ذلك المشرع الأردني في قانون الأوراق المالية وفقاً لما تم ذكره سابقاً.

إلا أن المشرع الإماراتي قد وفق في وصف طبيعة المخالفة بشكل ينافي الجهالة، وبأسلوب دقيق، وهذا ما افتقر إليه المشرع الأردني من خلال تضمينه نصاً عمومياً لا يتسم بالوضوح كما فعل المشرع الإماراتي.

## ٢ - قوانين المملكة العربية السعودية:

أصدر مجلس هيئة السوق المالي السعودي وبناءً على نظام لائحة سلوكيات السوق<sup>(٢٢)</sup>، والتي اشتملت على السلوكيات المحظور استخدامها من قبل المتعاملين في السوق، وما يهمنها في هذه اللائحة ما ورد في الباب الثاني والمعنون بـ(منع التلاعب بالسوق) حيث نصت المادة الثانية/ب منه على: ((يحظر على أي شخص القيام بشكل مباشر أو غير مباشر بإدخال أمر أو تنفيذ صفقة على ورقة مالية بهدف تكوين أي مما يلي:

١ - انطباع كاذب أو مضلل بوجود نشاط تداول في الورقة المالية أو اهتمام بشرائها أو بيعها.

٢ - سعر مصطنع لطلب أو عرض أو تداول الورقة المالية أو أي ورقة مالية ذات علاقة)).

كما وجاءت المادة الثالثة، وتحديداً الفقرة الخامسة من تلك اللائحة، لتبين التصرفات أو الممارسات التي تشكل تلاعباً أو تضليلاً، والتي اعتبرت إدخال أمر أو سلسلة من الأوامر على ورقة مالية دون وجود نية لتنفيذها، فعلاً مضللاً ومخادعاً لجمهور المتعاملين.

إذ إن الهدف الكامن وراء مثل هذا السلوك هو إيهام المتعاملين بوجود طلب نشط على الورقة المالية، الأمر الذي يؤدي إلى جذبهم لشراء أو بيع الورقة المالية بحسب مقتضى الحال.

ونود التنويه إلى أن المشرع السعودي كان موفقاً في إدراج هذه اللائحة، والتي اتسمت بالتفصيل الدقيق للممارسات المضرة والمحظورة في التداول، والتي تبين للمستثمر العقلاني المحاذير الواجب تلافيها عند قيامه بالاستثمار في الأوراق المالية.

وهذا يعزز من صورة الاستثمار الآمن في البورصة، كون قواعد السوق معروفة لجميع المتعاملين، وهذا ما لا نراه في التشريعات المنظمة لبورصة عمان، والتي اتسمت بأنها فضفاضة ومختصرة إلى حد ما، الأمر الذي أدى ويؤدي إلى وقوع الكثير من المتعاملين في المناطق المحظورة، دون قصد منهم أو معتقدين بأن ما قاموا به غير مخالف للقانون.

كما وأن ضبابية النصوص التي تحظر التأثير على أسعار الأوراق المالية، أدت

(٢٢) انظر: نظام لائحة سلوكيات السوق السعودي.

إلى تعمد البعض القيام بسلوكيات مؤثرة سلباً على أسعار الأوراق المالية، بحجة عدم وجود النصوص القانونية التي تحظر التأثير على أسعار الأوراق المالية وتحديداً في مرحلة التداول المستمر.

كما تضمن نظام السوق المالية السعودي العديد من العقوبات التي يتم إيقاعها بحق المخالفين، تتمثل بالغرامات المالية والمطالبة بالتعويض، وبصورة أشمل من تلك التي تضمنتها التشريعات الأردنية المتعلقة ببورصة عمان، إضافةً إلى وجود لجنة تسمى لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، والتي أعطاها المشرع السعودي صلاحيات واسعة، ومثل هذا الأمر غير متوفر لدى التشريعات الأردنية وكذلك الإماراتية، بينما هو موجود أيضاً في التشريعات المصرية.

### ٣ - القانون المصري:

تناول المشرع المصري موضوع الممارسات المؤثرة سلباً على أسعار الأوراق المالية في قانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، ولخسارة هذه الممارسات، فقد ابتدأ المشرع المصري نصوص قانونه بالإشارة إليها من خلال المادة (٢١) والتي تنص على<sup>(٢٣)</sup> ((يجوز بقرار من رئيس البورصة وقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار، ويكون له إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو التي تتم بسعر لا مبرر له، كما يجوز له وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه)).

بناءً على النص أعلاه، فقد أولى المشرع المصري أهمية لموضوع التلاعب بالأسعار، بحيث أعطى الصلاحية بوقف عروض وطلبات التداول (قبل أن يتم تنفيذها) لرئيس البورصة، ولم يقف عند هذا الحد، بل يجوز له إلغاء العمليات التي تتم خلافاً للقانون أو التي تمت بسعر غير مبرر.

ونلاحظ هنا دقة التعبير بأن يكون سعراً غير مبرر، أي أن ارتفاع أو انخفاض سعر الورقة المالية لم يبنَ على أسس منطقية، كوجود إفصاح يتعلق بالورقة المالية، أو أن اتجاه السهم (TREND PRICE) كان صاعداً أو هابطاً بسبب تفاعل قوى العرض والطلب.

(٢٣) انظر: المادة (٢١) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

كما توسع المشرع المصري بإعطاء الصلاحية لرئيس البورصة بوقف التعامل على الورقة المالية إذا كان التعامل عليها يؤدي إلى الإضرار بالسوق والمتعاملين. ومثل هذا النص لم يتوفر في قانون الأوراق المالية الأردني، إلا أن التعليمات الصادرة بموجبه قد تضمنت نصاً مماثلاً له، يتضمن إعطاء المدير التنفيذي أو من يخوله صلاحية تعديل وإلغاء الأوامر المؤثرة على أسعار الأوراق المالية المدرجة في بورصة عمان، في حين لم تتضمن اللوائح التنفيذية الإماراتية ذلك، إلا أن هذا النص قريباً - إلى حد ما - هو موجود في التشريعات السعودية.

وفي المادة (٤/٤٣) من قانون سوق رأس المال المصري<sup>(٢٤)</sup>، تم تحديد صلاحيات الهيئة العامة لسوق المال المصري، بمراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وأنه غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية.

كما ورتب القانون في الباب السادس منه عقوبات على الذين يؤثرن على أسعار الأوراق المالية بصورة غير محققة، فقد نصت المادة (٦/٦٣) من الباب أعلاه على ما يلي<sup>(٢٥)</sup>: ((مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد، منصوص عليها في أي قانون آخر، يعاقب بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على عشرين مليون جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين: ٦- كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق)).

ونلاحظ أن المشرع المصري قد أوقع جزاءات رادعة على الممارسات المؤثرة سلباً على أسعار الأوراق المالية، كما أفرد القانون المصري باباً لتسوية المنازعات وأن تتم عن طريق التحكيم دون غيره، والتي يرأسها أحد نواب رؤساء محاكم الاستئناف، وتكون أحكام هيئة التحكيم نهائية ونافذة ما لم تقرر محكمة الطعن وقف تنفيذها.

ونود التعليق على ما ورد أعلاه، بأن هيئة الأوراق المالية الأردنية قد أصدرت تعليمات خاصة لحل المنازعات عن طريق التحكيم من خلال بورصة عمان، بينما لم نر مثل هذا التعليمات لدى المشرع الإماراتي أو السعودي.

(٢٤) انظر: المادة (٤/٤٣) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

(٢٥) انظر: المادة (٦/٦٣) من قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.

ونود الإشادة بالإجراءات المتبعة لدى بورصتي القاهرة والإسكندرية، حيث قامتا بإصدار دليل استرشادي لإجراءات التداول بالبورصة لعام ٢٠٠٧<sup>(٢٦)</sup>، والذي تضمن في الباب العاشر أنماط التداول المحظورة وإجراءات التصدي لها، والمقسم لعدة فصول، ففي الفصل الأول البند ثامناً منه، تناول الدليل أعلاه مخالفة التأثير غير المبرر (رفع أو خفض) على سعر ورقة مالية، ثم ذكر العديد من الأمثلة والأكثر شيوعاً عليها، مثل تنفيذ عمليات تداول لدى نفس شركة الوساطة لرفع أو خفض سعر ورقة مالية عن قصد ودون وجود مبرر واضح لهذا التأثير على ورقة مالية غير نشطة.

وقد أحال البت فيما إذا كانت عملية التداول المؤثرة سلباً على سعر الورقة المالية إلى لجنة التداول، وهي لجنة متخصصة لدى الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية، وهذا موجود بصورة مشابهة في التشريع السعودي من خلال وجود لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية لديه.

#### ٤ - القانون البريطاني:

نصت المادة (٦) من (FSMA)<sup>(٢٧)</sup> على أن الهدف من الحد من الجرائم المالية هو الحد من تأثيرها على قطاع الأعمال وخاصة الخاضعة للتنظيم من قبل شخص أو التي تؤدي إلى انتهاك الحظر العام من خلال استخدامها لغرض ذي صلة بالجريمة المالية، وتشمل الجريمة المالية أي جريمة تشتمل على الغش أو الخداع أو إساءة استخدام المعلومات المتعلقة بالسوق المالي أو المعالجة أو الاستفادة من نقل العوائد المتأتية من الجريمة المالية .

كما نصت المادة (١١٨/ب) Financial Services and Markets Act 2000 ولأغراض هذا القانون يعتبر إساءة استخدام السوق المالي سواء تم ذلك من قبل شخص واحد أو من قبل شخصين أو أكثر، كما يعتبر من قبيل إساءة استخدام السوق المالي أي سلوك من المرجح أن يعطي للمتعامل العادي انطباعاً غير حقيقي أو مضللاً عن العرض أو الطلب، بحيث يؤثر ذلك على سعر الورقة المالية أو حجمها.

كما نصت المادة (١٤٠٠) من Rules of the London stock exchange التي جاءت بعنوان السلوكيات المضللة والممارسات الممنوعة والتي حظرت على العضو في البورصة القيام بأي فعل يؤدي إلى إنشاء معلومات مغلوطة أو مضللة في السوق

[www.egx.com.eg/arabic/Trading\\_Rules.aspx](http://www.egx.com.eg/arabic/Trading_Rules.aspx)

(٢٦)

Rules of the London Stock Exchange: Effective 26 November 2012

(٢٧)

تتعلق بسعر أو حجم ورقة مالية أو خلق تداول وهمي وإحداث سعر مغلوط على الأوامر المدخلة إلى نظام التداول أو التأثير على التداول من خلال التأثير على سعر أي ورقة مالية بشكل غير منطقي.

ويتضح لنا من خلال النصوص القانونية أعلاه أن المشرع البريطاني قد اعتبر في تشريعاته المنظمة للأسواق المالية أن الغش أو الخداع أو إساءة استخدام السوق المالي هو بحد ذاته جريمة مالية، سيما إذا اتسمت بإعطائها انطباعاً غير حقيقي أو مضللاً يؤدي إلى التأثير على قوى العرض والطلب، وهذا إن دل فإنما يدل على جسامة فعل التأثير على أسعار الأوراق المالية وأثرها على سلامة التداول ومصداقية التعامل وامتداد أثرها إلى سمعة السوق المالي ككل.

ولدى مقارنة التشريعات العربية مع التشريعات البريطانية، فنجد أن طبيعة المخالفة واحدة في جميع التشريعات وهي إعطاء صورة غير صحيحة عن سعر الورقة المالية أو حجمها إلا أن المشرع البريطاني كما المشرع الأردني والإماراتي لم يعط تفصيلاً واضحاً عما قد يعتبر سلوكاً مضرًا ومؤثراً على أسعار الأوراق المالية على سبيل الذكر، كما فعل المشرع السعودي والمصري.

وقد يعود السبب في ذلك إلى كون القضاء البريطاني يتسم بالصارمة في أحكامه على وجه العموم، وفي حال تحويل المنازعات المتعلقة بالأوراق المالية إليه على وجه الخصوص، علاوة على الثقافة الاستثمارية لدى المتعاملين في السوق البريطاني والتي تتسم بالأخلاقيات العالية التي تخلو إلى حد ما من التلاعب والتضليل.

## المطلب الثاني

**النصوص الجزائية التي جرمت التأثير على أسعار الأوراق المالية في قانون العقوبات الأردني وقانون الجرائم الاقتصادية الأردني، دراسة مقارنة مع بعض قوانين الدول العربية والأجنبية**

### ١ - قانون العقوبات الأردني:

لكي نشرع بموضوع السلوكيات المؤثرة على أسعار الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان، ولكون مثل هذه السلوكيات المخالفة يرتقي إلى فعل إجرامي، يستلزم منا أن نعرف معنى الجريمة ونبين أركانها<sup>(٢٨)</sup>، فقد اتفقت أغلب التشريعات على أن

(٢٨) محاضرات في الأحكام العامة لقانون العقوبات، د. عبدالرحمن توفيق أحمد، ج ١، دار وائل للنشر، ٢٠٠٥، صفحة رقم ٥.

الجريمة هي سلوك إجرامي يؤدي إلى ارتكاب فعل جرمه القانون، أو الامتناع عن فعل أمر به القانون.

وعلى هذا الأساس فالجريمة سلوك إنساني، ولتجسيد هذا السلوك ينبغي أن يكون هناك إرادة وسلوك إنساني (فعل) سلبي أو إيجابي أي عمل أو امتناع عن فعل، وأن تتجه الإرادة للقيام بعمل جرمه القانون، أو الامتناع عن القيام بعمل أمر به القانون مع توفر الإرادة بهذا الامتناع، أي أن يتزامن هذا الفعل أو الامتناع عن الفعل بوجود نص قانوني يجرم هذا الفعل<sup>(٢٩)</sup>، وأن تكون الأسباب كافية لإحداث النتيجة الجريمة لهذا الفعل أو الامتناع عن القيام به.

ومن هنا تكون الجريمة هي فعل إنساني بارتكاب عمل مخالف للقانون وأن تكون النتيجة كافية لأحداث أثر لهذا الفعل.

وبناءً على ما سبق فإن السلوك المؤثر على أسعار الأوراق المالية المتداولة أو التلاعب بقاعدة العرض والطلب، ما هو الإ جريمة مكتملة الأركان، وخير دليل على ذلك أن قانون الأوراق المالية وقوانين دول عربية أخرى قد ضمنت قوانينها نصوصاً جزائية تتمثل بالحبس والتغريم، وهذا ما سنأتي على ذكره لاحقاً.

تناول قانون العقوبات الأردني موضوع التأثير على أسعار الأسهم من خلال نص المادة (٤٣٥)<sup>(٣٠)</sup> منه والتي نصت على ((يعاقب بالحبس مدة لا تزيد على سنة وبغرامة لا تزيد على مائة دينار كل من توصل بالغش لرفع أو تخفيض البضائع أو الأسهم التجارية العامة أو الخاصة المتداولة في البورصة ولا سيما:

- ١ - بإذاعة وقائع مختلفة أو ادعاءات كاذبة، أو
  - ٢ - بتقديم عروض للبيع أو الشراء قصد بليلة الأسعار، أو
  - ٣ - بالإقدام على أي عمل من شأنه إفساد قاعدة العرض والطلب في السوق)).
- ونلاحظ من النص أعلاه أن المشرع الأردني قد أولى اهتماماً لموضوع التأثير على أسعار الأسهم، من خلال إفراده نصاً خاصاً يجرم فعل التأثير، وذلك بإنزال عقوبة الحبس والغرامة معاً إذا قام أي شخص من خلال التوصل بالغش إلى رفع أو تخفيض الأسهم التجارية العامة أو الخاصة المتداولة في البورصة.

(٢٩) دروس في علم الإجرام، د. عبدالرحمن توفيق أحمد، الطبعة الأولى ٢٠٠٦، دار وائل للنشر، صفحة رقم ٥، هامش رقم ٢ تعريف الجريمة.

(٣٠) انظر: المادة (٤٣٥) من قانون العقوبات الأردني رقم (١٦) لسنة ١٩٦٠.

ولكي يتسنى لنا فهم النص أعلاه، يتوجب علينا أن نبين ما معنى الغش على وجه العموم، وما معناه على وجه الخصوص، إذا تعلق بحالات التأثير على أسعار الأوراق المالية؟ وكيفية حدوثها؟.

يعرف الغش<sup>(٣١)</sup> لغةً بأنه إظهار الشيء على غير حقيقته وتزيينه خلافاً للواقع، وهو أيضاً يعني إظهار الشخص خلاف ما يضمّر.

أما اصطلاحاً فهو كتم كل ما لو علمه المبتاع كرهه، أما من الناحية القانونية فالغش هو كل فعل عمدي ينصب على سلعة معينة بشكل مخالف للقواعد المقررة لها في القانون أو في أصول الصناعة، ومن شأنه أن ينال من خواصها أو فائدتها. ومن الناحية التجارية، يعتبر الغش بأنه الإدعاء عن معرفة بتوافر مواصفات غير متوافرة حقيقة في بضاعة معدة للبيع بقصد الربح.

أما معنى الغش إذا تعلق بحالات التأثير على أسعار الأوراق المالية، فهو إظهار سعر سهم معين على غير حقيقته من خلال عدة طرق، منها على سبيل المثال شراء عدد قليل من الأسهم ورفع سعرها الأمر الذي يوحى إلى جمهور المتعاملين بوجود تداول نشط أو معلومة إيجابية تتعلق بذلك السهم؛ مما يؤدي إلى قيامهم بشراء ذلك السهم، ومن ثم قيام ذلك الشخص الذي سبب رفع السعر إلى البيع على أسعار عالية وتحقيق الربح.

وبالعودة إلى نص المادة (٤٣٥) من قانون العقوبات الأردني، فقد أورد المشرع عبارة "كل من توصل بالغش" والتي تؤخذ على إطلاقها، بمعنى أن أية وسيلة غير قانونية يتم استخدامها من قبل أي شخص تؤدي إلى التأثير على أسعار الأسهم فإنها تعتبر غشاً، وقد حصر المشرع الأردني صور الغش المؤدي إلى التأثير فيما يلي:

١ - أن يتم من خلال إذاعة وقائع مختلفة أو ادعاءات كاذبة: ويقصد بهذه العبارة قيام بعض المتعاملين ببث الشائعات إما سلباً أو إيجاباً حول سهم شركة معينة، بقصد التأثير على سعرها بالارتفاع أو الانخفاض، ونعني بسلباً أو إيجاباً من خلال بث أخبار عن سهم الشركة مبنية على وقائع غير حقيقية وغير مفصح عنها للجمهور، ولا أساس لها من الصحة تؤدي إلى التأثير على القرار الاستثماري للمتعاملين في سوق التداول، مما يؤدي إلى خفض أو رفع سعر الورقة المالية.

ويكون الباعث من وراء إذاعة تلك الوقائع، هو ترغيب المتعاملين بشراء ذلك

(٣١) جريمة الغش ومكافحتها، مجلة الجيش العدد ٢٢٧ أيار ٢٠٠٤، إعداد نادر شافي.

السهم ليقوم - نتيجة لارتفاع السعر - بتفريغ أسهمه التي يملكها على تلك الأسعار، ومن الأمثلة الواقعية على ذلك أن يقوم أحد المتعاملين بإذاعة وقائع تتعلق بنية أحد المستثمرين الكبار بالدخول على سهم شركة معينة، أو يقوم ذلك الشخص بإدخال أوامر شراء على ذلك السهم بكميات كبيرة، موهماً المتعاملين بوجود طلب كثيف على السهم، مما يؤدي إلى قيامهم باللاحق به وإدخال أوامر شراء وبالتالي ارتفاع سعر السهم، عندها يقوم على الفور بإلغاء أوامر الشراء العائدة له، وإدخال أوامر بيع على ذلك السعر المرتفع والعكس صحيح.

أما الادعاءات الكاذبة، فتتم من خلال نشر معلومات كاذبة موجهة إلى جمهور المتعاملين، تتضمن على سبيل المثال بوجود معلومات غير مفسح عنها، تتعلق بنية الشركة توزيع أرباح على مساهمي الشركة أو نيتها عقد اتفاقيات استثمار مع شركات أخرى، وهكذا.

والقصد من وراء نشر مثل هذه الادعاءات الكاذبة، هو تحفيز المتعاملين على شراء سهم معين، والعكس صحيح فيما إذا كانت الادعاءات الكاذبة عبارة عن أخبار سلبية تتعلق بالشركة.

٢ - بتقديم عروض للبيع أو الشراء بقصد بلبلة الأسعار : ويقصد بذلك قيام أحد المتعاملين بإدخال أوامر شراء تؤدي إلى رفع سعر السهم بصورة حادة، ومن ثم يقوم بإدخال أوامر بيع على تلك الأسعار بفارق زمني بسيط جداً دون إفساح المجال لباقي المتعاملين بإدخال أوامرهم مما يؤدي إلى هبوط حاد بسعر السهم، الأمر الذي يؤدي إلى حدوث بلبلة أو عدم انتظام بسعر السهم.

٣ - الإقدام على أي عمل من شأنه إفساد قاعدة العرض والطلب في السوق: ويقصد بذلك أي تصرف غير قانوني يؤثر على تفاعل قوى العرض والطلب، ومن الأمثلة عليها عمليات التداول التبادلية التي تتم بين الحسابات ذات العلاقة فيما بينها، بحيث تقوم تلك الحسابات بالطلب على السهم ورفعها، ومن ثم العرض عليه بذات الوقت، الأمر الذي لا يتيح لجمهور المتعاملين إمكانية إدخال أوامرهم نتيجة السيطرة التامة من قبل تلك الحسابات على السهم، وفرضهم المعطيات المحددة للسعر، وبالتالي لم يتحدد السعر العادل للسهم بناء على قوى العرض والطلب الحقيقي على السهم، مما أدى إلى إفساد وتعطيل تلك القاعدة.

وعلى الرغم من وجود النص الجزائي أعلاه، إلا أن المحاكم الجزائية الأردنية لم تصدر أي أحكام تتعلق بإيقاع عقوبة الحبس أو الغرامة على كل من توصل بالغش لرفع أو تخفيض البضائع أو الأسهم التجارية العامة أو الخاصة المتداولة في

البورصة، مؤكدين اعتراضنا على قيمة الغرامة المنصوص عليه والبالغة مائة دينار، والتي لا تعتبر رادعة بكافة المقاييس، كون هذا النص لم يجرِ عليه أي تعديل منذ صدور القانون عام ١٩٦٠.

وقد تم تلافي هذا العيب التشريعي في قانون الأوراق المالية المعدل في عام ٢٠٠٢، من خلال إيقاع الجزاء المترتب على القيام بجرم التأثير على أسعار الأوراق المالية إلى المادة (١١٠) والتي نصت على:

((أ) - يعاقب كل من يخالف أياً من أحكام هذا القانون أو الأنظمة أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه بغرامة لا تزيد على (١٠٠،٠٠٠) مائة ألف دينار بالإضافة إلى غرامة لا تقل عن ضعف الربح الذي حققه أو ضعف الخسارة التي تجنّبها، على أن لا تزيد على خمسة أضعاف ذلك الربح أو الخسارة.

ب - مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد ورد النص عليها في أي تشريع آخر وبالإضافة إلى الغرامات المبينة في الفقرة (أ) من هذه المادة، يعاقب كل من يخالف أياً من أحكام المواد المبينة أدناه بما يلي:

١ - الحبس مدة لا تزيد على ثلاث سنوات لمخالفة أحكام الفقرة (ج) من المادة (٦٣) والفقرتين (أ) و(ب) من المادة (١٠٨) والمادة (١٠٩) من هذا القانون.

٢ - الحبس مدة لا تزيد على سنة لمخالفة أحكام البند (١) من الفقرة (أ) من المادة (٣٤) والفقرة (د) من المادة (٤٢) والفقرتين (أ) و(ب) من المادة (٤٧) من هذا القانون.

ج - للمحكمة المختصة أن لا تحكم بعقوبة الحبس إذا كانت المخالفة للمرة الأولى، أو إذا أودع المخالف لصندوق المحكمة أو للهيئة مبلغاً كافياً لدفع قيمة الغرامات التي قد يحكم بها، شريطة دفعها قبل اكتساب الحكم الدرجة القطعية.

د - يعاقب الشريك والمتدخل والمعرض بالعقوبة ذاتها.

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

و - يكون المحكوم عليه بأي مخالفة سواء أكان ذلك عن قصد أم تقصير أم إهمال مسؤولاً عن تعويض أي شخص تضرر جراء المخالفة بمقدار الخسارة التي تكبدها أو الربح الذي فاتته.

ز - للمحكمة المختصة إلقاء الحجز على موجودات أي شخص يحاكم لديها؛ ضماناً

لسداد الغرامات والتعويضات التي قد يحكم بها، ولها أن تعين قِيماً على هذه (الموجودات)).

وهنا نود تسليط الضوء على الفقرة (أ، ب/ ١) من المادة أعلاه والتي اشتملت على عقوبات جزائية تبدأ من فرض الغرامة المالية لا تتجاوز (١٠٠,٠٠٠) دينار بالإضافة إلى غرامة لا تقل عن ضعف الربح الذي حققه أو ضعف الخسارة التي تجنّبها على أن لا تزيد على خمسة أضعاف ذلك الربح أو الخسارة

ونلاحظ من ذلك أن المشرع قد غلظ العقوبة المالية إذا ثبت لدى الجهة المختصة وهي هيئة الأوراق المالية، أن الشخص المخالف لأحكام المادة (١٠٩) من القانون، ولزوم دفع غرامة مضافاً إليها ضعف الربح الذي حققه باعتبارها أموالاً تم تحصيلها بطريقة غير مشروعة، وعلى حساب جمهور المتعاملين بالأوراق المالية، من خلال تعظيم قيمة الأسعار أو ضعف الخسارة التي تجنّبها.

من خلال قيامه على سبيل المثال بالتأثير على سعر ورقة مالية معينة برفعها إلى حدود تكلفة شرائها ومن ثم بيعها عند ذلك السعر، بحيث إنه لو لم يقدّم بالتأثير على السعر لقام ببيع أسهمه بخسارة، وهنا يكون المتعامل قد جنب نفسه خسارة متحققة جراء تأثيره على السعر، وهذا إن دل فإنما يدل على جسامة الفعل المرتكب من قبل الشخص المخالف لدرجة ترتقي إلى حد الجريمة.

حيث أعطي مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية صلاحية التحويل إلى المحكمة المختصة، إذا كان هناك تكرار أم عدم وجود تكرار لفعل التأثير، آخذين بعين الاعتبار جسامته.

وبالرغم من عدم وجود نص واضح في المادة أعلاه، يشير صراحةً إلى التحويل للمحكمة المختصة، إلا أن النص قد ألزم المحكمة وفي حال تم تحويل موضوع التأثير إليها أن تصدر حكمها بالحبس مدة لا تزيد عن ثلاث سنوات، إذا كان الفعل المرتكب يتعلق بمخالفة أحكام المادة (١٠٩) من هذا القانون، كما هو ظاهر جلياً من خلال الفقرة (ب) من المادة (١١٠).

كما وضعت الفقرة (ج) من المادة (١١٠) بعضاً من الشروط الواجب توافرها لكي لا تحكم المحكمة بالحبس، كأن تكون المخالفة قد ارتكبت للمرة الأولى أو إذا أودع المخالف لصندوق المحكمة أو للهيئة مبلغاً كافياً لدفع قيمة الغرامات التي قد يحكم بها، شريطة دفعها قبل اكتساب الحكم الدرجة القطعية.

وبمعنى آخر إذا اختل أحد الشروط الواردة في الفقرة (ج) فللمحكمة الصلاحية

بإصدار حكم الحبس، كأن يقوم المخالف بدفع قيمة الغرامات التي قد يحكم بها ولكن بعد اكتساب الحكم الدرجة القطعية، أما إذا قام بإيداع مبلغ لا يصل إلى حد قيمة الغرامات قبل اكتساب الحكم الدرجة القطعية، عندها لا يمكن للمحكمة أعمال نص الفقرة (ج) لاختلال أحد الشروط.

ويتضح من نص الفقرة أعلاه أن المشرع لا يقصد التهاون بفعل التأثير من خلال إعفاء مرتكب المخالفة من الحبس، وإنما حماية سوق تداول الأوراق المالية من الذين يمتنون التأثير على أسعار الأوراق المالية، والإضرار عمداً بجمهور المتعاملين من أجل تحقيق الأرباح على حسابهم، فهؤلاء من قصدهم المشرع.

أما من يقوم بارتكاب المخالفة للمرة الأولى فهذا لا يعني إعفاءه من العقوبة، بل ألزمه القانون بدفع قيمة الغرامات المترتبة عليه، وقبل اكتساب الحكم الدرجة القطعية، ويعتبر هذا النص من النصوص الرادعة والتي أسبغت حماية لجميع المتعاملين في سوق التداول، كما طلب المشرع من خلال نص الفقرة (ز) من المادة أعلاه إلقاء الحجز على موجودات أي شخص يحاكم لديها؛ ضماناً لسداد الغرامات والتعويضات التي قد يحكم بها، ولها أن تعين قِيماً على هذه الموجودات.

والغاية من وجود هذه الفقرة قد يكون لأسباب تتعلق بضمان حقوق المتضررين من المتعاملين جراء تلك المخالفة، إذا ما تقدموا برفع قضايا أمام المحكمة مطالبين بالتعويض، وكذلك ضماناً لسداد الغرامات المترتبة عليه خوفاً من قيامه بالتحايل بتبديد أو إخفاء الأموال التي قام بتحصيلها، جراء التلاعب بأسعار الأوراق المالية، مستغلاً فترة التقاضي أو إظهاره عدم القدرة على السداد، سيما وأن الجهات المختصة لدى هيئة الأوراق المالية تكون قد زودت المحكمة بما يثبت وقوع المخالفة، وكذلك الأرباح التي حققها أو الخسائر التي تجنبها.

أما فيما يتعلق بالتشريعات الجزائية العربية، تناول القانون الاتحادي لسوق دولة الإمارات العربية المتحدة للأوراق المالية والسلع، في نصوصه وتحديداً في الباب الثالث منه العقوبات المفروضة على المخالفين لأحكام هذا القانون بصورة عامة، تمثلت بالحبس أو الغرامة أو كليهما معاً، ولم تأت هذه العقوبات على وجه التحديد لأولئك الذين يؤثرون سلباً على أسعار الأوراق المالية، وإنما جاءت لحالات معينة تتعلق باستغلال معلومات غير مفصح عنها أدت إلى التأثير على سعر الورقة المالية.

بينما توسع المشرع الأردني في نطاق العقوبات مع افتقاره إلى تفصيل طبيعة المخالفة، وذلك بخلاف المشرع السعودي، الذي فصل طبيعة هذه المخالفة وأحوال العقوبات والجزاءات إلى لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

أما المشرع المصري، فقد اعتبر السلوك المؤثر سلباً على أسعار الأوراق المالية جريمة جنائية لا يجوز تحريك الدعوى المتعلقة بها إلا بناءً على طلب رئيس الهيئة، كما يجوز التصالح على هذه الجريمة مقابل أداء نصف الغرامة المستحقة، علماً بأن القانون المصري قد نص على عقوبة الحبس مدة لا تزيد على خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد عن عشرين مليون جنيه أو بإحدى العقوبتين على كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق.

ولدى استعراضنا للتشريعات العربية في الجزء الجزائي المتعلق بالتأثير السلبي على أسعار الأوراق المالية، نجد التشريعات المصرية الأكثر صرامةً وردعاً، تليها التشريعات السعودية فالأردنية فالإماراتية.

أما المشرع البريطاني فإنه لم يعط تفصيلاً واضحاً عما قد يعتبر سلوكاً مضرًا ومؤثراً على أسعار الأوراق المالية ولو على سبيل الذكر، كما فعل المشرع السعودي، وقد يعود السبب في ذلك إلى كون القضاء البريطاني يتسم بالصرامة في أحكامه على وجه العموم، وفي حال تحويل المنازعات المتعلقة بالأوراق المالية إليه على وجه الخصوص، فكما هو معلوم فإن المحاكم البريطانية تركز في أحكامها على مقدار التعويض المادي أكثر من عقوبة الحبس في مثل هذه القضايا.

## ٢ - قانون الجرائم الاقتصادية الأردني:

أما فيما يتعلق بقانون الجرائم الاقتصادية رقم (١١) لسنة ١٩٩٣ فقد اشتملت عبارة الأموال العامة<sup>(٣٢)</sup> الواردة في المادة (٢/ب)، على كل مال يكون مملوكاً أو خاضعاً لإدارة أي جهة أو إشرافها، ومن ضمن هذه الجهات البنوك والشركات المساهمة العامة.

ثم جاءت المادة (٣/أ) من القانون لتبين أن الجريمة الاقتصادية تشمل أي جريمة تسري عليها أحكام هذا القانون، أو أي جريمة نص قانون خاص على اعتبارها جريمة اقتصادية، أو أي جريمة تلحق الضرر بالمركز الاقتصادي للمملكة، أو بالثقة العامة بالاقتصاد الوطني أو العملة الوطنية أو الأسهم أو السندات أو الأوراق المالية المتداولة أو إذا كان محلها المال العام.

وتأسيساً على ما ورد في المواد أعلاه، فإن قيام أي شخص (طبيعي أو

(٣٢) انظر: المادة (٢/ب) من قانون الجرائم الاقتصادية الأردني رقم (١١) لسنة ١٩٩٣.

اعتباري) بالتأثير المتعمد على أسعار الأوراق المالية، يعد جريمة اقتصادية بالمعنى الوارد في القانون، وذلك من خلال إلحاقه الضرر بالأسهم أو الأوراق المالية المتداولة. وتعني كلمة "تلحق الضرر" كل ما من شأنه الإضرار بالأسهم، ومنها التأثير المتعمد على أسعارها أو إحداث بلبلة فيها أو إفساد قاعدة العرض والطلب في سوق تداول الأوراق المالية، الأمر الذي يمتد أثره إلى النيل من استقرار سوق التداول وسلب ثقة المتعاملين منه.

هذا من ناحية الوصف الجرمي لفعل التأثير على أسعار الأسهم، أما الجزء المترتب على هذا الفعل فقد أورد قانون الجرائم الاقتصادية جملةً من العقوبات والإجراءات القضائية في حق مرتكبي الجرم الاقتصادي، نذكر منها على سبيل المثال، عدم إجازة استعمال الأسباب المخففة التقديرية من قبل المحكمة لتنزيل العقوبة عن الحد الأدنى المقرر لأي من الجرائم المنصوص عليها في المادة (٣) من قانون الجرائم الاقتصادية، وكذلك عدم إجازة دمج العقوبات المقررة لها إذا تعددت الجرائم التي أدين بها أي شخص بمقتضى أحكام هذا القانون.

وبناءً على نصوص القانون أعلاه، ومما لا شك فيه، فإنها عبارة عن نصوص عامة قد نستنبط منها أحكاماً تتعلق بالتأثير على أسعار الأوراق المالية.

إلا أننا نأمل من المشرع الأردني توحيد النصوص المتعلقة بالتأثير على أسعار الأوراق المالية التي تلحق الضرر بالمتعاملين في قانون واحد وهو قانون الأوراق المالية فقط، وعدم ذكرها في نصوص قوانين أخرى، وذلك لكي يتمكن ذوو الاختصاص من سهولة الرجوع إليها، والاستناد لها فيما إذا تم رفع دعوى أمام القضاء.

كما أن وجود مثل هذه النصوص في عدة قوانين، قد يؤدي إلى التداخل في الصلاحيات الممنوحة للمؤسسات المكلفة بتطبيق تلك القوانين، علاوة على أنه قد يتم إيقاع أكثر من عقوبة على ذات الفعل لذات الشخص، وهذا منافي لقواعد العدالة والإنصاف. وفيما يتعلق بالتشريعات العربية، فنجد المشرع المصري قد حصر نصوصه القانونية المتعلقة بحظر التأثير السلبي على أسعار الأوراق المالية في قانون واحد، ولم يتشعب بعدة قوانين، كما فعل المشرع الأردني.

## خاتمه وفيها أهم النتائج والتوصيات:

### الخاتمة:

وفي نهاية هذا البحث يمكن لنا تثبيت النتائج التالية:

١ - لم توضح المادة (١١٠) من قانون هيئة الأوراق المالية صراحةً صلاحية

مجلس المفوضين بتحويل المخالفات المرتكبة خلافاً لأحكام المادة (١٠٩) من قانون الأوراق المالية إلى المحكمة المختصة، على الرغم من اشتغال المادة، أعلاه على الحد الأعلى لعقوبة الحبس الواجب الحكم بها من قبل المحكمة، وأنه من باب أولى ذكر هذه الصلاحية صراحةً على غرار نص المادة (٢٢) من ذات القانون التي نصت وبشكل واضح على ((أ) - للمجلس فرض غرامات مالية لا يتجاوز مقدارها خمسين ألف دينار على أي شخص في أي من الحالات التالية: ارتكاب مخالفة لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه.)) كما جاءت الفقرة (د) من ذات المادة لتعطي الصلاحية لمجلس المفوضين إحالة المخالفات المرتكبة والمنصوص عليها في الفقرة (أ) من هذه المادة إلى المحكمة المختصة، وهذا ما ذهب إليه قانون سوق عمان المالي رقم (١) لسنة ١٩٩٠ الملغى والذي تضمن في المادة (٤٧) من صلاحية رئيس لجنة السوق بإحالة المخالفات إلى المحكمة المختصة.

٢ - لم يضع المشرع الأردني في قانون الأوراق المالية أو التعليمات الصادرة بموجبه أشكالاً عامة للممارسات الممنوعة في تداول الأوراق المالية على سبيل المثال وليس الحصر، سيما المتعلقة بالتأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان والتي تؤدي بطريقة غير مشروعة إلى التأثير على قاعدة العرض والطلب، على غرار ما تم ذكره في المادة (٢/٦٥) النظام الداخلي لسوق عمان المالي لبعض الممارسات الممنوعة والتي تؤثر على أسعار الأوراق المالية على سبيل المثال.

وعلى غرار ما نصت عليه التشريعات السعودية والمصرية والتي جاءت أكثر تفصيلاً عما هو معمول به في قانون الأوراق المالية الأردني.

٣ - لا توجد دائرة ادعاء عام منتدبة من السلطة القضائية تحال إليها الممارسات الممنوعة بموجب القانون لاتخاذ المقتضى القانوني اللازم بشأنها.

٤ - لم يضع المشرع الأردني في تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان أية نصوص تتعلق بشكل صريح عن تنظيم تداولات الأشخاص سواءً أكانوا اعتباريين أم طبيعيين، وحظر التعاملات التي تؤدي إلى التأثير على أسعار الأوراق المالية، وإنما اقتصرت تلك التعليمات على حظر تنفيذ عمليات تؤدي إلى التأثير على أسعار الأوراق المالية من قبل شركات الخدمات المالية.

٥ - عدم وجود مركز إعلامي متخصص يتبع هيئة الأوراق المالية أو بورصة عمان، يعمل على إدامة التواصل بين المستثمرين والجهات الرقابية في سوق رأس

المال الأردني من جهة وبين شركات الخدمات المالية وهيئة الأوراق المالية أو بورصة عمان من جهة أخرى يتم من خلاله تثقيف المستثمرين وشركات الخدمات المالية بمقاصد قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه.

٦ - وجود مفهوم خاطئ لدى المستثمرين وشركات الخدمات المالية مفاده أن التأثير غير المشروع يكون فقط في اللحظات الأخيرة من جلسة التداول، والصحيح هو أن التأثير غير المشروع على أسعار الأوراق المالية يكون في جميع مراحل جلسة التداول بما فيها مرحلة الاستعلام والتي لا يحدث خلالها تنفيذ لما هو مطلوب أو معروض من الأوراق المالية على شاشات التداول. وفي ضوء ذلك نوصي بما يلي:

١ - أن ينص المشرع الأردني في قانون الأوراق المالية صراحةً على صلاحية إحالة المخالفات المرتكبة خلافاً لأحكام المادة (١٠٩/ب) إلى المحكمة المختصة، إذا ما تم تكرار المخالفة لأكثر من مرة، شريطة أن تكون تلك المخالفة قد أثرت وبشكل جسيم على المتعاملين في الأوراق المالية، وذلك من خلال إفراده نصاً مستقلاً يتضمن عقوبة مخالفة المادة أعلاه، وذلك لخطورة الأثر المترتب على مخالفتها على المتعاملين في بورصة عمان وفقدانهم الثقة بسوق التداول إجمالاً.

٢ - وضع عقوبات مالية وجزائية مشددة على شركات الخدمات المالية لثنيها عن تنفيذ عمليات تداول لعملائهم من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان، سيما وأن تعليمات التداول الحالية لم تتضمن عقوبات جزائية على شركات الخدمات المالية المخالفة لها.

٣ - لما كان مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية هو صاحب الصلاحية في تعديل التعليمات المنبثقة عن قانون الأوراق المالية، فإننا نأمل منه أن يقوم بتعديل تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان لتتضمن نصوصاً تتعلق بحظر القيام بممارسات من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان، بحيث يتم ذكر بعض تلك الممارسات على سبيل المثال لا الحصر، سواءً من قبل الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين، دون أن يقتصر ذلك فقط على شركات الخدمات المالية كما هو منصوص عليه حالياً في تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان.

٤ - ضرورة إيجاد دائرة ادعاء أو مدعي عام منتدب من قبل السلطة القضائية تحال إليها أو إليه الممارسات الممنوعة بموجب القانون لاتخاذ المقتضى القانوني

- اللازم بشأنها، والتي قد يمتد أثرها - كما أسلفنا في هذا البحث - إلى قوانين أخرى ذات علاقة كقانون الجرائم الاقتصادية أو قانون الشركات أو تحويل بعضها إلى هيئة مكافحة الفساد.
- ٥ - إيجاد مركز إعلامي متخصص بشؤون سوق رأس المال الأردني يضطلع بالعديد من المهام أهمها تثقيف المستثمرين وشركات الخدمات المالية بقانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه، وعقد المؤتمرات والندوات والمحاضرات المتعلقة بهذا الشأن.
- ٦ - إيجاد حلول فنية لنظام التداول المعمول به حالياً لتفادي حالات استغلاله بالتأثير على أسعار الأوراق المالية في بورصة عمان، بحيث ينسجم مع المتطلبات القانونية المنصوص عليها في قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه.
- ٧ - ضرورة تعاون هيئة الأوراق المالية مع الهيئات الأجنبية التي تمارس نشاطاً مماثلاً في الرقابة على سوق التداول ببورصة عمان، وذلك لأن مواجهة الممارسات الضارة بقوانين العرض والطلب لا تتطلب مجهوداً وطنياً فحسب بل تتطلب الاستفادة من تجارب الدول الأخرى في مكافحة مثل هذه الممارسات.

## المراجع

- ١ - محاضرات في الأحكام العامة لقانون العقوبات، د. عبدالرحمن توفيق أحمد، ج١، ط١، دار وائل للنشر ٢٠٠٥، ص٥.
- ٢ - دروس في علم الإجرام/ د. عبدالرحمن توفيق أحمد/ الطبعة الأولى ٢٠٠٦ دار وائل للنشر/ ص ٥ / هامش رقم ٢ تعريف الجريمة.
- ٣ - التحليل الفني للأسواق المالية د. عبدالمجيد المهيملي. الطبعة الثانية ٢٠٠٥.
- ٤ - كيف تتاجر في الأسهم؟ د. زياد فراس الذنبيات/ الطبعة الأولى ٢٠٠٩
- ٥ - محمد عبدالحميد عطيه / الأزمة العالمية وأثرها على أسواق المال باستخدام منهج دراسة الحدث / ص٨ وص٦٧ وص٧٨ وص٧٩ وص٩٦ وص١٢٨ وص ١٢٩ / دار التعليم الجامعي ٢٠١٠.

### قائمة الأبحاث:

- ١ - د. أحمد بن محمد الخليل/ جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية / قسم الفقه - جامعة القصيم. مجلة جامعة الإمام - الرياض - العدد التاسع - سبتمبر ٢٠٠٩.
- ٢ - الجرائم المالية في البورصات، الجريمة الأولى (جريمة التلاعب في السوق)/ إعداد: سلطان عبدالسلام إبراهيم عبدالسلام. (بحث غير منشور).

### قائمة المجالات والتقارير:

- ١ - جريمة الغش ومكافحتها/مجلة الجيش العدد ٢٢٧ أيار ٢٠٠٤ / إعداد نادر شافي.
- ٢ - التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية لعام ٢٠١١.

### الإنترنت:

- 1 - [www.jordan.gov.jo](http://www.jordan.gov.jo)
- 2 - [www.egx.com.eg/arabic/Trading\\_Rules.aspx](http://www.egx.com.eg/arabic/Trading_Rules.aspx)

### قائمة القوانين والتعليمات:

- ١ - قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.
- ٢ - قانون الشركات الأردني رقم (٢٢) لسنة ١٩٩٧ وتعديلاته لغاية القانون رقم (٥٧) لسنة ٢٠٠٦.
- ٣ - قانون العقوبات الأردني لسنة ١٩٦٠.
- ٤ - قانون الجرائم الاقتصادية الأردني رقم (١١) لسنة ١٩٩٣.

- ٥ - قانون اتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع.
- ٦ - قانون سوق رأس المال المصري رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢.
- ٧ - تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان الصادرة استناداً لأحكام المادة (٦٧/ج) من قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ المعدلة بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم (٢٠٠٩/١٥٩) تاريخ ١٦/٣/٢٠٠٩.
- ٨ - قرار مجلس إدارة هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع رقم (٢) لسنة ٢٠٠١ في شأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية.
- ٩ - لائحة سلوكيات السوق / صادر عن مجلس هيئة السوق المالية السعودي.
- ١٠ - FSMA: Financial Services and Markets Act 2000.
- ١١ - Rules of the London Stock Exchange: Effective 26 November 2012 (20)