



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

مقابله با فریب در بازار سرمایه

محمد توحیدی
مجتبی کاوند و سید امیر حسین اعتصامی



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

عنوان: مقابله با فریب در بازار سرمایه

تهیه کنندگان: محمد توحیدی، مجتبی کاوند و سید امیرحسین اعتصامی

کد گزارش: ۹۵-۱۴-۲۰۱۷

تاریخ گزارش: بهمن ۹۵

این اثر در مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

فهرست مطالب

۱	مقدمه	۵
۲	فریب در بازار اوراق بهادار	۵
۳	انواع فریب	۶
۳.۱	فریب از طریق اینترنت	۶
۳.۱.۱	رسانه های اجتماعی	۷
۳.۱.۲	خبرنامه های سرمایه گذاری آنلاین	۷
۳.۱.۳	بولتن ها و اتاق های گفتگوی آنلاین	۸
۳.۲	فریب در سهام شرکت های با سرمایه اندک	۸
۳.۲.۱	نشانه های تقلب در سهام شرکت های کوچک	۹
۳.۲.۲	چگونه می توان درباره شرکت های کوچک اطلاعات کسب کرد؟	۹
۳.۳	فریب از طریق حساب سازی	۹
۳.۴	دستکاری بازار	۱۰
۳.۴.۱	اهداف دستکاری قیمتی	۱۱
۳.۴.۲	انواع دستکاری بازار	۱۲
۳.۵	معاملات با اطلاعات نهانی	۱۸
۳.۵.۱	انواع معامله گران با اطلاعات نهانی	۱۹

مقابله با فریب در بازار سرمایه

چکیده

فریب در بازار اوراق بهادار، اقداماتی است که سبب تحریک سرمایه‌گذاران به انجام تصمیمات خرید و فروش مبتنی بر اطلاعات اشتباه شده و معمولاً منجر به زیان سرمایه‌گذاران می‌شود. فریب می‌تواند شامل سرقت آشکار از سرمایه‌گذاران (اختلاس توسط کارگزاری‌ها)، دستکاری بازار، معاملات با اطلاعات نهانی، تحریف و اظهار نظر غلط درباره گزارش‌های مالی یک شرکت سهامی عام، دروغ گفتن به حساب‌برسان شرکتی و ... باشد. پیشرفت فناوری اطلاعات و ارتباطات با وجود تسهیل ارائه خدمات در بازارهای مالی جهت ورود سرمایه‌گذار، آسیب‌هایی را نیز به همراه داشته که از جمله مهم‌ترین آسیب‌ها، افزایش کلاهبرداری و فریب سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار از طریق کاربردهای مختلف فناوری اطلاعات از جمله اینترنت، شبکه‌های اجتماعی و ... است. هدف از تهیه این گزارش، ارائه هشدار و همچنین آگاهی سرمایه‌گذاران از روش‌های مقابله با انواع فریب در بازار سرمایه است.

واژگان کلیدی: فریب، اینترنت، رسانه اجتماعی، دستکاری بازار، معامله با اطلاعات نهانی

امروزه با پیشرفت فناوری اطلاعات و ارتباطات، همه عرصه‌های مختلف زندگی بشر متحول شده است. بر این اساس در عرصه سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی نیز تغییرات شگرفی ایجاد شده است و بازارهای مختلف مالی از جمله بازار پول، سرمایه و بیمه با استفاده از بستر فناوری اطلاعات، محصولات و خدمات خود را به مشتریان عرضه می‌کنند. پیشرفت فناوری اطلاعات و ارتباطات با وجود تسهیل ارائه خدمات در بازارهای مالی جهت ورود سرمایه‌گذاران، آسیب‌هایی را نیز به همراه دارد. یکی از این آسیب‌ها افزایش کلاهبرداری و فریب سرمایه‌گذاران از طریق کاربردهای مختلف فناوری اطلاعات از جمله اینترنت، شبکه‌های اجتماعی و... می‌باشد. هر روزه اخبار زیادی در رابطه با کلاهبرداری در فضای مجازی و فریب عده زیادی از سرمایه‌گذاران به گوش می‌رسد. این مسئله موجب شده است تا نهادهای نظارتی بازارهای مالی از جمله بازار پول، سرمایه و بیمه دست به کار شده و طی اطلاعیه‌ها و بخش‌نامه‌های مختلف به نهادهای تحت نظارت خود و سرمایه‌گذاران، نسبت به روش‌های مختلف فریب و کلاهبرداری در بازارهای مالی هشدار دهند.

در ایران سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد نظارتی بازار سرمایه ایران ضمن تدبیر راه‌کارهای پیشگیرانه جهت فریب سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، همواره از طریق سازوکارهای نظارتی خود بر حمایت از سرمایه‌گذاران، نظارت مستمر دارد و در صورت تخلف، با کلاهبرداران از طریق مراجع ذی‌صلاح برخورد می‌نماید. یکی از اقدامات ارزشمند سازمان بورس و اوراق بهادار جهت حمایت از سرمایه‌گذاران به‌منظور جلوگیری از فریب آنان، آموزش سرمایه‌گذاران و ارائه محتوای آموزشی به آنان است. در این محتوای آموزشی ضمن ارائه هشدار نسبت به انواع فریب در بازار سرمایه، سرمایه‌گذار از روش‌هایی آگاه خواهد شد که احتمال فریب خوردن وی توسط کلاهبرداران تا حد زیادی کاهش می‌یابد.

مجموعه حاضر که توسط مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تدوین شده است، در راستای رسالت سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران و مقابله با روش‌های مختلف فریب و کلاهبرداری است که ناشی از عدم اطلاع سرمایه‌گذاران می‌باشد. امید است که سرمایه‌گذاران با توجه به این هشدارها، از آسیب‌های مربوطه مصون باشند.

۲ فریب در بازار اوراق بهادار

فریب در بازار اوراق بهادار، اقداماتی است که سبب تحریک سرمایه‌گذاران به انجام تصمیمات خرید و فروش مبتنی بر اطلاعات اشتباه شده و معمولاً منجر به زیان سرمایه‌گذاران می‌شود. در کشورهای مختلف پیشنهاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری ریسکی به سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای که قادر به ارزیابی ریسک سرمایه‌گذاری نبوده و طاقت تحمل زیان‌های سرمایه‌ای زیادی را ندارند، یک چالش جدی محسوب می‌شود. فریب می‌تواند شامل سرقت آشکار از سرمایه‌گذاران (اختلاس توسط کارگزاری‌ها)، دستکاری بازار، معاملات با اطلاعات نهانی، تحریف و اظهار نظر غلط درباره گزارش‌های مالی یک شرکت سهامی عام، دروغ گفتن به حسابرسان شرکتی و ... باشد.

۳ انواع فریب

در این بخش، برخی از انواع رایج فریب در بازار اوراق بهادار تبیین خواهد شد.



۳.۱ فریب از طریق اینترنت

بسیاری از سرمایه گذاران از اینترنت و شبکه‌های اجتماعی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری خودشان استفاده می‌کنند. این ابزارهای آنلاین در عین مزایای بسیاری که برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند، می‌تواند ابزار مناسبی برای تحقق مقاصد شوم کلاهبرداران باشد. کلاهبرداران به قدرت اثرگذاری رسانه واقف بوده و سعی می‌کنند بسرعت خود را با فناوری‌های جدید تطبیق دهند.



اینترنت یک ابزار مفید برای دستیابی به طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران، بدون صرف نمودن زمان یا پول زیاد است. کلاهبرداران به سادگی می‌توانند طوری وانمود کنند که اطلاعاتشان دقیق، معتبر و واقعی بوده و تشخیص

مطالب جعلی از واقعیت برای سرمایه‌گذاران دشوار خواهد بود. در ادامه انواع گوناگون فریب از طرق ابزارهای آنلاین مانند رسانه‌های اجتماعی، خبرنامه‌های سرمایه‌گذاری آنلاین، بولتن‌ها و اتاق‌های گفتگو تبیین می‌گردد.

۳.۱.۱ رسانه های اجتماعی



سرمایه‌گذاران خرد ایرانی به‌طور گسترده به رسانه‌های اجتماعی از جمله فیس بوک، توییتر، تلگرام و سایر شبکه‌های آنلاین به‌منظور دستیابی به اطلاعات در مورد سرمایه‌گذاری اقبال نشان می‌دهند و رسانه اجتماعی یک ابزار کلیدی برای تصمیمات سرمایه‌گذاران خرد در ایران محسوب می‌شود. رسانه‌های اجتماعی در عین منافع زیادی که برای سرمایه‌گذاران دارد، می‌تواند فرصت‌هایی را برای سوء استفاده کلاهبرداران فراهم کند.

رسانه به کلاهبرداران این امکان را می‌دهد تا با هزینه نسبتاً پائین و بصورت مخفی با طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران ارتباط برقرار کرده و آراء و نظرات اشتباه و گمراه کننده خود را بطور وسیع منتشر کنند. بنابراین لازم است سرمایه‌گذاران با آگاهی از مقاصد شوم و فریبکارانه کلاهبرداران، از رسانه‌های اجتماعی بصورت هدفمند استفاده کرده و اطلاعات مورد نیاز خود را از کانال‌های ارتباطی معتبرتر دریافت نمایند.



۳.۱.۲ خبرنامه های سرمایه گذاری آنلاین

هر چند خبرنامه‌های آنلاین دارای مجوز، دارای اطلاعات مفیدی درباره سرمایه‌گذاری می‌باشند، ولی سایر خبرنامه‌ها می‌توانند ابزاری برای فریب محسوب شوند. برخی شرکت‌ها ممکن است به خبرنامه‌های آنلاین بابت جذاب نمودن و پیشنهاد کردن سهمشان به عموم سرمایه‌گذاران، پول پرداخت نمایند.

جذب مشتری توسط خبرنامه‌ها به شرطی قانونی است که آن خبرنامه‌ها افشا کنند چه کسی به آن‌ها پول پرداخت کرده است، چقدر پول کرده و قالب پرداخت چگونه بوده است (وجه نقد یا سهام). اما کلاهبرداران اغلب درباره پول‌هایی که دریافت می‌کنند و سوابق خود در زمینه توصیه خرید یا فروش سهام دروغ می‌گویند. کلاهبرداران زمانی که به دنبال کسب سود از طریق متقاعد کردن دیگران برای خرید یا فروش سهم خاصی هستند، ممکن است ادعا کنند که توصیه‌ها و پیشنهاداتشان در خبرنامه‌ها کاملاً بدون غرض بوده است، در حالی که آن‌ها ممکن است برای بالا بردن قیمت سهم‌های بی‌ارزش، اطلاعات اشتباه و غرض‌ورزانه منتشر

نمایند. البته باید توجه داشت که صرف درج و تبلیغ این خبرنامه‌ها روی وب سایت‌های قانونی نظیر صفحه‌های مالی آنلاین^۱ سازمان‌های خبری^۲، به معنای عاری بودن آن‌ها از کلاهبرداری و فریب نخواهند بود.

۳.۱.۳ بولتن‌ها و اتاق‌های گفتگوی آنلاین

تابلو اعلانات آنلاین، اتاق‌های گفتگوی مجازی و سایت‌های اجتماعی راه‌هایی برای به اشتراک گذاری اطلاعات سرمایه‌گذاران است. هر چند برخی پیام‌ها ممکن است درست باشد، ولی بسیاری از آن‌ها ساختگی و یا حتی با هدف کلاهبرداری است. متقلبان ممکن است از طریق گفتگوهای آنلاین، سهام یک شرکت را تقویت کنند یا چنین وانمود کنند که اطلاعات نهانی در رابطه با رشد یک شرکت، محصولات جدید یا سودآوری آن شرکت دارند.



شما هیچ‌گاه کسی را که با شما ارتباط برقرار کرده است، نمی‌شناسید یا نمی‌دانید آیا آن شخص دارای اعتبار است یا خیر، چون بسیاری از سایت‌ها به کاربران خود این اجازه را می‌دهند که هویت خود را مخفی نگه دارند یا با اسم مستعار خود را معرفی کنند. ممکن است کسانی که ادعای صداقت می‌کنند، واقعاً دارای اطلاعات نهانی یا سرمایه‌گذار عمده باشند. یک فرد می‌تواند به راحتی با ارسال تعداد زیادی پیام با اسامی مستعار مختلف، توهم سود زیاد در مورد یک سهم را ایجاد کند.

۳.۲ فریب در سهام شرکت‌های با سرمایه اندک

اگر قصد دارید در شرکتی که سهام آن به صورت ناخواسته رشد کرده است، سرمایه‌گذاری کنید، باید مراقب باشید؛ زیرا این رشد ممکن است بصورت غرض‌ورزانه از طرف کسانی سامان‌دهی شده باشد که بابت بالا بردن قیمت سهم، پول دریافت کرده‌اند یا از سوی مدیران و خودی‌های شرکت برنامه‌ریزی شده باشد که منتظرند تا بعد از ایجاد یک خرید هیجانی و ایجاد حباب در قیمت سهام، از فروش سهامشان سود کسب کنند که این نوع فریب، الگوی پامپ و دامپ نیز نامیده می‌شود.

نکته مهم اینست که چه سهم‌هائی، جزء سهام شرکت‌های با سرمایه اندک هستند و چرا نسبت به دستکاری قیمتی سهام بیشتر حساسند؟

¹ The Online Financial Pages

² News Organizations

اطلاعات عمومی در دسترس، درباره سهام شرکت‌های با سرمایه اندک (سهام‌های با ارزش پایین که توسط شرکت‌های کوچک منتشر می‌شوند)، اغلب نادر است و این سبب می‌شود متقلبان به راحتی بتوانند اطلاعات اشتباه را منتشر کنند. همچنین دستکاری قیمت سهام شرکت‌های با سرمایه اندک برای متقلبان راحت‌تر است؛ زیرا به لحاظ تاریخی سهام‌های با سرمایه اندک دارای نقدشوندگی کمتری نسبت به سهام‌های شرکت‌های بزرگتر هستند.

نشانه‌های تقلب در سهام شرکت‌های کوچک
توصیه‌ها و پیشنهادها نابه‌جا در مورد یک سهم و یا رشد زیاد یک سهم
عدم وجود فعالیت‌های تولیدی و تجاری واقعی در یک شرکت
افزایش‌های غیر قابل توجیه در قیمت سهم یا حجم معاملات سهم
تعطیل معامله سهم از طرف نهاد ناظر
تغییرات مکرر در اسم شرکت یا نوع فعالیت شرکت

۳.۲.۱ چگونه می‌توان درباره شرکت‌های کوچک اطلاعات کسب کرد؟

آخرین گزارش‌های منتشره توسط نهاد ناظر مربوط به شرکت را مطالعه کنید. توجه داشته باشید که متقلبین اغلب درصدد بهره‌گیری از اخبار به عنوان یک قلاب برای اجرای طرح‌های متقلبانه خود هستند. در این ارتباط، اغلب صنایع با رشد بالا را مورد توجه قرار می‌دهند.

۳.۳ فریب از طریق حساب سازی^۱

این فریب زمانی اتفاق می‌افتد که دارایی‌های شرکت بیش‌ازحد یا بدهی‌های شرکت کمتر از حد بیان شده، بدین منظور که کسب و کار شرکت از نظر مالی قوی‌تر از آنچه که هست دیده شود. حساب‌سازی عبارتست از این که یک فرد یا سازمانی حساب‌های مربوط به شرکت را تغییر داده، از بین برده و یا محو نماید یا حساب‌هایی از یک فرد یا سازمان ارائه دهد که منعکس‌کننده ارزش واقعی یا فعالیت‌های مالی واقعی آن نیست.

حساب‌سازی معمولاً به دلایل زیر اتفاق می‌افتد:

¹ False Accounting Fraud

- برای تأمین مالی اضافی از یک بانک
- برای گزارش دادن سودهای غیر واقعی
- برای بالا بردن قیمت سهم
- برای پوشش زیان‌ها
- برای جذب سرمایه گذاران جدید
- برای کسب پاداش‌های مرتبط با عملکرد
- برای پوشش دزدی و سرقت

۳.۴ فریب از طریق دستکاری بازار

تعریف و بیان مفهوم دستکاری بازار، برخلاف تبیین روش‌ها، اهداف و طرف‌های درگیر آن، امری دشوار است. در بیشتر موارد دستکاری را براساس روش‌ها و اهداف آن تعریف می‌کنند. دستکاری بازار به صورت «عملی آگاهانه به منظور تشویق دیگران به خرید سهام یا تغییر قیمت به صورت ساختگی» یا «دخالتمندی در عملکرد آزادانه عرضه و تقاضا در بورس اوراق بهادار» یا «کنترل قیمت اوراق بهادار با استفاده از معاملات ساختگی» تعریف شده است. به طور کلی دستکاری بازار به فعالیت‌هایی اطلاق می‌شود که به هر طریق ممکن کارکرد آزادانه عرضه و تقاضای بازار را دچار اختلال نماید و فعالان به خلق قیمت‌های ساختگی و نمایش کاذبی از فعالیت بازار سهام مبادرت ورزیده و در نهایت به گمراه ساختن فعالان بازار منتهی می‌گردد. در ذیل ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار ایران دستکاری کننده بازار هر شخصی محسوب می‌شود که اقدامات وی نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت‌های کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود.



دستکاری معمولاً در مراحل اولیه رشد بازارها و در شرایطی رخ می‌دهد که بازار به برخی کمبودهای ساختاری دچار است. این امر در بازارهایی که عرضه و تقاضا در آن‌ها محدود است نمود بیشتری می‌یابد؛ به ویژه در مواردی که فعالان بازار اطلاعات کافی در مورد ساختار بازار نداشته یا قوانین به خوبی تعریف نشده باشند و نظارت کافی بر اجرای آن‌ها نیز صورت نگیرد. با رشد و گسترش بورس اوراق بهادار و استفاده از ابزارهای مشتقه، تمایل و امکان دستکاری، با استفاده از شیوه‌های جدید نیز قوت می‌گیرد.

اینترنت نیز مجال دستکاری بازار را افزایش می‌دهد. از طریق اینترنت اطلاعات به سرعت با هزینه کم و به راحتی در بین شمار زیادی از مردم منتشر می‌گردد و بدین ترتیب فرصت بی نظیری برای نشر اطلاعات همراه‌کننده، با انگیزه تغییر قیمت یا نمایش کاذبی از فعالیت معاملاتی سهام به وجود می‌آورد.



با فراهم شدن امکان ارتباط بازارهای جهانی یا داخلی با یکدیگر نیز امکان دستکاری و به همان میزان دشواری کشف و پیگیری آن افزایش می‌یابد. اوراق بهادار یا ابزار مشتقه دستکاری شده ممکن است در یک بازار یا نظام قضایی؛ و شخص مسئول این تقلب در نظام قضایی دیگر قرار داشته باشد. به بیان دیگر، قیمت در یک بازار با هدف تأثیرگذاری بر قیمت در بازار دیگر، دستکاری شود. در چنین شرایطی ناظران هر دو بازار با مشکلاتی در زمینه جمع‌آوری اطلاعات مربوط به دادوستد و تعیین موقعیت شخص متخلف مواجه می‌شوند.

۳.۴.۱ اهداف دستکاری قیمتی

بی تردید هدف نهایی متخلفان از دستکاری بازار، به دست آوردن سود است، اما برای رسیدن بدین مقصود، اهداف میانی خاصی را پیگیری می‌کنند. همان‌طور که در ادامه ملاحظه می‌گردد علاوه بر انگیزه بورس‌بازانه، انگیزه‌های دیگری نیز برای دستکاری قیمتی وجود دارد که در ادامه به تعدادی از آنها اشاره می‌شود:

تأثیرگذاری بر قیمت یا ارزش اوراق بهادار یا ابزارهای مشتقه به منظور فراهم آوردن امکان خرید در قیمت‌های پایین تر و فروش در قیمت‌های بالاتر؛

تحت تأثیر قرار دادن نرخ تبدیل سهام به منظور به دست آوردن سهم بیشتر در شرکت؛

تأثیرگذاری بر قیمت سهام به منظور تحت تأثیر قراردادن قیمت آن در معاملات عمده؛

تأثیرگذاری بر قیمت پذیره نویسی عمومی یا غیرعمومی سهام؛

ترغیب یا تحذیر افراد به پذیره نویسی یا خرید یا فروش سهام یا حق تقدم خرید آن

تأثیرگذاری بر توصیه های مالی و سرمایه گذاری به منظور هدایت افکار عمومی.

۳.۴.۲ انواع دستکاری بازار

به طور کلی دستکاری بازار به دو دسته، دستکاری مبتنی بر اطلاعات^۱ و دستکاری مبتنی بر معامله^۲ تفکیک می‌شود؛ در این بخش جهت اطلاع سرمایه گذاران، برخی مصادیق دستکاری ذیل هر کدام از دو دسته پیش گفته ذکر خواهد شد.

۳.۴.۲.۱ دستکاری مبتنی بر اطلاعات

این نوع از دستکاری بازار بر پایه انتشار اطلاعات یا شایعات نادرست به منظور گمراه نمودن شرکت کنندگان بازار، صورت می‌پذیرد. به عنوان مثال متخلف با انتشار اطلاعات نادرست یا دامن زدن به شایعات، تقاضا برای سهامی را که خود پیش از آن خریداری نموده است، افزایش می‌دهد و سپس در قیمت‌های بالاتر اقدام به فروش آن می‌نماید.



¹ Information or Disclosure Based Manipulation

² Trading Based Manipulation



بر این اساس بورسها علاوه بر نظارت بر صحت و سقم صورتهای مالی، با وضع قوانینی برای شرکتها آنها را ملزم به انتشار مرتب اطلاعات درونی خود در سطح عموم می‌نمایند تا از این طریق انتشار شایعات دشوار گردد. برخی از مصادیق دستکاری مبتنی بر اطلاعات به شرح ذیل است:

۳.۴.۲.۱.۱ پامپ و دامپ^۱

این نوع دستکاری می‌تواند هم در دسته دستکاری مبتنی بر معامله و هم در دسته دستکاری مبتنی بر اطلاعات _ بسته به روش مورد استفاده برای افزایش قیمت _ جای گیرد. این فعالیت شامل گرفتن موقعیت خرید در یک اوراق بهادار و سپس انجام خرید بیشتر و (یا) انتشار اطلاعات مثبت گمراه کننده درباره اوراق با انگیزه افزایش قیمت اوراق بهادار است. دیگر معامله گران بازار با تأثیر موهوم ایجاد شده در قیمت، گمراه شده و جذب بازار برای خرید اوراق بهادار می‌شوند. دستکاری کننده سپس اوراق خود را در قیمت بالا بفروش می‌رساند.



نقطه مقابل پامپ و دامپ، "زباله ها و وجه نقد"^۲ است. یک طرف موقعیت فروش در یک اوراق بهادار گرفته؛ سپس با اقدام به فروش بیشتر اوراق و (یا) انتشار گسترده اطلاعات منفی درباره اوراق بهادار در جهت کاهش دادن قیمت اوراق بهادار تلاش می‌کند. دستکاری کننده بعد از افت شدید قیمت، موقعیت هایش را می‌بندد.

۳.۴.۲.۱.۲ عدم افشای اطلاعات مؤثر بر قیمت

این وضعیت شامل ایجاد یک احساس گمراه کننده از طریق قصور در افشای درست اطلاعات مرتبط با قیمت یک سهم است که باید این اطلاعات افشا می‌شد. یک ناشر اطلاعاتی را که مصداق "اطلاعات نهانی"^۳ است بدرستی افشا ننموده و نتیجه آن اینست که عموم معامله گران گمراه شده و فریب می‌خورند.

^۱ Pump and dump (www.investopedia.com/terms/p/pumpanddump.asp)

^۲ Trash and Cash

^۳ Inside Information

۳.۴.۲.۱.۳ انتشار اطلاعات گمراه‌کننده و اشتباه^۱

انتشار این اطلاعات می‌تواند از طریق اینترنت یا هر ابزار دیگری صورت پذیرد. انجام معاملات با قصد و نیت جابجایی قیمت یک اوراق بهادار، یک قرارداد مشتقه یا دارایی پایه در جهتی است که برای شخص منتشر کننده اطلاعات گمراه‌کننده یا افراد مرتبط با آن



مطلوب باشد. همچنین این نوع از دستکاری شامل انتشار اطلاعات اشتباه و گمراه‌کننده است بدون این که لزوماً هیچ معامله‌ای به‌همراه آن صورت پذیرد. رفتارهایی مانند ارسال اطلاعات گمراه‌کننده در اینترنت و شبکه‌های اجتماعی یا انتشار یک مطلب مطبوعاتی که شامل اعلامیه‌ها و بیانیه‌های گمراه‌کننده و اشتباه درباره شرکتی است که سهام آن در بازار معامله می‌شود، مصداق این نوع دستکاری است. شخصی که این اطلاعات را منتشر می‌کند از محتوای گمراه‌کننده و اشتباه آن اطلاعات آگاهی داشته و در حال انتشار اطلاعات بمنظور ایجاد یک حس گمراه‌کننده و اشتباه در بازار است.

۳.۴.۲.۲ دستکاری مبتنی بر معامله

این نوع از دستکاری، طیف بسیار وسیعی از روش‌ها را در برمی‌گیرد. دستکاری مبتنی بر معامله را در یک تعریف کلی، می‌توان دستکاری بازار با استفاده از دادوستدهای مؤثر بر ارزش واقعی یا انتظاری سهام دانست. شناسایی معاملات متقلبانه‌ای که با هدف خلق قیمت‌های ساختگی یا افزایش کاذب فعالیت دادوستد سهام انجام می‌شود، امری دشوار و پیچیده است. در ادامه برخی مصادیق دستکاری مبتنی بر معامله ذکر می‌شود.

۳.۴.۲.۲.۱ معامله صوری^۲

اقدام به ورود به ترتیبات خاصی برای خرید یا فروش یک ابزار مالی که در واقع هیچ تغییری در مالکیت منافع سودمند یا ریسک بازار ابزار وجود نداشته یا اینکه انتقال منافع سودمند یا ریسک بازار تنها میان طرفینی که اقدام به تبانی و همراهی با هم کرده‌اند، اتفاق می‌افتد.

^۱ Dissemination of False and Misleading Information

^۲ Wash Trade



این فعالیت شامل بهره‌گیری از یک معامله یا یک سری معاملات است که بصورت عمومی نمایش داده شده و برای نشان دادن احساس تحرکات معاملاتی یا جابجایی‌های قیمتی در یک ابزار مالی است. در این روش بازیگران بازار (گروهی از معامله‌گران) تلاش می‌کنند قیمت یک سهم را از طریق خرید یا فروش آن میان خودشان برای نشان دادن ظاهری غیرواقعی از روند و حجم معاملات آن سهم و ایجاد شایعه، تحت تأثیر قرار دهند. فرض کنید دو معامله‌گر A و B خواستار آنند که عموم معامله‌گران سهم X را خریداری کنند.

آن‌ها تصمیم می‌گیرند با خرید بلوک‌های سنگین سهم X میان خودشان طوری وانمود کنند که حجم معاملاتی سهم مورد نظر افزایش چشم‌گیری یافته است. سرمایه‌گذاران از همه جا بی‌خبر با مشاهده این حجم‌های سنگین معاملاتی اقدام به خرید سهم مورد نظر کرده که در نهایت همان معامله‌گران A و B از این فرایند منتفع خواهند.

۳.۴.۲.۳ قراردادان سفارشات بدون قصد انجام معامله^۲:

این فعالیت شامل وارد نمودن سفارشات، بخصوص درون سیستم‌های معاملاتی الکترونیک، که بالاتر/پایین‌تر از قیمت‌های پیشنهادی و درخواستی قبلی است. قصد جدی برای انجام چنین معامله‌ای وجود نداشته و انگیزه اصلی ایجاد یک احساس گمراه‌کننده در سرمایه‌گذاران مبنی بر وجود تقاضا یا عرضه قابل ملاحظه در مورد آن اوراق بهادار در آن قیمت مشخص است؛ بنابراین سفارشات قبل از این که اجرا شوند، از سیستم معاملاتی حذف خواهند شد.

در واقع معامله‌گر با انگیزه‌های بورس‌بازانه که دارای موقعیت در سهم خاصی است (مالک سهم خاصی است)، یک سفارش خرید قابل ملاحظه در همان سهم با هدف ترغیب دیگر سرمایه‌گذاران (برای گذاشتن سفارش خرید) قرار داده و سپس (بدون اینکه معامله‌ای صورت پذیرد)، آن سفارش را حذف می‌کند. این اقدام سبب افزایش تقاضا برای سهم، ترغیب دیگران برای ورود به صف خرید و صعود قیمت آن سهم خواهد شد و فرد متخلف بلافاصله یک سفارش معکوس (سفارش فروش) وارد کرده و این امکان برای وی ایجاد می‌شود که سهام خود را به قیمت بالاتر بفروش برساند. برخی تحلیل‌گران بازار اعتقاد دارند این روش یکی از دلایل افزایش نوسان در بازار است. این روش سبب منتفع شدن فرد متخلف از افزایش ساختگی قیمت سهم شده، در حالی که به دیگر معامله‌گران بازار ضرر می‌زند.

¹ Painting the Tape

² spoofing

۳.۴.۲.۴ تأثیر بر قیمت پایانی^۱ :

این تکنیک در طرف عرضه یا تقاضا برای تحت تأثیر قرار دادن قیمت استفاده می‌شود و شامل خرید یا فروش عمدی اوراق بهادار یا قراردادهای مشتقه در پایان جلسه معاملاتی بازار با هدف تغییر قیمت پایانی آن اوراق بهادار یا ابزار مشتقه است.



این فعالیت ممکن است در هر روز معاملاتی اتفاق بیفتد، نزدیک بسته شدن بازار در پایان روز، دستکاری کننده قیمت، سفارش‌های قابل ملاحظه‌ای برای خرید یا فروش سهمی خاص قرار داده تا قیمت پایانی سهم مورد نظر را تحت تأثیر قرار دهد اما در تاریخ‌های خاص دیگری مانند تاریخ اعمال اختیار معامله / قرارداد آتی یا تاریخ گزارش عملکرد سالانه یا فصلی پرتفوی یا زمان ارزشگذاری یا محاسبه شاخص مرجع اتفاق می‌افتد .

گاهی ممکن است یک سرمایه‌گذار نهادی قیمت‌ها را بدین روش تحت تأثیر قرار دهد (Window dressing)^۲. در واقع سرمایه‌گذار نهادی با هدف بسته شدن معاملات با قیمت بالا و نیز تأثیرگذاری بر ارزش پرتفوی (ظاهرسازی) و نشان دادن عملکرد بهتر، اقدام به این عمل می‌کند.

۳.۴.۲.۵ تبانی بعد از بازار در مورد عرضه‌های عمومی اولیه :

این فعالیت مربوط به عرضه‌های عمومی اولیه است که فوراً بعد از شروع معاملات اوراق بهادار جدید در بازار آغاز می‌شود. طرفینی که در عرضه ابتدایی، سهام بدان‌ها اختصاص یافته است با یکدیگر برای خرید بلوک‌های بیشتر سهام هنگام آغاز معاملات تبانی می‌کنند تا با فشار تقاضا، قیمت اوراق بهادار را تا یک سطح ساختگی، بالا برده و با فروش اوراق موجود خود در آن سطح، سود کسب کنند.

۳.۴.۲.۶ فشار برای سوء استفاده^۳:

افزایش سریع در قیمت سهام که معمولاً زمانی اتفاق می‌افتد که بازار با کمبود عرضه و مازاد تقاضا برای سهم روبروست. این اقدام غیر مجاز مستلزم اینست که یک طرف یا طرفین با تأثیر قابل ملاحظه در عرضه، تقاضا یا سازوکار تحویل یک اوراق بهادار یا کالای پایه یک قرارداد مشتقه، از موقعیت غالب و انحصار ایجاد نموده در بازار جهت انحراف قیمتی که در آن دیگران مجبور به تحویل گرفتن یا تحویل دادن اوراق بهادار/کالای پایه قراردادهای مشتقه برای انجام تعهدات خود هستند، سود کسب نمایند (لازم به ذکر

¹ Marking the Close

² www.investopedia.com/terms/w/windowdressing.asp?ad=dirN&qo=investopediaSiteSearch&qsrc=0&o=40186

³ Abusive Squeeze

است که اثر متقابل عرضه و تقاضا اغلب می‌تواند منجر به تنگنای بازار شود اما این به خودی خود دستکاری بازار محسوب نمی‌شود. همچنین داشتن یک تأثیر قابل ملاحظه در عرضه، تقاضا یا سازوکارهای تحویل یک اوراق بهادار یا کالای پایه، به خودی خود نیز دستکاری بازار محسوب نمی‌شود).

در این سازوکار، بعنوان نمونه معامله‌گری جهت سوء استفاده از موقعیت فروشندگان استقراضی سهام، اقدام به خرید بلوک‌های سنگین سهم می‌کند. این امر سبب افزایش قیمت سهم مورد نظر شده و فروشندگان استقراضی سهم را مجبور می‌کند که برای خرید سهم به منظور بستن موقعیت هایشان و توقف زیان، تلاش کنند. در واقع هنگامی که قیمت سهم شروع به رشد سریع می‌کند، فروشندگان استقراضی سهم برای رعایت الزامات حداقل وجه تضمین و یا برای خروج از موقعیتشان در فروش استقراضی و جلوگیری از زیان بیشتر، وارد صف خرید سهم مذکور شده تا بتوانند سهم استقراض کرده را از بازار خریداری کرده و بازپس دهند، بنابراین بر فشار تقاضا افزوده و سبب افزایش چشم‌گیر قیمت سهم می‌شوند. بنابراین اگر قیمت سهم شروع به افزایش کند، این روند ممکن است بخاطر فشار تقاضای ایجاد شده توسط فروشندگان استقراضی (برای بازپس دادن سهام استقراضیشان)، تشدید شود.

این پدیده می‌تواند در بازار کالایی نیز از طریق قراردادهای آتی صورت پذیرد. در این وضعیت، معامله‌گر موقعیت خرید در قراردادهای آتی شامل یک کالای خاص در قیمت پایین گرفته و سپس تلاش می‌کند کل عرضه آن کالا در بازار فیزیکی را از آن خود کند. اگر وی موفق شود، آن گاه هر کسی که دارای موقعیت فروش در قرارداد آتی هست مجبور خواهد بود کالا را به قیمت بالاتر خریداری نموده تا بتواند آن را به قیمت پایین تر بفروشد که قاعدتاً یک موقعیت نامطلوب برای دارنده موقعیت فروش در قرارداد آتی است.

۳.۴.۲.۲.۷ معامله در یک بازار برای تثبیت نادرست قیمت یک ابزار مالی در یک بازار مرتبط

این فعالیت شامل انجام معامله در یک بازار با هدف تحت تأثیر قراردادن نادرست قیمت همان ابزار یا ابزار مالی مرتبط در بازار دیگر است. نمونه آن می‌تواند معامله در یک سهم برای تثبیت قیمت قرارداد مشتقه مربوط به آن در بازار دیگر در یک سطح تحریف شده یا معامله در یک دارایی پایه قرارداد مشتقه کالایی برای انحراف قیمت قرارداد مشتقه کالایی باشد (خاطر نشان می‌شود معاملات قانونی و مشروعی که به دنبال استفاده از مزیت اختلاف قیمت دو بازار مختلف است بعنوان دستکاری بازار محسوب نمی‌شود).



۳.۴.۲.۲.۸ پنهان کردن مالکیت^۱

یک معامله یا سری معاملاتی برای پنهان نمودن مالکیت یک ابزار مالی با نقض الزامات افشا از طریق نگهداری ابزار به نام طرف (طرف‌های) متبانی است و افشاهای صورت

¹ Warehousing / Parking/ Nominee accounts

گرفته در رابطه با مالکیت واقعی سهام نگه داری شده همراه کننده بوده است.

مخفی نمودن مالکیت واقعی سهام به منظور فرار از الزامات قانونی مالکیت سرمایه، با استفاده از معاملات جعلی و در قالب سهام‌داران ساختگی صورت می‌پذیرد. در این روش با استفاده از واسطه‌هایی در معامله، هویت فروشنده یا خریدار واقعی برای دور زدن الزامات شفافیت بورس، مخفی باقی می‌ماند.

با استفاده از حساب‌های جعلی یا بدلی^۱ نیز همان هدف محقق می‌شود. حساب‌های بدلی یا جعلی برای خرید و فروش گسترده در قیمت‌های از پیش تعیین شده و پنهان ماندن متقلبی که کنترل واقعی سهام را در اختیار دارد، بکار می‌رود.



۳.۵ معاملات با اطلاعات نهانی^۲

در ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار ایران، اطلاعات نهانی عبارتست از:

« هرگونه اطلاعات افشاء نشده برای عموم که بطور مستقیم و یا غیر مستقیم به اوراق بهادار، معاملات یا ناشر آن مربوط می‌شود و در صورت انتشار بر قیمت و یا تصمیم سرمایه‌گذاران برای معامله اوراق بهادار مربوطه تأثیر می‌گذارد.

معامله اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات نهانی زمانی واقع می‌شود که فرد یا سازمانی عالمّاً با در اختیار داشتن اطلاعات محرمانه‌ای که در دسترس عموم قرار ندارد و چنان‌چه در اختیار عموم قرار گیرد بصورت قابل ملاحظه‌ای قیمت اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار می‌دهد، اقدام به خرید یا فروش اوراق بهادار می‌کند (مورس، ۱۹۹۶، ص ۴۲۵).^۳

- بر اساس تبصره ۱ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار اشخاص زیر به عنوان اشخاص دارای اطلاعات نهانی شرکت شناخته می‌شوند:
- الف - مدیران شرکت شامل اعضای هیأت مدیره، هیأت عامل، مدیر عامل و معاونان آنان.
 - ب - بازرسان، مشاوران، حسابداران، حسابرسان و وکلای شرکت.
 - ج - سهامدارانی که به تنهایی و یا به همراه افراد تحت تکفل خود، بیش از ده درصد سهام شرکت را در اختیار دارند یا نمایندگان آنان.
 - د - مدیر عامل و اعضای هیأت مدیره و مدیران ذی‌ربط یا نمایندگان شرکت‌های مادر (هلدینگ) که مالک حداقل ده درصد (۱۰٪) سهام یا دارای حداقل یک عضو در هیأت مدیره شرکت سرمایه‌پذیر باشند.
 - ه - سایر اشخاصی که با توجه به وظایف، اختیارات و یا موقعیت خود به اطلاعات نهانی دسترسی دارند.

^۱ Nominee accounts

^۲ www.investopedia.com/terms/i/insidertrading.asp

^۳ Morse, 1996, p425

۳.۵.۱ انواع معامله‌گران با اطلاعات نهانی

در تعریف معامله‌گران با اطلاعات نهانی، باید بین دو گروه عمده از معامله‌گران با اطلاعات نهانی تمایز قائل شد: معامله‌گران دست اول (اولیه) و دست دوم (ثانویه).

۳.۵.۱.۱ معامله‌گران با اطلاعات نهانی دست اول:

عموماً شامل مدیریت شرکت و اعضای هیئت مدیره می‌شود. گاهی کارکنان شرکت و افرادی که خدماتی برای ناشر فراهم می‌کنند شامل وکلا، حسابداران، حسابرسان و مشاوران مالی نیز جزء همین دسته محسوب می‌شوند.

۳.۵.۱.۲ معامله‌گران با اطلاعات نهانی دست دوم:

این معامله‌گران افرادی هستند که اطلاعات نهانی را از شخصی دیگر (نه ضرورتاً یک خودی شرکت) به دست می‌آورند. آن‌ها می‌توانند اطلاعات نهانی را بواسطه ارتباط خاص با شخصی که از اطلاعات نهانی آگاهی دارد و یا بخاطر قرار گرفتن در شرایط خاصی بصورت تصادفی و اتفاقی^۱ بدست آورند.



تبصره ۱ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار ایران در تعیین اشخاص دارای اطلاعات نهانی، تنها معامله‌گران با اطلاعات نهانی دست اول را شامل شده

و قطعاً مقررات‌گذاری معامله‌گران با اطلاعات نهانی دست دوم، کار مشکل‌تر و پیچیده‌تری خواهد بود که در قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران دیده نشده است، البته اگر بند «ه» تبصره ۱ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار ایران بصورت موسع تفسیر شود، می‌تواند اشخاص بسیاری را که اصولاً در زمره دارندگان اولیه اطلاعات نهانی نیستند نیز شامل شود.

¹ Accidental Insiders

۴ منابع و مأخذ

- قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۴ مجلس شورای اسلامی
- European Market Abuse Regulation (MAR), European Parliament and the Council of the European Union, Regulation 596/2014
- International Organization of Securities Commissions (2000), Investigating and Prosecuting Market Manipulation.
- International Organization of Securities Commissions (2013), Addendum to IOSCO Report on Investigating and Prosecuting Market Manipulation
- International Organization of Securities Commissions (2003), Inside Trading; How Jurisdictions Regulate it?
- Morse Geoffery (1996), Charlessworth and Morse: Company Law, Fifteenth Edition, Sweet and Maxwell,

سایت های مرتبط:

- www.sec.gov/investor/alerts?TheDivision=Enforcement
- www.investopedia.com