

التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية وعلاقته بكفاءة الأسواق المالية:
دراسة تحليلية لحالات واقعية من هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية

Manipulation by exploiting inside information and its relationship to the efficiency of financial markets: An analytical study of real cases from the American Securities and Exchange Commission

عباس جمال الدين*¹، بن منصور موسى²

¹ جامعة محمد البشير الإبراهيمي (الجزائر)، مخبر دراسات اقتصادية حول المناطق الصناعية في ظل الدور الجديد

للجامعة djamel.abbes@univ-bba.dz

² جامعة محمد البشير الإبراهيمي (الجزائر)، مخبر الدراسات والبحوث في التنمية الريفية

moussa.benmansour@univ-bba.dz

تاريخ النشر: 2023/12/14

تاريخ القبول: 2023/09/20

تاريخ الاستلام: 2023/06/29

ملخص:

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى معرفة علاقة التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية بكفاءة الأسواق المالية، توصلنا إلى أن التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية نعم يمكن أن يؤثر على كفاءة الأسواق المالية، وأن هذا التلاعب يُمكن من تحقيق أرباح غير مشروعة أو تجنب خسائر محتملة الحدوث على حساب بقية المستثمرين.

الكلمات المفتاحية: أسواق مالية؛ كفاءة؛ تلاعب؛ معلومات داخلية؛ هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية.

تصنيف JEL: G14، G15

Abstract:

Through this study, we aim to know the relationship of manipulation by exploiting inside information with the efficiency of financial markets. We concluded that manipulation by exploiting insider information, yes, can affect the efficiency of financial markets, and that this manipulation enables the realization of illegal profits or the avoidance of potential losses at the expense of the rest of the investors.

Keywords: Financial markets; efficiency; manipulation; inside information; US Securities and Exchange Commission.

Jel Classification Codes: G14, G15

*المؤلف المرسل

1. مقدمة:

أصبحت الأسواق المالية في الآونة الأخيرة مجالاً مهماً من مجالات الاستثمار، وتمكنت من احتلال مكانة لدى المستثمرين الذين يسعون إلى تعظيم أرباحهم وإيراداتهم، من خلال اختيار مختلف البدائل الاستثمارية وتحليلها بناءً على مختلف المعلومات الواردة إليهم والمتدفقة إلى السوق المالي فهي تعد أساس الاستثمار وأساس كفاءة الأسواق المالية.

فمن هذا المنطلق وعلى أساس أن المعلومات هي الدُعماء الرئيسية للاستثمار وللكفاءة، أصبح التنافس عليها شديداً من أجل الحصول عليها سواء بطرق مشروعة أو غير مشروعة، وهو ما دفع في بعض الأحيان بالبعض ممن لديهم مناصب امتياز إلى التلاعب عن طريق استغلال معلومات داخلية وجوهريّة داخل الأسواق المالية والاستثمار من خلالها من أجل تحقيق أرباح تعد غير مشروعة أو تجنب خسائر محتملة الحدوث، وهذا التلاعب من شأنه أن يؤثر على بقية المستثمرين ويدفعهم إلى الإحجام عن التداول والذي قد يترتب عليه العديد من الآثار السلبية التي قد تؤثر في الأخير على كفاءة الأسواق المالية.

1.1. إشكالية البحث: من خلال ما تقدم نطرح الإشكالية الرئيسية التالية:

هل يؤثر التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية على كفاءة الأسواق المالية؟
يندرج تحت هذه الإشكالية الرئيسية مجموعة من الأسئلة الفرعية:

- ما المقصود بكفاءة الأسواق المالية؟
- ما المقصود بالتلاعب في الأسواق المالية؟
- ما المقصود باستغلال المعلومات الداخلية في الأسواق المالية؟
- هل يحقق التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية أرباح غير مشروعة أو يجنب خسائر محتملة الحدوث؟

2.1. فرضيات البحث:

- الفرضية الأولى: يُمكن للتلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية أن يؤثر كفاءة الأسواق المالية؛
- الفرضية الثانية: يُمكن استغلال المعلومات الداخلية من تحقيق أرباح غير عادلة وغير مشروعة أو تجنب خسائر محتملة الحدوث؛

3.1. أهمية البحث:تمكن أهمية هذا البحث في:

- يكتسب هذا البحث أهميته من أهمية الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات؛
- دراسته لأحد أكثر التلاعبات انتشارا في الأسواق المالية في العقود الأخيرة؛
- دراسة العلاقة بين هذا التلاعب وكفاءة الأسواق المالية عن طريق أسلوب دراسة الحدث.

4.1. أهداف البحث:نسعى من خلال هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

- التعرف على مفهوم كفاءة الأسواق المالية واستغلال المعلومات الداخلية وما يتعلق بهما؛
- الوقوف على مدى تأثير استغلال المعلومات الداخلية على كفاءة الأسواق المالية؛
- البحث في إمكانية تحقيق استغلال المعلومات الداخلية لأرباح غير مشروعة أو تجنب خسائر.

5.1. منهجية البحث:من أجل معالجة إشكالية البحث، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي من

أجل التعرف على كفاءة الأسواق المالية وما يتعلق بها وكذا التعرف على المفاهيم النظرية المتعلقة بالتلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية، كما تم الاعتماد على أسلوب دراسة الحدث بطريقة تحليلية من أجل معرفة العلاقة بين استغلال المعلومات الداخلية وتحقيق أرباح غير مشروعة ومن ثم تأثير ذلك على كفاءة الأسواق المالية.

2. مفاهيم متعلقة بكفاءة الأسواق المالية:

1.2. مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

تعددت التعاريف التي تطرق إليها الاقتصاديون حول كفاءة الأسواق المالية، نذكر منها:

- يقصد بكفاءة الأسواق المالية "مقدرة السوق على استيعاب كافة المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق فتتفاعل لتفرز من جديد في صورة تحركات سعرية ومن هنا فأسعار الأوراق المالية في السوق الكفؤة تعتبر دالة في المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق، وهذه المعلومات تكون بطبيعتها غير معروفة مسبقا، ومنه فتأثيرها على أسعار الأوراق المالية لا يكون معروف مسبقا لا بالزيادة ولا بالنقصان" (حميدة، 2013، صفحة 96).

- عرفت السوق الكفؤة بأنها تلك السوق التي تنعكس فيها فوراً كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة، على أسعار أوراقها المالية (محفوظ، 2017، صفحة 263).

إذن من خلال ما سبق، فكفاءة الأسواق المالية يقصد به ذلك السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات الواردة إلى السوق وبصورة سريعة وفورية، فيتجلى ذلك في تغيرات أسعار الأوراق المالية صعودا وهبوطا، وكلما كانت الاستجابة سريعة (أي عدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات والتغير في أسعار الأوراق المالية) كلما زادت كفاءة الأسواق المالية.

2.2. خصائص السوق المالي الكفو؛ وفقا لمفهوم كفاءة السوق المالي يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفو (سالم صلال الحسيناوي، 2017، صفحة 30):

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم؛
- المعلومات متاحة للجميع، دون أي تكلفة؛
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية دون أي قيود ضريبية، أو تكلفة تداول؛
- وجود عدد كبير من المتعاملين أي عدم قدرة أي مستثمر على التأثير على الأسعار في السوق؛
- لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون.

3.3. متطلبات كفاءة الأسواق المالية:

يطلق مصطلح الكفاءة على الأسواق المالية، إذا توافرت السوق على شرطين رئيسيين هما (بن ابراهيم وبن ضيف، 2019، الصفحات 60-61):

- كفاءة التشغيل: وتسمى أيضا بالكفاءة الداخلية لأنها ترتبط بالسوق المالي، وهي تعنى بالناحية التشغيلية من خلال قدرة إدارة السوق المالي في إيجاد آليات وأدوات تضمن تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية المقيدة فيها، دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية لصالح السماسرة، ودون احتكار التعاملات المالية من طرف صناع السوق لتحقيق أرباح مبالغ فيها.
- كفاءة التسعير: وتسمى أيضا بالكفاءة الخارجية، لأنها مرتبطة بعوامل متأتية من خارج السوق المالي، وهي تتعلق بالمعلومات المتاحة حول المنشأة المصدرة لتلك الأوراق المالية المقيدة والمتداولة في سوق رأس المال، والتي تنعكس بشكل مباشر على أسعار أوراقها المالية، مع ضرورة إتاحة تلك المعلومات لجل المتعاملين في السوق بسرعة وبدون فاصل زمني كبير وبتكاليف منخفضة إلى أدنى حد ممكن.

4.2. المعلومات وكفاءة الأسواق المالية:

لا يمكننا الفصل بين كفاءة الأسواق المالية، ومدى توفر البيانات والمعلومات الضرورية، التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المناسبة، كما أن استخدام المعلومات بطريقة ذكية وفعالة، تسمح بالاقتراب من وضعية السوق المثالي (الكفاءة)، أين يكون المتعاملين مطلعين بشكل كامل، وأين لا توجد تكاليف لاستعمال السوق. لذا فإن القوة الحقيقية التي تقود السوق إلى الكفاءة هي مدى قدرة المستثمرين على تقييم طبيعة ونوعية المعلومات والواردة إلى السوق.

إن عدم توفر المعلومات أو توزيعها بشكل غير عادل، يمكن أن يحول السوق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية التي تقود إلى تسعير خاطئ لا تبرره أساسيات الاستثمار، مما يؤدي إلى التخصيص غير الكفاء للموارد المالية المتاحة، أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار (ثابت، 2014، صفحة 47).

3. التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية:

1.3. مفهوم التلاعب:

أعطيت عدة تعاريف للتلاعب داخل الأسواق المالية، ويصب كلها في معنى واحد، نذكر منها:

- عرف الاتحاد الأوروبي التلاعب بأنه: تعاملات أو أوامر المتاجرة التي تعطي، أو من المرجح أن تعطي إشارات كاذبة أو مضللة عن العرض والطلب، أو أسعار الأدوات المالية، وتؤمن لشخص ما أو أشخاص يعملون بالتعاون مستوى سعري غير طبيعي أو اصطناعي لأداة أو عدة أدوات مالية (الجلعود، 2017، الصفحات 209-210).

- 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 الشركة للحد بشكل غير صحيح من عدد الأسهم المتاحة للجماهير، أو تزوير العروض أو الأسعار أو المتاجرات لخلق صورة زائفة أو مضللة عن الطلب على ورقة مالية (بوهراوة، 2010، صفحة 06).

إذن، التلاعب في الأسواق المالية هو كل فعل متعمد من قبل أحد المتداولين في الأسواق المالية والهدف من وراءه خلق تأثير مصطنع على أسعار الأوراق المالية سواء صعودا أو هبوطا، أو التأثير على بقية المتداولين وعلى قراراتهم بمختلف الطرق بغية تحقيق مكاسب وأرباح غير عادية أو تجنب خسائر محتملة الوقوع.

2.3. تعريف المعلومات الداخلية:

تطرق العديد من الباحثين والمهتمين بالشأن القانوني إلى تعريف مصطلح المعلومات الداخلية نلخص مجملها فيما يلي:

- عرفها التوجيه الأوروبي في مادته الأولى بأنها: معلومات محددة لم يتم إعلانها، وتتعلق بشكل مباشر أو غير مباشر بوحدة أو أكثر من مصدري الأوراق المالية أو الأوراق المالية والتي في حال إعلانها يتحمل أن تؤثر بشكل واضح على أسعار الأوراق المالية المعنية أو أسعار الأوراق المالية المتصلة بها (بوربابة و بوشته، 2022، صفحة 618).

- المعلومات الداخلية هي معلومات غير معلنة حقيقية وجوهية التأثير على الأوراق المالية، وتؤثر في أسعارها ونشاط التداول عليها، وقد تكون من داخل مصدر الأوراق المالية التي تتأثر أوراقه بهذه المعلومات (مثل المعلومات الخاصة بتوزيع الأرباح أو الاندماج) أو من خارج هذا المصدر (مثل المعلومات الداخلية الآتية من مصدر آخر، كخطط الاستيلاء، أو إفلاس المنافس). وفي الحالتين تعد الجهة التي جاءت بالمعلومات منها "مصدر للمعلومات Source of information" (القوصي، 2011، صفحة 17).

إذن، المعلومات الداخلية هي كل معلومة غير معلنة، حقيقة، صحيحة وجوهية التأثير على أسعار الأوراق المالية في حال تم إعلانها.

3.3. خصائص المعلومات الداخلية:

حسب التعريفات السابقة للمعلومات الداخلية، نستنتج الخصائص التالية (زايد و الخرشوم، 2007، الصفحات 143-150):

- معلومات غير معلنة: يتعين أن تكون المعلومات محل الاستغلال غير معلنة، أي سرية:

- معلومات صحيحة: لا يكفي أن تكون المعلومات غير معلنة، بل يتعين أن تكون صحيحة، ومن ثم فإن الإشاعة (Rumor) لا تعدُّ -في حال التعامل بناءً عليها- من قبيل استغلال المعلومات، لأن مصطلح معلومات يفترض صحة المعلومة؛
- معلومات من شأنها أن تؤثر على أسعار الأسهم: إن المعلومات التي يحظر التعامل بالأسهم استناداً إليها، لا بد أن تكون كذلك ذات تأثير على أسعار هذه الأسهم ارتفاعاً أو انخفاضاً في حال الإعلان عنها؛
- تعلق المعلومات بالأسهم أو بمصدر تلك الأسهم (الشركات): لا يكفي أن تكون المعلومات غير معلنة، وحقيقية أو صحيحة، وذات تأثير جوهري على الأسعار إثر إعلانها، وإنما لا بد أن تتعلق المعلومات بالأسهم أو بمصدر تلك الأسهم (الشركة).

4.3. تعريف استغلال المعلومات الداخلية:

تتعدد التلاعبات التي تحدث داخل الأسواق المالية، ويتعبر استغلال المعلومات الداخلية

واحدة من هذه التلاعبات، وقد عرفت كالتالي:

- إن استغلال المعلومات السرية (الداخلية) أو "جنحة المطلعين" يعني: قيام المطلع على معلومات داخلية (سرية) غير منشورة على جمهور المستثمرين، و(جوهرياً) مؤثرة على سعر السوق بتنفيذ عملية تداول في البورصة بناء على هذه المعلومة قبل تعميمها، بقصد تحقيق الربح المضمون (السعيد و المياس، 2020، صفحة 46).
- يعرف استغلال المعلومات الداخلية بأنه أي استعمال لأغراض شخصية أو لحساب شخص آخر، معلومات امتيازية في سوق البورصة تحصل عليها من خلال وظائف أو علاقاته، هذه الجنحة تستعمل فيما المعلومة قبل أن تصل إلى الجمهور (شرون و مريان، 2016، صفحة 158).

وتسمى هذه الممارسة أيضاً بـ "اتجار المطلعين" "Insider trading" على اعتبار أن المطلع يقوم بالاتجار بالمعلومات الداخلية للربح من التعامل على أساسها، أو بـ "تعامل المطلعين" "Insider Le délit d'initié" وهي تسمية غير شاملة قد لا تشمل تحقيق الربح، وكذلك يطلق عليها اسم التعامل الداخلي، وهذه التسمية تركز داخلية أو سرية التعامل بشكل خاص، أما تسمية "استغلال المعلومات الداخلية"، فتشرح واقعة التعامل بناء على معلومات داخلية

يهدف تحقيق منفعة من وراء ذلك، لأن لفظ "الاستغلال" يعني محاولة تحقيق الربح والمنفعة (القوصي، 2011، الصفحات 13-14).

4. علاقة التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية بكفاءة الأسواق المالية:

1.4 حالات واقعية لاستغلال المعلومات الداخلية وفق هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية SEC:

وقعت عدة حالات أدين فيها مرتكبوها باستغلال المعلومات الداخلية داخل الأسواق المالية، تم اختيار آخر ثلاث حالات التالية المنشورة في موقع هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية وذلك لحدثها.

– الحالة الأولى: في الأول من مارس 2023، أدانت هيئة الأوراق المالية والبورصة السيد Terren S. Peizer الرئيس التنفيذي لشركة Ontrak Inc، وهي شركة مختصة بالرعاية الصحية، بالتداول (البيع) بناء على معلومات داخلية لما قيمته 20 مليون دولار من أسهم Ontrak، أثناء قيامه على معلومات مادية غير عامة سلبية والمتعلقة بأكبر عميل للشركة، وحسب تقرير هيئة الأوراق المالية والبورصة، قام Terren S. Peizer ببيع ما يقارب 600000 ألف سهم من أسهم شركة Ontrak بقيمة تزيد عن 19.2 مليون دولار قبل ماي 2021، ثم بعدها في أوت 2021 قام ببيع 45000 سهم إضافي من أسهم الشركة أي ما يقارب 1.9 مليون دولار، حيث قام Terren S. Peizer بالتداول بناء على معلومات داخلية سلبية مفادها أن علاقة الشركة مع أكبر زبون (عميل) والذي يمثل نصف إيرادات الشركة أصبحت ضعيفة وأنها على وشك الانتهاء.

وفي 19 أوت 2021 أعلنت شركة Ontrak أن العميل قد أنهى العقد، انخفض سعر سهم الشركة بأكثر من 44%، ونتيجة لذلك تنجب Terren S. Peizer خسائر قدرها 12.7 مليون دولار (Securities and Exchange Commission, 2023).

– الحالة الثانية: في الثالث والعشرين من فيفري 2023، أدانت هيئة الأوراق المالية والبورصة Andrew Stiles بالتداول من الداخل في أسهم شركة Eastman Kodak، بناء على معلومات غير عامة تتعلق بالشراكات الحكومية المخططة لكلا الشركتين للمساعدة في مكافحة COVID-19، إضافة إلى إدانة ابن عمه Gray Stiles بالتداول أيضا في أسهم شركة Kodak بناء على معلومات داخلية، وحسب تقرير هيئة الأوراق المالية والبورصة فمن خلال عمله، علم Andrew Stiles عن جهود شركة Kodak للحصول على قرض بقيمة 765 مليون دولار

من الحكومة الفدرالية لتدعيم سلسلة التوريد لعدد من المستحضرات الصيدلانية كجزء من الاستجابة لمواجهة وباء COVID-19. وحسب هذه المعلومات اشترى Andrew Stiles أكثر من 95000 سهم من أسهم شركة Kodak وأبلغ ابن عمه Gray Stiles الذي اشترى أكثر من 45000 سهم وهذا قبل الإعلان العام في جويلية 2020. وبعد الإعلان باع كل من Andrew Stiles و Gray Stiles أسهما في شركة Kodak محققين أكثر من 1.5 مليون دولار من الأرباح غير المشروعة (Securities and Exchange Commission, 2023).

- الحالة الثالثة: في الثامن والعشرين من مارس 2022، أدانت لجنة الأوراق المالية والبورصة ثلاثة من مهندسي البرمجيات في شركة Twilio Inc وهي شركة اتصالات، ويتعلق الأمر بكل من Hari Sure، Chotu Pulaga و Lokesh Lagudu، إضافة إلى أربعة من أصدقائهم بالتداول في أسهم شركة Twilio Inc بناء على معلومات داخلية. وحسب تقرير هيئة الأوراق المالية والبورصة، كان بإمكان المهندسين الثلاث الوصول إلى قواعد البيانات المختلفة ذات الصلة بإيرادات الشركة، ففي مارس 2020 علموا أن عملاء Twilio قد زادوا من استخدامهم لمنتجات الشركة وخدماتها استجابة للتدابير الصحية المتخذة في ظل وباء COVID-19 وخلصوا في محادثة بينهم أن سعر السهم سيرتفع. وبناء على هذه المعلومات الداخلية قاموا بالتداول وكذلك بإبلاغ زملائهم بالتداول وشراء أسهم في الشركة قبل إعلان الأرباح في 06 ماي 2020، ووفقا لهذا المخطط حققوا أكثر من مليون دولار من الأرباح غير المشروعة (Securities and Exchange Commission, 2022).

2.4. دراسة الحالات السابقة وفق أسلوب دراسة الحدث:

سنعرض فيما يلي تغيرات أسعار أسهم الشركات محل الدراسة وذلك وفق أسلوب دراسة الحدث، والذي يعتمد على تغيرات أسعار الأسهم في فترات سابقة لإعلان الحدث، وتاريخ الحدث، والفترات اللاحقة لإعلان الحدث، وسنحاول من خلال هذا الأسلوب إثبات التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية، حيث سنعتمد على هذا الأسلوب، لكن بطريقة تحليلية، وذلك عن طريق تحليل الأحداث وتأثيرها على تحركات أسعار أسهم الشركات محل الدراسة ثم استنتاج وإثبات التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية.

- الحالة الأولى: حالة شركة Ontrak

التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية وعلاقته بكفاءة الأسواق المالية: دراسة تحليلية لحالات واقعية من هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية

فيما يلي تغيرات أسعار سهم شركة Ontrak، تم أخذ الفترة [15+، -15]، أي 20 يوم قبل الحدث، ويوم الحدث، و20 يوم بعد تاريخ الحدث:

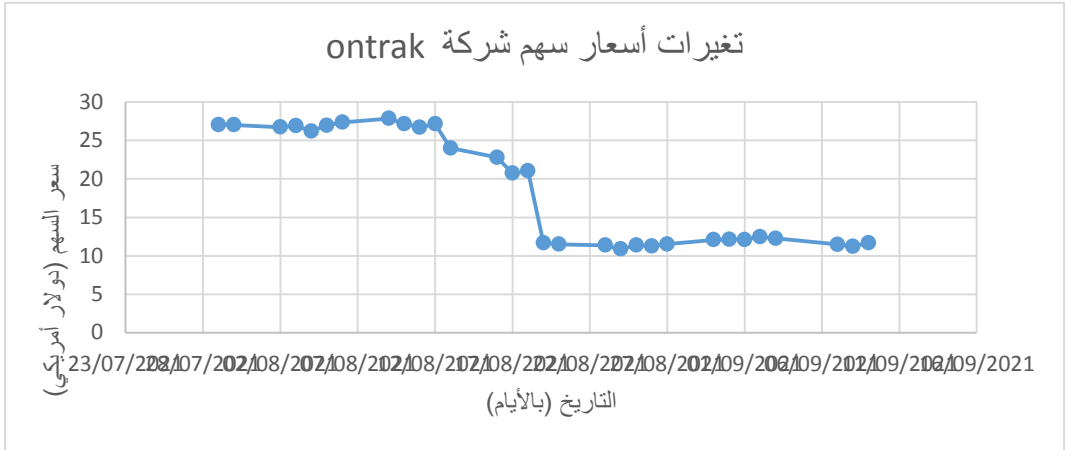
جدول 1: تغيرات أسعار سهم شركة Ontrak

الفترة	التاريخ	سعر السهم (دولار أمريكي)
قبل الحدث	29/07/2021	27,03
	30/07/2021	27,01
	02/08/2021	26,72
	03/08/2021	26,91
	04/08/2021	26,20
	05/08/2021	26,95
	06/08/2021	27,35
	09/08/2021	27,86
	10/08/2021	27,16
	11/08/2021	26,71
	12/08/2021	27,15
	13/08/2021	24,01
	16/08/2021	22,80
	17/08/2021	20,74
	18/08/2021	21,05
يوم الحدث	19/08/2021	11,68
بعد الحدث	20/08/2021	11,50
	23/08/2021	11,37
	24/08/2021	10,87
	25/08/2021	11,36
	26/08/2021	11,26
	27/08/2021	11,52
	30/08/2021	12,07
	31/08/2021	12,12
	01/09/2021	12,09
	02/09/2021	12,48
03/09/2021	12,27	

11,48	07/09/2021	
11,22	08/09/2021	
11,69	09/09/2021	

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على (Nasdaq, 2021)

الشكل 1: تغيرات أسعار سهم شركة Ontrak



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات جدول 01

من خلال جدول 01 والشكل 01، اللذان يمثلان تغيرات أسعار سهم شركة Ontrak، نلاحظ استقرار أسعار السهم خلال الفترة الممتدة بين 2021/07/29 إلى غاية 2021/08/12 حيث تراوحت بين 27,03 دولار أمريكي و 27,15 دولار أمريكي، مسجلة أعلى قيمة لها ب 27,86 دولار أمريكي وأدنى قيمة لها ب 26,20 دولار أمريكي، وتبع هذا الاستقرار انخفاض طفيف في سعر سهم الشركة إلى غاية يوم 2021/08/18، ويوم 2021/08/19 وهو يوم الحدث، اليوم الذي أعلنت فيه شركة Ontrak أن العقد الذي يربطها بأكبر عميل (زيون) قد انتهت (معلومات داخلية غير معلنة وصحيحة وأثرت فعليا على أسعار السهم كما أنها تتعلق بمصدر تلك الأسهم وغير سارة) انخفاض سعر السهم بشكل حاد من 21,05 دولار أمريكي إلى 11,68 دولار أمريكي نتيجة هذا الحدث أي بنسبة تغير بلغت 44% - ، وهذا ما يؤكد تلاعب Terren S. Peizer عن طريق استغلاله لمعلومات داخلية مسبقة عن إلغاء هذا العقد وتداوله من خلال هذه المعلومات متجنباً خسائر بلغت حسب تقدير هيئة الأوراق المالية والبورصة SEC، 12,7 مليون دولار.

– الحالة الثانية: حالة شركة Eastman Kodak

التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية وعلاقته بكفاءة الأسواق المالية: دراسة تحليلية لحالات واقعية من هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية

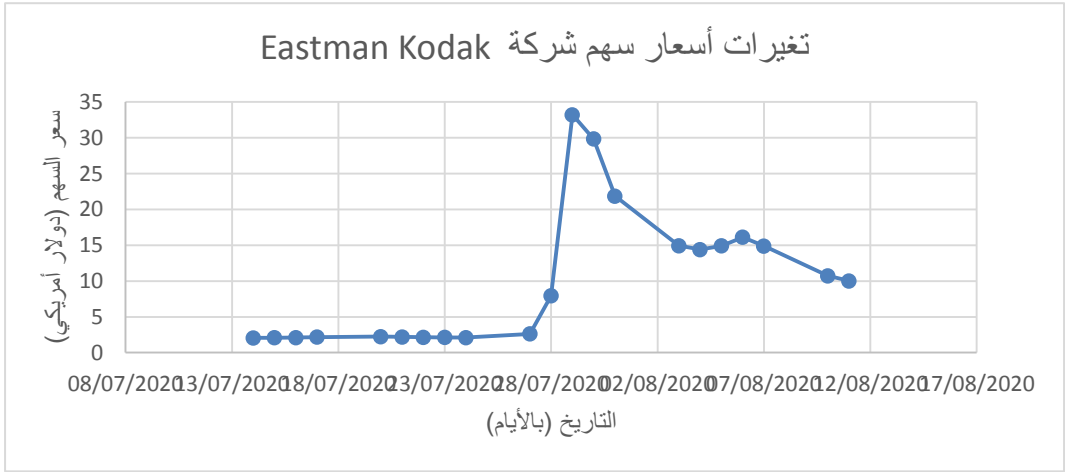
فيما يلي تغيرات أسعار سهم شركة Eastman Kodak، تم أخذ الفترة [10، +]، [-10،] أي 10 يوم قبل الحدث، ويوم الحدث، و10 يوم بعد تاريخ الحدث:

جدول 2: تغيرات أسعار سهم شركة Eastman Kodak

الفترة	التاريخ	سعر السهم (دولار أمريكي)
قبل الحدث	14/07/2020	2,06
	15/07/2020	2,08
	16/07/2020	2,11
	17/07/2020	2,18
	20/07/2020	2,24
قبل الحدث	21/07/2020	2,20
	22/07/2020	2,16
	23/07/2020	2,14
	24/07/2020	2,10
	27/07/2020	2,62
يوم الحدث	28/07/2020	7,94
	29/07/2020	33,20
بعد الحدث	30/07/2020	29,83
	31/07/2020	21,85
	03/08/2020	14,94
	04/08/2020	14,40
	05/08/2020	14,90
	06/08/2020	16,11
	07/08/2020	14,88
	10/08/2020	10,73
11/08/2020	10,01	

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على (Nasdaq, 2020).

الشكل 02: تغيرات أسعار سهم شركة Eastman Kodak



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الجدول 02

من خلال جدول 02 والشكل 02، اللذان يمثلان تغيرات أسعار سهم شركة Eastman Kodak، نلاحظ استقرار أسعار السهم خلال الفترة الممتدة بين 2020/07/14 إلى غاية 2020/07/27 حيث تراوحت بين 2,06 دولار أمريكي و2,62 دولار أمريكي، وبلغت أعلى قيمة لها 2,62 دولار أمريكي وأدنى قيمة لها ب 2,06 دولار أمريكي، وتبع هذا الاستقرار ارتفاع في سعر سهم الشركة يوم 2020/07/28، حيث بلغ سعر السهم 7,94 دولار أمريكي، ويوم 2020/07/29 وهو يوم الحدث، اليوم الذي أعلنت فيه شركة Eastman Kodak حصولها على قرض بقيمة 765 دولار أمريكي من الحكومة الفدرالية لتدعيم سلسلة التوريد لعدد من المستحضرات الصيدلانية كجزء من الاستجابة لمواجهة وباء COVID-19، (معلومات داخلية غير معلنه وصحيحة وأثرت فعليا على أسعار السهم كما أنها تتعلق بمصدر تلك الأسهم وتعتبر معلومات سارة) ارتفع سعر السهم من 7,94 دولار أمريكي إلى 33,2 دولار أمريكي نتيجة هذا الحدث أي بنسبة تغير بلغت حوالي 76%، وهذا ما يؤكد تلاعب كل من Andrew Stiles و Gray Stiles عن طريق استغلالهما لمعلومات داخلية (حصول الشركة على قرض بنكي)، فعلى أساس تلك المعلومات اشترى ما في مجموعه 140000 سهم من أسهم الشركة قبل إعلان هذه المعلومات، وبعد الإعلان العام نهاية جويلية وبعد ارتفاع سعر السهم قاموا ببيع ما يملكونه محققين أرباح غير مشروعة بلغت أكثر من 1,5 مليون دولار أمريكي حسب تقدير هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية SEC.

- الحالة الثالثة: حالة شركة Twilio Inc

التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية وعلاقته بكفاءة الأسواق المالية: دراسة تحليلية لحالات واقعية من هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية

فيما يلي تغيرات أسعار سهم شركة Twilio Inc، تم أخذ الفترة [10، +]، أي 10

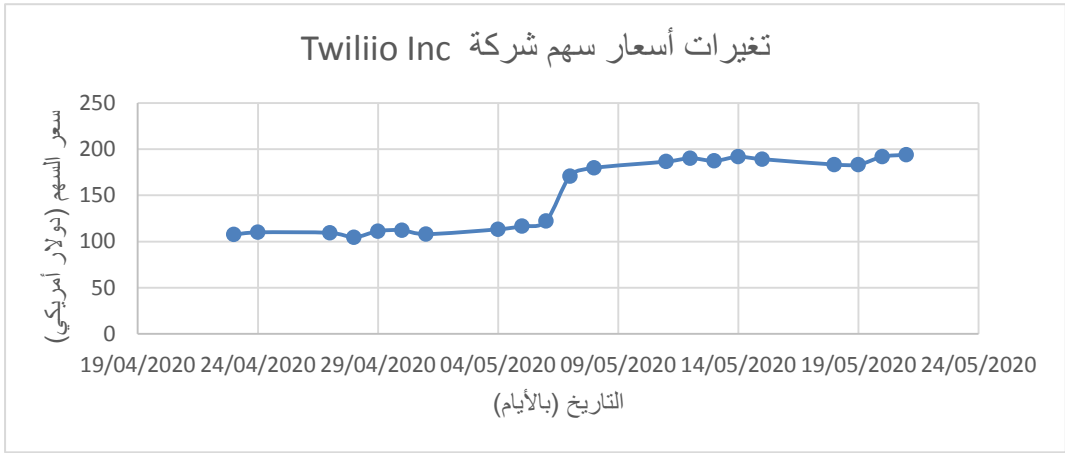
يوم قبل الحدث، ويوم الحدث، و10 يوم بعد تاريخ الحدث:

جدول 3: تغيرات أسعار سهم شركة Twilio Inc

الفترة	التاريخ	سعر السهم (دولار أمريكي)
قبل الحدث	23/04/2020	107,51
	24/04/2020	109,95
	27/04/2020	109,42
	28/04/2020	104,59
	29/04/2020	111,3
	30/04/2020	112,3
	01/05/2020	107,98
	04/05/2020	113,25
	05/05/2020	116,57
	06/05/2020	122,4
يوم الحدث	07/05/2020	170,89
بعد الحدث	08/05/2020	179,69
	11/05/2020	186,61
	12/05/2020	190,29
	13/05/2020	187,42
	14/05/2020	191,86
	15/05/2020	189,22
	18/05/2020	183,39
	19/05/2020	183,24
	20/05/2020	191,91
	21/05/2020	194

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على (Nasdaq, 2020)

الشكل 03: تغيرات أسعار سهم شركة Twilio Inc



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الجدول 03

من خلال الجدول 03 والشكل 03، اللذان يمثلان تغيرات أسعار سهم شركة Twilio Inc، نلاحظ استقرار أسعار السهم خلال الفترة الممتدة بين 2020/04/23 إلى غاية 2020/05/06 حيث تراوحت بين 107,51 دولار أمريكي و122,4 دولار أمريكي، مسجلة أعلى قيمة لها بـ 122,4 دولار أمريكي وأدنى قيمة لها بـ 104,59 دولار أمريكي، ويوم 2020/05/07 وهو يوم الحدث، اليوم الذي أعلنت فيه شركة Twilio Inc إعلان أرباحها نتيجة زيادة استخدام منتجات الشركة وخدماتها استجابة للتدابير الصحية المتخذة في ظل وباء COVID-19 (معلومات داخلية غير معلنة وصحيحة وأثرت فعليا على أسعار السهم كما أنها تتعلق بمصدر تلك الأسهم وتعتبر معلومات سارة) ارتفع سعر السهم من 122,4 دولار أمريكي إلى 170,89 دولار أمريكي نتيجة هذا الحدث أي بنسبة تغير بلغت حوالي 28%، واستقر بعدها عند هذه الأسعار المرتفعة، وهذا ما يؤكد تلاعب كل من المهندسين الثلاثة السابقين وأصدقائهم عن طريق استغلالهم لمعلومات داخلية (زيادة استخدام منتجات الشركة وخدماتها)، فعلى أساس تلك المعلومات قاموا بالتداول محققين حسب تقدير هيئة الأوراق المالية والبورصة SEC أكثر من مليون دولار من الأرباح غير المشروعة.

بعد دراسة الحالات الواقعية السابقة الذكر حول استغلال المعلومات الداخلية نستنتج:

- أن جميع المعلومات الداخلية في جميع الحالات هي معلومات جوهرية، صحيحة، وقيمة ومؤثرة على أسعار الأسهم ومعلقة بمصدر تلك الشركات؛

- أن استغلال المعلومات الداخلية هو سلوك متعمد ومقصود، ويهدف إلى تحقيق أرباح غير مشروعة أو تجنب خسائر محتملة الحدوث؛
- تختلف مسؤوليات المستغل لهذه المعلومات الداخلية، فقد يكون موظفا داخليا بالشركة (مطلع رئيسي) على المعلومات الداخلية، وقد يكون خارج الشركة (مطلع ثانوي)؛

3.4. استغلال المعلومات الداخلية وكفاءة الأسواق المالية:

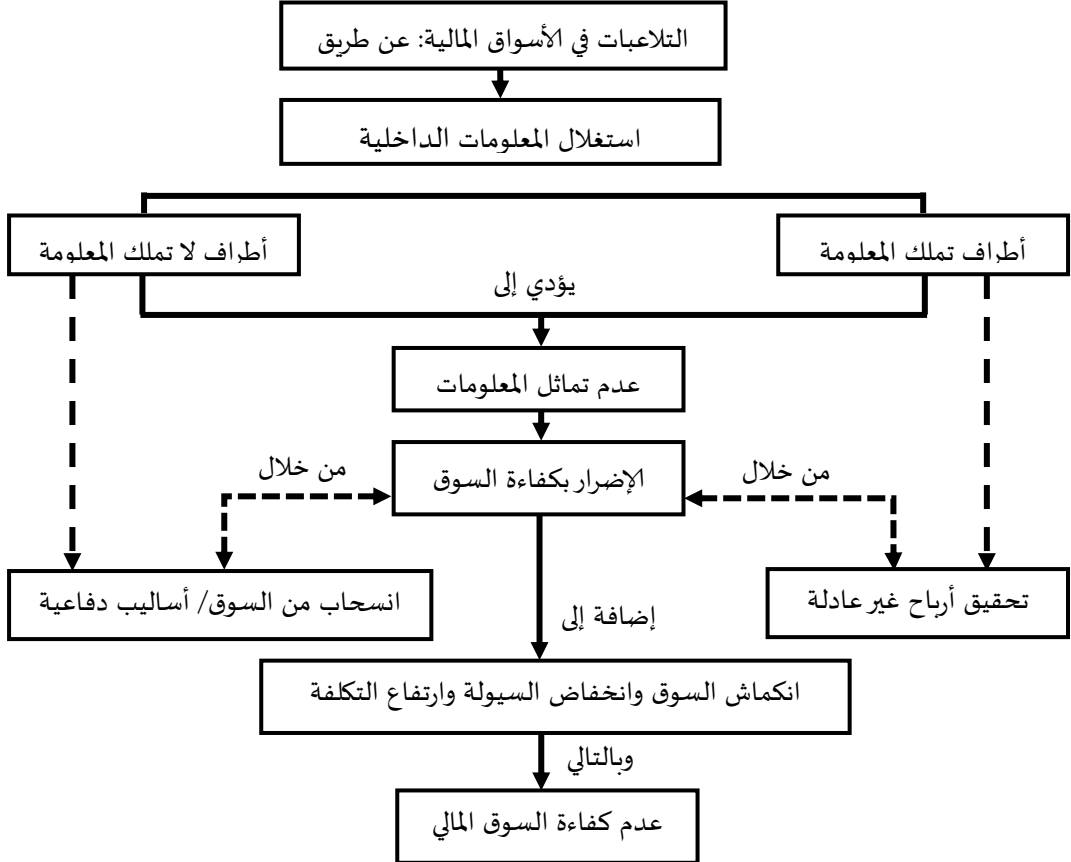
تعتبر المعلومات عنصرا رئيسيا في الأسواق المالية، فعلى أساسها يبني المتعاملون قراراتهم الاستثمارية، كما أن كفاءة السوق المالية ترتبط ارتباطا وثيقا بالمعلومات، فعدم تكافؤ المتعاملين في الحصول عليها من شأنه أن يؤثر سلبا على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة الأسواق المالية ذاتها من جهة أخرى.

يعد استغلال المعلومات الداخلية تلاعبا من التلاعبات التي تحدث داخل الأسواق المالية، فهو يؤدي إلى حصول بعض الأطراف على المعلومات على حساب أطراف أخرى، وبالتالي هذا ما يؤدي إلى الوقوع في حالة عدم تماثل المعلومات (امتلاك بعض المستثمرين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، مثل كبار المتعاملين في الشركات يحصلون على معلومات يتم حججها عن المستثمرين لتحقيق عوائد غير عادية وذلك قبل نشرها في القوائم المالية، مما يتسبب هذا في حصول آثار سلبية عديدة)، فشعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفيلا بأن يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن التعامل فيها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق وتناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما.

وبالإضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات الناتج عن استغلال المعلومات الداخلية يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي عدم توفر المعلومات أو توفرها بشكل غير عادل (استغلال داخلي) سوف يحول الأسواق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية تقود إلى تسعير خاطئ لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفاء للموارد المالية المتاحة (عبدلي، 2018، صفحة 150).

يمكن تمثيل العلاقة بين استغلال المعلومات الداخلية (كتلاعب من التلاعبات التي تحدث في الأسواق المالية) وكفاءة الأسواق المالية بالشكل التالي:

الشكل 04: استغلال المعلومات الداخلية وكفاءة الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على (عبدلي، 2018، صفحة 150)

من خلال الشكل، نلاحظ أن استغلال المعلومات الداخلية يؤدي إلى العديد من السلبيات أهمها انكماش في السوق وانخفاض السيولة إضافة إلى ارتفاع تكلفة رأس المال وهذا ما ينتج عنه عدم كفاءة الأسواق المالية.

4.4. الآثار السلبية المترتبة عن استغلال المعلومات الداخلية في الأسواق المالية:

إن المبدأ الأساسي في نشر المعلومات هو وجوب اطلاع كل مستثمر في القيم المنقولة والمسجلة في التسعيرة على كل المعلومات المؤثرة في قرارات الاستثمار بصفة عادلة، وعدم توافرها إلا لبعض

المستثمرين ذوي المكانة المرموقة في المؤسسة المطلعون على معلومات ذات أهمية كبيرة وهذا قبل نشرها للعامة، يعرض السوق المالي للخطر.

ويمكن تلخيص هذا التأثير في النقاط التالية (بوعنبوز، 2008، الصفحات 77-78):

- إن حصول بعض المستثمرين أفرادا كانوا أو مؤسسات على بعض المعلومات تحقق مكاسب غير عادية لهؤلاء على حساب الآخرين وتحقيق فوائد مضاربة غير عادلة داخل السوق؛
- تحقق المعلومات السرية غير المعلنة (المعلومات الداخلية) لبعض المستثمرين فوارق على حساب كفاءة أداء السوق كما أنها تسبب مخاطر للاقتصاد ككل لأن عدم توفرها لبعض المستثمرين تجعلهم في وضع استثماري خاطئ واتخاذ قرارات غير سليمة لاختيار البدائل الاستثمارية في محافظهم المالية، أما البعض الآخر فسيمتنع عن التعامل والمتاجرة داخل السوق مما يؤدي إلى حدوث كساد وهبوط للتعامل؛
- كما تعمل المعلومة غير المعلنة (المعلومة الداخلية) على الرفع المصطنع للأسعار وزيادة المضاربة وخلق فوضى لمستوى الأداء داخل السوق؛
- حدوث تداول غير عادي لأسهم شركة معينة في السوق بناء على معلومات سرية وغير معلنة (معلومات داخلية) يؤثر على حركة أسعار أسهم الشركات الأخرى وإسراع المستثمرين للقيام بعمليات شراء غير سليمة، وبالتالي تأثير سلبي على أداء الأسعار للشركات المسعرة الأخرى؛ وأثبتت العديد من تجارب الأسواق المالية، داخل الدول النامية، أن المعلومات خاصة غير المعلنة (المعلومات الداخلية) تعتبر من أهم عوائق تطوير وكفاءة الأداء داخل هذه السوق.

5. مناقشة الفرضيات:

1.5. الفرضية الأولى: يُمكن للتلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية أن يؤثر كفاءة الأسواق المالية؛

من خلال التحليل الذي تطرقنا إليه في النقطة (3.4). استغلال المعلومات الداخلية وكفاءة الأسواق المالية)، تبين أنه يمكن لاستغلال المعلومات الداخلية أن يقوض كفاءة الأسواق المالية وينقلها من الشكل القوي إلى الضعيف، ذلك أن حصول بعض المستثمرين على معلومات داخلية والتداول من خلالها قبل أن تكون معلنة لعموم المستثمرين (من خصائص الأسواق المالية الكفؤة أن تكون

المعلومات متاحة للجميع) مكثهم من تحقيق عوائد (أرباح غير عادلة) على حساب المستثمرين الآخرين، هذا ما يدفع إلى اتخاذ هؤلاء المستثمرين أساليب دفاعية (انسحاب من السوق) مما يؤدي إلى انكماش السوق وارتفاع التكلفة وانخفاض السيولة وبالتالي عدم كفاءة السوق المالي أو انخفاض كفاءة السوق المالي، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

2.5. الفرضية الثانية: يُمكن استغلال المعلومات الداخلية من تحقيق أرباح غير عادلة وغير مشروعة أو تجنب خسائر محتملة الحدوث؛

من خلال تحليلنا السابق ودراستنا للحالات الواقعية التي أدانتها هيئة الأوراق المالية والبورصة SEC، وذلك وفق أسلوب دراسة الحدث فقد اتضح من خلال الحالة الأولى أن استغلال المعلومات الداخلية قد مكن المتلاعب من تجنب خسائر كبيرة، وتبين من خلال تحليل الحالة الثانية والثالثة أن استغلال المعلومات الداخلية قد حقق للمتلاعبين أرباحا غير مشروعة على حساب المستثمرين الآخرين، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

6. خاتمة:

تعد الأسواق المالية واجهة الاقتصاديات الحديثة ومقياسا لتقدم وتطور الدول اقتصاديا، ولذلك تزايد الاهتمام بها من خلال محاولة تطويرها والوصول بها إلى أعلى مستويات الكفاءة، حيث تعتبر هذه الأخيرة معيار نجاح هذه الأسواق، وتتحدد مستوياتها بناء على المعلومات الواردة إليها ومدى استجابتها لهذه المعلومات، ولذلك تعد المعلومة أهم أركان كفاءة الأسواق المالية، وعلى أساسها يبي المتعاملون قراراتهم الاستثمارية سواء بالبيع أو الشراء، فعدم توفرها أو توفرها بشكل جزئي أو توفرها بشكل غير عادل من شأنه أن يحدث اختلالات داخل الأسواق المالية ومن شأنه التأثير على كفاءة الأسواق المالية. من خلال هذه الورقة البحثية عملنا على دراسة علاقة التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية بكفاءة الأسواق المالية من خلال تحليل حالات من هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية SEC، وتوصلنا إلى النتائج التالية:

- تعتبر المعلومات هي المحرك الأساسي في الأسواق المالية؛
- كفاءة الأسواق المالية ترتبط ارتباطا وثيقا بالمعلومات الواردة إلى الأسواق المالية؛
- التلاعب في الأسواق المالية هو كل سلوك متعمد يهدف إلى التأثير على أسعار الأوراق المالية صعودا أو هبوطا؛

- يعد استغلال المعلومات الداخلية تلاعبا من التلاعبات التي تحدث داخل الأسواق المالية؛
- يمكن التلاعب عن طريق استغلال المعلومات الداخلية من تحقيق أرباح غير مشروعة على حساب بقية المستثمرين أو تجنب خسائر محتملة الحدوث؛
- يؤدي التلاعب في الأسواق المالية عن طريق استغلال المعلومات الداخلية إلى عدم كفاءة الأسواق المالية، أو إلى انتقال الكفاءة من الشكل القوي إلى الشكل الضعيف.

7. قائمة المراجع:

1.7. المراجع باللغة العربية:

- أحمد زايد، و عبد الله الخرشوم. (2007). المسؤولية المدنية للتعامل المحظور بأسهم الشركات المساهمة العامة -دراسة مقارنة بين القانون الأردني والقانون البريطاني-. مجلة المنارة، 13 (09)، 137-189.
- الغالي بن ابراهيم، و محمد عدنان بن ضيف. (2019). الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات-. بسكرة-الجزائر: دار علي بن زيد للطباعة والنشر.
- أمينة بوعنيز. (2008). أثر المعلومة المالية في السوق المالي مع دراسة حالة: بورصة القيم المنقولة للجزائر (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 03.
- جبار محفوظ. (2017). الأسواق المالية -مفاهيم أساسية-. الجزائر: دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع.
- حسينة شرون، و حورية مريان. (2016). جريمة استغلال معلومات امتيازية من طرف الوسطاء في البورصة. مجلة الاجتهاد القضائي، 08 (11)، 157-169.
- حنان عبدلي. (2018). دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية -دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة- (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 03.
- سالم صلال الحسيناوي. (2017). الإدارة المالية الحديثة.
- سعد بن علي بن تركي الجلعود. (2017). الأحكام الفقهية للتلاعب في الأسواق المالية. مجلة الدراسات العربية، 36 (01)، 203-230.

- سعيد بوهراوة. (2010). التلاعب في الأسواق المالية - عرض تحليلي نقدي-. *الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي*. مكة المكرمة: المجمع الفقهي الإسلامي.
- سعيدة بن ثابت. (2014). أثر كفاءة الأسواق المالية في ترشيد القرار الاستثماري من منظور العائد والمخاطرة دراسة حالة السوق السعودية للأوراق المالية 2008-2012 (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الأغواط: جامعة عمارثليجي.
- صورية بوربابة، و خالد بوشته. (2022). القمع الجزائري كألية لمكافحة جريمة استغلال معلومات امتياز في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة بين التشريع الجزائري والفرنسي). *مجلة القانون والعلوم السياسية*، 08(02)، 615-628.
- مختار حميدة. (2013). *الخصخصة عن طريق الأسواق المالية*. بيروت-لبنان: مكتبة حسن العصرية.
- منصور السعيد، و عادل المياس. (2020). حظر استغلال المعلومات السرية في تعاملات أسواق المال: دراسة في ظل القانون الكويتي والقانون المقارن (الجزء الأول). *مجلة كلية القانون الكويتية العالمية*، 04(32)، 43-91.
- همام القوصي. (2011). *الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية* (رسالة ماجستير). كلية الحقوق، حلب: جامعة حلب.

2.7. المراجع باللغة الأجنبية:

- Nasdaq. (2020). *KODK Historical Data*. Retrieved 06 18, 2023, from Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/kodk/historical>
- Nasdaq. (2020). *TWLO Historical Data*. Retrieved 06 18, 2023, from Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/twlo/historical>
- Nasdaq. (2021). *OTRK Historical Data*. Retrieved 06 17, 2023, from Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/fr/market-activity/stocks/otrk/historical>
- Securities and Exchange Commission. (2022). *Press Release*. Retrieved 06 13, 2023, from Securities and Exchange Commission: <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-55>
- Securities and Exchange Commission. (2023). *Press Release*. Retrieved 06 13, 2023, from Securities and Exchange Commission: <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-42>

- Securities and Exchange Commission. (2023). *Press Release*. Retrieved 06 13, 2023, from Securities and Exchange Commission: <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-38>