

راه‌های شناسایی دست‌کاری قیمت سهام شرکت‌ها در بورس‌های معتبر دنیا

دکتر سیدحسن قوامی^۱

مجید علی‌فر^۲

چکیده

بورس عبارت است از یک بازار که در آن سرمایه‌های جزئی برای تجهیز مالی شرکت‌ها انباشت شده‌اند و وجود آن برای هر اقتصاد پیشرفته لازم است. به هر اقدام نامتعارفی که فرایند طبیعی قیمت‌گذاری اوراق بهادار، فرایند طبیعی بازار و به‌طور کلی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد، دست‌کاری قیمت گفته می‌شود. دست‌کاری قیمت باعث ایجاد ظاهری گمراه‌کننده و غیرواقعی از بازار اوراق بهادار و در نتیجه بی‌اعتمادی مردم به بازار و کاهش سرمایه‌گذاری در این بازارها و در نتیجه تخصیص نامناسب منابع به سایر بازارها می‌شود که اثرات زیان‌باری بر اقتصاد یک کشور دارد. اگرچه ممکن است هر یک از افراد حاضر در بازار قیمت را دست‌کاری کنند اما افرادی از قبیل سهام‌داران عمده، کارگزاران، ناشران و مدیران شرکت‌های سهامی، با توجه به جایگاه و موقعیتشان، توانایی و امکانات بیشتری برای دست‌کاری قیمت دارند. هر چند روش‌های دست‌کاری قیمت را نمی‌توان در یک مجموعه محدود بیان کرد اما بر اساس نوع دست‌کاری به سه دسته یعنی دست‌کاری بر مبنای اطلاعات، دست‌کاری بر مبنای عمل و دست‌کاری بر مبنای معامله تقسیم‌بندی می‌شوند. اغلب دست‌کاری‌های رخ داده از نوع دست‌کاری بر مبنای معامله هستند. با توجه به آثار زیان‌بار دست‌کاری قیمت، نظام‌های حقوقی همه بورس‌های دنیا دست‌کاری قیمت را ممنوع کرده و در صدد مقابله با آن برآمده‌اند. نظام‌های حقوقی در بورس‌های معتبر در صدد هستند قوانینی را وضع کنند که همه انواع دست‌کاری را پوشش دهد و دست‌کاری قیمتی نباشد که خلأ قانونی برای آن وجود داشته باشد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد در واقعیت، نوع نظام هوشمند نظارتی مورد استفاده توسط نهادهای ناظر مهم‌تر از نوع قوانین آن بورس‌ها در کشف دست‌کاری قیمت است. نهادهای ناظر در بورس‌ها وظیفه رصد معاملات در بازار را بر عهده دارند و هر زمان معاملات مشکوکی مشاهده کردند مطابق قانون با آن برخورد می‌کنند. به دلیل تعداد معاملات بالا در هر ساعت برای نظارت بر آن‌ها از نرم‌افزارهای هوشمند استفاده می‌شود. به‌روز بودن و سرعت بالای این نرم‌افزارها به کشف سریع دست‌کاری قیمت بسیار کمک می‌کند.

واژگان کلیدی: اوراق بهادار، بورس، دست‌کاری قیمت، روش‌های دست‌کاری، قوانین

ضد دست‌کاری قیمت

۱- عضو هیأت علمی، دانشگاه علامه طباطبائی، mirhasang@yahoo.com
۲- کارشناسی ارشد علوم اقتصادی، دانشگاه صنعتی شریف، majid.alifar@gmail.com

مقدمه

بورس از نظر اقتصادی، به نوعی بازار دادوستد یا نوعی نظام خریدوفروش اطلاق می‌شود که در آن اسناد و اوراق مالی، پول‌های کشورهای مختلف، طلا، کالاهای پایه‌ای و امثال آن مبادله می‌شود. وجود بورس برای هر اقتصاد پیشرفته‌ای لازم است. از کارکردهای بورس می‌توان به جمع‌آوری سرمایه‌های جزئی و انباشت آن برای تجهیز منابع مالی شرکت‌ها، به کارگیری پس‌اندازهای راکد در تولید، تأمین مالی دولت و مؤسسات، کنترل حجم پول، نقدینگی و تورم و... اشاره کرد. هرگاه بازار در انجام کارکردهای خود کارآیی^۱ لازم را نداشته نباشد، بورس را دچار اختلالات عمده‌ای می‌کند و تبعات ناشی از آن در سطوح ملی و حتی فراملی منعکس خواهد شد. در یک بازار دست‌کاری‌شده^۲ یا در معرض چنین تهدیدی هرگز نمی‌توان و نباید انتظار داشت قیمت‌ها منعکس‌کننده واقعیت‌های اقتصادی حکم‌فرما بر سازوکار عرضه و تقاضای بازار باشند. در واقع، احتمال دست‌کاری می‌تواند تمامی مزیت‌ها و منافع اقتصادی بورس را با تهدیدی جدی مواجه سازد و از سوی دیگر منع دست‌کاری قیمت از جمله ابزارهای مهمی است که ممکن است باعث توسعه عمقی بورس شود. با افزایش عمق بازار^۳، کارآیی نیز به سطح بالاتری ارتقا می‌یابد. تحقیق حاضر درصدد است به این سؤالات پاسخ دهد که دست‌کاری قیمت به چه روش‌هایی انجام می‌شود؟ نحوه کشف دست‌کاری قیمت در بورس‌های معتبر دنیا چگونه است؟ قوانین و مقررات در بورس‌های معتبر دنیا چگونه با دست‌کاری قیمت برخورد می‌کنند؟ قوانین ضد دست‌کاری در ایران در مقایسه با بورس‌های معتبر چگونه است؟

مرور ادبیات

موضوع دست‌کاری قیمت تقریباً به اندازه تشکیل اولین بورس اوراق بهادار (آمستردام هلند) قدمت دارد. هرچند امروزه به واسطه تصویب قوانین مناسب و پوشش بسیاری از موارد که باعث برهم زدن تعادل منطقی قیمت سهام شرکت‌ها در بورس‌های پیشرفته می‌شود، دست‌کاری قیمت در این نوع بازارهای مالی ممکن است بسیار سخت به نظر برسد، اما نباید این‌گونه تصور کرد که بحث دست‌کاری قیمت در این بورس‌ها یک موضوع حل‌شده است؛ زیرا در بورس‌های پیشرفته دست‌کاری قیمت اغلب به واسطه روش‌های پیچیده و کاملاً مخفی که شناسایی و تحت مقررات در آوردن آن‌ها بسیار دشوار است، انجام می‌شود. در مقابل، در بورس‌های نوظهور که نظام نظارتی کارا ندارند و در جلوگیری از دست‌کاری قیمت مؤثر نیستند، دست‌کاری قیمت اوراق بهادار توسط کسانی که از قدرت لازم برای این منظور برخوردارند، به‌صورت گسترده و در همه اشکال آن وجود دارد (جیان پینگ می و گیوجان وو^۴، ۲۰۰۴).

1- Efficiency

2- Manipulated

3- Depth of the market

4- Jianping Mei & Guojun Wu

از نخستین تحقیقات صورت گرفته در زمینه دست‌کاری قیمت، مطالعات هارت^۱ (۱۹۷۷) است که به بررسی دست‌کاری قیمت با استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی در بازار دارایی‌ها می‌پردازد. هارت شرایطی که تحت آن سفته‌بازی^۲ سودآور در یک وضعیت غیراحتمالی^۳ امکان‌پذیر است را مطالعه کرد. وی دریافت اگر توابع تقاضا غیرخطی^۴ باشد سفته‌بازان قادر به انجام معاملات سودآور خواهند بود (جاروو^۵، ۱۹۹۲).

جاروو (۱۹۹۲) تحلیل‌های هارت را به وضعیت احتمالی تعمیم داد و همان نتایج را به دست آورد. او نشان داد اگر تکانه قیمت^۶ وجود داشته باشد، سفته‌بازی سودآور امکان‌پذیر است؛ زیرا افزایش قیمت در یک دوره به واسطه معامله سفته‌باز، باعث افزایش قیمت‌ها در دوره‌های آتی خواهد شد. علاوه بر این نشان داد که دست‌کاری سودآور زمانی امکان‌پذیر خواهد بود که سفته‌باز قادر به تحت فشار قرار دادن بازار باشد. در هر دو تحقیق ذکر شده تابع تقاضای سرمایه‌گذاری بیشتر از آنکه تحت تأثیر رفتار حداکثرسازی^۷ مطلوبیت مورد انتظار^۸ آن‌ها باشد، مستقل در نظر گرفته شده است. بنابراین روشن نیست که چگونه و با چه شرایطی دست‌کاری با فرض عقلایی بودن^۹ سازگار است.

از اولین مطالعات منسجم دانشگاهی که در زمینه دست‌کاری قیمت در سطح بازارهای مالی انجام شد و بعد از آن به مثابه مبنایی برای تحقیقات بعدی شد، تحقیقات آلن و گیل^{۱۰} (۱۹۹۲) بود. آن‌ها مدلی را با استفاده از اطلاعات نامتقارن که در آن، همه عوامل فعال بازار انتظاراتی عقلایی دارند و در پی حداکثرسازی مطلوبیت خود هستند را توسعه دادند. آن‌ها در یک چاقوب محدودتر که حباب قیمتی به وسیله ابزارهایی تحت مقررات قانونی بود، نشان دادند که دست‌کاری قیمت حتی در صورت نبود تکانه قیمت و عدم امکان تحت فشار قرار دادن بازار نیز سودآور خواهد بود. بنابراین آلن و گیل مدلی را ارائه نمودند که در آن، سه نوع معامله‌گر وجود دارد: (۱) تعداد انبوهی از سرمایه‌گذاران منطقی قابل شناسایی، (۲) یک معامله‌گر مطلع بزرگ، و (۳) یک دست‌کاری‌کننده بزرگ که به صورت معامله‌گر بزرگی دارای اطلاعات محرمانه است. در این مدل، اطلاعات ناقص سرمایه‌گذاران و عدم تقارن اطلاعات در بازار عامل اصلی دست‌کاری قیمت است. سرمایه‌گذاران در مورد اینکه هدف معامله‌گر بزرگی که اقدام به خرید سهام می‌کند، آگاهی او از زیر ارزش بازار بودن سهم است یا دست‌کاری قیمت آن، اطمینان کافی ندارند و این همان عاملی است که سودآور

1- Hart

2- Speculation

3- Non-probabilistic

4- Nonlinear

5- Jarrow

6- Price momentum

7- Maximization

8- Expected utility

9- Rationality

10- Allen & Gale

بودن دست کاری را امکان پذیر می کند.

آلن و گیل در مطالعات خود سه نوع طبقه بندی از دست کاری قیمت ارائه می کنند که در زیر به هر یک از آن ها اشاره می کنیم:

۱- دست کاری بر مبنای عمل^۱ عبارتست از سلسله اقداماتی که برای تغییر ارزش واقعی یا ارزش مورد انتظار دارایی ها، انجام می شود.

۲- دست کاری بر مبنای اطلاعات^۲ به نوعی از دست کاری اطلاق می شود که بر پایه انتشار اطلاعات نادرست یا شایعات غیر واقعی انجام می شود.

۳- دست کاری بر مبنای معامله^۳ نوعی دست کاری است که ردیابی و پیگرد قانونی آن با دشواری های بیشتری روبه رو است. این نوع دست کاری هنگامی روی می دهد که سرمایه گذار در نظر دارد با خرید و سپس فروش سهمی و صرف نظر از هرگونه اقدام در انظار عمومی برای تغییر ارزش شرکت یا انتشار اطلاعات غلط قیمت سهم مورد نظر خود را تغییر دهد.

هالی^۴ (۱۹۹۳) با بررسی روند بازده سهام شرکت های دست کاری شده طی سال های ۱۹۲۷ تا ۱۹۹۲ در بورس های نیویورک و لندن دریافت که الگوی رفتاری دست کاری قیمت در بیشتر موارد مشابه است. بر اساس نظر وی دست کاری قیمت یک سهم در بورس اوراق بهادار را می توان به چهار مرحله زیر تقسیم کرد:

- ۱- مرحله تشکیل ائتلاف بین دستکاری کنندگان و تبانی آنان برای ایجاد تقاضای کاذب در بازار،
- ۲- افزایش شدید و مستمر قیمت سهم به دلیل افزایش تقاضا نسبت به عرضه در بازار،
- ۳- خروج دستکاری کنندگان از سهم، با فروش یک جای سهم مورد نظر به متقاضیان،
- ۴- کاهش شدید تقاضا و حجم معاملات سهم مورد نظر و در نتیجه سقوط قیمت سهم به کمتر از قیمت قبل از دستکاری.

بگنولی و لیپمن^۵ (۱۹۹۶) دست کاری قیمت بر مبنای عمل با استفاده از الگوی قیمت پیشنهادی^۶ را مطالعه کردند. در مدل آن ها ابتدا دستکاری کنندگان قیمت اقدام به تملک اوراق بهادار می نمودند؛ سپس قیمت پیشنهادی بیشتر برای تملک اوراق بهادار ارائه می کردند که در این شرایط قیمت اوراق بهادار در بازار افزایش می یابد. بنابراین دستکاری کنندگان قادر خواهند بود در قیمت های بالاتر اوراق خود را بفروشند. در نهایت، بعد از فروش اوراق بهادار دیگر قیمت پیشنهادی بالا برای خرید اوراق توسط دستکاری کنندگان دنبال نخواهد شد و قیمت اوراق بهادار کاهش خواهد یافت.

1- Action-based manipulation

2- Information-based manipulation

3- Trade-based manipulation

4- Holley

5- Bagnoli, & Lipman

6- Take-over bids

ماهونی^۱ (۱۹۹۹) به تحقیق در زمینه دست‌کاری قیمت بر مبنای اطلاعات پرداخت. او میانگین رفتار قیمتی سهام معامله‌شده در سال‌های ۱۹۲۸ و ۱۹۲۹ بورس‌های ایالت متحده آمریکا را مطالعه کرد. ماهونی (۱۹۹۹) نشان داد شواهد اندکی برای اثبات دست‌کاری قیمت بر مبنای اطلاعات وجود دارد. آگاروال و وو^۲ (۲۰۰۲) با مطالعه شواهد تجربی دست‌کاری قیمت اوراق بهادار در بورس‌های ایالت متحده آمریکا، مدل آلن و گیل (۱۹۹۲) را توسعه دادند. آن‌ها دریافتند در بازاری که دست‌کاری‌کنندگان حضور دارند و تعداد زیادی از افراد در پی کسب اطلاعات هستند، رقابت بر سر اوراق بهادار افزایش خواهد یافت و در این حالت، شرایط ورود دست‌کاری‌کنندگان اوراق بهادار تسهیل می‌شود. آگاروال و وو (۲۰۰۲) در این پژوهش دریافتند افراد مطلع از اطلاعات درونی شرکت‌ها همچون مدیران عالی شرکت‌ها، کارگزاران، پذیره‌نویسان اوراق بهادار و سهام‌داران عمده با بیشترین احتمال به منزله دست‌کاری‌کنندگان قیمت اوراق بهادار محسوب می‌شوند. آن‌ها همچنین دریافتند اوراق بهاداری که نقدشوندگی پایینی داشته باشد، با احتمال بیشتری در معرض دست‌کاری قیمت قرار دارند و دست‌کاری باعث افزایش نوسان قیمتی اوراق بهادار خواهد شد؛ به این صورت که قیمت سهام در طول دوره دست‌کاری افزایش و در دوره بعد از دست‌کاری کاهش می‌یابد. هنگامی که دست‌کاری‌کنندگان اوراق بهادار را می‌فروشند قیمت و نقدشوندگی سهام نسبت به زمانی که آن را می‌خرند، بیشتر است؛ بنابراین آگاروال و وو (۲۰۰۲) مدلی را در این رابطه ارائه کردند و نتیجه گرفتند که دست‌کاری قیمت روی کارآیی بازار تأثیر زیادی دارد.

پالشیکار^۳ و همکاران (۲۰۰۸) در تحقیقی وجود توافقات و تبانی‌های جمعی را یکی از علل اساسی پدید آمدن دست‌کاری قیمت سهام نامیدند. آن‌ها نشان دادند توافقات و تبانی‌های جمعی برای دست‌کاری قیمت وجود دارد. پالیش کار و همکاران (۲۰۰۸) معتقدند این توافقات و تبانی‌های جمعی، بازار را در معرض بازده‌های تحریف‌شده و اثرات مضر آن قرار می‌دهد.

سان^۴ و همکاران (۲۰۱۱) برای بررسی دست‌کاری قیمت، رفتار سرمایه‌گذاران را در بازار سهام تحلیل کردند. برای این منظور از معاملات سهام ۱۰۰ شرکت در دوره یک‌ساله استفاده کردند. آن‌ها به وسیله یک شبکه معاملاتی^۵ اقدام به مدل‌سازی دست‌کاری قیمت نمودند. یافته‌های سان و همکاران (۲۰۱۱) برای شناسایی سهام‌های دست‌کاری‌شده به کار می‌رود.

دiaz و همکاران^۶ (۲۰۱۱) در تحقیقی مدل‌های شناسایی دست‌کاری قیمت بر مبنای توسعه دادند. آن‌ها برای مدل‌سازی از داده‌های طی روز^۷ استفاده کردند. Diaz و همکاران (۲۰۱۱) در مقاله خود از طریق کدگذاری خصوصیات تقلب در معامله، الگویی جدید برای شناسایی سهام

1- Mahoney

2- Aggarwal & Wu

3- Palshikar

4- Sun

5- Trading network

6- David Diaz

7- Intraday

دست‌کاری شده معرفی می‌کنند. آن‌ها همچنین چند پیشنهاد برای افزایش اثربخشی فرایندهای عملیاتی بازار بورس و نهادهای نظارتی آن ارائه کردند.

پوتنیز^۱ (۲۰۱۱) در مقاله‌ای چگونگی وقوع دست‌کاری قیمت و تأثیر قوانین بر این دست‌کاری بررسی کرد. پوتنیز در این مقاله طبقه‌بندی جدید و گسترده‌ای از انواع مختلف دست‌کاری قیمت ارائه می‌کند و دست‌کاری و دسته‌بندی راهکارهای دست‌کاری قیمت را تعریف می‌کند. پوتنیز و کامرتن‌فرد^۲ (۲۰۱۴) در تحقیق دیگری با مطالعه قیمت‌های پایانی^۳ سهام دست‌کاری‌شده، دست‌کاری قیمت را بررسی می‌کنند. یافته‌های آن‌ها نشان داد سهام‌های با اطلاعات نامتقارن و نقدشوندگی پایین بیشتر در معرض دست‌کاری قیمت قرار دارند؛ همچنین دست‌کاری قیمت‌ها اغلب در انتهای هر ماه/سه‌ماهه رخ می‌دهد. پوتنیز در این تحقیق بودجه نظارتی دولت را دارای اثر قوی هم بر دست‌کاری قیمت و هم بر شناسایی دست‌کاری قیمت می‌داند.

میسرا^۴ و همکاران (۲۰۱۲) در مطالعه‌ای به بررسی قوانین منع دست‌کاری و دستکاری‌های تاریخی رخ داده پرداختند. آن‌ها نشان دادند که در شروع بحران مالی نوامبر ۲۰۰۷، مدارک قوی از دست‌کاری بازار^۵ وجود داشت. آن‌ها تأکید داشتند در تجزیه و تحلیل بازارهای مالی، امکان اقدامات عمدی از طرف افراد یا گروه‌های هماهنگ باید در نظر گرفته شود. میسرا و همکاران (۲۰۱۲) نتیجه گرفتند قوانین منع دست‌کاری برای اثربخشی بهتر، باید با شفافیت و در دسترس بودن اطلاعات بازار، همراه شود.

دیسانایکی و لیم^۶ (۲۰۱۵) معاملات نهانی^۷ و دست‌کاری قیمت سهام در بازارهای آسیا را مطالعه کردند. معاملات نهانی به معاملاتی گفته می‌شود که براساس اطلاعات نهانی^۸ برای کسب سود یا جلوگیری از زیان، قیمت سهام شرکت را دست‌کاری می‌کند. دیسانایکی و لیم در مقاله خود سه هدف را دنبال کردند؛ هدف اول آن‌ها شناسایی معاملات نهانی و دست‌کاری قیمت است؛ هدف دوم برآورد مقدار سود غیرقانونی (یا زیان جلوگیری‌شده) است که ممکن است به دست آمده باشد؛ و در نهایت هدف سوم تجزیه و تحلیل پاسخ مناسب قانون‌گذاران و دیگر اعضای بازار به معاملات نهانی و دست‌کاری قیمت است. آن‌ها نتیجه گرفتند که قانون‌گذاران باید منابع بیشتری را به کار تحقیقاتی در این حوزه اختصاص دهند و همچنین شرکت‌ها باید در انتشار اطلاعات حساس به بازار بیشتر دقت کنند.

از نخستین پژوهش‌های داخلی درباره دست‌کاری قیمت سهام شرکت‌ها می‌توان به مطالعات دکتر میرفیض فلاح شمس (۱۳۸۴) اشاره کرد. فلاح شمس (۱۳۸۴) با بررسی روند بازده همه شرکت‌های

1- Tālis J. Putniņš

2- Putnins, T.J. & Comerton-Forde C.

3- Closing prices

4- Mísra

5- Market manipulation

6- Gishan Dissanaiké & Kim-Hwa Lim

7- Insider trading

8- Insider information

پذیرفته در بورس طی دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۳ و مقایسه آن با مباحث نظری دست‌کاری، سهام شرکت‌های دست‌کاری‌شده را شناسایی کرد. او وجود مشکلات ساختاری در بورس اوراق بهادار تهران از قبیل نبود تنوع ابزارهای مالی، کم‌عمق بودن بازار، نبود ابزارهای مدیریت ریسک را عامل اصلی تمایل به دست‌کاری قیمت در بازار می‌داند. فلاح شمس (۱۳۸۴) همچنین پس از بررسی به این نتیجه رسید که در بورس اوراق بهادار تهران امکان بروز دو نوع دست‌کاری وجود دارد که عبارت‌اند از: دست‌کاری بر مبنای معامله و دست‌کاری بر مبنای اطلاعات؛ عمدتاً دست‌کاری‌های رخ داده به صورت ترکیبی از این دو نوع است.

فلاح شمس (۱۳۸۷) در تحقیق دیگری، با بررسی سهام ۱۳۰ شرکت بورس اوراق بهادار تهران که در طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۴ در مقاطعی از نوسانات شدید قیمتی برخوردار بودند، دست‌کاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران را مطالعه کرد. او در این تحقیق عوامل مؤثر در تشخیص قیمت‌های دست‌کاری‌شده را پنج مورد بیان می‌کند که شامل نسبت قیمت به عایدی (P/E)، اندازه شرکت، شفافیت اطلاعات، میزان مالکیت و نقدشوندگی سهم می‌شود. او عدم شفافیت اطلاعات را مهم‌ترین عامل بروز دست‌کاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران معرفی می‌کند. عدم وجود اطلاعات شفاف در مورد عملکرد شرکت‌ها، زمینه را برای تبانی و انتشار اطلاعات غلط و شایعات از سوی دست‌کاری‌کنندگان قیمت‌ها فراهم خواهد کرد.

فلاح شمس و کردلوئی (۱۳۹۰) به مدل‌سازی و پیش‌بینی بروز دست‌کاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها از متغیرهای اندازه شرکت، نسبت قیمت به عایدی، شفافیت اطلاعات، نقدشوندگی سهم و ترکیب سهام‌داران، به‌منزله عوامل تعیین‌کننده دست‌کاری قیمت در مدل‌سازی استفاده کردند. نتایج آن‌ها نشان داد کم‌عمق بودن بازار، عدم ساختار مناسب بازار و عدم وجود پیگیری‌های قانونی، از علل اساسی بروز دست‌کاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران است. فلاح شمس و کردلوئی (۱۳۹۱) در تحقیق دیگری با استفاده از مدل ماشین بردار پشتیبان^۱ دست‌کاری قیمت‌ها را پیش‌بینی کردند. آن‌ها ابتدا با استفاده از آزمون وابستگی دیرش^۲ شرکت‌های دست‌کاری‌شده را انتخاب کردند؛ سپس دقت پیش‌بینی مدل ماشین بردار پشتیبان در دست‌کاری قیمت‌ها را اندازه‌گیری کردند. نتایج آن‌ها نشان داد مدل ماشین بردار پشتیبان ۸۱ درصد از دست‌کاری‌ها را به درستی پیش‌بینی می‌کند.

دست‌کاری قیمت چیست؟

دست‌کاری قیمت به صورت «مداخله تعمدی در نیروهای آزاد عرضه و تقاضا در بورس اوراق بهادار» یا «اقدامی آگاهانه برای ترغیب دیگران به اخذ موقعیت معاملاتی خاص موردنظر (خرید یا

1- Price - earnings ratio

2- Support vector machine

3- Duration Dependence Test

فروش) یا کنترل تغییر قیمت به صورت ساختگی و با استفاده از معاملات ساختگی» تعریف شده است. بنابراین به طور کلی دست کاری قیمت شامل همه فعالیت‌هایی است که افراد خاصی به طرق مختلف قیمت‌های ساختگی و تصویر غیر واقعی از فعالیت بازار برای گمراه کردن سایر سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کنند. دستکاری کنندگان^۱ قیمت سهام با فریب، انتشار شایعه، ایجاد تقاضا و عرضه کاذب و... قیمت سهام را در جهت منافع فردی خود تغییر می‌دهند؛ این موضوع باعث بی‌اعتمادی و نارضایتی سرمایه‌گذاران در بورس خواهد شد. همه افراد حاضر در بازار، حتی سهام‌داران جز (با انتشار اخبار نادرست یا پخش شایعات) ممکن است قیمت را دست کاری کنند. اگرچه دست کاری قیمت را نمی‌توان محدود به گروه‌های خاصی نمود اما سه گروه سهام‌داران عمده، کارگزاران، ناشران و مدیران شرکت‌های سهامی، با توجه به امکانات و موقعیتشان، احتمال بیشتری وجود دارد که به منزله دستکاری کننده در بازار حضور پیدا کنند. البته بیشتر دستکاری‌های رخ داده، نه توسط یک گروه، بلکه توسط مجموعه‌ای چند از گروه‌های ذکر شده به طور هماهنگ و از پیش برنامه‌ریزی شده، انجام می‌شود.

هدف نهایی دستکاری کنندگان به دست آوردن سود است که برای رسیدن بدین مقصود از روش‌های مختلف دست کاری قیمت، معاملات ساختگی، انتشار شایعات و اطلاعات خلاف واقع بهره می‌گیرند. در تقسیم‌بندی کلی که توسط آلن و گیل^۲ در زمینه دست کاری قیمت انجام شد، دست کاری قیمت به سه دسته «دست کاری بر مبنای اطلاعات»، «دست کاری بر مبنای معامله» و «دست کاری بر مبنای عمل» تقسیم می‌شود.

دست کاری بر مبنای اطلاعات

دست کاری قیمت بر مبنای اطلاعات از شایع‌ترین و پر استفاده‌ترین روش‌های دست کاری قیمت است که بخش عمده‌ای از دست کاری قیمت‌های رخ داده را به خود اختصاص داده است. در این نوع از دست کاری قیمت، دستکاری کنندگان با انتشار اطلاعات گمراه کننده، شایعات نادرست و ساختگی، عدم بیان بخشی از واقعیات یا وارونه نشان دادن وقایع برای گمراه کردن سهام‌داران، قیمت اوراق بهادار را دست کاری می‌کنند. به عنوان مثال، شخص متخلف با انتشار اطلاعات نادرست یا دامن زدن به شایعات، تقاضا برای اوراق بهاداری را که خود پیش از آن خریداری کرده است، افزایش می‌دهد و سپس آن‌ها را با قیمت‌های بیشتر می‌فروشد. از نمونه‌های بارز این نوع دست کاری قیمت اوراق بهادار، می‌توان به معاملات ائتلافی در ایالات متحده در طول دهه ۱۹۲۰ اشاره کرد. در این استراتژی، گروهی از سرمایه‌گذاران با تشکیل یک ائتلاف ابتدا اقدام به خرید اوراق بهادار کردند؛ آنگاه با انتشار شایعات مورد نظر در مورد شرکت در نهایت سهام فوق را با قیمت‌های بیشتر، یک‌جا می‌فروشد و از این رهگذر سود به دست می‌آورند.

1- Manipulators

2- Allen & Gale

دست‌کاری بر مبنای معامله

این نوع دست‌کاری اوراق بهادار زمانی رخ می‌دهد که یک معامله‌گر بزرگ یا گروهی از معامله‌گران به‌طور بسیار ساده با خرید تدریجی و ایجاد تقاضای کاذب و سپس فروش یک‌جای اوراق بهادار، قیمت را دست‌کاری می‌کنند. از آنجا که بخش عمده معاملات صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری به‌صورت بلوک‌های بزرگی از یک سهم است، بنابراین شناسایی و کشف دست‌کاری قیمت اوراق بهادار براساس معامله بسیار سخت و دشوار است. این نوع از دست‌کاری مجموعه بسیار وسیعی از روش‌های دست‌کاری قیمت را در بر می‌گیرد. دست‌کاری بر مبنای معامله را در یک تعریف کلی، می‌توان دست‌کاری بازار با استفاده از انجام معاملات مؤثر بر ارزش واقعی یا انتظاری اوراق بهادار دانست. معاملات ساختگی که بخش مهمی از دست‌کاری بازار را در بر می‌گیرد، به شیوه‌های گوناگونی انجام می‌شود. در این نوع دست‌کاری اشخاص متخلف اغلب برای انجام چنین معاملاتی از اسامی و حتی شرکت‌های بدلی استفاده می‌کنند و ماهیت واقعی خود را مخفی می‌کنند و در مواردی نیز افراد مرتبط با هم، در اقدامی هماهنگ و مشترک با تشکیل ائتلافی مخفی به تبادل اوراق بهادار در بین خود می‌پردازند و پس از جذب سرمایه‌گذاران دیگر، اوراق بهادار مزبور را با قیمت‌های بیشتر می‌فروشند.

دست‌کاری بر مبنای عمل

دست‌کاری بر مبنای عمل برخلاف دو نوع دست‌کاری قبلی بسیار محدود و کم‌کاربرد است. به‌طور کلی به‌اعمالی غیر از معاملات که ارزش واقعی یا ارزش مورد انتظار دارایی‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند، دست‌کاری قیمت بر مبنای عمل گفته می‌شود. متداول‌ترین روش در این نوع دست‌کاری، قیمت پیشنهادی برای تملک^۱ است. در این روش دست‌کاری کنندگان ابتدا اقدام به خرید اوراق بهادار می‌کنند و زمانی که صاحب اوراق بهادار شدند، قیمت پیشنهادی خرید بیشتری را برای اوراق بهادار خود مطرح می‌کنند؛ در این شرایط قیمت اوراق بهادار در بازار افزایش می‌یابد. بنابراین دست‌کاری کنندگان قادر خواهند بود اوراق بهادار خود را با قیمت‌های بیشتر بفروشند. درنهایت، بعد از فروش اوراق بهادار از سوی دست‌کاری کنندگان، قیمت پیشنهادی خرید بیشتر برای خرید اوراق بهادار بیش از این دنبال نخواهد شد و قیمت اوراق بهادار به‌طور چشمگیری کاهش می‌یابد. از آنجا که قیمت‌های پیشنهادی خرید بالا به انجام معاملاتی نیز منجر می‌شود، عده‌ای این نوع دست‌کاری قیمت را زیرمجموعه دست‌کاری بر مبنای معامله می‌دانند. اما تفاوت مهمی که این نوع دست‌کاری را از دست‌کاری بر مبنای معامله متمایز می‌کند این است که در این نوع دست‌کاری عامل فریب سهام‌داران معاملات ساختگی یا معاملات گمراه‌کننده نیست بلکه عامل فریب سهام‌داران عمل دست‌کاری کنندگان مبنی بر پیشنهاد خرید بالا است.

روش‌های دست‌کاری قیمت

دست‌کاری قیمت به روش‌های بسیار متنوعی انجام می‌گیرد. همگام با پیشرفت و تحول بورس‌ها این روش‌ها ابعاد تازه‌ای می‌یابند و به صورت‌های متفاوتی اجرا می‌شوند. روش‌های دست‌کاری قیمت را نمی‌توان در یک مجموعه روش‌های محدود بیان کرد؛ زیرا این روش‌ها با تغییر قوانین نظارتی در بورس‌ها، پیشرفت و تحول فناوری‌های ارتباطی، تغییر سامانه معاملاتی بورس‌ها و... می‌توانند شکل جدیدی به خود بگیرند. بنابراین دست‌کاری‌کنندگان بسته به شرایط برای رسیدن به اهداف خود روش‌های دست‌کاری قیمت جدیدی را پدید می‌آورند.

اگرچه نمی‌توان تمام روش‌های ممکن دست‌کاری قیمت را بیان کرد اما با بیان روش‌های دست‌کاری مهم می‌توان به بینشی برای پیش‌بینی روش‌های بعدی رسید. بنابراین در اینجا تعدادی از روش‌های مهم دست‌کاری قیمت بررسی می‌شود.

• ایجاد رونق مصنوعی^۱: به روشی از دست‌کاری قیمت گفته می‌شود که در آن دست‌کاری‌کنندگان بر قیمت اوراق بهادار به وسیله خرید یا فروش در میان خودشان اثر می‌گذارند. در این روش، معاملات ظاهری گمراه‌کننده و ساختگی^۲ از روند و حجم معاملات در بازار یا حرکت قیمتی سهام خاص را نشان می‌دهد. معاملات در این روش می‌تواند به طرق زیر انجام شود:

۱- معامله ساختگی^۳: فروش و خرید دوباره همان سهام یا بخش قابل ملاحظه‌ای از همان سهام (به طوری که باعث تغییر مالکیت شرکت نشود) به این منظور که قیمت سهام افزایش یابد. در این استراتژی دو طرف خرید و فروش یک نفر است؛ بنابراین تشخیص آن دشوار نیست.

۲- معاملات از پیش تعیین شده^۴: به خرید و فروش روی قرارداد آتی^۵، اختیارات^۶ یا سهام شرکت که بین کارگزاران و دلال‌های سهام در قیمت از پیش تعیین شده انجام می‌گیرد معاملات از پیش تعیین شده می‌گویند.

۳- سفارشات جور شده ساختگی^۷: انجام معاملات به وسیله جفت کردن سفارش خرید و فروش سهام شرکت در یک قیمت و یک زمان صورت می‌پذیرد. در سفارشات جور شده ساختگی برای تعیین اینکه چگونه سفارشات را با سفارشات وارد شده خودشان جور کنند و چگونه معاملات را به سمت چیزی که می‌خواهند هدایت کنند، از الگوریتم‌هایی استفاده می‌شود. یک الگوریتم مشهور استفاده شده در سفارشات جور شده ساختگی، اولین ورودی اولین خروجی^۸، است که در آن اولین سهام خریداری شده باید با اولین فروش ثبت شود.

1- Painting the tape

2- Artificial and misleading appearance

3- Wash sale

4- Pre-arranged trading

5- Futures

6- Options

7- Matched orders

8- First In, First Out (FIFO)

• افزایش قیمت پیشنهاد خرید^۱: در این روش دست‌کاری کنندگان پیشنهاد خرید برای سهام مورد نظر را افزایش می‌دهند و در پی آن قیمت به‌طور ساختگی افزایش می‌یابد. سپس دست‌کاری کنندگان این توهم را به وجود می‌آورند که افزایش قیمت به سبب فعالیت شرکت سهامی رخ داده است.

• خرید و فروش سریع سهام^۲: به‌طور کلی روش خرید و فروش سریع سهام عبارتست از خرید سهام مورد نظر سپس القای ظاهری گمراه‌کننده، انتشار اخبار ساختگی و نادرست و در انتها فروش سهام و کاهش شدید قیمت سهام. این استراتژی عموماً بخشی از نقشه بزرگ پیچیده‌ای از دست‌کاری قیمت روی سهام مورد نظر است. عاملان این نقشه (دست‌کاری کنندگان) مسئولان شرکت را برای انتشار سهام و واگذار کردن به آن‌ها (با بهانه ترقی دادن وضع شرکت) متقاعد می‌کنند. سپس دست‌کاری کنندگان، اطلاعات ساختگی مثبتی درباره شرکت تهیه می‌کنند و آن را برای همه سهام‌داران خرد ارسال می‌کنند (تا اینجای دست‌کاری به Pump مشهور است). بعد از آن اقبال سهام‌داران برای خرید سهم زیاد می‌شود و حجم معاملات و قیمت سهام افزایش می‌یابد؛ سپس دست‌کاری کنندگان سهام خود را می‌فروشند (به این مرحله از دست‌کاری Dump می‌گویند). با خروج دست‌کاری کنندگان از سهم و تکذیب اطلاعات ساختگی قیمت سهم در اکثر اوقات به سطح پایین‌تری نسبت به قبل از دست‌کاری قیمت کاهش می‌یابد و سهام‌داران خرد به منزله بازندگان اصلی این نقشه، بخشی از سرمایه خود را از دست می‌دهند.

• تبلیغ و فروش سریع سهام^۳: در این روش دست‌کاری کنندگان سهام مورد نظر را خریداری می‌کنند و به تبلیغ گسترده درباره آن سهم می‌پردازند. در این روش دست‌کاری کنندگان از تمام ابزارهای ارتباطی استفاده می‌کنند و در شبکه‌های اجتماعی به زیاده‌گویی درباره سهام مزبور می‌پردازند و شایعات مثبتی درباره سهام منتشر می‌کنند. در نهایت زمانی که قیمت سهام بالا رفت سریعاً اقدام به فروش سهام می‌کنند و تبلیغات درباره سهم قطع می‌شود و قیمت سهام به سطح قبلی خود و حتی پایین‌تر از آن کاهش می‌یابد. در این روش نیز سهام‌داران خرد و معامله‌گران ساده بازندگان اصلی هستند.

• فریب و تحت فشار قرار دادن^۴: هنگامی که وضعیت شرکت سهامی خیلی بد می‌شود و بدهی‌های زیادی، دارایی‌های ناچیزی دارد و هر سال زیان می‌سازد همه به دلیل این چشم‌انداز بد شرکت اقدام به فروش سهام این شرکت می‌کنند. حتی کسانی که سهام شرکت را ندارند اقدام به فروش استقراضی این سهم می‌کنند؛ تا اینکه سهام شرکت که فروش استقراضی شده است از کل سهام شرکت بیشتر شود. در این هنگام کسانی که از این موضوع با خبر می‌شوند ابتدا اقدام به خرید سهم می‌کنند و سپس همه کسانی که فروش استقراضی انجام داده بودند، سهام مزبور را خریداری می‌کنند. این، تمایلات به خرید قیمت

1- Advancing the bid

2- Pump and dump

3- Hype and dump

4- Lure and squeeze

سهام را افزایش می‌دهد و قیمت تا زمانی افزایش می‌یابد که سهام‌داران متوجه شوند همه به اندازه کافی سهام دارند و دوباره فشار فروش و فروش استقرایی و... و این چرخه ادامه می‌یابد.

• تعیین آخرین معامله^۱: در این روش دست‌کاری کنندگان، آخرین قیمت سهام را به وسیله خرید (فروش) سهام تحت تأثیر قرار می‌دهند. آخرین قیمت معامله‌شده می‌تواند تصور اشتباه در سهام‌داران به وجود بیاورد و افزایش (کاهش) آخرین معامله را به معنی بهبود (وخامت) اوضاع شرکت تلقی کنند و در روزهای آتی اقدام به خرید (فروش) سهام نمایند و در جهت خواست و امیال دست‌کاری کنندگان حرکت کنند. تعیین آخرین معامله برای تحت تأثیر قرار دادن ارزش پرتفوی برای ظاهرسازی^۲ برای سرمایه‌گذاری‌ها نیز پرکاربرد است. شرکت‌های سرمایه‌گذاری از طریق این روش اقدام به سودسازی می‌کنند.

• بالا یا پایین بردن^۳: در این روش دست‌کاری کنندگان با انجام معاملات پر حجم و افزایش (کاهش) ساختگی در قیمت سهام، تصور اشتباهی را در ذهن سایر سهام‌داران ایجاد می‌کنند که اوضاع سهام مزبور مطلوب (وخیم) است. سپس سایر سهام‌داران اقدام به خرید (فروش) سهام می‌کنند و دست‌کاری کنندگان بلافاصله سهام مذکور را می‌فروشند (خریداری می‌نمایند).

• انحصار موقتی^۴: در این روش دست‌کاری کنندگان ابتدا میزان قابل ملاحظه‌ای از سهام شرکت را خریداری می‌کنند و با خرید قابل ملاحظه خود قیمت سهام بالا می‌رود. آن‌ها در دوره زمانی محدود سهام خود را نگه می‌دارند تا بتوانند در موقعیت مناسبی با قیمت‌های زیاد آن را به فروش برسانند.

• پیش دستی^۵: این روش به تضاد منافع کارگزار و مشتری نیز مشهور است. در این روش دست‌کاری‌کننده همان کارگزار است. کارگزاران اقدام به خرید سهام می‌کنند و سهام مزبور را به مشتریان خود معرفی می‌کنند و به تبلیغ و زیاده‌گویی درباره سهام می‌پردازند. در انتها با بالا رفتن قیمت سهام و فروش آن توسط کارگزار، دیگر توصیه‌های خرید دنبال نخواهد شد و قیمت سهام با افت همراه خواهد بود.

• معاملات نهانی^۶: به معاملاتی که با استفاده از اطلاعات نهانی انجام می‌شود معاملات نهانی می‌گویند. عموماً در دست‌کاری با استفاده از معاملات نهانی دست‌کاری کنندگان مدیران یا افراد نزدیک به مدیران شرکت هستند. مدیران شرکت هنگامی که اتفاق مثبتی در وضعیت شرکت می‌افتد و خبر آن اتفاق هنوز اطلاع‌رسانی نشده است با استفاده از این مزیت اقدام به خرید سهام شرکت خود می‌کنند و هنگامی که خبر مزبور اطلاع‌رسانی شد با افزایش قیمت سهام اقدام به فروش سهام می‌کنند. این موضوع درباره اخبار منفی و فروش سهام توسط مدیران نیز صدق می‌کند.

1- Marking the close

2- Window dressing

3- Ramping

4- Cornering

5- Front running

6- Insider trading

• لاپوشانی و انبار کردن^۱: سهام‌داران عمده اغلب از این روش استفاده می‌کنند. آن‌ها برای فرار از الزامات قانونی مالکیت شرکت‌های سهامی، سهام خود را در قالب معاملات جعلی به سهام‌داران ساختگی دیگری منتقل می‌کنند. در این هنگام حجم معاملات به یکباره افزایش قابل ملاحظه‌ای می‌یابد. سهام‌داران جز این افزایش حجم را نشانه بهبود و ترقی اوضاع سهام برآورد می‌کنند و ممکن است با خرید ناآگاهانه در وضعیت موجود متضرر شوند.

• دست‌کاری قیمت^۲: این استراتژی دست‌کاری قیمت معمولاً توسط صاحبان شرکت رخ می‌دهد. در این روش سفارشات خرید (فروش) با حجم زیاد با هدف حفظ قیمت سهام در سطحی خاص یا افزایش قیمت سهام، انجام می‌شود. دست‌کاری‌کنندگان از افزایش قیمت برای رسیدن به اهداف مالی یا حسابداری، انتشار سهام جدید با قیمت‌های بالاتر، جذب سرمایه‌گذاران جدید به شرکت و... استفاده می‌کنند.

• پوشش^۳: در این روش دست‌کاری‌کنندگان اقدام به فروش سهام می‌کنند یا شایعات و اخبار ساختگی منفی درباره سهام مورد نظر منتشر می‌کنند؛ با این هدف که قیمت سهام کاهش یابد یا حداقل حفظ شود. دستکاری‌کنندگان این کار را برای ممانعت از اجرای قراردادهای اختیار خرید می‌کنند زیرا منافع اصلی آن‌ها در قراردادهای اختیار خرید است.

• تثبیت^۴: در این روش دست‌کاری‌کنندگان سهام را خریداری می‌کنند یا اخبار ساختگی مثبت درباره سهام منتشر می‌کنند؛ به این منظور که قیمت سهام مزبور افزایش یابد یا حداقل حفظ شود. دست‌کاری‌کنندگان این کار را با هدف ممانعت از اجرای قراردادهای اختیار فروش می‌کنند؛ به این دلیل که منافع اصلی آن‌ها در قراردادهای اختیار فروش است.

• تهاجم افتان^۵: در این روش دست‌کاری‌کنندگان با فروش سنگین سهام یا فروش استقراسی^۶ گسترده، قیمت سهام را کاهش می‌دهند. پس از کاهش قیمت سهام را می‌خرند و سهام فروخته‌شده خود را با قیمت کمتر مجدداً خریداری می‌نمایند و از این محل سود می‌کنند.

• خرید در بالاترین قیمت یا معاملات در قیمت‌های بالاتر^۷: در این روش دستکاری‌کنندگان بیشترین قیمت خرید را پیشنهاد می‌دهند و در پیشنهادهای خرید، رقابت را برای خرید در میان سایر سرمایه‌گذاران خرد به وجود می‌آورند. هنگامی که قیمت پیشنهادی جدید توسط سایر معامله‌گران بیشتر از قیمت پیشنهادی دست‌کاری‌کنندگان قرار می‌گیرد، قیمت پیشنهادی فروش را افزایش می‌دهند یا حجم آن را کم می‌کنند؛ بنابراین سرمایه‌گذاران را به بالا بردن پیشنهادشان تحریک

1- Parking and warehousing

2- Price manipulation

3- Capping

4- Pegging

5- Bear raid

6- Short selling

7- Highest bidder or transaction at progressively higher prices

می‌کنند. در این وضعیت افزایش تدریجی قیمت سهام اتفاق می‌افتد.

• تشکیل ائتلاف: این ائتلاف‌ها به وسیله توافق‌نامه (اغلب نوشته شده) در میان معامله‌گران تشکیل می‌شود. معامله‌گران یک رهبر را انتخاب می‌کنند و با مدیریت رهبر در یک دوره زمانی خاص روی سهام مزبور را معامله می‌کنند. معاملات آن‌ها باعث افزایش قیمت و حجم معاملات سهام می‌شود، این موضوع تصور غلط از بهبود وضعیت شرکت سهامی را نزد سایر معامله‌گران به وجود می‌آورد. سپس سایر معامله‌گران نیز اقدام به خرید سهام مزبور می‌نمایند؛ در این هنگام دست‌کاری‌کنندگان ائتلافی اقدام به فروش سهام خود می‌نمایند. دست‌کاری‌کنندگان ائتلافی براساس توافق‌نامه سود یا زیان به دست آمده خود را بین خود تقسیم می‌کنند.

نحوه شناسایی دست‌کاری قیمت

از آنجاکه شیوه‌های دست‌کاری قیمت بسیار متنوع و حتی نامحدود است، مقامات ناظر برای کشف و پیگیری آن در بازار با مشکلات و پیچیدگی‌های خاصی مواجه‌اند. با این حال، این مقامات از گستره وسیعی از ابزارهای بازدارنده دست‌کاری قیمت برای حفظ سلامت و واقعی بودن قیمت بازار بهره می‌گیرند. اهداف اصلی نظارت بر بازار عبارت‌اند از: ایجاد بازاری منظم و منصفانه از طریق کنترل و نظارت بر معاملات غیرعادی و سوداگری بی‌رویه، حمایت از سرمایه‌گذاران از طریق انجام اقدامات نظارتی مربوطه و به موقع، و مرور به موقع سیاست‌ها و رویه‌های نظارتی از طریق بازخوردهای دریافتی مقایسه با مقررات نظارتی سایر بورس‌های پیشرو در جهان.

در اکثر کشورها دست‌کاری قیمت براساس قوانین بازدارنده فعالیت‌های متقلبانه پیگیری می‌شود. بدین منظور ناظران و مأموران تحقیق، ملزم به شناخت شیوه‌های متنوع دست‌کاری در بازار و همچنین نیازمند نظام‌های مناسبی برای بررسی و کشف اعمال متقلبانه در آن هستند. اولین گام برای کشف دست‌کاری قیمت، بررسی روند قیمت‌ها و حجم معاملات است. مأمور تحقیق با مشاهده قیمت یا حجم دادوستدی خارج از معیارهای متعارف که خود براساس ضوابط مشخصی تعیین می‌گردند به وجود دست‌کاری در بازار مظنون می‌شود. گام بعدی بررسی روند معاملات سهام دست‌کاری‌شده در گذشته و مرور اخبار و اطلاعیه‌های مرتبط با شرکت موردنظر است. مأمور تحقیق در موارد مقتضی وضعیت اشخاصی را که به دادوستدهای مشکوک می‌پردازند، نیز بررسی می‌کند و در این راه کارگزاران و واسطه‌های بازار را به همکاری با خود فرا می‌خواند. گسترش واحدهای نظارتی و وضع قوانین و مقرراتی علیه دست‌کاری در بازار علاوه‌بر آنکه به شناسایی موارد دست‌کاری و عاملان آن در بازار یاری می‌رساند، هزینه تقلب و دست‌کاری را برای دست‌کاری‌کنندگان بالقوه بالا می‌برد و بدین ترتیب خود به منزله عاملی بازدارنده مطرح می‌شود.

با گسترش بورس‌ها و آگاهی سرمایه‌گذاران از شرایط مناسب برای سرمایه‌گذاری در آن، تعداد معاملات در بورس‌ها بسیار بالا رفت. به این ترتیب که امکان بررسی و چک نمودن تک‌تک

معاملات توسط مأموران تحقیق امکان‌پذیر نیست؛ در نتیجه برای این منظور از نرم‌افزارهای نظارتی استفاده می‌شود. در اکثر بورس‌های دنیا از برنامه‌های نرم‌افزاری خاصی برای آگاه نمودن ناظران از معاملات نامتعارف استفاده می‌شود. در بورس‌های نیویورک، لندن و چند بورس معتبر دیگر، از نرم‌افزار نظارتی بسیار پیشرفته و هوشمندی به نام SMART SONAR استفاده می‌شود. این نرم‌افزار علاوه بر جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌های بازار و اطلاعات و اخبار شرکت، امکان جمع‌آوری اطلاعات متنی در تالارهای گفتگو یا سایت‌های خبری را نیز دارد. این امکان به SMART SONAR کمک می‌کند که روند معاملات آتی سهام شرکت‌ها را پیش‌بینی کرده و در صورت مغایرت یا معاملات غیرمنتظره، آن‌ها را گزارش دهد. به عنوان مثال اگر تمام اخبار درباره سهام شرکتی مثبت باشند اما معاملات سهام شرکت با رشد منفی همراه باشد، SMART SONAR این مورد را گزارش کرده و مأمور تحقیق باید آن را بررسی کند.

بررسی مقررات منع دست‌کاری قیمت در بورس‌های معتبر دنیا

دست‌کاری قیمت به منزله یکی از واقعیت‌های بازار مالی و مصادیق سوءاستفاده از بازار از دغدغه‌های اساسی در بازارهای مالی نیز محسوب می‌شود و یکی از موضوعات مهمی است که هم برای مقررات معاملات و هم کارایی بازار از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. مقامات ناظر هرگونه دست‌کاری بازار را به دلیل تحریف قیمت‌ها، اختلال در فرآیند کشف قیمت و احتمال وارد آوردن زیان‌های سنگین بر گروه کثیری از سرمایه‌گذاران ممنوع اعلام کرده‌اند. به‌طور خاص، بسیاری از بازارهای آسیایی از اوراق بهاداری برخوردارند که دارای حجم معاملات اندکی بوده و در نتیجه بیشتر از دست‌کاری بازار آسیب می‌پذیرند. در بازارهای مالی مدرن، دست‌کاری اغلب به‌طور پنهان صورت می‌گیرد که به راحتی قابل ردیابی و انجام پیگردهای قانونی نیست. اگرچه به نظر می‌رسد فعالیت‌های دستکارانه در بورس‌های بزرگ تا حد قابل توجهی کاهش یافته است، ولی هنوز یکی از مسائل جدی در بازارهای فرابورس در ایالات متحده و نیز بازارهای مالی نوظهور به شمار می‌رود. به‌خصوص در بسیاری از بازارهای نوظهور که از مقررات اجرایی و حقوقی ضعیفی برخوردارند، دست‌کاری بازار همچنان شایع و متداول است. با این حال، در ایالات متحده که بازارها از مقررات جامع‌تری برخوردار هستند، در دهه گذشته بیش از ۱۰۰ مورد دست‌کاری قیمت به ثبت رسیده است. اگرچه نظریه‌های متعددی درباره دست‌کاری بازار سهام ارائه شده است، شواهد تجربی چندانی در این زمینه موجود نیست. علاوه بر این، اغلب شواهد تجربی موجود نیز بر کشورهای توسعه‌یافته نظیر ایالات متحده متمرکز شده‌اند و تحقیقات چندانی در رابطه با بازارهای نوظهور انجام نشده است. الزامات افشای اطلاعاتی و مقررات اوراق بهادار در کشورهای مختلف بسیار متفاوت است. الزامات افشا در ایالات متحده با سایر کشورهای توسعه‌یافته از وابستگی بالایی برخوردار بوده، در حالی که این الزامات و مقررات اوراق بهادار در بازارهای نوظهور چندان سخت‌گیرانه نیست.

مقامات ناظر بورس‌ها برای جلوگیری از انتشار شایعات غلط و گمراه‌کننده، که بنا به مطالعات

و بررسی‌های صورت گرفته اثر منفی بر وضعیت بازار می‌گذارد، اقدام به تدوین مقررات نموده‌اند. اگرچه شایعه‌پراکنی^۱ در اغلب بازارهای مالی به دلیل استفاده از ابزارهای مختلف از مشکلات چندان شایعی به نظر نمی‌رسد، اما از آنجاکه اعتبار اطلاعات منتشره درباره شرکت‌های بورسی در بازار برای تأمین اعتماد به بازار بسیار حائز اهمیت است. بنابراین مقام‌های ناظر بورس‌ها در این خصوص از شدت عمل بالایی برخوردار بوده و اقدام به تدوین قواعد و مقررات صریح و سخت‌گیرانه‌ای در این زمینه نموده‌اند.

با مطالعه مقررات و قوانین ضد دست‌کاری در بورس‌ها مشاهده می‌شود، دست‌کاری قیمت در همه آن‌ها با توجه به شیوه‌های انجام دست‌کاری تعریف شده و ممنوع است. به عبارتی دیگر هرگونه دادوستد، رفتار (دروغ، نیرنگ، پخش شایعه، توسل به اعمال خلاف قانون، تشویق به انجام عمل خلاف قانون)، اقدام فریبنده، انتشار اطلاعات غیرواقعی و اغراق‌آمیز، پنهان کردن اطلاعات مهم، سوءاستفاده از اطلاعات خاص، اعلام تعهد یا پیش‌بینی فریبنده و نادرست و استفاده از هر نوع ابزار و روشی که بر بازار و افزایش، کاهش یا ثبات قیمت اوراق بهادار مؤثر باشد، طبق قوانین و مقررات ممنوع است و متخلف مجرم شناخته می‌شود. در برخی از بورس‌ها چنانچه شخص هر یک از اعمال فوق را انجام دهد یا باعث انجام اعمال مزبور شود، مجرم شناخته و مجازات می‌شود.

تعریف دست‌کاری قیمت در بورس‌های مختلف با یکدیگر متفاوت است. در بورس لندن ملیت انگلیسی در تعریف دست‌کاری آمده است که در هیچ‌یک از بورس‌های دیگر این شرط ذکر نشده است. در برخی از بورس‌ها مانند لندن، عمدی بودن اعمال ملاک تشخیص جرم است؛ درحالی‌که در بورس‌های دیگر چنانچه شخص به عمد یا غیرعمد مرتکب اعمال فوق شود، مجرم شناخته می‌شود. در بورس‌های نیویورک، لندن، فرانکفورت و ترکیه قید داشتن قصد (ضابطه ذهنی^۲) برای تشخیص دستکاری قیمت در نظر گرفته می‌شود. از قید داشتن قصد از جهات مختلف انتقاد شده است. تعیین قصد دستکاری دشوار است و تعقیب نادرست، سبب دل‌سردی سرمایه‌گذارانی می‌شود که به‌طور صحیح فعالیت می‌کنند. علاوه بر قید داشتن قصد دست‌کاری قیمت، قید انجام دست‌کاری قیمت نیز می‌تواند معاملات نامطلوب و دست‌کاری قیمت را، بدون نیاز بهک بررسی پرهزینه و اغلب ناامیدکننده درباره انگیزه معامله‌کنندگان سهام، ممنوع سازد. از طرف دیگر نیز اقداماتی که باعث دستکاری قیمت می‌شوند، ممکن است بر اثر ناآگاهی، عدم مهارت، اشتباه و به‌طور کلی بدون قصد دستکاری انجام شود؛ ولی همان آثار مخرب را بر بازار و سرمایه‌گذاران داشته باشد. بنابراین، به نظر می‌رسد قید داشتن قصد نمی‌تواند معیار مناسبی برای تشخیص دست‌کاری قیمت باشد. در حقوق ایران مقنن در بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار مقرر می‌دارد: «هر شخصی که اقدامات وی نوعاً باعث ایجاد ظاهر گمراه‌کننده از فرآیند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت‌های کاذب یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار

1- Rumor mongering

2- Subjective

شود» به مجازات مقرر محکوم می‌شود. همانگونه که مشاهده می‌شود مقنن در تعریف دست‌کاری قیمت، ملاک را بر اقدام قرار داده و نه داشتن قصد دست‌کاری قیمت؛ از آنجا که بررسی و کشف قصد دست‌کاری بسیار پرهزینه و دشوار است و همچنین ممکن است دست‌کاری قیمت به صورت اشتباه انجام شده باشد و آثار سوء بر بورس و معاملات بگذارد و نیز راه فرار و توجیه برای دستکاری کنندگان ایجاد کند. براساس این قید اقدام به دست‌کاری قیمت نه تنها محدودیت‌های قید دیگر را ندارد بلکه به همان کارآیی قید قصد دست‌کاری قیمت است. فرایند کشف دست‌کاری قیمت به این صورت است که نرم‌افزارهای نظارتی براساس الگوهای دست‌کاری قیمت از پیش مشخص شده، معاملات مشکوک به دست‌کاری را به مأمورین نظارتی گزارش می‌کنند، سپس آن مأموران به بررسی مورد مشکوک می‌پردازند. در این فرایند فقط می‌توان عمل دست‌کاری و اطلاعات مربوط به نوع معامله و طرفین معامله و سابقه آن‌ها را مشاهده کرد که تمام این مدارک نمی‌تواند قصد معامله‌گر را به طور کامل نمایان سازد؛ بنابراین در بورس‌هایی که قید داشتن قصد انجام دست‌کاری ملاک است جمع‌آوری مدارک و مستندات بسیار دشوارتر و پیچیده‌تر می‌شود. در نتیجه این تفاوت در تعریف دست‌کاری که بورس تهران و برخی از بورس‌های دیگر با بورس‌های نیویورک، لندن، فرانکفورت و ترکیه دارند، ضعف و خلأ قانونی محسوب نمی‌شود.

وضع قوانین منع دست‌کاری قیمت با مشاهده دستکاری‌های رخ داده انجام می‌شود. تجربه کشورها حاکی از به کارگیری روش‌های مختلفی در دست‌کاری قیمت است؛ که با وضع قوانین سعی در کنترل و جلوگیری از آن دارند. گرچه روش‌های دست‌کاری قیمت نامحدود است اما همه دستکاری‌ها با استفاده از اصول و شاخصه‌هایی انجام می‌شود که برخی از آن‌ها عبارت‌اند از:

- انجام دادوستد بدون تغییر در اصل مالکیت،
- وارد کردن دستور فروش با آگاهی از وجود دستور خرید متقابل توسط همان شخص یا شخص دیگر،
- وارد کردن دستور خرید با آگاهی از وجود دستور فروش متقابل توسط همان شخص یا شخص دیگر،
- انجام معاملات صوری،
- انتشار اطلاعات غیرواقعی و فریبنده در مورد نقل و انتقال اوراق پذیرفته شده،
- خرید و فروش به قصد حفظ ارزش اوراق بهادار شرکت و برخلاف اصول،
- خرید و فروش به قصد انتقال حق تقدم‌ها،
- امضای قرارداد یا انجام عملی به قصد فریب دیگران،
- انتقال محرمانه ابزارهای مالی به قصد دریافت مجدد آن به قیمت کمتر، و
- معاملات پیاپی با هدف ترغیب دیگران.

در حقوق ایران اگرچه اصطلاح دستکاری در متون قانونی به کار نرفته است، اما عنوان مجرمانه مندرج در بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار، همان دستکاری قیمت است. در واقع مقنن به جای

استفاده از اصطلاح دستکاری قیمت، این مفهوم و برخی شیوه‌های آن را توضیح داده است. ماده هفت دستورالعمل انضباطی کارگزاران شامل ۳۷ بند است که در آن مقنن بسیاری از اقدامات احتمالی دستکاری کنندگان که با انجام آن‌ها اقدام به دست کاری قیمت می‌کنند را ممنوع کرده است. در این ماده همه حالات دست کاری قیمت که پایه و اصل در دست کاری قیمت محسوب می‌شوند ممنوع شده است. بنابراین این ماده را می‌توان مهم‌ترین ماده قانونی منع دست کاری قیمت در بورس اوراق بهادار دانست که شامل تعداد قابل ملاحظه و طیف وسیعی از روش‌های دست کاری قیمت می‌شود. به عنوان مثال در بند هشت این ماده، معاملاتی که باعث تغییر مالکیت نمی‌شود ممنوع اعلام شده‌اند؛ زیرا با معاملات دو طرفه و ساختگی می‌توان سایر سهام‌داران را گمراه کرد و رونق ظاهری در معاملات سهام مزبور به وجود آورد. بنابراین ماده مذکور نقش اساسی در منع مصادیق و ابزارهای دست کاری قیمت در قالب فعالیت‌های مرتبط با دادوستد و فعالیت‌های مرتبط با انتشار اطلاعات و اشاعه شایعات دارد؛ همچنین کارگزاران را از انجام معاملات مشکوک به دست کاری قیمت منع می‌کند.

با وجود اختلاف در تعریف دست کاری قیمت در بورس‌های مختلف، ممنوعیت دست کاری قیمت و تحت پیگرد قرار گرفتن دستکاری کنندگان در تمام بورس‌های دنیا مشترک است. با توجه به مباحث بالا می‌توان دست کاری قیمت را به این صورت تعریف کرد: «هر اقدام نامتعارفی که فرایند طبیعی قیمت‌گذاری اوراق بهادار، سازو کار طبیعی بازار و به‌طور کلی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد». به‌طور کلی می‌توان گفت با وجود تفاوت قوانین دست کاری قیمت در کشورهای مختلف، می‌بینیم که دست کاری قیمت به‌خوبی توسط قوانین در این بورس‌ها محدود شده است.

نتیجه‌گیری

دستکاری قیمت باعث ایجاد ظاهری گمراه‌کننده و غیرواقعی از بازار اوراق بهادار و در نتیجه بی‌اعتمادی عموم مردم به این بازار می‌شود. این بی‌اعتمادی و به دنبال آن کاهش سرمایه‌گذاری در این بازارها از بُعد کلان اقتصادی روی اقتصاد کشور تأثیر می‌گذارد. دست کاری قیمت عبارتست از هر اقدام نامتعارفی که فرایند طبیعی قیمت‌گذاری اوراق بهادار، سازو کار طبیعی بازار و به‌طور کلی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد. دست کاری قیمت را ممکن است همه افراد حاضر در بازار انجام دهند، اما گروه‌هایی از افراد حاضر در بازار از قبیل سهام‌داران عمده، کارگزاران، ناشران و مدیران شرکت‌های سهامی با توجه به جایگاه و موقعیتشان توانایی و امکانات بیشتری برای دست کاری قیمت دارند و احتمال ارتکاب به این تخلف برای آن‌ها بیشتر است. بی‌تردید هدف اصلی و نهایی متخلفان از دست کاری قیمت، به دست آوردن سود است، اما برای رسیدن به این مقصود ممکن است اهداف میانی خاصی را نیز دنبال کنند.

دستکاری سبب زیان طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران و کاهش اعتماد عمومی به بورس اوراق بهادار می‌شود. براساس این، نظام‌های حقوقی تمام بورس‌های دنیا دستکاری قیمت را ممنوع کرده و درصد مقابله با آن برآمده‌اند. بنابراین مقابله حقوقی با دستکاری اغلب به دلیل ضررهایی است که به

بورس اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران وارد می‌کند. در برخی از بورس‌ها قید داشتن قصد برای تشخیص دست‌کاری قیمت در نظر گرفته می‌شود. از طرفی اقداماتی که باعث دستکاری می‌شود، ممکن است بر اثر ناآگاهی، نداشتن مهارت، اشتباه و به‌طور کلی بدون قصد دستکاری انجام شود؛ ولی همان آثار مخرب را بر بازار و سرمایه‌گذاران داشته باشد. بنابراین، به نظر می‌رسد قید داشتن قصد نمی‌تواند معیار مناسبی برای تشخیص دست‌کاری قیمت باشد. بنابراین قید عمل دست‌کاری قیمت معیار مناسب‌تر و کاربردی‌تری نسبت به قید داشتن قصد است. بنابراین، هر اقدام یا رویه نامتعارفی که سبب تأثیر بر فعالیت طبیعی بازار و سازوکار عرضه و تقاضای بازار شود ممکن است دستکاری قیمت محسوب شود.

منابع

- فلاح شمس، میرفیض. (۱۳۸۴). طراحی الگوی پیش‌بینی دست‌کاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، شماره ۲۷.
- فلاح شمس، میرفیض. (۱۳۸۷). بررسی عوامل تأثیرگذار بر دست‌کاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌نامه علوم اقتصادی، شماره دوم.
- فلاح شمس، میرفیض. (۱۳۹۰). پیش‌بینی دست‌کاری قیمت در بورس اوراق بهادار. فصل‌نامه علمی پژوهشی مهندسی مالی، شماره هفتم.
- فلاح شمس، میرفیض، کردلوئی، حمیدرضا. (۱۳۹۰). آزمون مدل‌های لاجیت و شبکه عصبی مصنوعی جهت پیش‌بینی دست‌کاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره هفتم.
- فلاح شمس، میرفیض، کردلوئی، حمیدرضا. (۱۳۹۱). بررسی دست‌کاری قیمت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل ماشین بردار پشتیبان. نشریه تحقیقات مالی، دوره ۱۴، شماره ۱.
- Aggarwal, R., & Wu, G. (2002). Stock Market Manipulation - Theory and Evidence. Working Paper, University of Michigan.
- Allen, F., & Gale, D. (1992). Stock-Price Manipulation. The Review of Financial Studies, V. 5(3), pp. 503-529
- Bagnoli, M., & Lipman, B. (1996). Stock Price Manipulation through Takeover Bids. Rand Journal of Economics, V. 27, pp. 124-147.
- Diaz, D., Theodoulidis, B., & Sampaio, P. (2011). Analysis of Stock Market Manipulations Using Knowledge Discovery Techniques Applied to Intraday Trade Prices. Expert Systems with Applications (Elsevier), V.38, pp. 12757-71.
- Dissanaike, G., & Lim, K.H. (2015). Detecting and Quantifying Insider Trading and Stock Manipulation in Asian Markets. Asian Economic Papers,

V.14 , No.3 , pp. 1-20

Eren, N., & Ozsoylev, H. (2006). Hype and Dump Manipulation. Social Science Research Network

Holley, D. (1993). Market Manipulation- The Focus on Prevention. Heinonline, V. 19, pp. 925-943

Jarrow, R. A. (1992). Market Manipulation, Bubble, Corner, and Short Squeezes. Journal of Financial and Quantitative Analysis, V. 27, pp. 311-336

Jianping, M., & Wu, G. (2004). Behavior Based Manipulation. NYU Working paper

Mahoney, P. G. (1999). The Stock Pools and the Securities Exchange Act. Journal of Financial Economics, V. 51, pp. 343-69.

Markham, J. (2014). Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation. Taylor & Francis Group. 1st edition. Routledge.

Misra, V., Lagi, M., & Bar-Yam, Y. (2012). Evidence of Market Manipulation in the Financial Crisis. New England Complex Systems Institute, Cambridge, Massachusetts 02142.

Palshikar, G. K., & Manoj, M. (2008). Collusion Set Detection Using Graph Clustering. Data Min Known Disc, V. 16, pp. 135-164.

Putnins, T. J. (2011). Market Manipulation: A Survey. Journal Of Economic Surveys, April 2011.

Putnins, T. J., & Comerton-Forde, C. (2014). Stock Price Manipulation: Prevalence and Determinants. Review of Finance, V.18, pp. 23-66.

Soderstorm, R. (2011). Regulating Market Manipulation: An Approach to designing Regulatory Principles. Working paper.

Sun, X., Chen, X., et al. (2011). Distinguishing Manipulated Stocks via Trading Network Analysis. Institute of Computing Technology, Chinese Academy of Sciences, Beijing 100190.

Yan, X., Klein, L.R., & Dalko, V. (2011). Does Monopoly Exist in the Stock Market? Detection and Prevention of Trade-Based Market Manipulation. 16th World Congress International Economic Association.