

تقدير التعويض في قضايا التضليل بسوق الأسهم السعودية: الأسس الفقهية والقانونية والطرق القياسية^(*)

نادر أحمد النيفر ومحمد بن إبراهيم السحيباني^(**)

قسم التمويل والاستثمار، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية

المستخلص. يهدف البحث إلى دراسة قضايا التعويض بسبب التضليل الذي مصدره الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، فيستعرض في البداية أبرز المفاهيم الفقهية والقانونية ذات العلاقة بالتعويض عن الضرر في قضايا التضليل في السوق المالية، ثم يقدم طريقتين تمثلان أبرز الأساليب القياسية المعتمدة في الأسواق العالمية المتقدمة لتقدير مبلغ التعويض عن الضرر في هذه القضايا. ويطبق البحث لغرض المقارنة الطريقتين على ثلاث حالات تضليل وقعت في سوق الأسهم السعودية. ومن أهم نتائج البحث اقتراح تطبيق أساليب قياسية جديدة لتقدير التعويض بسبب التضليل بما يتلاءم مع بيئة المملكة العربية السعودية. ويؤمل أن يفتح البحث المجال لمزيد من الدراسات المتخصصة بتحليل الاقتصادي للأنظمة السعودية، وربط الأحكام القضائية بالطرق القياسية. الكلمات المفتاحية: التضليل في الأسواق المالية، الغبن الفاحش، دراسة الحدث، خط القيمة، السوق المالية السعودية.

تصنيف JEL Classification : D64 ، G14 ، K22 ، K41 .

تصنيف KAUIE Classification : H51 ، T7 .

(*) بحث مدعوم من كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم (٤٣-١١).
(**) ترتيب أسماء الباحثين بحسب نسبة إسهامهم في كتابة البحث، وتركزت مساهمة السحيباني في طرح فكرة البحث، واستقصاء الخلفية الفقهية والقانونية في القسم (٢)، وكتابة المسودة الأولى للأقسام (١، ٢، ٥). في حين تركزت مساهمة النيفر في الجانب التطبيقي للبحث في القسم (٤)، وكتابة المسودة الأولى للقسمين (٣ و٤). وقد شارك الباحثان في توفير البيانات وتحليلها وتفسير النتائج، بالإضافة إلى مراجعة النسخة النهائية من البحث وتنقيحها في ضوء ملاحظات المحكمين. ويشكر الباحثان محكمي المجلة على ملاحظتهما القيمة التي أسهمت في تنقيح البحث، كما يتوجهان بالشكر لكرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية على دعم البحث ضمن أعمال المشروع العلمي رقم (٤٣-١١).

١- مقدمة

(٧-١٠)، والتي يمكن أن تنطبق على الشركات ومسؤوليها لأن مصطلح الشخص يشمل في لوائح الهيئة أي شخص طبيعي أو اعتباري تقر له أنظمة المملكة بهذه الصفة. كما تطرقت لها بشكل مباشر قواعد التسجيل والإدراج في المواد (٤٠-٤٩)، وخاصة المتضمنة وجوب الإفصاح بوضوح ودون أي تأخير عن المعلومات والتطورات الجوهرية، بالإضافة إلى المواد (٨٩-٩٣) في لائحة حوكمة الشركات المحدثة والمتعلقة بالإفصاح والشفافية.

وقد حدد المنظم في المملكة العربية السعودية جهتين مختصتين في المنازعات المتعلقة في السوق المالية وهما لجنتا الفصل والاستئناف في منازعات الأوراق المالية. ويتضمن السحيباني والنيفر (١٤٣٨هـ) عرضاً لتطور أعمال هاتين اللجنتين، خاصة في موضوعي التعويض في القضايا المدنية ومصادرة المكاسب في القضايا الجزائية. ومن أهم نتائج السحيباني والنيفر (١٤٣٨هـ) فيما يتعلق بموضوع هذا البحث أن القضايا الجزائية تركز في الأغلب على المخالفات المدفوعة بقصد التلاعب والتضليل من بعض المتداولين أو ممارسة الوساطة دون ترخيص أو التداول بناءً على معلومات داخلية، في ظل غياب واضح لقضايا التضليل التي تمارسه مجالس إدارات الشركات المدرجة، أو كبار التنفيذيين أو شركات المراجعة، والتي لم تقرر اللجان في بعضها إلا مؤخراً، مثل القرارات المتعلقة بشركات الاتصالات المتكاملة والمعجل وموبيلي، والتي لا يتوافر حتى الآن معلومات منشورة عن حيثياتها ومنهجية تقدير المكاسب المصادرة.

وتنبع أهمية هذا البحث من احتمال تزايد التحقيقات في هذه المخالفات مستقبلاً مع حرص الهيئة على التطبيق الإلزامي للائحة حوكمة الشركات، وزيادة وعي المستثمرين

تخضع السوق المالية السعودية كسائر الأسواق المالية لأنظمة ولوائح ترخص لمزاولة أعمال الأوراق المالية، وتضمن شفافية المعلومات، وتحجي المستثمرين من الممارسات غير العادلة والمنطوية على احتيال أو تلاعب أو تضليل، وتحاسب المخالفين الذين يتسببون بالإضرار بالمستثمرين والسوق المالية. ويأتي في مقدمة هذه الأنظمة نظام السوق المالية واللوائح التنفيذية (هيئة السوق المالية، ١٤٣٨هـ). وقد أقر النظام في عام ١٤٢٤هـ، وصاحب إقراره إنشاء هيئة السوق المالية التي باشرت أعمالها في عام ١٤٢٥هـ، وهي هيئة مستقلة ماليًا وإداريًا هدفها الأساسي الرقابة والإشراف على السوق المالية ولها صلاحيات واسعة لأداء مهامها.

ويعد تقدير التعويض في قضايا التضليل من الموضوعات المهمة لاستقرار وتطور الأسواق المالية، كما يُعد في الوقت نفسه مثلاً للتفاعل الإيجابي بين القانون والاقتصاد، والذي أصبح فرعاً مهمًا يركز على التكامل بين التحليل الاقتصادي والنصوص القانونية. فالتحليل الاقتصادي يمكن أن يساعد على صياغة القوانين بما يسهم بشكل أفضل في تحقيق أهداف السياسات الاقتصادية العامة، كما يمكنه أن يسهم في الوقت نفسه في تطبيقها بما يتوافق مع تحقيق العدالة ومقاصد هذه القوانين.

ويركز البحث بشكل خاص على مخالفات التضليل التي يكون مصدرها الشركات أو المسؤولين فيها أو مراجعي قوائمها المالية. وبالمقارنة، يُلاحظ أن نظام السوق المالية تطرق بشكل مباشر لمخالفات مسؤولي الشركات المتعلقة بنشر بيانات مضللة أو إخفاء بيانات جوهرية عبر المادة (٥٦)، وتطرقت لها لائحة سلوكيات السوق في المواد

(Law and Economics). وفي بلد يستند فيه القانون على الشريعة كالمملكة العربية السعودية، فإن هذا التداخل يشمل بلا شك فقه المعاملات المالية، ولهذا أناط نظام السوق المالية بالمملكة النظر في منازعات الأوراق المالية إلى لجنة مختصة يتمتع أعضاؤها بالتخصص بفقه المعاملات والأسواق المالية، وبالخبرة في القضايا التجارية والمالية والأوراق المالية. وكما سيتضح من العرض في هذا القسم، يوجد تشابه كبير بين الفقه والقانون في التعامل مع حالات التعويض في قضايا الأسهم، بل يصل الأمر إلى التناظر مع المصطلحات والمفاهيم الأساسية الراسخة في الفقه.

١-٢ التعويض في الفقه والقانون: مدخل نظري

التعويض من الناحية النظرية مسألة واضحة في كتب القانون والفقه، إذ يوجد شبه اتفاق على إن المسؤولية المدنية لا تقوم إلا بتوافر أركانها الثلاثة: خطأ وضرر وعلاقة سببية تربط بينهما. ومتى ما تحققت تلك المسؤولية، رتبت آثارها المتمثلة في تعويض المضرور. ويتطلب إثبات الركن الثاني وهو وقوع الضرر في قضايا التضليل في الأسواق المالية ما يلي:

(أ) تقدير الفرق بين السعر والقيمة وهو الغبن بلغة الفقهاء، أو التضخم في سعر السهم (Inflation per share) حسبما أصطلح عليه في قضايا التعويض. وحيث أن السعر متغير ومشاهد والقيمة متغير مجهول، فلا بد من تقدير القيمة أو التقويم بلغة الفقهاء. والمتأمل لكلام كثير من الفقهاء يلحظ أنهم يعتبرون التقويم أمرًا اجتهاديًا ظنيًا، مبناه على الحدس والتخمين. ومما يشهد لذلك أنه يتفاوت في الغالب من مقوم لآخر. مع ذلك فإن التقويم من الظنيات التي دل الدليل على اعتبارها، وأذن الشرع بالعمل بها، لمسيس الحاجة إليها. فالتقويم بدل في العلم كالتقاسم مع عدم النص (الخضير، ١٤٢٣هـ: ٤٣١-٤٣٤).

بحقوقهم، وتسهيل إجراءات تقييدهم لدعاوى المطالبة بالتعويض لدى لجان الفصل في منازعات الأوراق المالية. وتستدعي هذه الإرهافات المبادرة إلى تطوير آلية التقاضي في هذه المخالفات واستحداث ضوابط دقيقة وعادلة لتقدير التعويض، وتوزيعه على المساهمين المتضررين بالاستفادة من أفضل الممارسات العالمية في هذا المجال. ومن هذا المنطلق، يهدف البحث إلى دراسة الأسس الفقهية والقانونية لتقدير التعويض في قضايا التضليل، تمهيداً لاقتراح عددٍ من النماذج القياسية المتقدمة التي استقر العمل بها لتقدير التعويض والضرر في القضايا المناظرة بالأسواق العالمية.

وتتمثل الإضافة الرئيسة للبحث مقارنة بمنهجية التعويض الحالية للجان الفصل بأنه يقترح أساليب قياسية لتقدير التعويض والضرر، ويبين طريقة استخدامها في تقدير التعويض بسبب التضليل في حالات واقعية حدثت في المملكة العربية السعودية خلال الأعوام ٢٠١١-٢٠١٥م.

ولتحقيق هدف البحث يبدأ القسم الثاني بالتمهيد للموضوع بعرض أهم المفاهيم الفقهية والقانونية المتعلقة بتقدير التعويض عن الضرر الناتج عن التضليل في الأسواق المالية، ثم يبين في القسم الثالث الطرق القياسية التي يمكن استخدامها لتقدير التعويض والضرر في هذه الحالات. ويطبق القسم الرابع هذه الطرق لتقدير مبالغ التعويض بسبب التضليل في حالات واقعية من السوق المالية السعودية. ويختم البحث بذكر أهم النتائج والتوصيات.

٢- الأسس الفقهية والقانونية لتقدير التعويض في

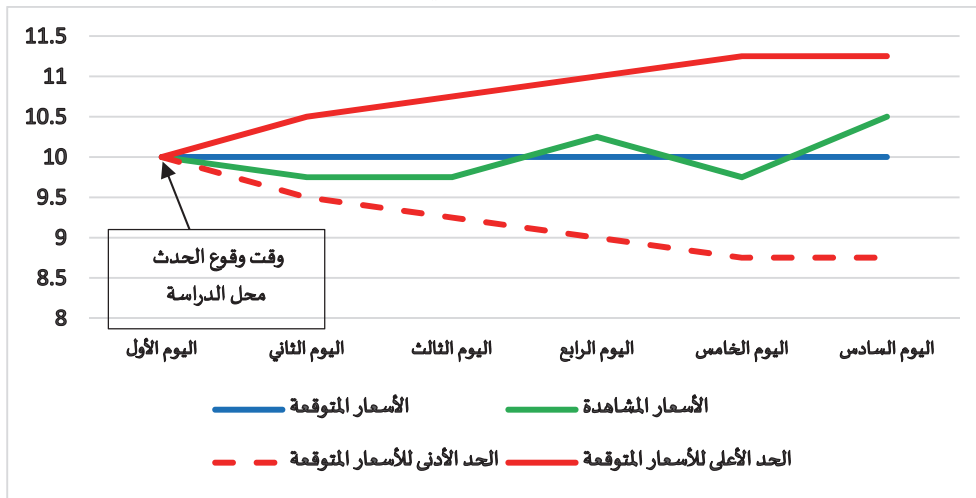
قضايا التضليل

كما أشرنا في المقدمة، يعد موضوع تقدير التعويض في قضايا التضليل مثلاً للتداخل بين القانون والاقتصاد

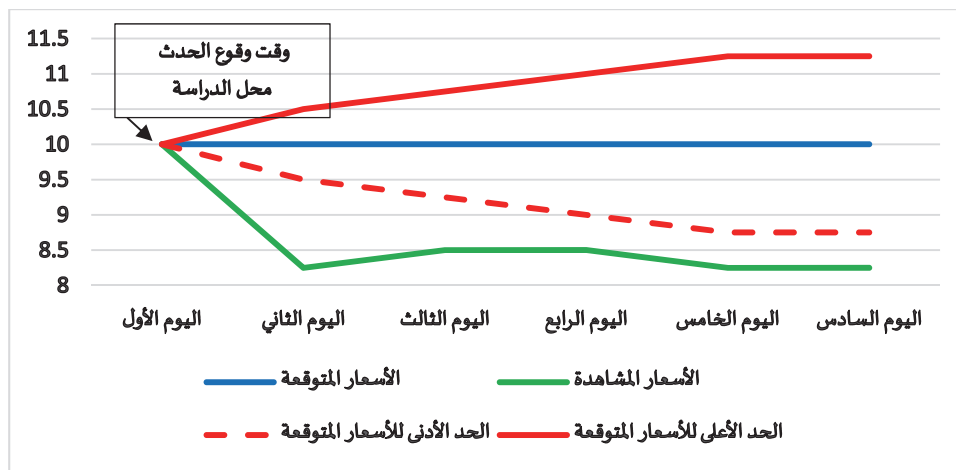
السعر حول القيمة المتوقعة داخل هذه الحدود، كما يوضح ذلك الشكلين (١) و (٢)، والتي يمثل فيهما الخط الأخضر الأسعار الفعلية المشاهدة (actual prices) أو أسعار السوق (Market prices)، في حين يمثل الخط الأزرق الأسعار المتوقعة بناء على نموذج معين (predicted prices)، والتي عادة ما ينظر إليها باعتبارها تمثل القيمة (value) أو السعر الحقيقي (True price)، وتمثل الخطوط الحمراء الحدود العليا والدنيا للأسعار المتوقعة.

(ب) تحديد ما إذا كان هذا الفرق جوهريًا (material) أو فاحشًا بلغة الفقهاء. وهذا بلا شك يتطلب تقدير حد (أو نسبة) إذا كان الفرق بين السعر والقيمة أقل منه عُد الفرق غير جوهري (يسير) وإذا تجاوزه عُد جوهريًا (فاحشًا). وتقدير هذا الحد هو أيضًا أمر اجتهادي. وقد جرى العرف في عدد من القضايا على اعتبار الفرق جوهريًا إذا كان تقلب السعر بعد التصحيح بعيدًا عن القيمة المتوقعة وتحديدًا خارج الحدود العليا والدنيا المتوقعة للقيمة. في حين يعد الفرق غير جوهري إذا كان تقلب

شكل (١) فرق غير جوهري (غبين يسير)



شكل (٢) فرق جوهري (غبين فاحش)



والعقود لا يعيب الرضى ما لم يصحبه شيء من الخلابة. وعلى هذا استقرت معظم الاجتهادات؛ ذلك لأن الغبن المجرد من كل خديعة لا يدل إلا على تقصير العاقد المغبون في تحري معرفة الأسعار ومعرفة حد البديل العادل، ولا يدل على مكر من العاقد الآخر" (الزرقا، ١٩٦٧م: ٣٨٧).

وينسجم نظام السوق المالية ولوائحه مع هذه الرؤية الفقهية حيث شدد النظام على إيجاد هذه العلاقة في المادة (٥٦/أ). ولهذا تقوم لجان الفصل في الغالب برفض مطالبة المستثمرين بالتعويض عن الضرر الناتج عن مخالفات نظام السوق المالية؛ بسبب عدم تحقق الركن الثالث من أركان المسؤولية المدنية وهو العلاقة السببية بين خطأ المخالف وتضرر المدعي، على الرغم من ثبوت الركنين الأول والثاني من أركان المسؤولية المدنية وهما الخطأ والضرر إما بصدور قرار العقوبة من الهيئة أو اللجان (انظر على سبيل المثال القضية ٢٧/٥٤).

والجدير بالذكر أن المادة (٥٦/ب) من نظام السوق المالية نصت على أن "يكون التعويض عن الأضرار المستحقة بموجب هذه المادة من أي شخص مدعى عليه، والحقوق المتعلقة بالتعويض وتوزيع مبالغه على المسؤولين عنه، طبقاً لما ورد في الفقرة (هـ) من المادة الخامسة والخمسين من هذا النظام". وتنص المادة (٥٥/هـ) فيما يتعلق بطريقة التعويض على أنه "يجوز عن طريق الدعوى المرفوعة تأسيساً على الفقرة (أ) من هذه المادة الحصول على تعويض يمثل الفرق بين السعر الذي دفع بالفعل لشراء الورقة المالية (على ألا يتجاوز السعر الذي عرضت به على الجمهور) وبين قيمة الورقة المالية في تاريخ إقامة الدعوى، أو السعر الذي كان من الممكن التصرف في الورقة المالية به في السوق قبل رفع الدعوى أمام اللجنة،

وحيث أن التقويم وتقدير حد الغبن الفاحش أمر اجتهادي متروك للعرف والعادة عند الجمهور، فلا يوجد ما يمنع من الاستفادة من النماذج الإحصائية والطرق القياسية التي ابتكرها الاقتصاديون في تطبيق هذا الاجتهاد. وقد قارن السحبياني (١٤٢٥هـ: ٣٦-٣٩) بين طرق التقويم وتقدير حد الغبن الفاحش لدى الفقهاء والاقتصاديين، وانتهى إلى أن الطرق القياسية المتقدمة إنما هي امتداداً لما أشار إليه بعض الفقهاء من مفاهيم إحصائية مبسطة، ما يفتح المجال واسعاً أمام استخدام هذه الطرق في مساعدة المغبون على إثبات دعوى وقوع الغبن، وفي تحديد مقداره في صفقة معينة، ومساعدة القضاة في ضبط المقاييس القضائية عند تقدير الغبن وتحديد ما إذا كان يسيراً أم فاحشاً.

بالإضافة إلى ما تقدم، يتطلب الركن الثالث للمسؤولية المدنية إمكانية إثبات وجود رابطة بين هذا الفارق الجوهرى وأحد المخالفات الممنوعة بالنظام، أو بعبارة أخرى إثبات وجود رابطة بين الركنين الأول والثاني وهما الخطأ والضرر. وعادة ما يشار لهذا العنصر بتسبب الخسارة (loss causation) أي إيجاد علاقة سببية بين التضليل الجوهرى والخسارة الاقتصادية التي تعرض لها المستثمر. ويحتل موضوع إثبات العلاقة السببية (proving causation) أهمية كبيرة في الفقه والقانون؛ لأن الغبن الفاحش قد يحصل بتغيير أو بدون تغيير؛ وقد يكون بسبب الغابن أو بسبب المغبون، كما قد يكون بسبب معلومات مؤثرة في القيمة أو غير مؤثرة فيها (للتفصيل راجع السحبياني، ١٤٢٥هـ: ٢٣-٣٢).

وبناء على ذلك، لا يكفي إثبات المدعي وقوع الغبن الفاحش، ولا ينفذ التحقق من صحة وقوعه ما لم يكن مرتبطاً بتصرف ممنوع يمكن إثباته قضائياً. جاء في المدخل الفقهي لمصطفى الزرقا: "إن الغبن الفاحش وحده في

مباشر بأي تصرف يؤدي إلى تضليل، أو الإدلاء بأي تصريح غير صحيح لتحقيق جوهرية أو حذف أو إغفال التصريح بحقيقة جوهرية، أو الانخراط في أي عمل أو ممارسة يمكن أن تضلل أي شخص آخر عند قيامه بشراء أو بيع أي ورقة مالية.

ويجب التأكيد في البداية أن المحكمة الناظرة للقضية لا تقرر تعويض المستثمر في حالات التضليل بسبب مخالفة هذه القاعدة إلا إذا أثبت المدعي للمحكمة انه استند على المعلومات المضللة الصادرة من المدعى عليه عندما قرر تداول السهم الذي تأثر سعره بهذه المعلومات. والمتتبع للدعاوى الجماعية للتعويض في قضايا التضليل في المحاكم الأمريكية يلحظ أن إثبات الاستناد (reliance) إلى المعلومات المضللة تردد بين قرارات - صدرت من المحكمة العليا - سهلت في قضايا على المدعين إثبات هذا الاستناد وتشددت في أخرى.

ومن أبرز القضايا المحورية التي عادة ما تتكرر الإشارة إليها في الدراسات القانونية عن الدعاوى الجماعية للتعويض في قضايا التضليل في الأسواق المالية الأمريكية قضية (1988) Basic Inc. v. Levinson ، والتي يرى كثير من المتابعين أنها تمثل نقطة تاريخية فارقة سهلت على المدعين تقديم الأدلة على وقوع المخالفة ومهدت للمضي في كثير من الدعاوى الجماعية ضد إدارات الشركات، لكونها نقلت جزء من عبء إثبات عدم وقوع الضرر إلى المتهم المدعى عليه. ويتخلص منطوق الحكم في هذه القضية في هذه العبارة:

وإذا أثبت المدعى عليهم أن أي جزء من الانخفاض في قيمة الورقة يرجع لأسباب أخرى لا علاقة لها بالحذف أو البيانات غير الصحيحة موضع الدعوى، فإنه يتعين استبعاد هذا الجزء من التعويض الذي يسألون عنه. ويكون المدعى عليهم مسؤولين بصفة فردية وبالتضامن عن تعويض الضرر الذي تقوم مسؤوليتهم عنه طبقاً لهذه المادة. ويكون مبلغ التعويض خاضعاً لأحكام العقد أو الاتفاق المبرم بين الأشخاص المشار إليهم في الفقرة (ب) من هذه المادة، أو طبقاً لما تراه اللجنة محققاً للعدالة، ولا يضر بمصالح المستثمرين أو يتعارض مع روح هذا النظام". ولا شك أن هذه النصوص تعد خطوة متقدمة في تجريم التضليل، ووضع الأسس العامة للتعويض عن الأضرار المترتبة عليه، ولكن يأتي الإشكال في الانتقال من النظرية إلى التطبيق عند إنزال النظام على تفاصيل قضايا التضليل.

٢-٢ تطور تعامل القانون الأمريكي مع قضايا التعويض

بالنظر إلى أن الطرق القياسية التي سيتم عرضها في القسم الثالث طبقت في بيئة تحتكم إلى القانون الأمريكي، فمن المناسب استعراض تطور تعامل القانون الأمريكي مع قضايا التعويض. وفي هذا السياق، يلاحظ أن الأساس الذي يستند عليه القانون الأمريكي في التعويض عن التضليل في قضايا الأوراق المالية هي القاعدة (Rule 10b-5) في قانون سوق الأوراق المالية لعام ١٩٣٤ م (SEC (1934)). حيث تجرم القاعدة قيام أي شخص بشكل مباشر أو غير

Plaintiffs are entitled to a rebuttable presumption of reliance in a 10b-5 case, based on a fraud-on-the-market theory (FOTM).

يحق للمدعين الاستناد بافتراض قابل للدحض في أي قضية تضليل مخالفة للقاعدة (10b-5) على نظرية التضليل في السوق (FOTM).

فيها – أساساً لدعوى التعويض، حتى ولو لم يستندوا بشكل مباشر في قرارات تداولهم على المعلومات المضللة. وهذا الحكم في الواقع نقل عبء إثبات العكس إلى المتهم، أي عليه أن يثبت أن التضليل لم يحدث أثراً في السعر. وقد أدى هذا القرار إلى ازدهار شركات المحاماة المختصة بالتقاضي في هذه القضايا.

غير أن هذا الحكم تغير مع صدور الحكم في قضية *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (2005) التي أعادت التوازن في ساحة التقاضي، ونقلت عبء الإثبات إلى المدعي؛ إذ جعلت من الصعب على المدعي تقديم دليل يربط الضرر بوقوع المخالفة. وملخص قرار المحكمة في هذه القضية هو:

An inflated purchase price will not by itself constitute or proximately cause the relevant economic loss needed to allege and prove "loss causation."

ومؤدى نظرية التضليل في السوق FOTM أن السوق المالية إذا كانت كفو، فإن جميع المعلومات العامة الجوهرية المتاحة عن أي شركة مدرجة تكون مضمنة في أي لحظة في سعر سهمها. وبناء عليه، يوجد في السوق المالية الكفو علاقة سببية دائمة بين أي معلومات جوهرية مضللة وأي عملية تداول للسهم؛ حيث أن أي عملية تضليل تؤدي إلى انحراف السعر السائد في السوق عن القيمة، وبالتالي تكون بالضرورة سبباً في أي عملية تداول تحدث أثناء فترة التضليل. ومن ثم يحق لأي متداول أن يحتج بهذا الانحراف بصفته سبباً لتضليله. وبعبارة أخرى يمكن للمتداولين خلال فترة التضليل أن يعتمدوا على انحراف أسعار الشركة فقط – بصفتها تتضمن كل المعلومات الجوهرية المتاحة المؤثرة

لا يشكل انحراف سعر الشراء بحد ذاته سبباً محتملاً في وقوع الخسائر الاقتصادية، التي تعد شرطاً لادعاء وإثبات العلاقة السببية بين التضليل والضرر.

الأسواق المالية معرضة للمخاطر دائماً، والتساهل في هذا الأمر قد يؤدي إلى تضخيم قيمة التعويض وتقديمه لمن لا يستحق؛ مثل من باع خلال فترة التضليل. وقد أدى هذا الحكم إلى انخفاض عدد القضايا المرفوعة في هذا المجال وانخفاض قيم التعويض.

ونشير أخيراً إلى قضية وصلت إلى المحكمة العليا في الولايات المتحدة وهي قضية *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co* (2014). والتي قررت إعادة الوضع لما كان عليه بعد قضية *Basic*. حيث كان رأي المحكمة:

Securities fraud plaintiffs need not prove loss causation in order to obtain class certification

ومن الواضح أن هذا الحكم أكد على أهمية وجود رابط قوي بين الضرر والتصرف المخالف. وبحسب هذا الحكم يمكن القول إن الضرر مقتصر على الأسهم المحتفظ بها فقط وهي الأسهم التي اشترت خلال فترة التضليل وتم الاحتفاظ بها إلى نهايتها، في حين لا يشمل الأسهم المتحولة وهي الأسهم التي اشترت خلال فترة التضليل وبيعت خلالها؛ لعدم إمكانية إثبات العلاقة السببية بالنسبة للأسهم المتحولة. كما ينبني على هذا الحكم قصر التعويض على الضرر الناتج من حدث التضليل فقط، لأن

لا يحتاج المدعون في قضايا التضليل إلى إثبات العلاقة السببية بين التضليل والضرر للموافقة على المضي في اعتماد دعواهم الجماعية

دعواه بوقوع الضرر، سواء في: (١) تقدير الفرق بين السعر والقيمة في صفقة معينة، و(٢) إثبات أن هذا الفرق جوهرى، وأخيراً وهو الأهم (٣) أن هذا الفرق كان بسبب التضليل.

ولكي يُقبل التحليل الإحصائي دليلاً علمياً على وجود علاقة سببية بين الضرر الحاصل ونشر المعلومات المضللة، لا بد أن يكون الدليل الإحصائي واضحاً في أن الضرر أو الخسارة الاقتصادية (انحراف الأسعار عن القيمة) جوهرى ومرتبطة بالتصرف المخالف (التضليل).

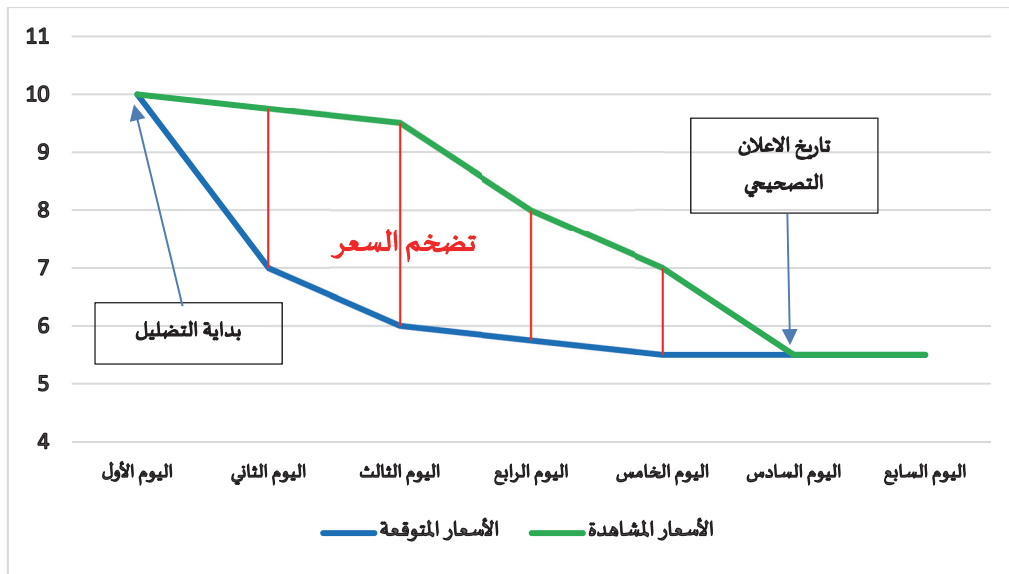
وبعض القضايا تكون واضحة، يسهل فيها تطبيق هذه النماذج بشكل مقنع لجميع الأطراف مثل قضية نشر معلومات مضللة تتسبب في تضخيم سعر السهم، تُعقب بإعلان تصحيحي يؤدي إلى عودة السعر إلى وضعه الطبيعي. ويوضح الشكل (٣) بيانياً هذه القضية الافتراضية. فمع بداية التضليل يبدأ خط السعر (price line) باللون الأخضر في الانحراف عن خط القيمة (value line) باللون الأزرق، فينشأ عن ذلك تضخم في السعر (inflation) إلى نهاية فترة التضليل والمتمثل في تاريخ الإعلان التصحيحي.

ومن الملاحظات العامة على تعامل القانون الأمريكي مع قضايا التعويض أن كثيراً من الدعاوى يتم تسويتها وليس الحكم فيها من قبل القضاء بناء على الطرق القياسية الشائعة لتقدير الضرر.

٣- الطرق القياسية لتقدير الضرر بسبب التضليل
٢-٣ قضايا التعويض: الانتقال من النظرية إلى التطبيق
كما هو الحال في كثير من القضايا، يواجه الممارسون صعوبات كبيرة في الانتقال من النظرية التي تتسم بالبساطة إلى الواقع الذي تؤثر فيه مجموعة كبيرة من العوامل المتداخلة. فالمعلومات محل التحقيق قد تتضمن معلومات سلبية وأخرى إيجابية في الوقت نفسه، كما قد تأتي المعلومات المضللة دفعة واحدة أو تصل إلى السوق بشكل تدريجي خلال فترة التضليل، كما يمكن أن يتعدد المهتمون بالتضليل مع صعوبة التمييز بين أدوارهم في كل معلومة تنشر.

ولهذا يتم إنزال المفاهيم النظرية عند التقاضي في المحاكم على كل قضية على حدة. ومن واقع الملاحظة، يوجد اعتماداً متزايداً في ساحة القضاء على استخدام نماذج قياسية (econometrics models) لمساعدة المدعي في إثبات

شكل (٣) حالة تضليل افتراضية مبسطة



1977; Reinganum, 1981; Litzenberger and
(Ramaswamy, 1979; Keim, 1983).

(ج) تنطلق هذه النماذج من افتراضات قوية حول ملابسات التضليل المتسبب في الضرر من حيث وقت وقوعه، وتوقيت وصول المعلومات المضللة إلى السوق، ومدى توقع السوق لهذه المعلومات، وإمكانية فصل أثر التضليل عن الأحداث الأخرى المؤثرة في سعر السهم. ولكن يصعب في كثير من الوقائع تحديد بداية ونهاية التضليل المتسبب بالضرر بدقة، وما إذا كان التضليل وقع دفعة واحدة أو تدريجياً خلال مجموعة متتابعة من التصرفات التي تسربت للسوق خلال فترة طويلة، وما إذا كانت السوق توقعت حدوث التضليل أم لا، وصعوبة فصل أثر التصرف المضلل في أكثر القضايا عن بقية الأحداث المؤثرة في سعر السهم سواء كان مصدرها القطاع الذي ينتهي إليه السهم أو متغيرات الاقتصاد الكلي. فمثلاً، عند تطبيق طريقة دراسة الحدث يجب تحديد تاريخ التضليل وفترة نافذة الحدث بدقة لحساب العوائد غير الطبيعية بثقة أعلى. فإذا اعتمدنا على فرضية كفاءة السوق، فإن نافذة حدث قصيرة (أيوم) تكون كافية لحساب العوائد غير الطبيعية (Patell and Wolfson, 1984; Mitchell and Netter, 1989). في حين استنتج (Teoh et al. 1999) أن نافذة حدث مكونة من ثلاثة أيام كافية لحساب العوائد غير الطبيعية. أما (Meznar et al. 1994) فقد استعملوا نافذة حدث طويلة نسبياً، وصلت إلى ٤١ يوماً.

(د) تعتمد دقة النماذج المستخدمة لتقدير التضخم في سعر السهم وحرص إجمالي الأسهم المتضررة (ومن ثم إجمالي الضرر) على نوعية البيانات المتاحة سواء لدى السوق المالية أو الوسطاء أو المتداولين. فكلما كانت المعلومات أكثر تفصيلاً كانت التقديرات أكثر دقة لمقدار الضرر الذي وقع على كل متداول وفي معرفة الجهة المتسببة فيه.

ولكن الواقع ليس بهذه البساطة في أكثر القضايا. ولهذا يعترض استخدام النماذج الإحصائية في قضايا التعويض صعوبات كثيرة. فمن الواضح أن تقدير القيمة يتطلب استخدام نماذج إحصائية معينة. وتعتمد دقة نتائج هذه النماذج على الافتراضات الإحصائية التي تستند إليها، والأهم من ذلك على متطلباتها الصارمة فيما يتعلق بحجم ونوع البيانات المطلوبة، وتحديد بداية ونهاية فترة التضليل. وبالنظر إلى أن الواقع معقد جداً مقارنة بالنظرية فلا يمكن عزل أثر التصرفات المُغرّزة عن التصرفات المشروعة سواء تمثلت في إعلانات أو تداولات.

ومن أبرز الإشكالات التي تضعف دقة تقديرات النماذج وبالتالي قوة الربط بين التضليل والضرر ما يلي:

(أ) تعتمد النماذج المستخدمة، مثل نموذج السوق ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، على العديد من الفرضيات أهمها: كفاءة السوق المالية، وتجانس التوقعات وغياب الضرائب والاعتماد على معياري المتوسط والتباين لاختيار الأوراق المالية والإقراض والاقتراض بمعدل خالي من المخاطر. وقد انتقد (Roll, 1977) نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ووجد أن الاختبار الوحيد الذي يقدمه النموذج هو ما إذا كانت محفظة السوق (جميع الأصول)

(ب) تتسم بالكفاءة باستعمال معياري المتوسط والتباين. كما أشار إلى وجود مجموعة من الحدود الكفؤ لأي عينة عشوائية من عوائد الأسهم، وبالتالي إذا تم احتساب معامل بيتا (Beta) بين عوائد هذه الأسهم وبين عائد أي ورقة مالية ستكون العلاقة خطية، حتى ولو لم تكن هذه العينة من عوائد محفظة السوق. كما انتقد (Fama and French, 1992) نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ووجد علاقة ضعيفة جداً بين عوائد الأسهم ومعامل بيتا. وتوجد العديد من الأدبيات الأخرى التي انتقدت النموذج ونخص بالذكر على سبيل المثال (Basu,)

(أ) تقدير القيمة والعائد ومن ثم تقدير العوائد غير الطبيعية في سعر السهم خلال فترة التضليل.

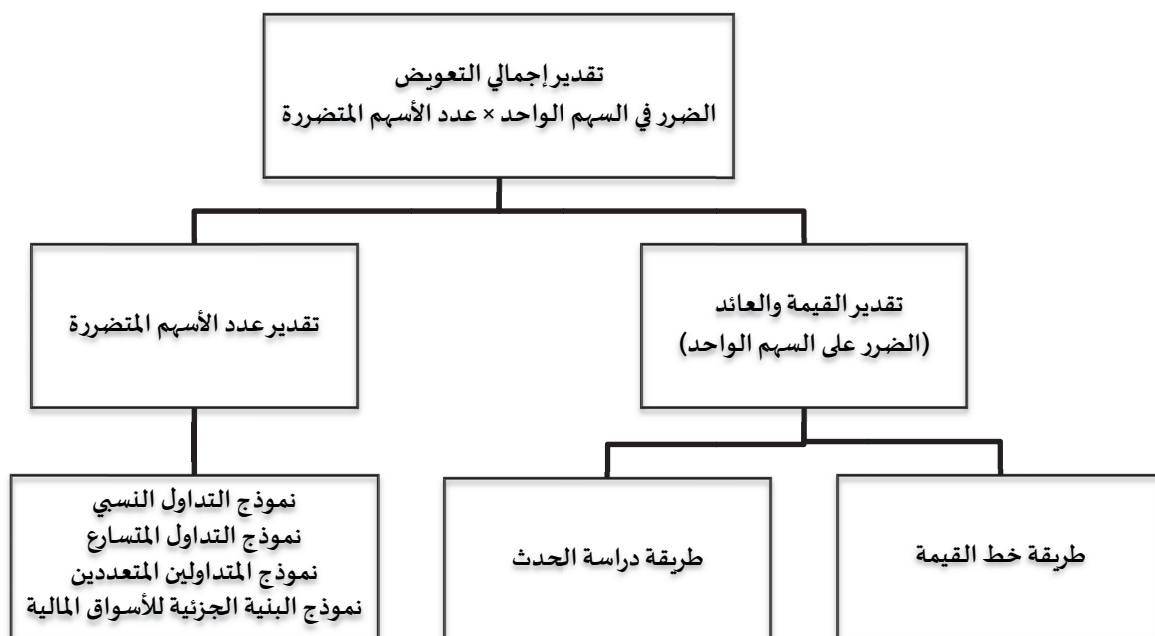
(ب) تقدير عدد الأسهم المتضررة خلال فترة التضليل.

ونستعرض فيما يلي الطرق الإحصائية المستخدمة في هاتين المرحلتين، والملمخصة في الشكل (٤).

٢-٣ الطرق الإحصائية لتقدير الضرر في قضايا التعويض بسبب التضليل

يستعرض البحث في هذه الفقرة أبرز الطرق الإحصائية المعتمدة في الأسواق المالية العالمية لتقدير الضرر في قضايا التعويض بسبب التضليل. وعادة ما تمر عملية تقدير الضرر والتعويض المترتب عليه بمرحلتين:

شكل (٤) النماذج القياسية لتقدير الضرر في قضايا التعويض بسبب التضليل



ومقارنته بسعر السهم الفعلي في السوق (Market price). ويمثل الفرق بين السعرين تأثير التضليل وبالتالي الضرر المستحق للتعويض عن كل سهم. وتجب الإشارة إلى هذه الطريقة تستبعد كل العوامل المؤثرة على تحركات السهم (مثل تحركات مؤشر السوق، تحركات القطاع، معلومات خاصة بالشركة...) وتركز فقط على تحركات السهم الناتجة على عمليات التضليل. ويمكن الحصول على خط القيمة باتباع الخطوات السبع الآتية:

١-١-٣ طرق تحديد القيمة والعائد

١-١-٣-١ طريقة خط القيمة (Value line)

تهدف طريقة خط القيمة إلى استبدال أسعار السهم الفعلية في السوق خلال فترة التضليل بأسعار عادلة تعكس القيمة الحقيقية للسهم بافتراض عدم وجود أي تضليل (Finkelstein, 1983; Karlsgodt, 2012; Mullaney, 1977). وتعتمد هذه الطريقة على نظريات السوق المالي لتقدير السعر العادل للسهم أو القيمة الحقيقية للسهم (True price) لكل يوم خلال فترة أو فترات التضليل،

هذه النماذج في ملحق البحث. ويتم تقدير معامل هذه النماذج عادة باستعمال تحليل الانحدار الخطي (Linear Regression Analysis).

(هـ) التعويض بتقديرات المعامل التي تم الحصول عليها في الخطوة الرابعة (والتي تمثل الفترة النقية) في معادلة فترة التضليل لغرض احتساب العائد الحقيقي للسهم (True return) بافتراض عدم وجود أي تضليل.

(و) بعد احتساب العوائد الحقيقية للسهم (\bar{R}_t) لكامل أيام التضليل $t \in [t_0, t_1]$ ، يتم احتساب الأسعار العادلة (\bar{P}_t) للفترة نفسها ابتداءً من تاريخ التصحيح t_1 ؛ فيجعل سعر السهم في هذا التاريخ مساوياً لسعر السهم العادل حسب المعادلة $\bar{P}_{t_1} = P_{t_1}$ ، ثم يتم حساب الأسعار للأيام السابقة باستخدام المعادلة الآتية والمشتقة من المعادلة (١):

$$\bar{P}_{t-1} = \frac{\bar{P}_t}{1 + \bar{R}_t} \quad (2)$$

$$t - 1 \geq t_0$$

(ز) يرمز لمجموعة الأسعار العادلة للسهم (\bar{P}_t) طيلة فترة التضليل $[t_0, t_1]$ بخط القيمة (Value Line) ويقابلها مجموعة الأسعار الفعلية للسهم (P_t) في السوق (Price Line). ويمثل الفرق بينهما ($P_t - \bar{P}_t$) مقدار الضرر الواقع على السهم في أي يوم خلال فترة التضليل.

٣-١-٢-٢ طريقة دراسة الحدث Event study

تقيس دراسة الحدث تأثير حدث معين على القيمة الحالية لورقة مالية معينة. وتستعمل هذه الطريقة لتقدير التعويض في قضايا الأسهم بالاستناد إلى مبدئين أساسيين هما: (١) أن سعر السهم يعكس كل المعلومات ويتفاعل بطريقة سريعة مع الأخبار الجديدة (٢) أن السعر الحالي للسهم يساوي القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية (Thompson, 1985; Brown and Warner, 1985; Giorgi,)

(أ) تحديد الفترة النقية $[0, t_0 [\cup] t_1, T]$ (Clean Period) وفترة التضليل $[t_0, t_1]$ حسب صحيفة الادعاء الجماعي (Class Period). ويقصد بالفترة النقية الفترة التي تكون فيها تحركات أسعار السهم طبيعية وتؤثر فيها عوامل السوق (مجتمعة في مؤشر القطاع) والقطاع (مجتمعة في مؤشر القطاع) وعوامل أخرى خاصة بالشركة. أما فترة التضليل فيقصد بها الفترة التي تكون فيها تحركات سعر السهم غير طبيعية بسبب أحداث مضللة (مثل إعلانات غير صحيحة أو إخفاء معلومات جوهرية لها علاقة بالشركة).

(ب) جمع البيانات الخاصة بالفترة النقية وفترة التضليل، وهي: أسعار السهم الفعلية في السوق وبيانات مؤشر السوق والقطاع للفترة نفسها. ولا بد أن يكون عدد مشاهدات الفترة النقية كافياً لحساب معلمات معنوية إحصائياً للنموذج الذي سوف يتم استخدامه في تقدير القيمة.

(ج) حساب العائد اليومي لكل من سعر السهم، ومؤشر السوق ومؤشر القطاع للفترة النقية وفترة التضليل. ويحسب العائد اليومي بالمعادلة التالية:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (1)$$

حيث:

R_t : العائد اليومي (للسهم أو المؤشر) في اليوم (t)

P_t : سعر (السهم أو المؤشر) في اليوم (t)

P_{t-1} : سعر (السهم أو المؤشر) في اليوم السابق (t-1)

(د) تطبيق نموذج السوق (Market Model) أو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model) أو نموذج المؤشر المناظر (Comparable Index model) على الفترة النقية؛ لمعرفة مدى حساسية عائد السهم في الفترة النقية للتغير في عائد مؤشر السوق (والقطاع في حالة نموذج المؤشر المناظر). ويمكن الاطلاع على معادلات

window) التي تسبق تاريخ الإعلان موضوع الدراسة؛ ولهذا فهي تختلف حسب موضوع الدراسة ونوعية الحدث. وتحسب العوائد الطبيعية عادة باستعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أو نموذج السوق (انظر ملحق البحث).

د. تقدير العوائد غير الطبيعية (\overline{AR}_t) خلال نافذة الحدث؛ وهي الفرق بين العوائد الفعلية في السوق (R_t) والعوائد الطبيعية (\overline{R}_t):

$$\overline{AR}_t = R_t - \overline{R}_t \quad (3)$$

هـ. حساب العوائد غير طبيعية التراكمية باستخدام المعادلة التالية:

$$\overline{CAR}[t_1, t_2] = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_t \quad (4)$$

و. اختبار المعنوية الإحصائية للعوائد غير الطبيعية، بقسمة العوائد غير الطبيعية على الخطأ المعياري لعلاقة الانحدار الخطي:

$$t - statistic = \frac{\overline{AR}_t}{\text{Standard error}} \quad (5)$$

إذا كانت القيمة المطلقة أكبر من ١,٩٦، دل ذلك على أن العوائد غير الطبيعية ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٥٪.

ومن مزايا دراسة الحدث أنها مفيدة في إثبات العلاقة السببية؛ لأنها تربط بين حدث التضليل والضرر المتمثل في العائد غير الطبيعي. ولهذا أصبحت مقبولة على نطاق أوسع في محاكم الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها تحقق معايير الدليل المقبول من الخبراء بحسب قرار المحكمة العليا في قضية Daubert vs. Merrell Dow Pharmaceuticals (1993)، والشائعة باسم معايير دوبرت Daubert standard.

(2009). وتتطلب طريقة دراسة الحدث تحديد الحدث الذي أدى إلى تراكم عوائد غير طبيعية. وحسب (Torchio, 2010) تعد دراسة الحدث أهم طريقة في تحديد مبلغ التعويض في قضايا الأسهم إذا توافرت الشروط التالية: أن يكون الحدث المضلل معلن للعموم، وتاريخ الإعلان محدد، ولا يوجد سبب للاعتقاد بأن السوق يتوقع الخبر موضوع الإعلان. وتتكون دراسة الحدث من مجموعة من الخطوات. وحسب (MacKinlay, 1997)، تتكون منهجية دراسة الحدث من الخطوات الآتية:

أ. تحديد الحدث المطلوب، وهو في موضوعنا مخالفة التضليل سواء كانت في شكل إخفاء الشركة معلومات جوهرية أو عملية إفصاح تنطوي على تصحيح خبر سابق من شأنها أن تؤثر في سعر السهم وعوائده.

ب. تعريف نافذة الحدث، وتتمثل في عدد من الأيام التي تسبق وتلي تاريخ الإعلان المضلل الذي أدى إلى تراكم عوائد غير طبيعية. وعادة ما يتم تعريف نافذة الحدث بهذه الصيغة: $[y +, x -]$ ، حيث x هو عدد الأيام التي تسبق تاريخ الإعلان المضلل و y هو عدد الأيام التي تلتها، في حين يرمز ليوم الإعلان بصفر. والغرض من إدراج الأيام التي تسبق تاريخ الإعلان مراعاة احتمال تسرب المعلومات، سواء عبر الصحافة أو الواصلين الداخليين. أما الغرض من إدراج الأيام اللاحقة لتاريخ الإعلان فهو مراعاة الوقت الذي تستغرقه عملية دراسة المعلومات وفهمها.

ج. التنبؤ بالعوائد الطبيعية (\overline{R}_t) خلال فترة نافذة الحدث. وتمثل فترة العوائد الطبيعية عادة فترة طويلة قبل نافذة الحدث وتستخدم نتائجها للتنبؤ بالعوائد غير الطبيعية خلال فترة الحدث. ولا يوجد إجماع بين المختصين على طول فترة نافذة التقدير (estimation

٢-٣ طرق تقدير عدد الأسهم المتضررة

من المراحل المهمة التي تمر بها قضايا التعويض توزيع التعويض الذي يصدر الحكم به أو يتم التوصل إليه عن طريق التسوية على المتضررين. وتتطلب هذه المرحلة تقدير إجمالي الضرر الواقع بسبب التضليل والذي يحسب بضرب الضرر على كل سهم بعدد الأسهم المتضررة خلال فترة التضليل. وهو ما يتطلب بدوره تقدير عدد الأسهم المتضررة بمراجعة حركة التداول على السهم خلال فترة التضليل. ونؤكد في البداية على أن الضرر ينعلم إذا لم يتم تداول أي سهم خلال فترة التضليل. ومن ثم يعتمد وقوع الضرر وحجمه ومُستحقه على كثافة تداول كل مستثمر خلال فترة التضليل.

وتختلف الدول من حيث سهولة الحصول على المعلومات المطلوبة لتقدير الأسهم المتضررة؛ ففي دولة يوجد فيها سوق واحد يدار بشكل مركزي (كما هو الحال في المملكة) يمكن الحصول على معلومات جميع الصفقات السابقة وأرصدة المتداولين من الأسهم خلال فترة التضليل بسهولة. وهو ما يسهل من تحديد حجم الضرر الواقع على كل متداول وبالتالي الضرر الكلي من التضليل. أما في الدول التي تتعدد فيها الأسواق وتكون الأسهم غير مسجلة في كثير من الأحيان باسم مالكها الحقيقي فيما يعرف بمصطلح street name، فلا مناص لطرفي القضية من تقدير (خرص) عدد الأسهم المتضررة. وحيث أن هذا الوضع ينطبق على الولايات المتحدة الأمريكية التي ازدهرت فيها هذه القضايا فقد تم استخدام عدة نماذج لتقدير عدد الأسهم المتضررة، تقوم على افتراضات معينة لا يستند أي منها على أي أساس علمي مستقر، ولكنها أصبحت مقبولة عرفاً كوسيلة لتقدير الأسهم المتضررة. ومن أبرزها النماذج الآتية:

(أ) نموذج التداول النسبي (Proportional Trading)

ويعتمد على الأسهم الحرة القابلة للتداول فقط مستبعداً الأسهم غير القابلة للتداول (مثل ما تملكه الحكومة). كما يفترض النموذج احتمال ثابت ومتساو لتداول كل سهم خلال فترة التضليل ويتم تقدير هذا الاحتمال من واقع عدد الأسهم القابلة للتداول وعدد الصفقات اليومي.

(ب) نموذج التداول المتسارع (Accelerating Trading)

ويعتمد على أساسيات النموذج السابق ولكنه يفترض أنه في أي وقت من الأوقات، يساوي احتمال إعادة تداول سهم من الأسهم المتداولة سابقاً في فترة التضليل مضاعف (أو مكرر) ثابت لاحتمال تداول سهم من الأسهم غير المتداولة سابقاً. ويُسمى هذا المكرر بمعدل دوران الاحتمال (Turnover Likelihood Ratio) أو معامل التسارع. فإذا كان معدل التسارع أكبر من واحد صحيح فيعني ذلك تكرر تداول الأسهم (شراء وبيعاً) خلال فترة التضليل، وبالتالي يصبح عدد الأسهم المتضررة أقل مقارنة بنموذج التداول النسبي (والعكس صحيح)

(ج) نموذج المتداولين المتعددين (Multiple Trader)

ويعتمد على أساسيات النموذج الأول ولكن يفترض اختلاف المتداولين من حيث كثافة تداولاتهم ومن ثم مدة احتفاظهم بالأسهم (قصيرة أو ممتدة). وبناء عليه يتم حساب إجمالي الأسهم المحتفظ بها خلال فترة التضليل وإجمالي الضرر المطلوب التعويض عنه.

(د) نماذج البنية الجزئية للأسواق المالية - Theoretically-

(TMTM) grounded Microstructure Trading Model والتي تستخدم بيانات التداولات اليومية المتاحة. وتعد من النماذج الأكثر دقة في تقدير عدد الأسهم المتضررة.

الذي حدث، ثم تقدير مبلغ التعويض باستخدام طريقة خط القيمة وطريقة دراسة الحدث.

ونود التأكيد على أن التحليل في هذا القسم يقوم على افتراض وجود مخالفة تضليل محتملة في الحالات التي لم يصدر فيها قرار نهائي من لجان الفصل، دون الحكم على التضليل بأنه مقصود أو غير مقصود، حيث ننظر للتضليل هنا من وجهة نظر المستثمرين؛ أي وقوع مخالفة أدت إلى تضليل المستثمرين حول القيمة العادلة للسهم. كما نؤكد أيضًا على إن الافتراضات التي بني عليها تقدير مبلغ التعويض اجتهادية ومبنية على المعلومات العامة المتاحة، والهدف منها هو بيان آلية تطبيق هذه الطريقة على حالات واقعية، وليس الحكم الضمني على المخالفين المحتملين، أو تحديد المبلغ الفعلي للتعويض. ولا شك أن صلاحيات هيئة السوق المالية وهيئة التحقيق والادعاء العام ولجان الفصل في الوصول إلى المعلومات التفصيلية المتعلقة بالمخالفة والتحقق مع المخالفين وسماع أقوالهم تجعلها في وضع أفضل من أي طرف آخر للحكم على وقوع المخالفات من عدمه، وتقدير المكاسب غير المشروعة إن وجدت، وفرض الغرامات على المخالفين لمعاقبتهم وردع غيرهم.

٤-١ شركة الصحراء للبتروكيماويات

شركة الصحراء للبتروكيماويات هي شركة مساهمة تنشط في قطاع البتروكيماويات. ويتمثل نشاطها في تملك وتطوير وبناء وتشغيل مصانع للبتروكيماويات عن طريق شركات متخصصة لإنتاج البتروكيماويات والكيماويات، وخاصة إنتاج البروبلين والبولي بروبيلين، والإيثيلين والبولي إيثيلين ومشتقاته. وقد تأسست الشركة عام ٢٠٠٤م، وبلغ رأس مالها عند التأسيس ١,٥ بليون ريال بقيمة إسمية تساوي ١٠ ريال سعودي للسهم الواحد. وبلغ رأس مالها حاليًا نحو ٤,٤ بليون ريال سعودي مدفوعة بالكامل. ويقع

وقد بين (Barclay and Torchio, 2001) أن نتائج نماذج التداول الفردي أو المتعدد تعطي نتائج متشابهة في تقدير عدد الأسهم المتضررة في حالة استعمال متغيرات مناسبة. كما بينا أنه لا توجد دلائل علمية تبرر استبعاد نماذج التداول الفردي كمنهجية لتقدير عدد الأسهم المتضررة في حالات التضليل. في حين وجد (Mayer, 2000) أن نماذج التداول المتعدد أفضل من نماذج التداول الفردي في تقدير الضرر في حالات التلاعب في سوق الأسهم.

ويجدر التنبيه إلى أن الولايات المتحدة الأمريكية تعتمد على هذه الطرق لتقدير إجمالي الضرر في قضايا الأسهم؛ لأن الأنظمة تشترط تقدير عدد الأسهم المتضررة ضمن متطلبات تقييد واعتماد الدعاوى الجماعية ضد المتسبب بالضرر، في حين لا توجد في المملكة حتى تاريخ كتابة البحث تنظيمات معتمدة لرفع الدعاوى الجماعية وتعويض المتضررين، إذ لا تزال اللجان تنظر في دعاوى التعويض من المتضررين بشكل فردي. ونتوقع من واقع معرفتنا بالسوق المالية السعودية، ألا يتم الاعتماد على هذه النماذج في المملكة؛ بسبب توافر معلومات تفصيلية عن تداولات كل المستثمرين يمكن في ضوءها تحديد الضرر الواقع على كل متداول على حدة، ما ينفي الحاجة إلى حرص كمية الأسهم المتضررة. ولهذه المبررات سيستبعد البحث هذه النماذج من الدراسة التطبيقية في القسم التالي.

٤-٢ دراسة مقارنة للتعويض في حالات مختارة

في السوق السعودي

يركز هذا القسم على تطبيق المنهجية المبينة في القسم السابق على ثلاث حالات تضليل وقعت في السوق السعودي وهي حسب تسلسل تاريخ وقوعها: حالة شركة الصحراء، وحالة الشركة السعودية للاتصالات المتكاملة، وحالة شركة موبايي. وسيتم في كل حالة بيان نوع التضليل

مقر الشركة الرئيس في مدينة الرياض، ومرافقها الإنتاجية الضخمة بمدينة الجبيل الصناعية على ساحل الخليج العربي (تداول، ١٤٣٨هـ).

١-١-٤ خلفية قضية شركة الصحراء للبتروكيماويات
تتلخص القضية المتعلقة بالشركة حسب تفاصيل قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية (القضية رقم ٣٢/٥٤) في أن مستثمر "المدعي" تقدم إلى اللجنة بلائحة دعوى ضد شركة الصحراء للبتروكيماويات "المدعى عليها" تتمحور حول إخفاء الشركة لمعلومة جوهرية هامة (أعطال في وحدة تكسير وكذلك وحدات إنتاج البولي أثيلين خلال شهر نوفمبر من سنة ٢٠١٠م) أدت إلى انخفاض مبيعات شهر ديسمبر ٢٠١٠م وبالتالي انخفاض الأرباح كما ورد في إعلان الشركة بتاريخ ٢٢ يناير ٢٠١١م والتي تسببت في تضليل المستثمرين وخسارتهم. وقد أدى إخفاء معلومة الأعطال في وحدات التكسير والإنتاج إلى اعتماد "المدعي" في عملية الشراء على ارتفاع أسعار المنتجات البتروكيماوية في نهاية سنة ٢٠١٠م فقام بشراء أسهم الشركة في ٣ يناير ٢٠١١م. ولكن أعلنت الشركة في ١٩ يناير ٢٠١١م عن انخفاض الأرباح في الربع الرابع مقارنة بالربع الثالث من سنة ٢٠١٠م مخالفة بذلك التوقعات، ثم نشرت في ٢٢

يناير ٢٠١١م بيان إلحاقى تضمن السبب الرئيسي في انخفاض الأرباح وهو حدوث الأعطال المشار لها أعلاه، والتي لم تفصح عنها الشركة في حينه. وقد أعتبر المدعي أن الإعلان عن الأعطال كان متأخرًا ولهذا يعد إخفاء معلومة جوهرية أثرت على تداولاته بالشراء والبيع والتي كان أثرها الصافي خسارة إجمالية قدرها ١٤٧,٠٠٥,٩٣ ريالاً. حيث قام المدعي ابتداء من تاريخ ٣ يناير ٢٠١١م بشراء وبيع أسهم الشركة حسب التسلسل المبين في جدول (١).

وقد طالب المدعي بالتعويض عن خسارته وقدرها ١٤٧,٠٠٥,٩٣ ريالاً والتي تمثل الفرق بين قيمة شراء وبيع أسهم الشركة. وبناء على حيثيات القضية المستندة إلى المواد (٤٦/أ-٥٦/أ-٥٦/ب-٥٥/هـ) من نظام السوق المالية، وبعد المداولة قررت لجنة الفصل إلزام الشركة بأن تدفع للمدعي مبلغاً قدره (١٤٤,١٤٩,٤٥) تعويضاً عن الخسارة التي لحقت به نتيجة إغفال التصريح عن معلومة جوهرية.

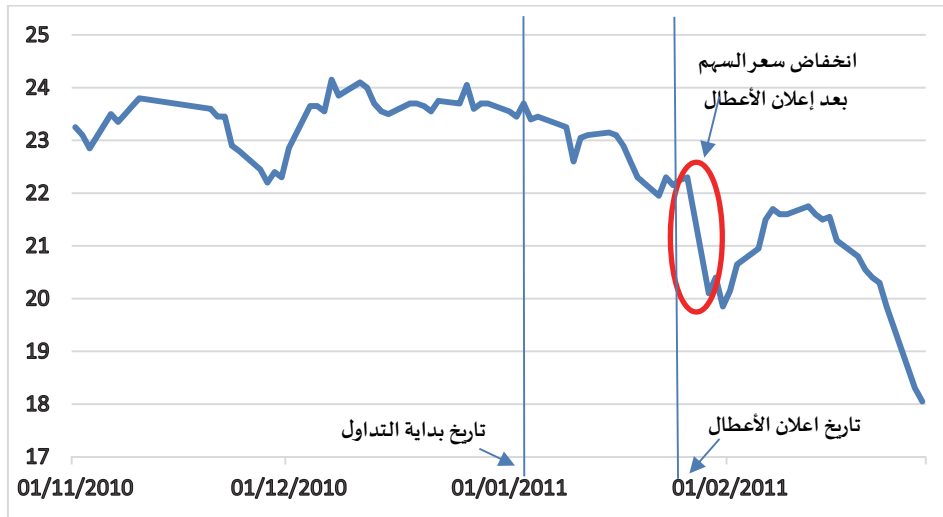
٢-١-٤ تقدير التعويض باستخدام طريقة خط القيمة
كمدخل لاستخدام هذه الطريقة، نستعرض تحركات أسعار سهم شركة الصحراء للبتروكيماويات نهاية سنة ٢٠١٠م وبداية سنة ٢٠١١م، والمبينة في الشكل (٥).

جدول (١) تفاصيل الصفقات التي قام بها المدعي في قضية شركة الصحراء

تاريخ الصفقة	عدد الأسهم المشتراة (المباعة)	قيمتها الإجمالية (ريال)
٢٠١١-٠١-٠٣م	٤٢,٧٣٤	١,٠٠٨,٧٥٦,٣٨
٢٠١١-٠١-٠٤م	٣٢,٢٦٦	٧٥٤,٣٣٩,٥١
٢٠١١-٠١-١١م	٢٣,٦٦٩	٥٣٩,٨٣٩,٧٠
٢٠١١-٠١-١٨م	٢٢٢	٤,٩٩٩,٨٠
٢٠١١-٠١-١٩م	(٢٥,٠٠٠)	(٥٥٥,٠٠٠)
٢٠١١-٠١-١٩م	٢٥,٤٤٦	٥٦٧,٥٣٧,٤٩
٢٠١١-٠١-٢٢م	(٩٩,٣٣٧)	(٢,١٧٣,٤٦٦,٩٥)
صافي الربح (الخسارة)		(١٤٧,٠٠٥,٩٣)

المصدر: قرار لجنة الفصل النهائي رقم ٣٢/٥٤

شكل (٥) تحركات سهم شركة الصحراء للببتروكيماويات



المصدر: تداول (١٤٣٨هـ)

ومعامل بيتا (beta) للفترة النقية باستخدام نموذج السوق. وبناء على تقدير معامل بيتا للفترة النقية تم تقدير العوائد العادلة في فترة التضليل. وبعد حساب العوائد العادلة للسهم طيلة فترة التضليل، تم حساب الأسعار العادلة للفترة نفسها، انطلاقاً من تاريخ التصحيح.

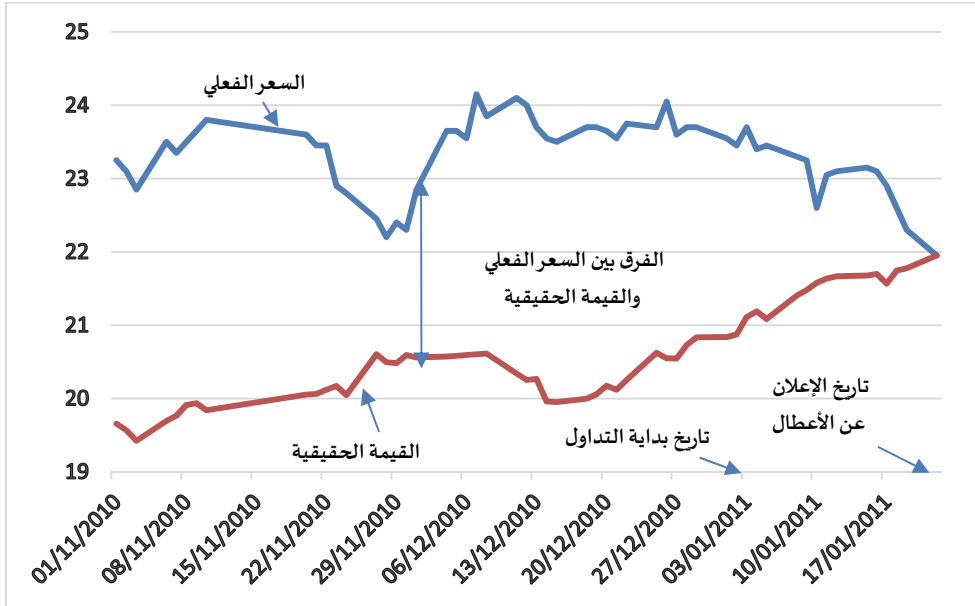
ويوضح الشكل (٦) الفرق بين أسعار الأسهم الفعلية في السوق والأسعار العادلة المفترض وجودها في حال عدم إغفال إعلان الأعتال. ويتضح من الشكل وجود اختلاف بين سعر السوق والقيمة الحقيقية المفترضة للسهم، والذي يقبس الضرر الواقع على السهم في أي يوم خلال فترة إغفال الإعلان. وعليه، يمكن ربط مبلغ التعويض للمدعي بالاستناد على العمليات التي قام بها خلال فترة الإغفال. ويبين الجدول (٢) العمليات التي قام بها المدعي بالإضافة إلى قيمة التعويض المستحقة عن كل عملية بالاستناد إلى طريقة خط القيمة.

ويتضح من الشكل (٥) أن سعر أسهم الشركة تراوح بين ٢٢ ريال إلى حوالي ٢٤ ريالاً خلال الأشهر الأخيرة من ٢٠١٠م وبداية ٢٠١١م. وبعد الإعلان الإلحاق من الشركة بخصوص نتائجها المالية الأولية بتاريخ ٢٢ يناير ٢٠١١م انخفض سعر السهم إلى حوالي ٢٠ ريالاً، ثم ارتفع لفترة قصيرة قبل أن ينخفض مرة أخرى إلى حدود ١٨ ريالاً في نهاية فبراير ٢٠١١م.

ولتطبيق طريقة خط القيمة على هذه الحالة، نحدد أولاً الفترة النقية والتي نفترض أنها كانت قبل شهر نوفمبر ٢٠١٠م وهو تاريخ إغفال الإعلان عن المعلومة الجوهرية (أعتال في وحدات التكسير والإنتاج). وبناءً عليه، افترضنا أن الفترة النقية تمتد من بداية ٢٠١٠م إلى نهاية أكتوبر ٢٠١٠م. أما الفترة المضللة فتكون من بداية شهر نوفمبر ٢٠١٠م إلى ٢٢ يناير ٢٠١١م (تاريخ الإعلان التصحيحي والذي تضمن الإفصاح عن الأعتال).

بعد تحديد الفترة النقية وفترة التضليل، وحسب الخطوات المبينة في الفقرة (٣-١-١) تم حساب العوائد

شكل (٦) الفرق بين السعر الفعلي في السوق والقيمة الحقيقية المفترضة



جدول (٢) عمليات المدعي وقيمة التعويض المستحقة

تاريخ الصفقة	عدد الأسهم المشتراة (المباعة)	قيمتها الإجمالية (ريال)	متوسط السعر للسهم (بالريال)	القيمة الحقيقية للسهم (بالريال)	القيمة المفترضة لعمليات المدعي	قيمة التعويض
٢٠١١-٠١-٠٣م	٤٢,٧٣٤	١,٠٠٨,٧٥٦,٣٨	٢٣,٦٠	٢١,١١	٩٠٢,١٣٢,٥٨	١٠٦,٦٢٣,٨٠
٢٠١١-٠١-٠٤م	٣٢,٢٦٦	٧٥٤,٣٣٩,٥١	٢٣,٣٨	٢١,١٩	٦٨٣,٦٦٠,٠٠	٧٠,٦٧٩,٥١
٢٠١١-٠١-١١م	٢٣,٦٦٩	٥٣٩,٨٣٩,٧٠	٢٢,٨٠	٢١,٦٤	٥١٢,١١٩,٩٤	٢٧,٧١٩,٧٦
٢٠١١-٠١-١٨م	٢٢٢	٤,٩٩٩,٨٠	٢٢,٥٢	٢١,٧٥	٤,٨٢٧,٧٦	١٧٢,٠٤
٢٠١١-٠١-١٩م	(٢٥,٠٠٠)	(٥٥٥,٠٠٠)	٢٢,٢	٢١,٧٨	٥٤٤,٤٠٨,٥٠-	(١٠,٥٩١,٥٠)
٢٠١١-٠١-١٩م	٢٥,٤٤٦	٥٦٧,٥٣٧,٤٩	٢٢,٣٠	٢١,٧٨	٥٥٤,١٢٠,٧٥	١٣,٤١٦,٧٤
٢٠١١-٠١-٢٢م	(٩٩,٣٣٧)	(٢,١٧٣,٤٦٦,٩٥)	٢١,٨٨	٢١,٩٥	٢,١٨٠,٤٤٧,١٥-	٦,٩٨٠,٢٠
مجموع التعويض المستحق حسب طريقة خط القيمة						٢١٥,٠٠٠,٥٥

المصدر: قرار لجنة الفصل النهائي رقم ٣٢/٥٤، ونتائج طريقة خط القيمة

الإعلان عن الأعياد و + ١٠ هو عدد الأيام التالية ليوم الإعلان. وقد تم اختيار مدة ١٠ أيام لتسهيل عملية متابعة العوائد غير الطبيعية؛ خاصة وأن الحد الأعلى اليومي للتغير في أسعار الأسهم في السوق السعودية مقيّد بنسبة (١٠٪) مقارنة بسعر الإغلاق السابق (تداول، ١٤٣٨هـ). بعد ذلك تم تحديد نافذة التقدير والمتمثلة في الأشهر

٣-١-٤ تقدير التعويض باستخدام طريقة دراسة الحدث حسب إجراءات طريقة دراسة الحدث المبينة في الفقرة (٣-١-١)، سنعتبر يوم ٢٢ يناير ٢٠١١م (تاريخ الإعلان عن الأعياد) هو تاريخ الحدث الذي أدى إلى انخفاض أسعار الأسهم. وبناءً عليه، حُدثت نافذة الحدث بالفترة [١٠-، ١٠+]، حيث -١٠ يمثل عدد الأيام التي سبقت يوم

العوائد غير الطبيعية التراكمية، واختبارها معنويتها الإحصائية. ويبين الجدول (٣) العوائد غير الطبيعية خلال نافذة الحدث، والتي تم الاقتصار فيها على يومين قبل تاريخ الحدث (لأن كل الأيام التي سبقت تاريخ الإعلان ليس لها دلالة إحصائية) وخمسة أيام بعد تاريخ الحدث (لأن باقي الأيام ليست لها دلالة إحصائية).

السته السابقة لفترة الحدث (١٨٠ يومًا)، وهي فترة معتمدة في العديد من الدراسات السابقة. وبناءً على ذلك تم استخدام بيانات فترة التقدير لحساب معلمات نموذج السوق، ومن ثم حساب العوائد الطبيعية خلال فترة نافذة الحدث، والعوائد غير الطبيعية والمتمثلة في الفرق بين العوائد السوقية والعوائد الطبيعية. تلا ذلك حساب

جدول (٣) العوائد غير الطبيعية ودلالاتها الإحصائية

نافذة الحدث	العوائد غير الطبيعية	العوائد غير الطبيعية التراكمية	الاختبار الإحصائي t-test
٢-	٠,٠١٤٤٦٤٥٩٩-	٠,٠٥٣٥٤٣٨٥٢-	٠,٨٦٩٠٦١٤٠٢-
١-	٠,٠٢١٢٤٩٠٤٢-	٠,٠٧٤٧٩٢٨٩٤-	١,٢٧٦٦٨٤٠٢-
٠ (تاريخ الحدث)	٠,٠١٦٦٣٥٠٣٥-	٠,٠٩١٤٢٧٩٢٩-	٠,٩٩٩٤٦٥٤٩١-
١+	٠,٠١٠٩٥٤١٦٢	٠,٠٨٠٤٧٣٧٦٧-	٠,٦٥٨١٤٧٤٧١
٢+	٠,٠١٢٣٦١٧٦١-	٠,٠٩٢٨٣٥٥٢٩-	٠,٧٤٢٧١٨٨١١-
٣+	٠,٠٠٤٧٥٢٦٧٣	٠,٠٨٨٠٨٢٨٥٥-	٠,٢٨٥٥٤٩٩٠٨
٤+	٠,٠٠٥٥١١٤١٣-	٠,٠٩٣٥٩٤٢٦٨-	٠,٣٣١١٣٦٤٧٥-
٥+	٠,٠٩٧٧٩١٤١٦-	٠,١٩١٣٨٥٦٨٤-	٥,٨٧٥٤٩٩٦٨١-*
٦+	٠,٠٢٦٤٧٠٥٩٩	٠,١٦٤٩١٥٠٨٥-	١,٥٩٠٤٠٥٤١٩
٧+	٠,٠٣٤٧٧٢٣١١-	٠,١٩٩٦٨٧٣٩٦-	٢,٠٨٩١٨٨٥٢٤-*

ملاحظة: علامة (*) تشير إلى دلالة إحصائية بدرجة ثقة (٩٥٪).

قيمة التعويض بالنسبة للمتداول الذي اشترى السهم قبل تاريخ الإعلان وباعه بعد نافذة الحدث. فإذا اعتبرنا أن المدعي يستحق تعويضاً على الأسهم التي اشتراها خلال نافذة الحدث (انطلاقاً من يوم ٨-١-٢٠١١م) فإن إجمالي عدد الأسهم المشتراة تساوي ٤٩,٣٣٧ سهمًا (٢٣٦٦٩ + ٢٢٢) وبما أنه استحق تعويضاً يساوي ٤,١٥ ريال عن كل سهم فإن إجمالي قيمة التعويض المستحقة (٤,١٥ ريال × ٤٩,٣٣٧ سهم) وتساوي ٢٠٤,٨٠٥,٥٥ ريال. ويقارن الجدول (٤) مبالغ التعويض حسب قرار لجنة الفصل، وطريقي خط القيمة ودراسة الحدث.

نلاحظ من الجدول (٣) أن العوائد غير الطبيعية ذات الدلالة الإحصائية ظهرت في اليوم الخامس بعد تاريخ الحدث. واتباع طريقة (Krivin et al. 2003) تساوي العوائد غير الطبيعية التراكمية في اليوم الخامس (-١٩,١٤٪) وهو ما يعني أن المتداولين خسروا نسبة (-١٩,١٤٪) من قيمة أسهمهم جراء الحدث (الإعلان التصحيحي من شركة الصحراء).

فإذا أخذنا متوسط سعر السهم طيلة فترة التقدير (٢١,٦٩ ريال) فإن قيمة التعويض المقترحة للسهم الواحد تساوي: ٢١,٦٩ ريال × (-١٩,١٤٪) = ٤,١٥ ريال وتمثل

جدول (٤) ملخص مبالغ التعويض

التعويض حسب لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية	التعويض حسب طريقة خط القيمة	التعويض حسب طريقة دراسة الحدث
١٤٤,١٤٩,٤٥ ريال	٢١٥,٠٠٠,٥٥ ريال	٢٠٤,٨٠٥,٥٥ ريال

ويلحظ في هذه الحالة أن تقديرات طريقتي خط القيمة ودراسة الحدث متقاربة وأعلى من التقدير الذي توصلت له اللجنة والذي لم يستند على أي نموذج إحصائي لتقدير القيمة أو الخسارة في القيمة بسبب حدث التضليل.

٢-٤ الشركة السعودية للاتصالات المتكاملة

الشركة السعودية للاتصالات المتكاملة هي شركة مساهمة سعودية يبلغ رأس مالها بليون ريال سعودي مقسم إلى مائة مليون سهم بقيمة اسمية قدرها عشرة ريالات للسهم الواحد، تمثل (٦٥٪) منها حصة المساهمين المؤسسين في رأس مال الشركة. ويتمثل النشاط الرئيسي للشركة في تأسيس وتشغيل وصيانة شبكة الاتصالات الثابتة إضافة إلى تقديم كافة الخدمات المتعلقة بها في المملكة. وقد حصلت الشركة على ضمان بنكي من أحد البنوك المحلية غير مشروط وغير قابل للإلغاء بمبلغ (١,٠٠٩,٦٣٨,٩٥٢) ريال والذي يعد مقدمات عينية ونقدية من المؤسسين لما ستملكه الشركة من ترخيص لاستخدام ترددات ولبناء شبكات وبنية تحتية للاتصالات الثابتة. (المتكاملة، ٢٠١٣م) وتم إدراج أسهم شركة المتكاملة في تاريخ ٢٦/٦/٢٠١١م وتم إيقاف التداول به نهائياً في تاريخ ٦/٢/٢٠١٣م.

١-٢-٤ خلفية قضية المتكاملة

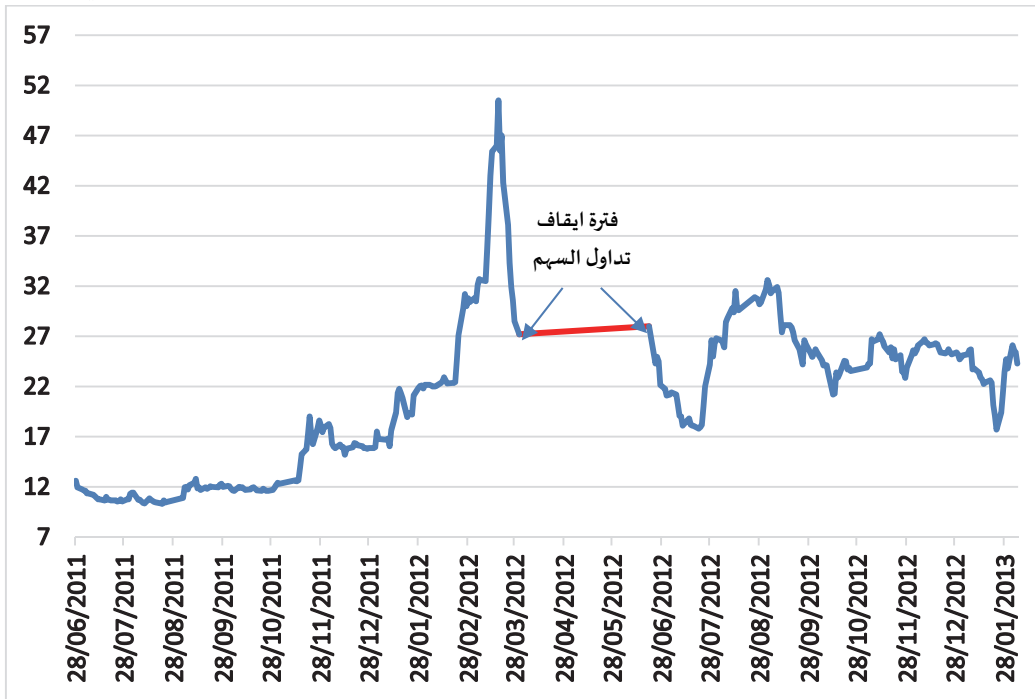
تتلخص القضية في احتمال وجود تضليل بالمساهمين والسوق وهيئة سوق المال ووزارة التجارة من قبل المؤسسين؛ حيث أعلنوا بأنهم سيقومون بضخ ٦٥٠ مليون ريال في حساب الشركة، ولكن بدلاً عن ذلك قدموا خطاب ضمان بنكي من طرف بنك محلي، وليس شهادة إيداع كما

تنص لوائح السوق. ولم تقم هيئة الاتصالات بإلزام الشركة بشروط الهيئة والالتزام بتنفيذ الأمر الملكي الصادر بشأن الشركة بتسييل الضمان؛ ما أدى إلى تحول ذلك المبلغ إلى دين، بمعنى أن الشركة خسرت أكثر من (٧٠٪) من رأس المال. وبعد تراكم العديد من الأحداث، منها عدم التزام الشركة بشروط الهيئة، وظهور التقرير السنوي لسنة ٢٠١١م والذي تحفظ فيه المراجع القانوني الخارجي للشركة على سحب مبلغ ٢٦٢ مليون ريال لصالح أطراف ذوي علاقة بالمساهمين المؤسسين بالإضافة إلى سلسلة من الإعلانات الجدلية من الشركة، تم إيقاف تداول السهم في تاريخ ٦ فبراير ٢٠١٣م وتشكيل لجنة وزارية أوصت بضرورة تصفية الشركة، فصدر مرسوم ملكي في ٦ مايو ٢٠١٣م بالموافقة على إلغاء ترخيص الشركة لدى هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات وتصفية الشركة (آل عباس، ٢٠١٢م). وقد أصدر خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبدالعزيز رحمه الله أمراً ملكياً بتعويض المساهمين من غير المؤسسين في الشركة بمبلغ ثلاثون ريالاً للسهم، ويعتبر ذلك أعلى من سعر الإغلاق (٢٤,٣ ريال). وبناء على هذا الأمر حلت وزارة المالية محل المساهمين من غير المؤسسين في نصيبهم من التصفية بعد التعويض (الاقتصادية، ٢٠١٤م).

٢-٢-٤ تقدير التعويض باستخدام طريقة خط القيمة

كمدخل لاستخدام هذه الطريقة، نستعرض في البداية تحركات أسعار سهم الشركة من تاريخ الإدراج إلى تاريخ الإيقاف النهائي لتداول السهم بتاريخ فبراير ٢٠١٣م، والمبينة في الشكل (٧).

شكل (٧) تحركات سهم شركة المتكاملة من تاريخ الإدراج إلى تاريخ الإيقاف النهائي



المصدر: تداول (١٤٣٨هـ)

التضليل، فتشمل الفترة من ٢٠١٢/١/٨م إلى تاريخ إيقاف التداول الأول وهو ٢٠١٢/٤/١م باعتبار أن قرار إيقاف تداول سهم الشركة من قبل هيئة السوق المالية قرار تصحيحي وبالتالي انتهاء فترة التضليل الأولي. كما نفترض أن تاريخ إعادة التداول في ٢٠١٢/٦/٢٠م هو بداية الفترة النقية الثانية لأنه المفترض ألا توافق هيئة السوق المالية على إعادة التداول إلا بعد التأكد من تصحيح الأمور. وافترضنا أن الفترة النقية الثانية بدأت من تاريخ إعادة التداول إلى تاريخ ٢٠١٣/١/٢٣م وهو التاريخ الذي أصدرت فيه الشركة بيانات مضللة، وبالتالي فإن فترة التضليل الثانية تبدأ من هذا التاريخ إلى تاريخ الإيقاف النهائي للتداول ٢٠١٣/٢/٥م.

بعد تحديد الفترة النقية وفترة التضليل، وحسب الخطوات المبينة في الفقرة (١-١-٣) تم جمع بيانات هذه

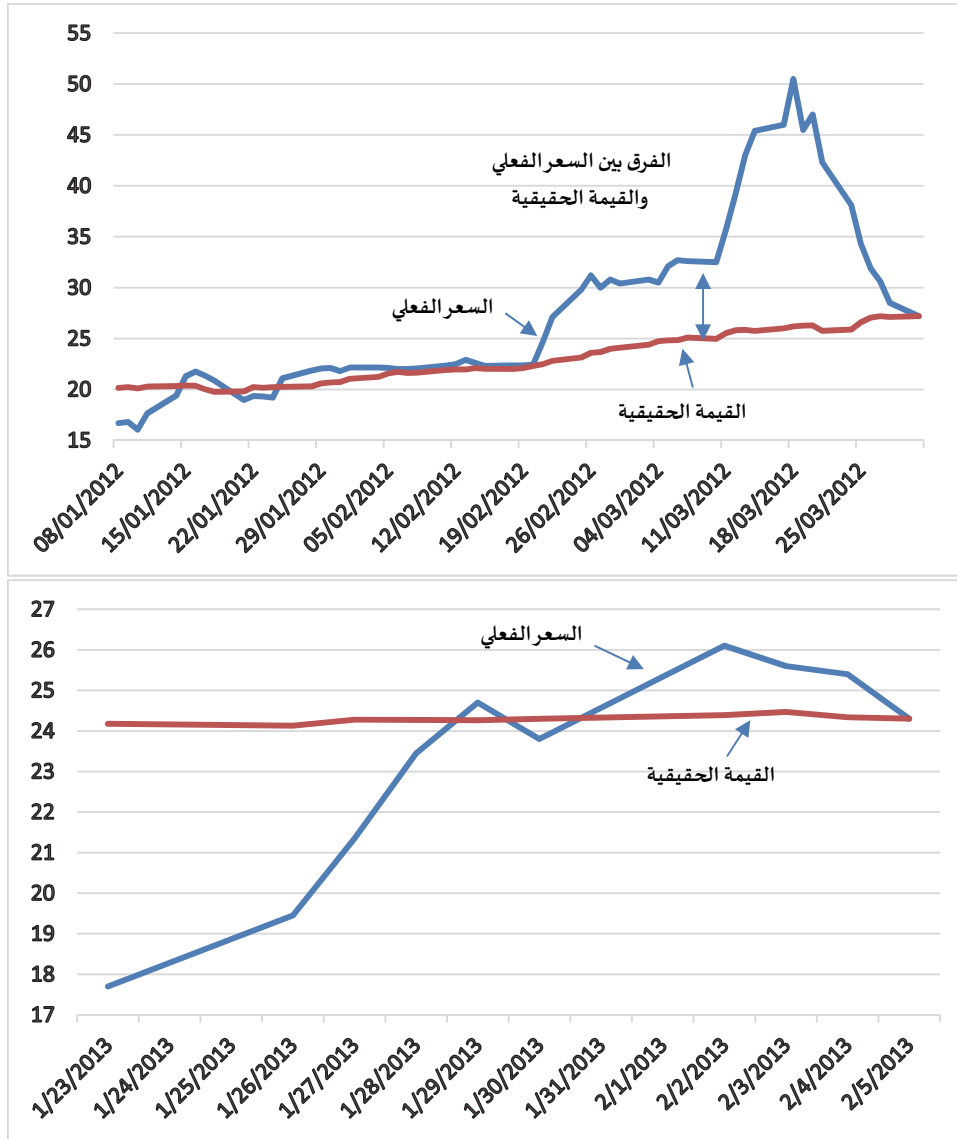
يتضح من الشكل (٧) تعرض أسعار سهم شركة المتكاملة لتقلبات كبيرة طيلة فترة الإدراج؛ إذ قفز السعر من ١٢,٦ ريال في نهاية تداول يوم ٢٠١١/٦/٢٨م إلى ٥٠,٥ ريال في نهاية تداول يوم ٢٠١٢/٣/١٨م وبعد ذلك انهار السعر في غضون ١٠ أيام ووصل إلى ٢٧,٢ ريال في يوم ٢٠١٢/٤/١م وهو التاريخ الذي تم فيه تعليق تداول السهم حسب قرار هيئة السوق المالية وامتد التعليق لفترة تجاوزت الشهرين وتم إعادة تداول السهم في تاريخ ٢٠١٢/٦/٢٠م بسعر افتتاح قدره ٢٩,٩ ريال ليتواصل التدنّب إلى تاريخ إيقاف تداول السهم نهائيًا بتاريخ ٢٠١٣/٢/٥م.

ولتطبيق طريقة خط القيمة على هذه الحالة، نحدد أولاً الفترة النقية والتي نفترض أنها بدأت بتاريخ ٢٠١١/٦/٢٨م وانتهت بتاريخ ٢٠١٢/١/٧م أما فترة

العادلة في فترة التضليل استناداً إلى معامل بيتا للفترة النقية. وبعد حساب العوائد العادلة للسهم طيلة فترة التضليل، تم حساب الأسعار العادلة للفترة نفسها، انطلاقاً من تاريخ التصحيح. ويوضح الشكل (٨) الفرق بين أسعار الأسهم الفعلية في السوق والأسعار العادلة المفترض وجودها في حال غياب التضليل خلال فترتي التضليل الأولى والثانية.

الفترات والتي تشمل أسعار السهم، ومؤشر السوق ومؤشر القطاع، ومن ثم حساب العوائد ومعامل بيتا للفترة النقية باستخدام نموذج السوق، كما تم حساب حساسية عائد السهم لعائد القطاع باستخدام نموذج المؤشر المناظر ولكن لم نجد دلالة إحصائية لتأثير عائد القطاع على عائد السهم وبالتالي اعتمدنا فقط على معامل بيتا لتقدير العائد المتوقع للسهم. وبناء على هذه النتائج تم تقدير العوائد

شكل (٨) الفرق بين السعر الفعلي والقيمة الحقيقية المفترضة خلال فترتي التضليل



٤-٢-٣ تقدير التعويض باستخدام طريقة دراسة الحدث كما أشرنا في الفقرة (٣-١-١-٢)، تستند هذه الطريقة إلى وجود حدث معلن للعموم. ونفترض في هذه الحالة أن تاريخ الإيقاف الأول للتداول (٢٠١٢/٠٣/٣١م) أو تاريخ إعادة التداول (٢٠١٢/٠٦/٢٠م) هي تواريخ توافق أحداث أو قرارات تصحيحية. وبناء على هذا الافتراض، تم تحديد نافذة الحدث [-١٠، +١٠]، للأسباب نفسها التي أشرنا لها في حالة شركة الصحراء. بعد ذلك قمنا بتحديد نافذة التقدير، وهي الفترة التي نستند على بياناتها لتقدير معامل معادلة نموذج السوق. وتم اختيار فترة نافذة التقدير بحيث تغطي كل الأيام السابقة لنافذة الحدث، وعددها (١٧٦) يوماً من تاريخ الإدراج إلى اليوم الذي يسبق نافذة الحدث. وبناء على ذلك تم تقدير معلمات نموذج السوق، ومن ثم حساب العوائد الطبيعية خلال فترة نافذة الحدث، والعوائد غير الطبيعية والمتمثلة في الفرق بين العوائد السوقية التي تحققت فعلاً خلال فترة نافذة الحدث والعوائد الطبيعية التي تم تقديرها من خلال نموذج السوق. تلا ذلك حساب العوائد غير الطبيعية التراكمية، واختبارها معنويتها الإحصائية. وبين الجدول (٥) العوائد غير الطبيعية خلال نافذة الحدث، والتي تم الاقتصار فيها على الأيام التي كانت فيها العوائد غير الطبيعية معنوية إحصائياً.

ويتضح من الجزء العلوي من الشكل (٨) أن الفرق بين سعر السوق والقيمة الحقيقية المفترضة للسهم خلال فترة التضليل الأولى كان كبيراً قبيل تاريخ التصحيح، ويسيراً في النصف الأول من الفترة. وينطبق الأمر في فترة التضليل الثانية كما يبين الجزء السفلي من الشكل (٨)، ولكن مع اختلاف في سلوك القيمة المفترضة في النصف الأول من الفترة، حيث أنها أكبر من السعر الفعلي. وعليه، يمكن ربط مبلغ التعويض لأي مستثمر بالعمليات التي قام بها خلال فترتي التضليل فإذا اشترى السهم بسعر أعلى من القيمة الحقيقية فإنه يستحق التعويض بمبلغ يساوي الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية. فلو اشترى مستثمر سهم الشركة في تاريخ ٢٠١٢/٣/١٤م بالسعر السوقي في ذلك اليوم وهو ٤٥,٤ ريال في حين أن القيمة الحقيقية للسهم في اليوم نفسه كانت تساوي ٢٥,٧٥ ريال، فإنه يستحق بناء على طريقة خط القيمة مبلغ تعويض قدره ١٩,٦٥ ريال عن السهم الواحد. وإذا باع السهم خلال فترة التضليل مثلاً في يوم ٢٠١٢/٣/٢٧م بسعر سوقي يساوي ٣٠,٦ ريال في حين أن القيمة الحقيقية تساوي ٢٧,١٩ ريال فإنه قد استفاد من عملية التضليل ومطالب بإرجاع الفرق وهو ٣,٤١ ريال. ويمكن حساب التعويض الذي يستحقه أي متداول خلال فترتي التضليل باستخدام هذه الطريقة وبالاعتماد على بيانات الصفقات التي يمكن الحصول عليها من نظام تداول.

جدول (٥) العوائد غير الطبيعية ودلالاتها الإحصائية

نافذة الحدث	العوائد غير الطبيعية	العوائد غير طبيعية التراكمية	الاختبار الإحصائي t-test
٢-	٠,٠٤٦٠٢٥٥٧١-	٠,٤٥٦٩٦٤٤٩٣-	١٢٤٤٠٢٦٩-
١-	٠,٠٧٧٧٦٩٨٥٨-	٠,٥٣٤٧٣٤٣٥١-	*٢,١٠٢٠٤٤٤٥-
٠ (تاريخ الحدث)	٠,٠٥٩٣٣٦٦٧٢-	٠,٥٩٤٠٧١٠٢٢-	١٦٠٣٨١٣١٤-
١+	٠,٠٠٧٢٠٦٥٠٦-	٠,٦٩٩٤٣٩٩٧٤-	*٢,٦٥٣٢٣٦٤٥-
٢+	٠,٠٩٨١٦٢٤٤٥-	٠,٧٣٨٢٢٤٧٧٩-	١٠٤٨٣١٥٩٧-

ملاحظة: علامة (*) تشير إلى دلالة إحصائية بدرجة ثقة (٩٥٪).

للسماح باستبدال نقاط المكافآت التي تسندها لعملائها ضمن برنامجها "ولاء العملاء" إلى سلع وخدمات، ومن ثم تسدد موبايلى للشركات المبالغ المتفق عليها، ما يعني أن شركة موبايلى تعد مدينة للشركات التي تتعامل معها. بعد ذلك اتفقت موبايلى مع بعض هذه الشركات على تنفيذ حملات ترويجية عبر بعت رسائل تسويقية لعملائها تحثهم على الشراء من هذه الشركات وبالتالي تحولت موبايلى من شركة مدينة إلى مقدمة خدمات تنتظر عائد مقابل ذلك. الإشكال الأساسي أنه تم تسجيل العوائد المنتظرة من نقاط المكافآت على أنها استبدلت بالكامل مما ضخم مبلغ الإيرادات. (آل عباس، ٢٠١٤م)

وقد أصدر مجلس هيئة السوق المالية قراره بإيقاف التداول على سهم الشركة ابتداءً من يوم الأحد ٢ نوفمبر ٢٠١٤م؛ لأن الشركة تأخرت في إعلان قوائمها المالية الأولية للفترة المالية المنتهية في ٣٠ سبتمبر ٢٠١٤م. وكان سبب التأخر اكتشاف خطأ في حساب المخصصات والمصروفات للشركة المتعلقة ببرنامج "ولاء العملاء"، لتقرر الشركة بعدها إيقاف البرنامج. وقد أعلنت موبايلى بتاريخ ٣ نوفمبر ٢٠١٤م عن نتائجها للربع الثالث من سنة ٢٠١٤م، حيث قامت بإجراء تعديلات واسعة شملت الربع الثالث لسنة ٢٠١٣م والأشهر التسعة الأولى من ٢٠١٣م والربعين الأول والثاني من عام ٢٠١٤م. وقد أوضحت الشركة في حينها "أنه نتيجة للمراجعات الداخلية الدورية تم اكتشاف أن الشركة أخطأت في توقيت الاعتراف بالإيراد الناتج عن أحد برامج الشركة الترويجية (برنامج الولاء للعملاء) وعليه، قررت الشركة بالتشاور مع لجنة المراجعة والمحاسب القانوني الخارجي للشركة بريس ووترهاوس كوبرز، تعديل الإيرادات وصافي الدخل بالإضافة إلى رصيد الأرباح المبقاة والأرصدة ذات العلاقة

نلاحظ من الجدول (٥) أن العوائد غير الطبيعية ذات الدلالة الإحصائية تمتد إلى يوم قبل تاريخ الحدث ويوم بعده. وبتابع طريقة (Krivin et al. 2003) في تحديد فترة الحدث المناسبة وهي الفترة التي تكون فيها العوائد غير الطبيعية ذات دلالة إحصائية، فإن تأثير الحدث (الإعلان التصحيحي) يمتد فقط إلى اليوم الأول بعد الإعلان حسب الجدول (٥). وبناء عليه، تساوي العوائد غير الطبيعية التراكمية (-٦٩,٩٤٪) وهو ما يعني أن المتداولين خسروا نسبة (-٦٩,٩٤٪) من قيمة أسهمهم جراء الحدث (الإعلان التصحيحي من شركة المتكاملة).

إذا أخذنا متوسط سعر السهم طيلة فترة التقدير (١٦,٥٠ ريال) فإن قيمة التعويض المقترحة للسهم الواحد تساوي: ١٦,٥٠ ريال × (-٦٩,٩٤٪) = ١١,٥٤ ريال وتمثل قيمة التعويض بالنسبة للمتداول الذي اشترى السهم قبل قرار الإيقاف وباعه بعد نافذة الحدث.

٣-٤ شركة اتحاد اتصالات "موبايلى"

تأسست شركة اتحاد اتصالات "موبايلى" في ١٤ ديسمبر ٢٠٠٤م كشركة مساهمة، وفازت بالرخصة الثانية لتشغيل الهاتف المتحرك بالسعودية. وتمتلك مؤسسة الإمارات للاتصالات (اتصالات) نسبة (٢٧,٤٥٪) والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية (١١,٨٥٪) (تداول، ١٤٣٨هـ).

١-٣-٤ خلفية قضية موبايلى

بدأت قضية شركة "موبايلى" عندما أعلن المراجع الداخلي في الشركة عن إعادة تقدير المخصصات والمصروفات للشركة وكذلك الأرباح ليتراجع سعر الشركة من ٩٢ ريالاً إلى أقل من ٦٠ ريالاً في ظرف بضعة أيام. ذلك أن شركة موبايلى اتفقت سابقاً مع بعض الشركات

السوق المالية تعليق التداول. وبين الجدول (٦) أهم التعديلات التي حصلت على قوائم شركة موبايي.

٢-٣-٤ تقدير التعويض باستخدام طريقة خط القيمة تمهيداً لتقدير التعويض باستخدام طريقة خط القيمة، نستعرض في البداية تحركات سعر سهم شركة موبايي من شهر إبريل ٢٠١١م إلى إبريل ٢٠١٦م.

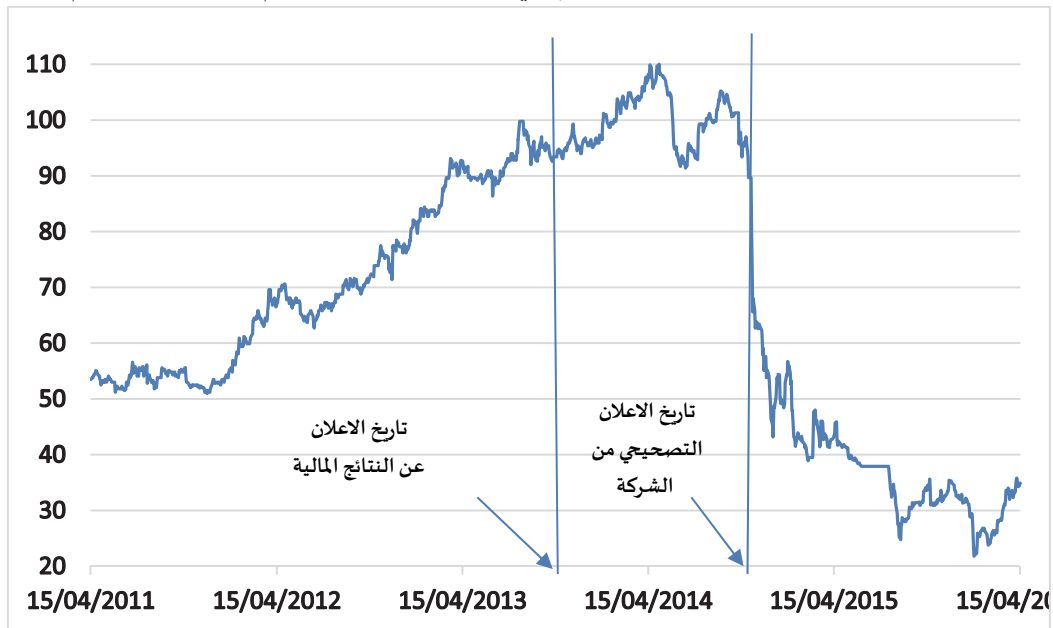
في القوائم المالية الموحدة للسنة المالية المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠١٣م، بالإضافة إلى إدخال اثر ذلك التعديل في القوائم المالية المرحلية الموحدة لفترات المقارنة في عام ٢٠١٣م و٣١ مارس ٢٠١٤م و٣٠ يونيو ٢٠١٤م على التوالي" (اليوم، ٢٠١٤م). وقد عاد سهم الشركة للتداول ابتداءً من يوم الثلاثاء ٤ نوفمبر ٢٠١٤م عقب رفع هيئة

جدول (٦) أهم التعديلات على قوائم شركة موبايي

الربح الصافي (مليون ريال)		الإيرادات (مليون ريال)		الفترة
التصحيح	الإعلان السابق	التصحيح	الإعلان السابق	
١٦٣٢	١٦٨٧	٤٨٨٣	٦٤٤٣	الربع الثالث ٢٠١٣م
٤٢٤٤	٤٦٣٧	١٤٠١٦	١٨٠٤٥	٩ أشهر ٢٠١٣م
١٦١٢	١٤٠٠	٥٠٩٤	٦٢٣٧	الربع الأول ٢٠١٤م
٤١٢	١٣١٢	٣٧٧٩	٥٩٩٠	الربع الثاني ٢٠١٤م

المصدر: مستخلص من تداول (١٤٣٨هـ)

شكل (٩) تحركات سعر سهم شركة موبايي من شهر إبريل ٢٠١١م إلى إبريل ٢٠١٦م



المصدر: تداول (١٤٣٨هـ)

بيتا) والذي استخدم في حساب العوائد الحقيقية في فترة التضليل. وبعد حساب العوائد الحقيقية للسهم طيلة فترة التضليل، تم حساب القيمة الحقيقية للفترة نفسها، انطلاقاً من تاريخ التصحيح.

الفرضية الثانية: تبدأ الفترة النقية من تاريخ الإعلان التصحيحي الذي أعلنته الشركة (٣ نوفمبر ٢٠١٤م)، وحيث من المفترض رجوع الأسعار إلى مستواها الحقيقي بعد هذا الإعلان، تكون الفترة النقية المعتمدة من تاريخ هذه الفترة، ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، تم تقدير معامل بيتا وحسبت بناء عليه العوائد في فترة التضليل، ثم حساب القيمة الحقيقية للفترة نفسها، انطلاقاً من تاريخ التصحيح.

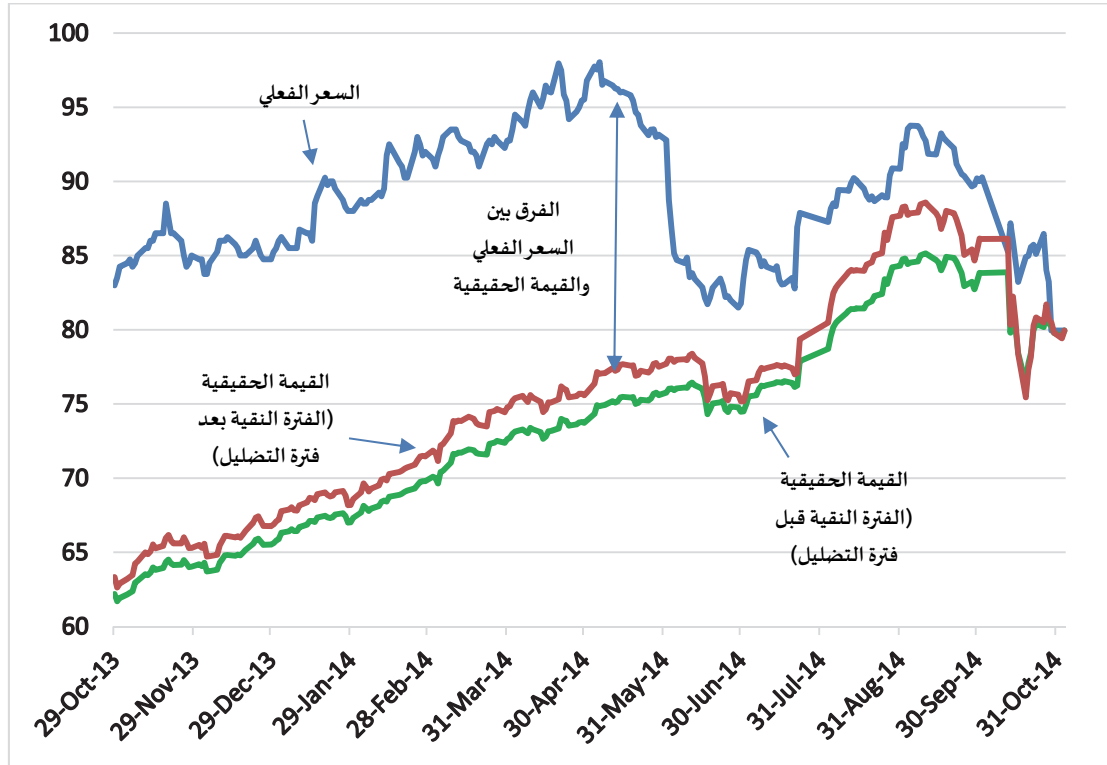
ويوضح الشكل (١٠) الفرق بين أسعار الأسهم الفعلية في السوق والقيمة المفترضة في حال غياب التضليل بناء على هاتين الفرضيتين. ويتضح من الشكل أن القيم العادلة بناء على الفرضيتين متقاربة، وتبتعد عن الأسعار الفعلية كلما اقتربنا من بداية فترة التضليل، بالنظر إلى أن سعر سهم شركة موبايلي كان في نسق تصاعدي منذ سنة ٢٠١١م. ويدل الشكل بوضوح على وجود فرق جوهري بين السعر الفعلي للقيمة العادلة المفترضة، والذي يتجاوز في بعض الأيام 24.6 ريالاً للسهم الواحد. ونلاحظ من الشكل أيضاً أن نقطة البداية لحساب القيم العادلة خلال فترة التضليل هو تاريخ الإعلان التصحيحي من الشركة والذي يفترض نظرياً أن القيمة العادلة عنده تساوي السعر الفعلي.

نلاحظ من الشكل (٩) أن أسعار أسهم الشركة وصلت إلى أعلى مستوياتها بعد إعلان النتائج المالية الأولية للفترة المنتهية في ٢٠١٣-٠٩-٣٠م (تسعة أشهر) والذي تم الإعلان عنه في موقع تداول بتاريخ ٢٩-١٠-٢٠١٣م، كما نلاحظ أن أسعار أسهم الشركة انهارت بعد الإعلان التصحيحي من الشركة عن النتائج المالية الأولية للفترة المنتهية في ٢٠١٤-٠٩-٣٠م (تسعة أشهر) والذي تم الإعلان عنه في موقع تداول بتاريخ ٠٣-١١-٢٠١٤م. وعليه، يمكن اعتبار بداية فترة التضليل المحتملة من تاريخ إعلان النتائج المالية للربع الثالث من سنة ٢٠١٣م والتي شملت الأرباح المضخمة التي لم يتم تحصيلها فعلاً من برنامج "ولاء العملاء"، خاصة وأن التعديلات التي قامت بها موبايلي شملت قوائم الربع الثالث من سنة ٢٠١٣م. أما تاريخ انتهاء فترة التضليل فهو الإعلان التصحيحي للشركة بتاريخ ٠٣-١١-٢٠١٤م.

بعد تحديد فترة التضليل المحتملة، وحسب الخطوات المبينة في الفقرة (٣-١-١) نحدد الفترة النقية اللازمة لتقدير خط القيمة. وسنعمد في حالة موبايلي على فرضيتين في تحديد الفترة النقية:

الفرضية الأولى: الفترة النقية هي الفترة التي سبقت فترة التضليل؛ أي قبل إعلان نتائج الربع الثالث، فتكون الفترة النقية آخر ١٨٠ يوم سبقت تاريخ ٢٨/١٠/٢٠١٣م. وبعد جمع البيانات خلال هذه الفترة، وحساب العائد اليومي للسهم والمؤشر خلال الفترة النقية، تم استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتقدير معامل حساسية عائد السهم في الفترة النقية للتغير في عائد مؤشر السوق

شكل (١٠) الفرق بين السعر الفعلي والقيمة المفترضة للسهم خلال فترة التضليل
(بناء على فرضيتين حول الفترة النقية)



يوماً). وبعد جمع البيانات وتقدير معاملات نموذج السوق، تم حساب العوائد الطبيعية خلال فترة نافذة الحدث، ثم العوائد غير الطبيعية المتمثلة في الفرق بين العوائد الفعلية والطبيعية، لكل يوم خلال فترة الحدث، ثم العوائد غير الطبيعية التراكمية لكامل فترة الحدث. كما تم اختبار المعنوية الإحصائية للعوائد غير الطبيعية. وبين الجدول (٧) العوائد غير الطبيعية خلال نافذة الحدث والذي اقتصرنا فيه على عرض ثلاثة أيام فقط قبل تاريخ الحدث؛ لأن باقي الأيام لم تظهر دلالة إحصائية، وعلى سبعة أيام بعد تاريخ الحدث لأن العوائد الطبيعية أصبحت غير معنوية إحصائياً في اليوم السابع.

٣-٣-٤ تقدير التعويض باستخدام طريقة دراسة الحدث حسب إجراءات طريقة دراسة الحدث المبينة في الفقرة (٣-١-١-٣)، سنعتبر يوم الاثنين ٣ نوفمبر ٢٠١٤ م (تاريخ الإعلان التصحيحي من الشركة) هو تاريخ الحدث الذي أدى إلى انخفاض أسعار سهم الشركة. وبناء عليه، حددت نافذة الحدث بالفترة $[-١٠، +١٠]$ ، حيث -١٠ يمثل عدد الأيام التي سبقت يوم الإعلان التصحيحي و $+١٠$ هو عدد الأيام التالية ليوم الإعلان. وقد تم اختيار مدة ١٠ أيام للأسباب التي ذكرت في حالة شركة الصحراء. وتعد المدة المختارة كافية لتحليل انعكاسات الإعلان التصحيحي على أسعار الشركة. تم بعد ذلك تحديد نافذة التقدير والمتمثلة في الأشهر الستة السابقة لفترة الحدث (١٨٠

جدول (٧) العوائد غير الطبيعية ودلالاتها الإحصائية

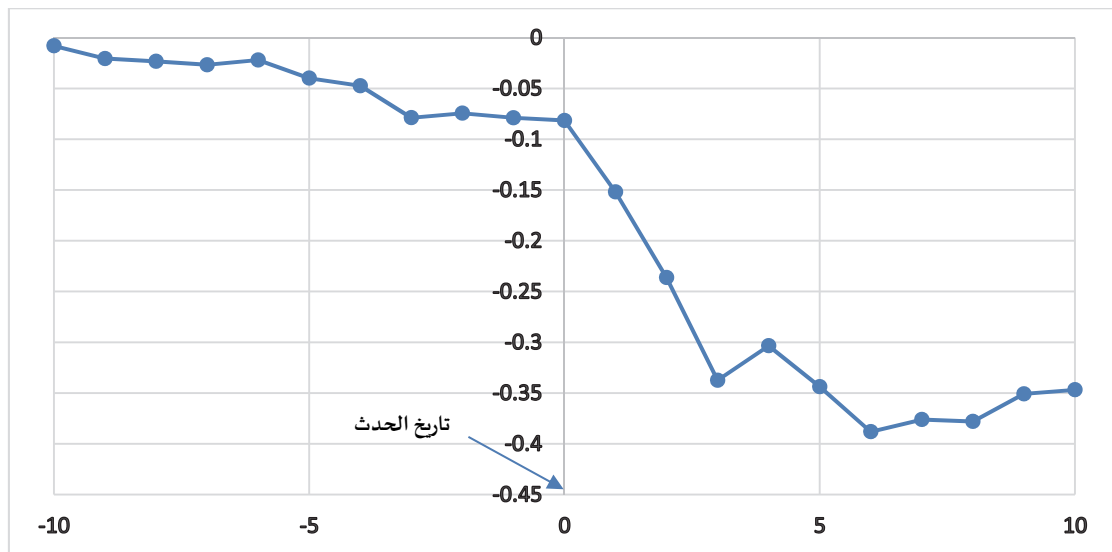
نافذة الحدث	العوائد غير الطبيعية	العوائد غير الطبيعية التراكمية	الاختبار الإحصائي t-test
٣-	٠,٠٣١٤٦٨١٤٢٩-	٠,٠٧٨٩٠٨١٦٤-	٤,١١٦٦.٤٢٢٧-*
٢-	٠,٠٠٤٤١٨١٤٦٤	٠,٠٧٤٤٩٠٠١٧-	٠,٥٧٧٩٧٣٧٣٣
١-	٠,٠٠٤٤٤٧.٨٥٩-	٠,٠٧٨٩٣٧١.٣-	٠,٥٨١٧٥٩٥٤٣-
<u>. (تاريخ الحدث)</u>	٠,٠٠٢٦٧٥١٥١٢-	٠,٠٨١٦١٢٢٥٥-	٠,٣٤٩٩٥٨٣٣٥-
١+	٠,٠٧٠٣٥٨١٥.٩-	٠,١٥١٩٧.٤.٥-	٩,٢.٤١٢٣١.٧-*
٢+	٠,٠٨٤٣٥١٤٥٩٥-	٠,٢٣٦٣٢١٨٦٥-	١١,٠٣٤٧.١٨٤-*
٣+	٠,١٠١٥١٤٢٢٨-	٠,٣٣٧٤٧٣٢٨٨-	١٣,٢٣٢٤٤١٩٤-*
٤+	٠,٠٣٤٠.٤٨٢٢٦	٠,٣٠٣٤٦٨٤٦٥-	٤,٤٤٨٤٤٧٩٦١*
٥+	٠,٠٤٠٣.٣٧٢٦٤-	٠,٣٤٣٧٧٢١٩٢-	٥,٢٧٢٤٥٨٩.٣-*
٦+	٠,٠٤٤٣٧٢٩١٧١-	٠,٣٨٨١٤٥١.٩-	٥,٨.٤٧٨٢٩.٦-*
٧+	٠,٠١٢.١٥٨٦٧.	٠,٣٧٦١٢٩٢٤٢-	١,٥٧١٨٩٣٤٨٨

ملاحظة: علامة (*) تشير إلى دلالة إحصائية بدرجة ثقة (٩٥٪)

عوائد السهم. كما أن العوائد غير الطبيعية كانت سلبية وتتناقص من يوم إلى يوم كما يتضح من الشكل (١١).

نلاحظ من الجدول (٧) أن العوائد غير الطبيعية ذات الدلالة الإحصائية تمتد إلى اليوم السادس من تاريخ الإعلان؛ ما يفسر التأثير الواضح للإعلان التصحيحي على

شكل (١١) العوائد غير الطبيعية التراكمية خلال فترة الحدث



الثانية منها أي معلومات لاحقة عن السعر الفعلي للسهم في السوق. وتختلف حالة موبايي عن الحالتين السابقتين بأنها لا تزال منظورة ولم يتخذ فيها قرار نهائي بالتعويض لأي متضرر، كما تتميز عنهما بطول فترة التضليل التي تُضعف من دقة تقدير القيمة؛ بالنظر لاحتمال وقوع عدة أحداث مؤثرة في القيمة لا علاقة لها بالتضليل خلال هذه الفترة الطويلة.

ومع تشابه طريقي خط القيمة ودراسة الحدث في مراعاة قوى السوق الأخرى عند تقدير القيمة، إلا أن الطريقتين لهما مزايا مختلفة. فتتميز طريقة خط القيمة بأنها تسمح بتغير القيمة الحقيقية خلال فترة التضليل، في حين تخلص طريقة دراسة الحدث إلى نسبة التغير في القيمة بناء على حدث التضليل. في المقابل، تربط دراسة الحدث بشكل أقوى بين الخطأ (الحدث المضلل) والضرر (نسبة التغير في القيمة)، وهو مهم في إثبات التعويض قضائياً، في حين تفتقد طريقة خط القيمة لهذا السبب.

وقد اتبعنا في طريقي خط القيمة ودراسة الحدث في الحالات الثلاث على الإجراءات المتبعة في الدراسات السابقة، مع إن ملابسات الحالة قد تتطلب تعديلها. ففي طريقة خط القيمة على سبيل المثال، افترضنا في جميع الحالات أن السعر في نهاية فترة التضليل والتي تصادف في الغالب تاريخ إعلان تصحيحي، هو نقطة الانطلاق في تقدير القيمة خلال فترة التضليل بالاعتماد على المعادلة (٢). وهذا الافتراض مقبول في الحالات الواضحة التي تتوافر فيها معلومات دقيقة عن بداية التضليل وانتهائه، وبيانات مستمرة عن سعر سهم الشركة محل القضية، وهو ما ينطبق على حالة الصحراء في البحث. ولكن في حالات أخرى، يصعب تحديد فترة التضليل، ويكون هناك جدل حول الفترة النقية الأفضل للتعبير عن القيمة الحقيقية،

وبحسب طريقة (Krivin et al., 2003) يمتد تأثير الحدث (الإعلان التصحيحي) إلى اليوم التي تصبح فيه العوائد غير الطبيعية غير معنوية إحصائياً، وهو اليوم السابع حسب الجدول (٧). وبناء عليه، تساوي العوائد غير الطبيعية التراكمية (-٣٨,٨١٪) وهو ما يعني أن المتداولين خسروا نسبة (٣٨,٨١٪) من قيمة أسهمهم جراء الحدث (الإعلان التصحيحي من شركة موبايي). فإذا أخذنا متوسط سعر السهم طيلة فترة التقدير (١٠١,٣٩ ريال) فإن قيمة التعويض المقترحة للسهم الواحد تساوي: ١٠١,٣٩ ريال × (٣٨,٨١٪) = ٣٩,٣٤ ريال، وتمثل قيمة التعويض بالنسبة للمتداول الذي اشترى السهم قبل الإعلان التصحيحي وباعه بعد نافذة الحدث.

٤-٤ تحليل ومناقشة

أسهمت الحالات الثلاث السابقة في تقييم تطبيق الطرق القياسية لتقدير التعويض في قضايا تضليل ذات ملابسات مختلفة. ففي حالة الصحراء يوجد قرار نهائي صادر من لجان الفصل، وتفاصيل دقيقة عن فترة التضليل وتداولات عن أحد المدعين خلالها، ما مكن من المقارنة بين التعويض بناء على قرار اللجنة والذي اعتمد على قاعدة مبسطة وهي الخسارة الفعلية على المدعي (out-of-pocket damage)، وطريقي خط القيمة ودراسة الحدث اللتين حاولتا استكشاف التعويض بتقدير القيمة أخذاً في الاعتبار قوى السوق الأخرى المؤثرة في القيمة. في المقابل، تعد حالة المتكاملة الأصعب؛ بسبب كثرة الأحداث المضللة التي شوشت على قرار تحديد فترة التضليل المناسبة، بالإضافة إلى توقف تداول السهم مرتين وفي الثانية بشكل نهائي، مع عدم توافر معلومات عن آلية تحديد مبلغ (٣٠) ريالاً لتعويض المساهمين. ولهذا تم اعتماد فترتي تضليل قصيرتين نسبياً، مع الأخذ في الاعتبار أنه لا يتوافر في

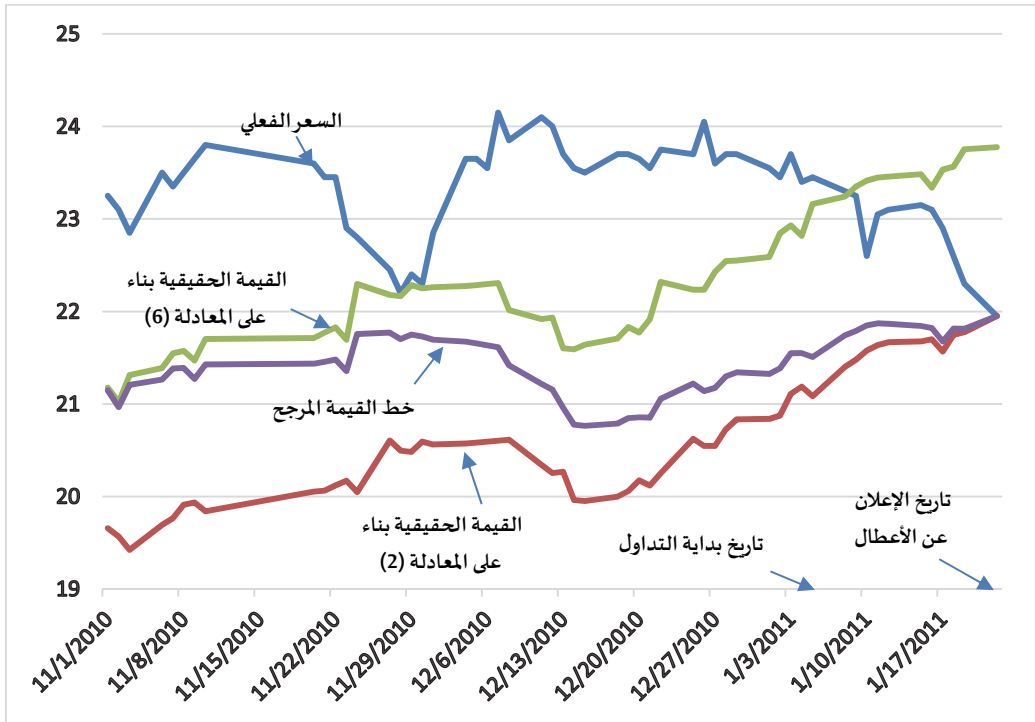
وبلا شك أن تعديل إجراءات هذه الطريقة سينعكس على تقدير القيمة خلال فترة التضليل، وتبعاً لذلك مقدار التعويض.

ومن الخيارات التي نطرحها لتطوير طريقة خط القيمة أخذ متوسط مرجح للمعادلتين (٢) و (٦)، بحيث يكون الوزن الأكبر للمعادلة (٦) في بداية فترة التضليل، مع تناقص تدريجي لهذا الوزن إلى أن يصبح بالكامل للمعادلة (٢) في نهاية فترة التضليل. وبين الشكل (١٢) نتائج تطبيق هذا المقترح على حالة شركة الصحراء. حيث انطلق خط القيمة المرجح من متوسط سعر السهم قبل فترة التضليل وانتهى بما استقر عليه السعر بعد الإعلان التصحيحي. ويبلغ مقدار التعويض بناء على الخط المرجح للمتداول في القضية نحو ١٧٩ ألف ريال.

وهل تسبق فترة التضليل أم تليها؟ وهل التضليل حدث دفعة واحدة أم على مراحل؟ وهل السعر في نهاية التضليل يعكس بدقة القيمة أم لا؟ ولهذا قد تفرض الحالة عدم الالتزام المطلق بالإجراءات الساندة لطريقة خط القيمة واعتماد إجراءات أخرى تتناسب أكثر من ظروف الحالة. ولو أخذنا حالة المتكاملة كمثال، فمن الخيارات الأخرى القابلة للتطبيق اعتماد متوسط السعر في الفترة النقية بدلاً عن السعر في آخر فترة التضليل، أو الانطلاق في تقدير خط القيمة من بداية فترة التضليل وليس نهايتها. وفي هذه الحالة يتم الاعتماد، بدلاً من المعادلة (٢)، على هذه المعادلة:

$$\begin{aligned} \bar{P}_{t_0} &= P_{t_0} \\ \bar{P}_{t+1} &= \bar{P}_t (1 + \bar{R}_t) \quad t \geq t_0 \end{aligned} \quad (٦)$$

شكل (١٢) خط القيمة المرجح: حالة شركة الصحراء



اجتهادي، وأن التعويض يمكن أن يختلف بسبب تداخل تأثير التصرفات المخالفة مع تأثير قوى السوق الأخرى، وبحسب الطريقة القياسية المستخدمة، والافتراضات التي تستند عليها وخاصة الفترة النقية وفترة التضليل بالنسبة لطريقة خط القيمة، ونافذة الحدث وفترة التقدير بالنسبة لطريقة دراسة الحدث.

وحيث من المتوقع تزايد التحقيقات في قضايا التضليل في ظل سعي الهيئة لتطبيق لائحة حوكمة الشركات المحدثه، وزيادة وعي المستثمرين بحقوقهم والتوجه لتسهيل إجراءات تقييد دعاوهم بالتعويض لدى لجان الفصل في منازعات الأوراق المالية، فإن البحث يوصي بالمبادرة بتطوير آليات التقاضي في هذه المخالفات بما يحقق أهداف نظام السوق المالية، ويعوض المستثمرين المتضررين. ومن المقترحات التطويرية في هذا المجال ما يلي:

١. تعديل نظام السوق المالية بحيث ينص على أن كل أو بعض المكاسب المصادرة بسبب مخالفات النظام توضع في حساب أو صندوق خاص لتعويض المتضررين، وليس في حساب هيئة السوق المالية (العمرو، ١٤٣٦هـ).

٢. تسهيل إقامة دعوى التعويض من قبل المتضررين. ومن المقترحات التطويرية في هذا الاتجاه ما يلي:

أ. إتاحة الفرصة للمتضررين لرفع دعوى جماعية على المتسببين بالتضليل، وتوفير كل المتطلبات القانونية الممكنة للمضي في هذه الدعاوى ومنها القواعد العامة المقترحة للتعويض في التوصية (٣). ويعد من الخطوات المشجعة في هذا الاتجاه إعلان الهيئة مؤخراً عن طلب رأي العموم في النصوص المقترحة لتنظيم الدعوى الجماعية في منازعات الأوراق المالية، والتي سيتم تضمينها في لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية (الهيئة، ١٤٣٨هـ).

وينطبق الأمر نفسه على دراسة الحدث، على الرغم من شيوع استخدامها على نطاق أوسع في قضايا التعويض، ورسوخها كمنهجية مستقرة في الدراسات التطبيقية للاقتصاديين والماليين والمحاسبين. فتنوع الحالات التطبيقية أثرت هذه الطريقة، وهو ما انعكس على تنوع إجراءات تطبيقها حسب الحالة محل الدراسة. ويمكن الاستفادة بكل تأكيد من هذا التنوع في اختيار إجراءات التطبيق المناسبة حسب معطيات كل قضية تعويض. ومن الإجراءات البديلة التي طبقت في دراسات سابقة ويمكن الاستفادة منها في دراسة أثر الأحداث المضللة في قضايا التعويض: مد أو تقصير فترة الحدث، وتوسيع فترة التقدير لتشمل فترة سابقة ولاحقة لفترة الحدث، واستخدام اختبارات إحصائية غير معلمية nonparametric بالإضافة إلى اختبار t-test.

٥- النتائج والتوصيات

على الرغم من اللوائح التي وضعتها هيئة السوق المالية والجهد الكبير الذي تبذله لجان الفصل والاستئناف في منازعات الأوراق المالية للبت في قضايا التضليل الذي مصدره الشركات ومسؤوليها، إلا أن الدلائل تشير إلى قلة قرارات التعويض في هذه القضايا، بالإضافة إلى عدم وجود منهجية مستقرة لتقدير مبلغ التعويض عن الضرر وتوزيعه على المتضررين. ويتمثل الإسهام الرئيس لهذا البحث في اقتراح طرق قياسية معتمدة في الأسواق العالمية لتقدير الضرر في قضايا التعويض بسبب التضليل وهما: طريقة خط القيمة وطريقة دراسة الحدث، مع تطبيق الطريقتين على ثلاث حالات مختارة وقعت في سوق الأسهم السعودي، لتقدير مبالغ التعويض في ظل افتراضات محددة.

وتؤكد الحالات التطبيقية التي استخدمت كمثال في البحث على أن تقويم الضرر ومقدار التعويض أمر

تتضمن حلولاً نظامية وأخرى فنية وتقنية (القويز، ١٤٣٨هـ).

٣. وضع قواعد لإجراءات التعويض، وإعلانها بعد الاتفاق عليها للعموم من قبل لجان الفصل في المنازعات. ويجب أن تتضمن هذه القواعد ما يلي:

أ. تحديد المتضررين في كل مخالفة تضليل، باعتماد طرق واضحة لتقدير عدد الأسهم المتضررة، وقد بين البحث أكثر من نموذج يمكن استخدامها لهذا الغرض، ويمكن للسوق السعودية أن تطور نموذجاً أفضل وأعدل مما هو معمول به في الأسواق الأخرى لتحديد المتضررين، بسبب سهولة استرجاع المعلومات التفصيلية للتداولات التي تمت خلال فترة التضليل، وأهمها هوية المتداول.

ب. تقدير الضرر الإجمالي وبالتالي مبلغ التعويض بسبب المخالفة، أخذاً في الاعتبار تفاصيل تداولات المتضررين خلال فترة التضليل، وما يستحقه كل متضرر من تعويض في كل صفقة. ويمكن استخدام طريقة خط القيمة أو دراسة الحدث المقترحة في البحث في تقدير التعويض بناء على كل مخالفة.

طريقة تقسيم المكاسب المصادرة بسبب المخالفة على المتضررين. وحيث يتوقع أن يفوق التعويض حجم المكاسب المصادرة، فيمكن تبني مقترح الصغير (١٤٣١هـ) باستخدام طريقة قسمة الغرماء في هذه الحالة. وبناء على قسمة الغرماء يقسم مبلغ المكاسب المصادرة على مبلغ التعويض الإجمالي بسبب المخالفة لتحديد نسبة ما سيحصل عليه كل متضرر من إجمالي مبلغ التعويض الذي كان سيحصل عليه في حال كون مبلغ المكاسب المصادرة مساوياً أو أكبر من مبلغ التعويض الإجمالي.

ب. إيجاد توازن في ساحة التقاضي، يسهل على المدعي إثبات العلاقة السببية بين المخالفة ووقوع الضرر، ولو تطلب ذلك تغيير النظام أو صدور قرارات جديدة من اللجان تؤسس لمبادئ قضائية يمكن الاعتماد عليها لاحقاً في إثبات هذه العلاقة. ولعل قرار لجنة الاستئناف الذي صدر في نوفمبر ٢٠١٦م بإلغاء قرار لجنة الفصل المتضمن رفض دعاوى من المساهمين ضد شركة موبايي خطوة في هذا الاتجاه. وكانت الشركة قد أعلنت في بيان لها على "تداول" إن "قرار لجنة الاستئناف تضمن إحالة الدعاوى إلى لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية للنظر فيها مرة أخرى وفقاً للأسباب الواردة في قرارات لجنة الاستئناف ... وأن نظر الدعاوى يقتضي بحث مسؤولية الشركة وبقية الأشخاص المسؤولين عن إدارتها في حينه، وذلك في ضوء المواد ذات العلاقة في نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية". وكانت لجنة الفصل قد رفضت في أكتوبر ٢٠١٦م وكعادتها دعاوى من مساهمين في الشركة يطالبون بتعويضات عن خسائر لحقت بهم بسبب القوائم المالية للشركة؛ لأن الشركة ليست مسؤولة عن محتويات القوائم المالية محل الادعاء، إنما يقتصر دورها على إعلان تلك القوائم بعد اعتمادها من مجلس إدارتها حسب المادة (٤٢/أ) من قواعد التسجيل والإدراج.

ج. الاستمرار على الممارسة الحالية التي تحث فيها الهيئة المتضررين المحتملين في أي مخالفة يصدر فيها قرار نهائي على المطالبة بالتعويض، من خلال ذكر تاريخ المخالفة واسم المخالف والورقة المالية المتعلقة بها (القويز، ١٤٣٨هـ).

د. الإسراع بتنفيذ المبادرات التي تعمل عليها الهيئة مع جهات ذات علاقة لتسهيل إجراءات الدعاوى المدنية المتعلقة بالمطالبة بالتعويض، وخفض تكاليفها، والتي

المراجع

أولاً: باللغة العربية

آل عباس، محمد (١٤ إبريل ٢٠١٢م) "حل مشكلة «المتكاملة» .. حتى لا نبيكي على اللبن المسكوب"، *صحيفة الاقتصادية*،

استرجعت من:

http://www.aleqt.com/2012/04/14/article_646724.html

آل عباس، محمد (٨ نوفمبر ٢٠١٤م) "«موبيلي» .. كيف حدثت المخالفات؟ وكيف اكتشفت؟"، *صحيفة الاقتصادية*،

استرجعت من:

الاقتصادية (٢١ إبريل ٢٠١٤م) "أمر ملكي بتعويض مساهمي الاتصالات المتكاملة بـ ٣٠ ريالاً لكل سهم"، *صحيفة الاقتصادية*،

استرجعت من:

http://www.aleqt.com/2014/04/21/article_842997.html

http://www.aleqt.com/2014/11/08/article_903831.html

الأمانة العامة للجان الفصل في منازعات الأوراق المالية (١٤٣٨هـ) القرارات الصادرة من لجان الفصل في منازعات

الأوراق المالية، استرجعت في ١ رجب ١٤٣٨هـ من موقع

لجان الفصل في منازعات الأوراق المالية: [crsd.org.sa](http://www.crsd.org.sa).

جريدة اليوم (٤ نوفمبر ٢٠١٤م) "احتساب إيرادات غير

محققة يتراجع بنتائج «موبيلي» ٤١٪"، العدد ١٥١١٧،

استرجعت من:

<http://www.alyaum.com/article/4024947>.

الخضير، محمد بن عبدالعزيز (١٤٢٣هـ) التقويم في الفقه

الإسلامي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية،

الرياض.

الزرقا، مصطفى (١٩٦٧م) المدخل الفقهي العام، دار الفكر،

دمشق.

السحيباني، محمد (١٤٢٥هـ) "الغن اليسير والفاحش: تحليل

اقتصادي"، *مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي*،

المجلد ١٨، العدد ٢، ١٤٢٥هـ، ٣-٤٥.

السحيباني، محمد ونادر النيفر (١٤٣٨هـ) "دراسة استطلاعية

لقضايا التعويض والمكاسب غير المشروعة في السوق المالية

السعودية"، *ورقة عمل في طور النشر*.

السوق المالية السعودية (تداول) (١٤٣٨هـ) موقع تداول على

شبكة الإنترنت: www.tadawul.com.sa، تاريخ الزيارة

١ شعبان ١٤٣٨هـ.

الصغير، سليمان بن عبدالله (١٤٣١هـ) "التلاعب والتضليل

والتداول بناء على معلومات داخلية في أسواق الأوراق المالية:

احتساب المكاسب"، *ورقة مقدمة في حلقة نقاش: التعويض*

عن السهم، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل،

الرياض، ٢ محرم ١٤٣١هـ (الموافق ١٩ ديسمبر ٢٠٠٩م)

العمرو، سليمان (١٤٣٦هـ) الفصل في مخالفات السوق

المالية السعودية مقارنة بدول مجلس التعاون الخليجي:

دراسة تطبيقية تأصيلية مقارنة، رسالة دكتوراه مقدمة

إلى قسم السياسة الشرعية، بالمعهد العالي للقضاء،

بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض.

القويز، محمد بن عبدالله (٢٢ فبراير ١٤٣٨هـ) مقابلة مع

نائب رئيس مجلس هيئة السوق المالية، استرجعت من

موقع أرقام:

<http://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/471318>

المتكاملة، السعودية للاتصالات (٧ مايو ٢٠١٣م) بيان

توضيحي من "السعودية للاتصالات المتكاملة"،

استرجعت من موقع أرقام:

<http://gulf.argaam.com/article/articledetail/336305>

هيئة السوق المالية (١٤٢٤هـ) نظام السوق المالية، منشور في

موقع الهيئة على شبكة الإنترنت.

هيئة السوق المالية (١٤٣٧هـ-أ) لائحة سلوكيات السوق،

المعدلة بقرار مجلس الهيئة رقم ٣-١٦-٢٠١٦م وتاريخ

١٩/٣/١٤٣٧هـ، منشورة في موقع الهيئة على شبكة

الإنترنت.

هيئة السوق المالية (١٤٣٧هـ-ب) قواعد التسجيل والإدراج،

المعدلة بقرار مجلس الهيئة رقم ١-٦٤-٢٠١٦م وتاريخ

١٩/٨/١٤٣٧هـ، منشورة في موقع الهيئة على شبكة

الإنترنت.

هيئة السوق المالية (١٤٣٨هـ-أ) موقع الهيئة على شبكة

الإنترنت: cma.org.sa، تاريخ الزيارة: ١ رجب ١٤٣٨هـ.

هيئة السوق المالية (١٤٣٨هـ-ب) لائحة حوكمة الشركات

المحدثة، الصادرة عن مجلس الهيئة بتاريخ ١٦/٥/١٤٣٨هـ،

منشور في موقع الهيئة على شبكة الإنترنت.

ثانياً: باللغة الأجنبية

- Aggarwal, R.K.** and **Wu, G.** (2006) Stock market manipulations. *Journal of Business*, vol. 79, no. 4, 1915-1953.
- Allen, F.** and **Gale, D.** (1992) Stock Price Manipulation, *The Review of Financial Studies* 5, 503-529.
- Barclay, M.** and **F. Torchio,** (2001). *A comparison of trading models used for calculating aggregate damages in securities litigation.* *Law and Contemporary problems*, Vol 64 (2 &3); 105-136.
- Basu, S.** (1983) "The Relationship Between Earnings Yield, Market Value and the Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence," *Journal of Financial Economics* 12, 129-156.
- Brown, S.** and **J. Warner,** (1985) Using daily stock returns: the case of event studies. *Journal of Financial Economics* 14: 3-32.
- Fama, E.F.** and **K.R. French** (1992) The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance* 47, 427-466.
- Finkelstein, J.T.** (1983) Rule 10b-5 Damage Computation: Application of Financial Theory to Determine Net Economic Loss; *Fordham Law Review*; 51(5): 838-870.
- Georgi, K.** (2009) *Securities Litigation and Stock Returns: An Event Study*, Working paper, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/148358/1/eventStudy2.pdf>
- Karlsogdt, Paul G.** (2012) *World Class Actions: A Guide to Group and Representative Actions Around the globe*, Oxford University Press.
- Keim, D.** (1983) "Size related anomalies and stock return seasonality: further empirical evidence," *Journal of Financial Economics* 12, 13-32.
- Krivin D., R. Patton, E. Rose** and **D. Tabak** (2003) *Determination of the Appropriate Event Window Length in Individual Stock Event Studies*, Working paper, National Economic Research Associates, (NERA). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=466161> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.466161>
- Litzenberger, R.H.** and **K. Ramaswamy** (1979) "The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics* 7, 163-195.
- MacKinlay C.** (1997) Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*; 35(1):13-39.
- Mayer, M.K.** (2000). Best-Fit Estimation Of Damaged Volume in Shareholder Class Actions: The Multi-Sector, Multi-Trader Model of Investor Behavior. NERA Economic Consulting.
- Meznar, M., Nigh, D.** and **Kwok, C.** (1994) Effect of announcements of withdrawal from South Africa on stockholder wealth. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1636-1648.
- Mitchell, M.** and **Netter, J.** (1989) Triggering the 1987 stock market crash: Antitakeover provisions in proposed House Ways and Means Committee tax bill. *Journal of Financial Economics*, 24, 37-49.
- Mullaney, T.J.** (1977) Theories of Measuring Damages in Security Cases and the Effects of Damages on Liability; *Fordham Law Review*; 46(2): 277-294.
- Patell, J.** and **Wolfson, M.** (1984). The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements. *Journal of Financial Economics*, 19, 223-252.
- Reinganum, M.R.** (1981) Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings Yields and Market Values. *Journal of Financial Economics*, March, 19-46.
- Roll, R.** (1977) A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests. *Journal of Financial Economics*, March, 129-176.
- Saudi Stock Exchange (Tadawul) (2017).** The official site of Tadawul on the internet: www.tadawul.com.sa, visited on 1 may 2017.
- SEC** (1934) *Securities Exchange Act of 1934*, <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>
- Supreme Court** (1988). *The case of Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/case.html>
- Supreme Court** (1993) *The case of Daubert v. Merrell Dow Pharmaceuticals*, 509 U.S. 579 (1993), <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/509/579/case.pdf>
- Supreme Court** (2005) *The case of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005), <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/544/03-932/opinion.pdf>
- Supreme Court** (2014). *The case of Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. (2014), <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/573/13-317/case.pdf>
- Teoh, S.H., Welch, I.** and **Wazzan, C.P.** (1999) The effect of socially activist investment policies on the financial markets: Evidence from the South African boycott. *Journal of Business*, 72(1), 35-89.
- Thompson, R.** (1985) Conditioning the return generating process on firm specific events: a discussion of event study methods. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20: 151-186.
- Torchio, F.C.** (2010). *Event study analysis in securities litigation and the Bonferroni correction*, Working paper, Forensic Economics.

Translation of Arabic References

- Alabbas, M.** (14 April 2012) “Solving the problem of «Integrated Telecom Company»... a proposal to avoid the spilled milk”, Aleqtisadiah Newspaper, retrieved from: http://www.aleqt.com/2012/04/14/article_646724.html
- Alabbas, M.** (8 November 2014) “«Mobily» .. How did the fraud occur? How it was discovered?”, Aleqtisadiah Newspaper, retrieved from: http://www.aleqt.com/2014/11/08/article_903831.html
- Alamr, S.** (2015) Resolving Securities Disputes in the Saudi stock market compared to the GCC countries: A comparative legal study. PhD dissertation, Department of Sharia Policy, Higher Institute of Judiciary, Imam Muhammad bin Saud Islamic University (IMSIU), Riyadh.
- Capital Market Authority (CMA),** (2003) Capital Market Law, retrieved from CMA website: cma.org.sa
- Capital Market Authority (CMA),** (2016a) Market Conduct Regulations, Amended by Resolution of the Board of the CMA Number 3-3-2016 Dated 7/1/2016, retrieved from CMA website: cma.org.sa
- Capital Market Authority (CMA),** (2016b) Listing rules, Amended by Resolution of the Board of the CMA Number 1-64-2016 Dated 26/5/2016, retrieved from CMA website: cma.org.sa
- Capital Market Authority (CMA),** (2017a) The official CMA website: cma.org.sa, visited on 1 May 2017.
- Capital Market Authority (CMA),** (2017b) Corporate Governance Regulations, Issued by the Board of the CMA Pursuant to Resolution Number (8-16-2017) Dated 16/5/1438H Corresponding to 13/2/2017, retrieved from CMA website: cma.org.sa
- Committee for the Resolution of Securities Disputes (CRSD)** (2017) Issued Decisions of CRSD, retrieved from: crsd.org.sa
- Aleqtisadiah** (21 April 2014) “Royal Decree to compensate the shareholders of the Integrated Telecom Company 30 riyals per share”, Aleqtisadiah Newspaper, retrieved from: http://www.aleqt.com/2014/04/21/article_842997.html
- Integrated Telecom Company (ITC)** (7 May 2013) Append announcement from ITC, retrieved from Argaam website: <http://gulf.argaam.com/article/articledetail/336305>
- Alkhudair, M.** (2002) Valuation in Islamic Jurisprudence, Al Imam Muhammad Ibn Saud Islamic University (IMSIU), Riyadh.
- Alkuwaiz, M. (22 February 2017)** An interview with the Deputy Chairman of the Capital Market Authority Board, retrieved from Argaam website: <http://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/471318>.
- Alsughayir, S.** (2009) Manipulation, fraud and insider trading in financial markets: calculation of gains. Paper presented in the workshop on: Estimating Damages in Securities Cases, the International Islamic Foundation for Economics and Finance, Riyadh, Saudi Arabia, December 2009.
- Alsuhaibani, M.** (2005) “Minor and Excessive Ghabn: An Economic Analysis”, *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, Vol 18 (2), 3-45.
- Alsuhaibani, M., and Naifar, N.** (2017) “An exploratory study of Published decisions issued by Saudi Committee for the Resolution of Securities Disputes (CRSD)”. Working paper, Al Imam Muhammad Ibn Saud Islamic University (IMSIU), Riyadh.
- Alyaum** (4 November 2014) “Mobily Unrealized earnings down 41%”, Alyaum Newspaper, retrieved from: <http://www.alyaum.com/article/4024947>.
- Alzarqa, M.** (1967) The Comprehensive Introduction to Islamic Law, Dar Al Fikr, Damascus.

الملحق

حيث: $E(R_i)$: معدل العائد المتوقع من السهم، $E(R_M)$: معدل العائد المتوقع من السوق، $E(R_X)$: معدل العائد المتوقع من القطاع، α_i : المعامل الثابت في المعادلة والذي يرمز الى تأثير العوامل الأخرى بخلاف السوق والقطاع، β_i : درجة حساسية عائد السهم الى عائد السوق، C : درجة حساسية عائد السهم إلى عائد القطاع.

٣- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model): ينص نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على وجود علاقة طردية بين العوائد المتوقعة للسهم ومعامل بيتا التي تمثل مخاطر السوق (أو المخاطر المنتظمة التي لا يمكن إزالتها باستراتيجية التنوع). ويتمثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في المعادلة الآتية:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i(R_M - r_f)$$

حيث: $E(R_i)$: معدل العائد المتوقع من السهم، (R_M) : معدل عائد السوق، r_f : معدل العائد الخالي من المخاطر، β_i : معامل بيتا ويمثل درجة حساسية عائد السهم الى عائد السوق، $(R_M - r_f)$: علاوة مخاطر السوق.

- نموذج السوق (Market Model): نموذج السوق هو أحد النماذج الأساسية في نظريات الأسواق المالية. وتستند الفكرة الأساسية لنموذج السوق على أن أسعار الأسهم تتحرك مع تحركات مؤشر السوق بعلاقة خطية (Linear). ويتمثل نموذج السوق المقدم من شارب في المعادلة الآتية:

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i E(R_M)$$

حيث: $E(R_i)$: معدل العائد المتوقع من السهم، $E(R_M)$: معدل العائد المتوقع من السوق، α_i : المعامل الثابت في المعادلة والذي يرمز الى تأثير العوامل الأخرى بخلاف السوق، β_i : معامل بيتا ويمثل درجة حساسية عائد السهم الى عائد السوق.

2- نموذج المؤشر المناظر (Index Comparable Approach): يتأثر عائد السهم في الواقع بالعديد من العوامل مثل: تحركات القطاع، طريقة حوكمة الشركات وغيرها. ومن النماذج المطورة لنموذج السوق نموذج المؤشر المناظر والذي يأخذ بعين الاعتبار تأثير كل من عائد السوق وتأثير عائد القطاع على تحركات عائد السهم. ويتمثل نموذج المؤشر المناظر في المعادلة الآتية:

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i E(R_M) C_i E(R_X)$$

Estimating Damages in Securities Fraud Cases in Saudi Capital Market: The Fiqh, Legal Basis and Econometric Methods

Nader A. Naifar and Mohammed I. Al-Suhaibani

*Department of Finance and Investment, Faculty of Economics and Administrative Sciences
Al-Imam Mohammad Ibn Saud Islamic University (IMSIU), Riyadh, Saudi Arabia*

Abstract: The paper examines the applicable econometric methods to estimate financial damages in securities fraud cases filed with the Committee for the Resolution of Securities Disputes (CRSD) in Saudi capital market. The paper starts with a primer highlighting the key fiqh and legal concepts related to securities fraud cases and the two widely adopted econometric methods to estimate the damage awards. Using real data from Saudi Stock Market (Tadawul), the paper applied the two econometric methods to estimate the damages in three securities fraud cases already filed with CRSD. The paper demonstrates the viability of applying these methods in Saudi legal environment and opens the door for future research on the economic analysis of Saudi laws and the role of econometrics in court rulings.

Keywords: securities fraud, excessive *ghabn*, event study, value line, Saudi capital market exchange.

JEL Classification: D64, G14, K22, K41.

KAUJIE Classification: H51, T7.

نادر أحمد النيفر أستاذ مشارك في المالية تحصل على شهادة الدكتوراه من جامعة صفاقس سنة ٢٠٠٩م. درّس في جامعة صفاقس من سنة ٢٠٠٢م إلى سنة ٢٠٠٩م ثم التحق للتدريس بكلية منذ سنة (IMSIU) الاقتصاد والعلوم الإدارية بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية بالرياض ٢٠١٠م إلى الآن. قام بتدريس العديد من مقررات المالية الخاصة بالشركات والأسواق المالية بالإضافة إلى تدريس مقررات تقييم المنشآت والعقارات. مجالات بحثه تشمل التمويل الإسلامي وإدارة المخاطر المالية بالإضافة إلى المشتقات المالية. نشر العديد من البحوث في مجالات علمية مرموقة ومصنفة في قاعدة تومسون رويتر بالإضافة إلى المشاركة في تقديم البحوث في العديد من الملتقيات الدولية. تحصل على العديد من جوائز النشر العالمي من جامعة الإمام بالإضافة إلى جائزة التميز البحثي. للمزيد من المعلومات على المؤلف ومجالات بحثه وأوعية النشر يمكن الرجوع إلى بوابة البحوث على الموقع التالي: https://www.researchgate.net/profile/Nader_Naifar

البريد الإلكتروني: doctoratnader@yahoo.fr

حصل محمد بن إبراهيم السحيباني على البكالوريوس ثم الماجستير في الاقتصاد الإسلامي من جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية في عام ١٩٩٠م، ثم الماجستير في الاقتصاد من جامعة كونكورديا في كندا عام ١٩٩٤م، ثم الدكتوراه من الجامعة نفسها عام ١٩٩٨م. عمل في جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية أستاذًا مساعدًا في قسم الاقتصاد بكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، وترقى في القسم حتى حصل على درجة الأستاذية في عام ٢٠٠٨م. تولى عدة مناصب في كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية في الجامعة من أبرزها عميد الكلية عام ٢٠٠٨م ولمدة سنتين، وقسم التمويل والاستثمار في الكلية منذ إنشائه عام ٢٠٠٧م ولمدة عشر سنوات. عين أستاذًا لكرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية في الجامعة في عام ٢٠١٠م. عمل الدكتور السحيباني مستشارا اقتصاديًا وعضوًا في لجان ومجالس إدارات في عدة جهات حكومية وخاصة وغير ربحية. نشر عدد من البحوث بالعربية والإنجليزية في مجلات علمية محكمة محلية ودولية، وعرض العديد من أوراق العمل في مؤتمرات وندوات وحلقات نقاش متخصصة. للمزيد من المعلومات على أبحاث المؤلف يمكن الرجوع إلى الموقع التالي:

<https://scholar.google.com/citations?user=iQxnL1cAAAAJ&hl=en>

البريد الإلكتروني: mohisuh@gmail.com