

تاريخ القبول: 2020/01/09

تاريخ الإرسال: 2019/04/17

تاريخ النشر: 2020/04/26

متطلبات محاربة التلاعب في بورصة الجزائر

The Requirements To Fight the Manipulation of
The Algiers Stock Exchange

د. نعيمة برودي

جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان . baroudinaima@yahoo.fr

المخلص:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى إبراز أهمية وضع قواعد ولوائح تحد من الاضرار بالأسواق المالية والمتعاملين فيها وتحميهم من عمليات التلاعب التي قد تمارسها الشركات أو المضاربون، حيث يهدف المتلاعبون إلى خداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وتحقيق مكاسب غير مشروعة. وقد توصلت الدراسة إلى أن حادثة بورصة الجزائر وخصائصها الحالية تساعد بشكل أكبر على التلاعب، حتى وإن لم تظهر لحد أن أي تصرفات تشير إلى حدوث ذلك، لكن يجب مراجعة القوانين المنظمة لعمل بورصة الجزائر خاصة فيما يتعلق بجانب التلاعب، حيث يلاحظ وجود قصور فيها، إذ يجب وضع لائحة تحدد السلوكيات المحظورة في بورصة الجزائر.

الكلمات المفتاحية: التلاعب، المعلومات المالية، بورصة الجزائر، أسعار الأوراق المالية، حماية المستثمر.

Abstract:

This paper aims to establish the importance of regulations that limit damage to financial markets and those who

treat them, and to protect manipulators from manipulation by businesses or speculators .Whereas The Manipulators seek to mislead investors by controlling or influencing the prices of traded securities and making illegal gains.

The study revealed that the modernity of the Algerian stock market and its current characteristics are more conducive to manipulation, Till date, no action has indicated that the market has been tampered. However, the rules governing the work of the Algiers Stock Exchange should be reviewed, particularly with regard to the manipulation component. It is therefore necessary to establish a list of prohibited behaviors at the Algiers Stock Exchange.

Key words: Manipulation, Financial Information, Algeria Stock Exchange, Stock Prices, Investor Protection

المؤلف المرسل: نعيمة برودي ، الإيميل: BAROUDINAIMA@YAHOO.FR

مقدمة:

يعتمد المستثمرون في صياغة قراراتهم الاستثمارية على المعلومات المالية التي تعتبر أحد أهم الأركان الساندة لضمان كفاءة السوق المالي وتطوره، والمحرك الأساسي لتوجيه المدخرات، والتخصيص الكفاء للموارد المالية من جهة وتسعير الأوراق المالية من جهة أخرى. ولكن ما يحد أن تكون الأسواق المالية أسواقا كفاءة وفعالة هو وقوع الجرائم المالية Financial Crimes والتي تمارس تأثيرا سلبيا على الشركة ومساهميها بصفة خاصة وعلى البورصة والاقتصاد بصفة عامة. ومن بين الجرائم المالية نجد عمليات التلاعب والتي قد تقوم بها الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، أو المتعاملين فيها سواء مستثمرين أو مضاربين الذين يعتمدون إلى

القيام ببعض الأعمال المخالفة للأنظمة والقوانين لتحقيق مكاسب بطرق غير شرعية، وتؤدي هذه التلاعبات إلى الاضرار بالسوق وعلى قيم أسعار الأوراق المالية والمستثمرين وكذا مستوى كفاءة السوق، وعليه يجب حماية الأوراق المالية من خلال تجريم كافة أشكال وصور التلاعب بأسعارها.

وقد باشرت بورصة الجزائر نشاطها في 13 سبتمبر 1999، حيث تعتبر بورصة فنية، ورغم مرور عشرين سنة على بدأ نشاطها إلا أن نشاطها مازال محدودا كما أن عدد الشركات المدرجة فيها قليل، وبالتالي فإن بورصة الجزائر مازالت لم ترقى في نشاطها إلى مستوى البورصات الناشئة التي تلعب دورا كبيرا سواء في تمويل الشركات أو النهوض بالاقتصاديات، كما يلاحظ وجود بعض القصور في الجانب القانوني خاصة من جانب إذا حدثت تلاعبات وممارسات التي قد تؤدي إلى الإخلال بنشاط البورصة؛ مما سبق نحاول من خلال هذه الورقة البحثية معالجة الإشكالية التالية: ما هي متطلبات محاربة ممارسات التلاعب في بورصة الجزائر والتي لم ترد في نص المشرع الجزائري؟

1. ماهية التلاعب: تعددت طرق التلاعب وتغيرت وتطورت بتطور تقنيات الاتصال الحديثة، التي بقدر ما سهلت من وصول المضارب والمستثمر للمعلومة بسرعة ودقة، فقد وفرت مجالا رحبا للمتلاعبين لنشر الشائعات والتلاعب في السوق.

1.1. تعريف التلاعب: يمكن تعريف التلاعب في أسواق الأوراق المالية بأنه "عبارة عن التصرفات التي يقوم بها متداول أو مجموعة من المتداولين لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها بهدف الربح على حساب بقية المتداولين في السوق بصرف النظر عن أي شيء خلاف المصلحة الخاصة له"¹؛ كما يقصد بالتلاعب في أسعار الأوراق المالية أو المضاربة غير المشروعة ذلك التوجه الزائف للأسعار، أي التأثير على سعر ورقة مالية ما لكي تباع أو تشتري بسعر أعلى أو أقل من

السعر الذي يحدث نتيجة العمليات الطبيعية للعرض والطلب. والمتلاعب في سعر ورقة ما يسعى للحصول على أرباح أو تفادي خسائر عن طريق خلق سعر زائف قد يؤدي إلى التأثير على التداول².

كما عرفته هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) بأنه "سلوك متعمد يهدف إلى خداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير على الورقة المالية في السوق، ويمكن أن ينطوي التلاعب على عدد من التقنيات للتأثير على العرض والطلب على الأسهم. وهو يشمل نشر معلومات كاذبة أو مضللة عن شركة للحد بشكل غير صحيح من عدد الأسهم المتاحة للجمهور، أو تزوير العروض أو الأسعار أو المتاجرات لخلق صورة زائفة أو مضللة عن الطلب على ورقة مالية"³؛ أما هيئة سوق الأوراق المالية السعودية فتعرف التلاعب بأنه "القيام بأي تصرف أو ممارسة تنطوي على تلاعب أو تضليل أو تدليس أو مشاركة في أي منها عند تداول ورقة مالية، ويهدف التلاعب بالسوق إلى تغيير سعر الورقة المالية لصالح شخص ما عن طريق الاحتيال على الآخرين"⁴.

فالتلاعب في السوق يكون بفعل المضاربين الذين يهدفون إلى تحقيق مكاسب غير مشروعة عن طريق الإضرار بالآخرين، وذلك إما عن طريق التلاعب بأنفسهم أو باشتراكهم مع الغير أو بافتعال الشائعات وترويج التوصيات من دون وجود معلومات صحيحة يتم الاعتماد عليها. وكذلك في بعض الصور تقوم الشركة بذلك. وقد يكون التلاعب مبنيًا على معلومات داخلية Insider Trading Evasion والذي يحدث بفعل مجالس إدارة شركات المساهمة أو بعض مدراءها التنفيذيين عند ضعف تطبيق قوانين حوكمة الشركات، التي تلزم بوجود حواجز تحول دون وصول المعلومات المهمة إلا لبعض الموظفين المطلعين، الذين يكونون ضمن قائمة معينة تحددها الشركة عند كل عملية خاصة بمهمة معينة. وإذا حصلت مخالفة

من هذا الفعل وتم التداول من المطلعين عليها أو تم تسريبها إلى غيرهم قبل الإعلان عن العملية للاستفادة بما لديهم وتحقيق منفعة.

أما بالنسبة للمتلاعب Manipulator فهو يدخل ضمن تصنيف المضارب المتطفل Parasitic وهو الشخص المغرر لغيره من المتداولين بالقول أو الفعل من خلال نشر الإشاعات أو التصريح بمعلومات خاطئة، أو تنفيذ صفقات تولد أسعاراً أو كميات تقسد معلومات وتوقعات بقية المتداولين، ويتصرف بناء عليها لمصلحته. فالمتلاعب يهدف إلى رسم صورة مختلقة للسوق، يأمل أن يخطئ المتداولون الآخرون في اعتبارها صورة حقيقة لما يجري في السوق⁵.

2.1. المتلاعبون في البورصات: هناك عدة فئات من المتعاملين الذين يمكن لهم التلاعب في السوق، نجد منهم⁶:

* - المدراء التنفيذيون المطلعين على الوضع الحقيقي للشركات، وهؤلاء ربما يكون لهم دور في نشر المعلومات المضللة، أو إخفاء بعض الحقائق، أو التحكم في وقت نشر بعض المعلومات الحقيقية لتحقيق نوع من المكاسب.

* - المحاسبون والمدققون سواء كانوا داخليين أم خارجيين الذي يمكنهم التلاعب ببعض البيانات المحاسبية لإعطاء انطباع جيد عن وضع الشركة، وهو ما اصطلح على تسميته بالمحاسبة الإبداعية.

* - المحترفون في الأسواق المالية كالمحللين الماليين وخبراء الاقتصاد والبنوك، وحتى مدراء الصناديق الاستثمارية الذين تتوفر لديهم سيولة كبيرة جداً.

* - بعض المسؤولين في الدوائر المالية الرسمية إما مباشرة أو بغض الطرف عن بعض الألاعيب والممارسات غير الأخلاقية.

* - كبار ملاك الأسهم الذين يمكنهم التأثير على أسعار السهم نتيجة الكميات الكبيرة التي يملكونها من سهم منشأة ما.

3.1. أنواع التلاعب: تتعدد وتتوزع أنواع التلاعب ولكنها تنصب في ثلاثة أنواع

أساسية هي⁷:

أ. **التلاعب المؤثر في القيمة:** يحدث عندما يقوم المتلاعب بتصرف يؤثر على قيمة السهم، وغالبا ما يكون هذا التلاعب من متخذي القرار في الشركة المساهمة، ومن حالات التلاعب نجد التلاعب المرتبط بقرارات الاندماج والاستحواذ، مثل الإعلان عن تقديم عرض لشراء أو دمج أو الاستحواذ على شركة، بما يؤدي إلى رفع سعر سهم الشركة المستهدفة، فيقوم المعلن ببيع ما يملكه من أسهمها، ويعلن بعد ذلك أن المفاوضات تعثرت، وتم العدول عن العرض.

ب. **التلاعب المؤثر في السعر من خلال بث معلومات مضللة:** يحدث عندما يقوم المتلاعب بنشر معلومات غير صحيحة، أو معلومات صحيحة ولكن معروضة بطريقة يمكن أن يفسرها بقية المتداولين بشكل خاطئ، بما يؤدي إلى التأثير على توقعاتهم حول القيمة؛ ويدخل في ذلك نشر الشركة معلومات مضللة حول وضعها المالي، وقيام بعض المحللين بالتوصية أو إعطاء معلومات إيجابية لأسهم يملكونها.

ج. **التلاعب المؤثر في السعر من خلال تداولات مغررة:** يقوم المتداول بتنفيذ تداولات تحدث أثارا مباشرة على الأسعار والكميات المتداولة سواء طلبات وهمية أم عروض وهمية، بما يؤدي إلى التأثير على توقعات بقية المتداولين في السوق حول قيمة الورقة المالية المتداولة، وبالتالي يؤثر على قراراتهم. وقد يكون التداول الذي يتم في هذه الوسيلة حقيقيا استنادا للقوة المالية للمتلاعب، أو صوريا من خلال التواطؤ مع مجموعة من المتداولين لإحداث نشاط مصطنع في السوق.

4.1. صور وأساليب التلاعب في البورصات: من أشهر حالات التلاعب التي أدت

إلى سن نظم وقوانين هي تواطؤ مجموعة من المتداولين (بنوك استثمارية، وصانعي أسواق وكبار مسؤولي الشركات) على رفع أسعار الأسهم في سوق نيويورك الذي

أصبح يعرف فيما بعد باسم "تواطؤ الأسهم" Stock pool، والذي ترتب عليه سن قانون الأوراق المالية في عام 1933 ثم قانون الأسواق المالية وإنشاء هيئة السوق والأوراق المالية في الـ 10 من أيار 1934. وهناك صور عديدة للتلاعب في أسعار الأوراق المالية، ويمكن تقسيم تلك الممارسات إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي⁸:

أ. **البيع الصوري**: يكون بخلق تعامل مذهري نشط على سهم ما في الوقت الذي لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، مثلاً قيام شخص ببيع ورقة مالية سوريا لإبنه أو أحد أقاربه، أو القيام بشراء وبيع الورقة في ذات اليوم من شخص يتفق معه على ذلك بسعر أكبر أو أقل حسب الاتفاق. فالغرض الأساسي من عملية البيع الصوري هو خلق سعر زائف للورقة بهدف تحقيق فرص للربح أو تحقيق خسائر دفترية لأغراض ضريبية.

ب. **الشراء بقصد الاحتكار**: يقصد به قيام شخص ما بشراء كل الكميات المعروضة من ورقة ما، وذلك بقصد تحقيق نوع من الاحتكار، يمكنه فيما بعد من بيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه.

ج. **اتفاقيات التلاعب**: يقصد بها انضمام شخصين أو أكثر للعمل معاً في الصفقات التي تتسم بالتلاعب في أسعار الأوراق المالية، وتهدف هذه الاتفاقيات إلى إحداث تغيرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، وقد تشمل تلك الاتفاقيات على سمسرة وعاملين في بعض المنشآت التي لها أوراق مالية يتم تداولها في البورصة. وعليه يوجد عدد كبير من صور وأساليب التلاعب، ومن أشهر هذه الصور نجد⁹:

- المشاركة في سلسلة من الصفقات الضخمة على سهم منشأة: أي السيطرة على سوق من خلال شراء كمية كبيرة من الأسهم المتداولة (خاصة للشركات الصغيرة) مما يجعل المتلاعب (متداول عادي أو صانع سوق) يتمتع بقوة احتكارية نسبية

تجعل من السهل عليه التحكم بسعر السهم صعودا أو هبوطا، وتظهر تلك الصفقات على شاشات التداول مما يعطي انطباعا عن نشاط مكثف أو احتمال بتحريك سعر السهم. وهو ما يؤدي إلى جذب الكثير من المستثمرين إلى السهم مما يسهل على المتلاعب بيع أسهمه وتحقيق المكاسب.

- تواطؤ السماسرة أو صناع السوق على التحكم بالعروض والطلبات ومن ثم الأسعار عند مستويات لا تعكس قوى العرض والطلب الفعلية في السوق.

- استخدام الطلبات والعروض مصحوب ببعض الصفقات لإيهام الآخرين بارتفاع أو انخفاض السعر.

- لتوصيات من خلال مواقع الإنترنت ورسائل الهواتف المحمولة تحت مسميات مختلفة مثل: سهم الشهر، أو الأسبوع، أو اليوم، وقد يصاحب هذه الصورة تعاملات مصطنعة ترفع من السعر وتجذب آخرين للشراء.

- التلاعب المعلوماتي في أسعار الأوراق المتداولة في السوق من خلال التلاعب في المعلومات عن طريق الإنصاح الانتقائي للأخبار، أو بث معلومات غير صحيحة أو التضخيم من أثر معلومات صحيحة أو إصدار توصيات لعدد هائل من المستثمرين لرفع السعر ثم البيع أو تخفيض السعر ثم الشراء، أو بناء توقعات مستقبلية للشركة لا أساس لها من الصحة، أو نشر تقارير متحيزة أو معلومات مضللة عن حقيقة أداء الشركة ومستقبلها بهدف الترويج للإصدارات التي يقومون بتسويقها. والهدف هو تحريك الأسعار في الاتجاه الذي يناسب المتلاعب إما صعودا أو هبوطا.

- صفقات شراء متتابعة بكميات صغيرة ترفع السعر يعقبها بيع كمية كبيرة، أو العكس صفقات بيع متتابعة بكميات صغيرة تخفض السعر يعقبها شراء كمية كبيرة.

- التحكم بسعر الإغلاق من خلال إرسال أوامر سوقية بكميات كبيرة تؤدي إلى زيادة كبيرة في السعر قبيل الإغلاق، لإعطاء انطباع خاطئ بأن هناك اهتماماً بهذا السهم، أو لتحقيق استراتيجية التلاعب بوقت أقصر، أو لأغراض خاصة بتسجيل قيمة الشركة في التقارير المالية للشركة نفسها، أو قيمة الصناديق الاستثمارية التي تملك نسبة كبيرة منها أو قيم المحافظ الممولة بالهامش لمنع قيام الممول بتسجيلها. وقد يكون هدف التلاعب مجرد تثبيت سعر السهم في مدى محدد للغرض نفسه.

- التواطؤ لزيادة حجم الكميات المتداولة الوهمية بين عدد من المتداولين، لاستدراج متداولين آخرين.

- تعاون المتلاعب مع بعض الإعلاميين والمحللين الماليين لكتابة أخبار جيدة عن السهم على أن يكون له جزء من الربح.

- شراء كميات كبيرة من الأسهم لإجبار الذين لديهم بيوع مسبقة على الشراء لتغطية مراكزهم المالية عند أسعار مرتفعة، أو العكس بيع كميات كبيرة من الأسهم لإجبار الذين لديهم تسهيلات بالهامش على البيع لتغطية مراكزهم المالية عند أسعار متدنية.

- فتح حسابات متعددة للتداول: يلجأ المتلاعب ذو الكفاءة المالية العالية إلى فتح حسابات متعددة بحيث يضيفي شرعية على عمليات التداول الكبيرة التي تتم بين حساباته المختلفة. هذا الأسلوب يمكن المتلاعب من التحكم في العرض والطلب على سهم منشأة ما، خصوصاً إذا كان رأس مالها صغير.

- أسلوب الصدمات السعرية: من خلاله يقوم المتلاعبين بعد الاتفاق فيما بينهم إلى المضاربة بشكل واسع على سهم ما، بحيث تتحطم نظرية العرض والطلب مما يدفع الكثير من المتعاملين إلى البيع أو الشراء بكميات كبيرة. فقد يقوم المتلاعبون بشراء أو بيع كميات كبيرة من سهم نشط بحيث يوحي ذلك التعامل بأنه عند شراء كميات كبيرة من ذلك السهم فإن سعره مرشح للصعود، أو أن بيع كميات كبيرة منه سيدفع

سعره للهبوط. وبالتالي يحدث نوعا من الصدمة السعريّة حول السهم تدفع بقية المستثمرين لشراؤه أو بيعه بكميات كبيرة.

- أسلوب التدوير: وهو إيجاد إحياء لحالة معينة من النشاط غير الطبيعي على تداولات سهم منشأة ما من خلال بيع وشراء (التجميع والتصرف) وانتقال غير حقيقي ما بين محافظ ذات وعاء استثماري واحد بكميات ضخمة خلال فترات محددة، مما يساعد على جذب الكثير من المتعاملين بسبب النشاط الوهمي.

2. تنظيم سوق بورصة القيم المنقولة

تنشأ الحاجة لتدخل الحكومة في البورصات لحماية صغار المستثمرين الأقل خبرة ومعرفة، حيث يكون صغار المستثمرين أكثر عرضة لمخاطر الغش والتدليس. فقلة المعلومات قد تمكن التجار وكبار المستثمرين من الشراء والبيع لصغار المستثمرين بأسعار تقل أو تزيد عن الأسعار الحقيقية، وثمة سبب آخر قد يجعل سعر الورقة غير عادل بالنسبة للمستثمر الصغير وهو عمليات التلاعب في السوق. ويأخذ تنظيم سوق الأوراق المالية ثلاثة صور هي¹⁰:

1.2. تنظيم عمليات الإفصاح عن المعلومات: تقدم الشركات معلومات عن نوعية الأوراق المالية المصدرة وذلك بهدف تحديد مدى أمان الاستثمار ودرجة المخاطرة المصاحبة له، بيد أن المعلومات قد تكون غير كافية من ناحية، ومن ناحية أخرى قد يفتقر المستثمرون إلى الخبرة في تحليل تلك المعلومات، وهذا ما يستدعي تدخل الحكومات للتأكد من سلامة وكفاية المعلومات المقدمة لتجنب عمليات الغش والاحتيال، وعادة ما تشكل لجنة أو هيئة للأوراق المالية تلزم الشركات بتقديم كافة المعلومات عن إصداراتها الأمر الذي يخفض من عمليات التدليس على المستثمرين ويسهم في زيادة كفاءة السوق. وقد ألزمت القوانين الشركات بالإفصاح عن معلومات تتعلق بحجم مبيعاتها وأصولها ومكاسبها، ومنع كبار المساهمين المؤسسين من

ممارسة أي نشاط من شأنه أن يؤثر على أسعار الأوراق التي تصدرها، ومنع تسريب المعلومات الهامة عن الشركة لأي وسيط أو مؤسسة مالية متعاملة في البورصة، مما قد يمكنهم من تحقيق أرباح دون أن يتوافر ذلك لغيرهم من المتعاملين. فالمعلومات الخاصة بأوضاع الشركة هي حق يجب أن يتاح لكافة المتعاملين وليس لطرف معين يمكن أن يستفيد منها لتحقيق أرباح غير عادية.

2.2. تنظيم عمليات التبادل: من خلال وجود إطار تشريعي وهيئة يناط بها تطبيق

قوانين ولوائح تنظيم السوق، وتشرف عليه من خلال أداء الوظائف التالية¹¹:

- الرقابة على السوق الأولية: تقوم الهيئة المشرفة على السوق بإلزام الشركات الجديدة التي تطرح أسهما للاكتتاب العام بإصدار نشرة الاكتتاب توضح فيها أغراضها وبرنامجه، ومن شأن ذلك تضيق الخناق على الشركات الوهمية التي قد تظهر وتخفي بسرعة بعد تجميع أموال الجمهور، كما تقوم الهيئة بالرقابة على تداول أسهم الشركة الجديدة بقيدها بالجدول المؤقت للأسعار على أن يتم القيد بالجدول الرسمي للأسعار في حالة استيفاء شروط القيد.
- وضع متطلبات الإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة ولحين إعلان نتائج مرضية عن أعمال الشركة.
- الرقابة على السوق الثانوية: من خلال نشر المعلومات المالية عن الشركات المدرجة بالبورصة حيث تلتزم الشركات بإعداد ونشر المعلومات المالية عن نتائج أعمالها ومراكزها المالية باستمرار، لتمكين المستثمرين من اتخاذ القرار الاستثماري السليم.
- تطبيق قوانين ولوائح السوق: تقوم الهيئة المشرفة على السوق بتطبيق قوانين ولوائح التعامل في السوق وذلك بهدف تحقيق السيولة المنتظمة التي تضمن

تدنية التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في أسعار الأوراق المالية التي لا يفسرها حجم تداول مناسب، وللهيئة عدة وسائل لتجنب التقلبات السعرية أهمها إيقاف التعامل لفترة معينة للأسهم التي تتقلب أسعارها أو تحديد مدى معين للتغير في الأسعار لا يمكن تجاوزه.

3.2. تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية: وتتعلق بالإجراءات التي تتخذها الحكومة لحماية أموال المستثمرين، وأهمها ما يلي:

– الحصول على ترخيص مسبق من الجهات المختصة عند إنشاء أي مؤسسة للوساطة المالية وذلك بعد فحص موقف المؤسسة الراغبة في القيام بأعمال الوساطة والتحقق من قدرتها على أداء تلك الوظيفة.

– ضرورة إمسك سجلات منتظمة معدة وفقا للمعايير المحاسبية المتعارف عليها على أن تخضع تلك السجلات للمراجعة الدورية من أجهزة يناط بها التحقق من صحة البيانات الواردة بها.

– فرض قيود على الأصول المالية المصرح للوسطاء الماليين بحيازتها لضمان سلامة أموال المستثمرين، وقد تكون تلك القيود متعلقة بمنع حيازة بعض المؤسسات لأصول مالية ترتفع درجة المخاطرة فيها، ويظهر ذلك واضحا في البنوك التجارية التي لا يسمح لها بحيازة الأسهم العادية لشدة تقلب أسعارها، وقد تقتصر القيود على وضع حدود معينة لحيازة الأصول الخطرة كما هو الحال في شركات التأمين التي يسمح لها بشراء أسهم عادية و لكن في حدود معينة.

– إنشاء صناديق للتأمين على حقوق المستثمرين لدى وسطائهم، وتهدف تلك الصناديق إلى تعويض المستثمرين عن الخسائر المالية إذا واجه الوسيط المالي فشلا ماليا تعذر معه سداد التزاماته المالية.

3. متطلبات محاربة جريمة التلاعب في بورصة الجزائر

برزت فكرة السوق المالية في الجزائر إثر الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 ودخلت حيز التطبيق في سنة 1988 حيث صدرت خلال تلك السنة عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وبعدها صدر القانون المتعلق بالنقد والقرض سنة 1990 ليرسخ أهمية إنشاء السوق المالية. وفي سنة 1993 صدر المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23-05-1993 والذي يقضي بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالجزائر، لتتوالى بعدها عدة مراسيم تنفيذية وتشريعية تتعلق كلها بتنظيم بورصة القيم المنقولة. فقد صدر عام 1996 مرسوم تنفيذي تضمن تعيين رئيس لجنة تنظيم عملية البورصة، وفي نفس السنة صدر من طرف اللجنة السابقة نظام متعلق بشروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة، وواجباتهم ومراقبتهم لتظهر البورصة سنة 1997 وسبب تأخير مشروع إنشائها رغم صدور قانون إنشائها في 1993 يعود إلى الظروف التي كانت تمر بها الجزائر.

وفي عام 1998 ظهرت مؤشرات إيجابية عن الأوضاع المالية في الجزائر، إذ تمكنت الحكومة من تحقيق التوازنات الكبرى لاسيما على صعيد المديونية وميزان المدفوعات، هذا المناخ المواتي سمح بوضع الأمور في نصابها فبدأت الخطوات الأولى لقيام البورصة وتحديد المتدخلين في السوق المالية. على خط مواز شكلت الحكومة في بداية 1997 لجنة مراقبة البورصة وتأسست شركة بورصة الجزائر في منتصف 1997 بمساهمة من البنوك الحكومية وشركات التأمين إضافة إلى مصرف خاص واحد هو البنك المتحد. وفي نوفمبر 1997 أنجز القانون العام للبورصة وتحددت آليات قبول الشركات وعمليات التسجيل وذلك بالتعامل مع شركة كندية. وقد باشرت بورصة الجزائر نشاطها في 13 سبتمبر 1999، حيث تقوم

حصة واحدة للتسعير كل يوم اثنين من الساعة 9 إلى 10 وذلك لمحدودية نشاط البورصة بقلّة عدد الشركات المسجلة فيها.

وقد أسس المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 لبورصة القيم المنقولة وعرف الهيئات المكونة لها والمتكونة من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وهي تمثل سلطة سوق رؤوس الأموال وشركة إدارة بورصة القيم SGBV. حيث تتمثل مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على ما يأتي بالخصوص حماية المستثمر في القيم المنقولة وحسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها؛ وتتمثل وظائفها فيما يلي:

***الوظائف القانونية:** وذلك بسن تقنيات تهتم برؤوس الأموال الممكن استثمارها، واعتماد الوسطاء القواعد المهنية المطلقة عليهم، والإصدارات في أوساط الجمهور وقبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وتنظيم عمليات المقاصة، وكذا العروض العمومية لشراء قيم منقولة والنشر الدوري للمعلومات الخاصة بالشركات.

- تسيير أوراق القيم المنقولة وسنداتها المقبولة في البورصة.

***الوظائف الرقابية:** تراقب (COSOB) الشركات التي تتداول قيمتها في البورصة، والوسطاء في عمليات البورصة، كما تراقب سير عمليات السوق.

***الوظائف التأديبية والتحكيمية:** أنشأت لتعالج كل نزاع تقني ناتج عن تأويل القوانين التي تدير سير البورصة، فتعالج كل إنقاص في الواجبات المهنية والأخلاقية لوسطاء عمليات البورصة بالإضافة إلى كل مخالفة للتدابير التشريعية التي تطبق عليهم.

أما شركة إدارة بورصة القيم (SGBV)، فهي شركة ذات أسهم، أسهمها مملوكة كلياً من طرف الوسطاء، تمارس مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وتتمثل مهامها في: التنظيم العلمي لإدراج القيم المنقولة في البورصة،

التنظيم المادي لحصص البورصة، تنظيم عمليات المقاصة للتعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديثها، تسجيل المفاوضات (تقييدها)، نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات، نشر النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

أما فيما يتعلق بالجانب القانوني فقد تناول المشرع الجزائري بورصة القيم المنقولة من خلال صدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993¹² المعدل والمتمم بالأمر رقم 96-10 المؤرخ في 14/01/1996 وبالقانون رقم 03-04¹³ المؤرخ في 17/02/2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والذي ينظم البورصة، وقد تضمن المرسوم تجريم بعض السلوكيات غير المشروعة التي قد تقع في بورصة الجزائر، ونص على توقيع بعض الجزاءات الجنائية على مرتكبيها. أما فيما يتعلق بقضية التلاعب في بورصة الجزائر فقد ورد ذلك في المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 والتي عدلت وتمت بموجب المادة 19 من القانون رقم 03-04، حيث أصبح نص المادة المعدلة كما يلي:

المادة 60: يعاقب بالحبس من ستة أشهر إلى 5 سنوات وبغرامة قدرها 30000 دج، ويمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه، أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط:

- كل شخص تتوافر له بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته معلومات امتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعيته، أو منظور تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يتعمد السماح بانجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات.

- كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى عن منظور أو وضعيته مصدر، تكون سندات محل تداول في

البورصة، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة من شأنه التأثير على الأسعار.

كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس مباشرة أو عن طريق شخص آخر مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير. تعد العمليات التي تتجر على هذا الأساس عمليات باطلة.

كما يلاحظ من خلال القانون رقم 03-04 الصادر في 17 فبراير من سنة 2003، خاصة المادة 20 : التي نصت على تأسيس المادة 65 مكرر 1 و 65 مكرر 2 و 65 مكرر 3 و التي ورد فيها ذكر لعملية احتكار القيم المنقولة والتي تعد من أساليب التي يمكن استخدامها في التلاعب؛ من خلال مراجعة القوانين المتعلقة بالتلاعب فإنه يلاحظ وجود قصور في النصوص التشريعية المتعلقة بتجريم التلاعب في البورصة، وعليه يجب على بورصة الجزائر وضع لائحة لسلوكيات السوق، بحيث تهدف هذه اللائحة إلى حماية المتعاملين في السوق المالية من الممارسات والسلوكات غير النظامية، ومن أهم أنواع الممارسات المحظورة التي يجب أن تتضمنها اللائحة نجد: التلاعب بالسوق، التداول بناء على معلومات داخلية، بث البيانات غير الصحيحة (الشائعات).

ومن متطلبات محاربة جريمة التلاعب في بورصة الجزائر ما يلي:

1.3. التلاعب بالسوق: وذلك من خلال وضع نص خاص بالاحتيايل والتداول، من خلال اصدار مواد تعرف جريمة التلاعب وتبيان الحالات التي تمثلها والتي يمكن سرد بعض من تلك الحالات كما يلي:

-تجريم الشخص الذي يقوم عمدا بعمل أو يشارك في أي إجراء يوجد انطبعا غير صحيح أو مضللا بشأن السوق، أو الأسعار، أو قيمة أي ورقة مالية، بقصد إيجاد ذلك الانطبعا، أو لحت 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.

يجب تحديد ماهية الشخص (صفة المتلاعب) الذي يقوم بعملية التلاعب والذي تم ذكره في المادة 60 حيث لم تضبط صفة من يمتلك المعلومات الامتيازية، فالمشرع لم يشترط مهنة بعينها أو وظيفة بذاتها فهل هؤلاء الأشخاص هم من أعضاء مجلس الإدارة، أو من كبار التنفيذيين.

-تحديد مفهوم للمعلومات الامتيازية .

-وضع القواعد، وتحديد الظروف والإجراءات الهادفة للمحافظة على استقرار أسعار الأوراق المالية المعروضة للجمهور، والأسلوب والوقت الذي يتعين فيه اتخاذ هذه الإجراءات.

*تحديد الأعمال والتصرفات التي تعد من أنواع الاحتيال والتي نجد منها:

-القيام بأي عمل أو تصرف يهدف إلى إيجاد انطباع كاذب أو مضلل يوحي بوجود عمليات تداول نشط مالية خلافا للحقيقة. ويدخل في تلك الأعمال والتصرفات على سبيل المثال لا الحصر ما يأتي:

- ✓ القيام بعقد صفقات على أوراق مالية لا تتطوي على انتقال حقيقي لمملكتها.
- ✓ القيام بإدخال أوامر لشراء ورقة مالية معينة مع العلم المسبق بأن هناك أمرا أو أوامر بيع مشابهة من حيث الحجم والسعر والتوقيت قد أدخلت أو ستدخل من قبل طرف أو أطراف أخرى مختلفة لنفس الورقة المالية .
- ✓ التأثير بشكل منفرد أو مع آخرين على سعر ورقة أو أوراق مالية معينة متداولة بالسوق، عن طريق إجراء سلسلة من العمليات في تلك الورقة أو الأوراق المالية من شأنه أن يحدث طلبات فعلية أو ظاهرية نشطة في التداول، أو

يحدث ارتفاعا أو انخفاضاً في أسعار تلك الأوراق بهدف جذب الآخرين، وحثهم على شراء أو بيع هذه الأوراق حسب واقع الحال.

✓ التأثير بشكل منفرد أو مع آخرين بإجراء سلسلة من الصفقات كسواء أو بيع، أو كلاهما معاً، ورقة مالية متداولة في السوق بهدف تثبيت أو المحافظة على استقرار سعر تلك الورقة، بالمخالفة للقواعد التي تضعها الهيئة لسلامة السوق وحماية المستثمرين.

2.3. تجريم عملية التداول بناء على معلومات داخلية: يقصد بالمعلومات الداخلية المعلومات التي يحصل عليها الشخص المطلع، والتي لا تتوافر للجمهور، ولم يتم الإعلان عنها، والتي يدرك الشخص العادي، بالنظر إلى طبيعة ومحتوى تلك المعلومات، أن إعلانها سيؤثر تأثيراً جوهرياً على سعر الورقة المالية أو قيمتها التي تتعلق بها هذه المعلومات، ويعلم الشخص المطلع أنها غير متوافرة عموماً وأنها لو توافرت لأثرت على سعر الورقة المالية أو قيمتها تأثيراً جوهرياً.

وعليه يجب إصدار قانون يجرم ويعاقب كل من قام باستخدام معلومات داخلية في التداول وتحقيق أرباح استثنائية عن باقي المستثمرين، إذ يجب يجرم الشخص الذي يحصل على مثل هذه المعلومات غير المتاحة للجمهور من خلال عائلته أو روابطه السرية، أو من خلال علاقة عمل أو علاقته التعاقدية لا يحق له نظاماً التداول بناء عليها. مما يعني أولاً عدم شرعية الحصول على هذه المعلومات من هذه المصادر الداخلية، وعدم شرعية الاستفادة منها ثانياً في تداول الأسهم. وبشكل مشابه، لا يحق للأشخاص من غير التنفيذيين في الشركة الذين تربطهم بالشركة علاقات تسمح لهم بمعرفة معلومات داخلية التداول بأنفسهم بناء على هذه المعلومات، أو تقديم هذه المعلومات لآخرين ليتداولوا الأسهم بناء عليها. حيث تعد هذه الحالة تداولاً للأسهم بناء على معلومات داخلية، وهي محظورة أيضاً.

وتظهر العمليات المحظورة والتي تتم بناء على معلومات داخلية في:

- يحظر على أي شخص (الشخص المطلع) يحصل بحكم علاقة عائلية أو علاقة عمل أو علاقة تعاقدية على معلومات داخلية أن يتداول بطريق مباشر أو غير مباشر الورقة المالية التي تتعلق بها هذه المعلومات، أو أن يفصح عن هذه المعلومات لشخص آخر توقعاً منه أن يقوم ذلك الشخص الآخر بتداول تلك الورقة المالية.

- يحظر على أي شخص شراء أو بيع ورقة مالية بناء على معلومات حصل عليها من شخص مطلع وهو يعلم أن هذا الشخص قد خالف بإفشائه المعلومات الداخلية المتعلقة بالورقة.

3.3. أما فيما يتعلق البيانات غير الصحيحة (الشائعات) والتي تم تناولها المشرع الجزائري في الفقرة الثانية من المادة 60 المعدلة بموجب القانون رقم 03-04 والتي بمقتضاها "يعاقب كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى، عن منظور أو وضعية مصدر، تكون سنداته محل تداول في البورصة، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة من شأنه التأثير على الأسعار". وهذا الفعل قد يشكل جريمة المضاربة غير المشروعة المنصوص والمعاقب عليها في المادة 172/01 من قانون العقوبات.

لذلك يجب توضيح أساليب التصريح، بحيث يجب أن يتم تحظر التصريح ببيانات غير صحيحة سواء شفاهة أو كتابة ببيان غير صحيح يتعلق بواقعة جوهرية أو إغفال التصريح ببيان ملزم بالتصريح عنه بمقتضى النظام أو اللوائح التنفيذية، أو قواعد السوق، أو إغفال الشخص التصريح بالبيان المطلوب بهدف التأثير على سعر أو قيمة ورقة مالية، أو حث شخص آخر على شراء أو بيع ورقة مالية، أو حثه على ممارسة حقوق تمنحها لورقة مالية، أو الاحجام عن ممارستها.

حيث يجب الحظر على أي شخص الترويج بشكل مباشر أو غير مباشر لبيان غير صحيح يتعلق بواقعة جوهرية، أو لرأي بهدف التأثير على سعر أو قيمة ورقة مالية، أو أي هدف آخر ينطوي على تلاعب.

الخاتمة:

تساعد حداثة بورصة الجزائر وخصائصها بشكل أكبر على التلاعب مقارنة بحال الأسواق المالية في الدول المتقدمة، وإن كانت خصائصها الآن تعتمد على تداول يركز على تداول السندات أكثر من الأسهم، حيث أن حصة الأسهم قليلة في التداول لكن يلاحظ وجود بعض القصور في القوانين المنظمة لعمل بورصة الجزائر خاصة فيما يتعلق بجانب التلاعب حيث يجب مراجعة تلك المواد التي تتعلق بالتلاعب وأساليب التلاعب التي يمكن استخدامها والتي يمكن أن تحدث تأثيرا على أسعار الأوراق المالية إذ يجب نص مواد جديدة تتعلق بالتلاعب وتحديد صفة المتلاعبين والأدوات المستخدمة في التلاعب وذلك من خلال وضع لائحة تحدد السلوكيات المحظورة في بورصة الجزائر.

وخلاصة لما سبق يوجد نقص تشريعي في القانون الجزائري، وعليه يجب على المشرع الجزائري تجريم بعض السلوكيات الضارة التي قد تقع في بورصة الجزائر، والتي تضر بها والتي لم ينص على تجريمها من خلال المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بالأمر رقم 96-10 الصادر في 14/01/1996 وبالقانون رقم 03-04 الصادر في 2003/02/1.

الهوامش :

¹ جيهان جمال، أساليب واستراتيجيات المضاربة في البورصة، مطبعة صحوة، مصر، 2010، ص 143.

- ² محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية: دراسة مقارنة"، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، الطبعة الأولى، 2007، ص ص 122-123.
- ³ سعيد بوهراوة، التلاعب في الأسواق المالية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الاسلامي" مكة 2009، المملكة العربية السعودية ص 6.
- (سعيد بوهراوة، 2009، ص6).
- ⁴ هيئة السوق المالية، لائحة سلوكيات السوق، على موقع الأنترنت www.cma.org.sa تاريخ الاطلاع يوم 12/2/2015، ص ص 11-12.
- ⁵ محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي، ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل الرياض، 2008، المملكة العربية السعودية، ص 6.
- ⁶ سعيد بوهراوة، مرجع سابق، ص 10.
- ⁷ جيهان جمال، مرجع سابق، ص ص 143-144.
- ⁸ محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص ص 125-127.
- ⁹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2010، ص 116.
- جيهان جمال، مرجع سابق، ص 145.
- ¹⁰ أندراوس عاطف ولیم، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي الإسكندرية مصر، الطبعة الأولى 2006، ص ص 142-145.
- ¹¹ محب خلة توفيق، الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، الطبعة الأولى 2011، ص 199-201.
- ¹² المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23-05-1993، على موقع الأنترنت، <https://www.algerieclearing.dz/pdf/PDF%2019/1/10> ، تاريخ الاطلاع يوم 2019/1/10
- ¹³ القانون رقم 03-04 الصادر في 17 فبراير من سنة 2003، <https://www.cosob.org/> تاريخ الاطلاع يوم 2019/1/10.