

بررسی انواع روش‌های سوء استفاده از بازار و راهکارهای مقابله با آن



بورس اوراق بهادار تهران
معاونت توسعه
مدیریت تحقیق و توسعه
خرداد ماه ۱۴۰۱

بورس اوراق بهادار تهران
مدیریت تحقیق و توسعه
شناسنامه سند

عنوان: بررسی انواع روش‌های سوء استفاده از بازار و راهکارهای مقابله با آن
تهیه کننده: حمید اسکندری
تاریخ انتشار: خرداد ماه ۱۴۰۱
شماره ویراست: اول

فهرست

مقدمه	۱
۱- مفهوم سوء استفاده از بازار	۱
۲- معاملات دارندگان اطلاعات نهانی.....	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED
۳- افشای غیرقانونی.....	۴
۴- دستکاری بازار	۷
۵- نمونه‌هایی واقعی از موارد سوء استفاده از بازار	۱۷
۵-۱- بورس آمستردام هلند.....	۱۷
۵-۲- گروه بورسهای اوراق بهادار ژاپن	۲۲
۶- آمار جهانی روش‌های سوء استفاده از بازار کشفشده در بورسهای اوراق بهادار.....	۳۱
۷- مجازات مربوط به انواع روش‌های سوء استفاده از بازار	۳۳
۸- جمع‌بندی.....	۳۵
منابع	۳۶

یکی از اصلی‌ترین وظایف بازارهای مالی حمایت از سرمایه‌گذاران با بهره‌گیری از شفافیت اطلاعاتی است که منجر به جلب اعتماد عمومی به بازار می‌شود. افزایش اعتماد عمومی نیز به بهبود سلامت بازار، قدرت نقدشوندگی و کارایی آن می‌انجامد و به همین دلیل است که شفافیت اطلاعاتی در بازارهای سرمایه، اهمیت در خور ملاحظه‌ای پیدا کرده است. سرمایه‌گذاران همواره در تلاش برای دسترسی به منابع اطلاعاتی معتبر هستند تا با استفاده از آن‌ها با اطمینان بالاتری اقدام به تجزیه و تحلیل بازار کرده و سرمایه‌گذاری مناسبی انجام دهند. در مقابل همواره اشخاصی در بازارهای مالی وجود دارند که برخلاف عموم سرمایه‌گذاران حرکت می‌کنند و تلاش می‌کنند تا با بهره‌گیری از انواع روش‌های سوء استفاده از بازار و گمراه‌سازی فعالان بازارهای مالی اقدام به کسب سود کنند. در این راستا نهادهای ناظر به منظور جلوگیری از آسیبی که فعالیت این‌گونه اشخاص به بازار و سرمایه‌گذاران وارد می‌کند، اقدام به وضع قوانین سخت‌گیرانه‌ای کرده‌اند. بررسی اطلاعات منتشره در بورس‌های اوراق بهادار نشان از متخلفین با حبس‌های بلندمدت و جرایم بسیار سنگین نقدی مواجه شده‌اند. در این راستا با توجه به اهمیت این موضوع برای بورس اوراق بهادار تهران، گزارش پیش رو اقدام به بررسی انواع روش‌های سوء استفاده از بازار، تنبیهات در نظر گرفته شده برای هر یک از آن‌ها و ارائه مصادیقی از آن‌ها کرده است.



۱- مفهوم سوء استفاده از بازار

رشد و توسعه بازارهای مالی همواره همراه با تنوع روش‌هایی بوده است که با استفاده از آن‌ها برخی از فعالان منافی را برای خود کسب می‌کردند و این عایدی، حاصل زیان گروه دیگری از سرمایه‌گذاران بود. در این راستا قانون‌گذاران و بورس‌های اوراق بهادار تلاش فراوانی برای شناسایی این روش‌ها و وضع قوانین سخت‌گیرانه برای مقابله با آن‌ها کرده‌اند. چالشی که در این مسیر وجود داشته و همچنان و ادامه دارد، ارائه تعریف دقیق و جامع برای چنین روش‌هایی است. ارائه تعریف دقیق، همواره بورس‌ها را با این ریسک مواجه می‌کند که متخلفین روش‌هایی جدید را کشف کنند که در این تعریف نمی‌گنجد. به عبارت دیگر با استفاده از ضعف در تعاریف قوانین، راهکارهایی قانونی برای اقدامات خلاف‌کارانه خود کشف کنند. به همین دلیل است که بورس‌ها از ارائه تعاریفی دقیق در این حوزه پرهیز کرده و تنها به کلیات موضوع اشاره می‌کنند. برای ارائه تعریف برای انواع روش‌های غیرقانونی در معاملات، تعداد زیادی از بورس‌ها از عبارت "سوء استفاده از بازار"^۱ استفاده کرده‌اند. سوء استفاده از بازار به شرایطی اطلاق می‌شود که در آن سرمایه‌گذاران به ناحق با زبانی مواجه می‌شوند که به صورت مستقیم یا غیر مستقیم ناشی از اقدامات دیگر فعالان بازار به شرح زیر است:

- انجام معاملات با استفاده از اطلاعات خارج از دسترس عموم (معاملات دارندگان اطلاعات نهانی)^۲؛
- منحرف کردن سازوکار کشف قیمت در بازار از مسیر عادی (دستکاری بازار)^۳؛
- انتشار اخبار کذب یا گمراه‌کننده در بازار (افشای غیرقانونی)^۴.

این طبقه‌بندی برای انواع روش‌های سوء استفاده از بازار در کل اتحادیه اروپا مورد استفاده قرار می‌گیرد. بورس‌های دیگر نیز طبقه‌بندی‌های مشابهی دارند و برخی فقط دو طبقه و برخی دیگر قوانین این حوزه را در طبقات بیشتری ارائه کرده‌اند ولی به صورت کلی می‌توان گفت بین بورس‌ها در ارتباط با روش‌های سوء استفاده اجماع وجود دارد و شدت برخورد آن‌ها با یکدیگر متفاوت است. بورس‌های اوراق بهادار به منظور نظارت بر بازار، بررسی و جمع‌آوری دقیق مستندات لازم و انجام پیگیری‌های قانونی، واحد نظارت را به چند زیرمجموعه تقسیم می‌کنند. به صورت معمول واحد نظارت دارای سه زیرمجموعه با عنوان‌های نظارت بازار نقد^۵، نظارت بازار مشتقه^۶، همکاری و بازرسی^۷ هستند. واحد همکاری و بازرسی وظیفه جمع‌آوری مستندات، هماهنگی با مقامات قضایی و پیگیری امور را بر عهده دارد. در ادامه گزارش جزئیات مربوط به هریک از روش‌های یاد شده شرح داده شده است.

^۱ Market Abuse

^۲ Insider Dealing

^۳ Market Manipulation

^۴ Unlawful Disclosure

^۵ Securities Surveillance

^۶ Derivatives Surveillance

^۷ Investigation and Coordination



۲- معاملات دارندگان اطلاعات نهانی

معاملات دارندگان اطلاعات نهانی شامل معامله سهام یک شرکت سهامی عام توسط شخصی است که به هر دلیلی اطلاعات بااهمیت و اعلام نشده‌ای در مورد سهام آن شرکت دارد. اطلاعات بااهمیت و غیرعمومی به هر اطلاعاتی گفته می‌شود که می‌تواند بر تصمیم سرمایه‌گذار برای خرید یا فروش اوراق بهادار که در دسترس عموم قرار نگرفته‌است، تأثیر بگذارد.

سه دسته رایج معاملات دارندگان اطلاعات نهانی به شرح زیر است:

- پیش‌دستی^۱: در این روش، شخص با استفاده از اطلاعات غیرعمومی^۲ در ارتباط با وجود معامله‌ای بزرگ که قیمت سهم را تحت تأثیر قرار خواهد داد، اقدام به خرید اوراق بهادار می‌کند. یکی از موارد پرکاربرد این نوع از دستکاری مربوط به کارگزاران است. در این حالت کارگزار سفارش خرید بزرگی از یک مشتری دریافت می‌کند و پیش از آن که سفارش وی را ارسال کند، اقدام به خرید سهم برای خود می‌کند. از آنجایی که اطلاعاتی که در دسترس کارگزار است، در اختیار عموم قرار ندارد و وی با استفاده از نوعی از اطلاعات نهانی اقدام به خرید این سهم کرده، این نوع از معاملات غیرمجاز است. از دیگر موارد این نوع دستکاری می‌توان به دسترسی شخص به اخبار مؤثر بر قیمت سهم اشاره کرد. به عنوان مثال یک تحلیل‌گر یک گزارش مثبت (با توصیه اکید به خرید سهم) در مورد شرکت تسلا تهیه می‌کند. این گزارش به زودی به مشتریان تحویل داده می‌شود و تحلیل‌گر مطلع است که با احتمال بسیار بالا این گزارش منجر به خرید سنگین سهم تسلا و در نتیجه رشد قیمت این سهم می‌شود. بنابراین وی قبل از این که اقدام به تحویل گزارش کند، سهام را برای خود خریداری می‌کند تا از رشد قیمتی سهم منتفع شود.
- تقلید^۳: در این نوع از معاملات، معامله‌گر به تقلید از شخصی که دارای اطلاعات نهانی است، اقدام به انجام معامله می‌کند. به عنوان نمونه هنگامی که کارگزار سفارش خرید اوراق بهادار یک مشتری که دارای اطلاعات نهان است را دریافت می‌کند، فوراً پس از اجرای سفارش وی، اقدام به خرید یا فروش همان اوراق بهادار برای خود به تبعیت از مشتری می‌کند.
- انتشار اطلاعات اشتباه و خرید ارزان سهم^۴: در این روش، دارندگان اطلاعات نهانی به منظور کاهش قیمت سهم اقدام به انتشار اطلاعات اشتباه و شایعه در سهم می‌کنند. در صورتی که ایشان به هدف خود برسند و در نتیجه این اقدامات قیمت سهم دچار افت شود، ایشان موفق به خرید سهام ارز شمند با قیمت ارزان می‌شوند. برای انجام این روش معمولاً از انتشار اطلاعات در بستر اینترنت استفاده می‌شود.

^۱ Front-Running

^۲ Non-Public Information

^۳ Tailgating

^۴ Spreading False Information to Purchase at Bargain Prices



به منظور آشنایی با سایر موارد امکان‌پذیر معاملات دارندگان اطلاعات نهانی در ادامه چند مثال واقعی ارائه شده است.

مثال ۱: در سال ۲۰۱۴ گروهی با نام FIN4 group اقدام به انجام معاملات دارندگان اطلاعات نهانی در بیش از شرکت کردند که بیشتر آن‌ها در بخش سلامت و داروسازی فعالیت داشتند. این پرونده یکی از بزرگترین پرونده‌های سوء استفاده از بازار در ایالات متحده است و هنوز اطلاعات دقیقی از جزئیات آن منتشر نشده است. آنچه بیان شده این است که این گروه با استفاده از زبان برنامه‌نویسی ویزوال بیسیک، کد ساده‌ای را نوشته بودند و با استفاده از آن به ایمیل (Outlook) مدیران ارشد صنایع یادشده دسترسی پیدا کرده بودند. بنابراین تمام اطلاعات محرمانه شرکت‌ها در اختیار این گروه قرار داشت و با استفاده از این اطلاعات معاملات سودده زیادی انجام شد.

مثال ۲: بین سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ میلادی، دو اکراینی به نام‌های ایوان تروچینو^۱ و الکساندر ایرمنکو^۲ اقدام به نفوذ به شبکه دو ارائه‌دهنده خدمات اطلاعات مالی^۳ کردند و بیش از هزار اطلاعات افشانشده مربوط به شرکت‌ها را دزدیدند و با استفاده از این اطلاعات معاملات زیادی انجام دادند. ایشان همچنین سروری اختصاصی و محرمانه را راه‌اندازی کردند که در آن معامله‌گران بازار می‌توانستند اطلاعاتی منتشرنشده آتی شرکت‌ها را خریداری کنند. معامله‌گرانی که اقدام به خرید این اطلاعات نهانی کرده بودند کردند در بیش از ۳۰ کشور (از جمله روسیه، ایالات متحده آمریکا، فرانسه، قبرس) مقیم بودند. این دو نفر با استفاده از این راهکارها در مجموع بیش از ۱۰۰ میلیون دلار سود کسب کردند.

مثال ۳: بین مارس و سپتامبر سال ۲۰۱۵ میلادی، سه هکر چینی اقدام به نفوذ به شبکه کامپیوترهای دو دفتر وکالت^۴ بزرگ در نیویورک کردند. هکرها اطلاعات نهانی مربوط به ادغام شرکت‌های مشتری‌های ایشان را دزدیدند و با استفاده از آن‌ها در بازارهای مالی اقدام به معامله کردند. آن‌ها با استفاده از این اطلاعات توانستند حدود ۳ میلیون دلار سود کسب کنند. ایشان به منظور نفوذ به شبکه دفترهای وکالت، ابتدا با نام کاربردی و رمز ورود تکنسین آی‌تی را به دست آورده و پس از ورود به شبکه، بدافزاری را نصب کردند که با استفاده از آن به تمام اطلاعات دسترسی پیدا کرده بودند.

مثال ۴: در سال ۲۰۱۷ شرکت سیسکو^۵ یک بدافزار را شناسایی کرد که ایمیلی با هویت، رنگ و سایر مشخصات کمیسیون اوراق بهادار آمریکا (SEC) تولید و برای ناشران ارسال می‌کرد. در این ایمیل از ناشران خواسته می‌شد که فایل پیوست را باز کرده و اطلاعات مورد نیاز را در فرم تکمیل کرده و برای کمیسیون ارسال کنند. این فایل دارای یک بدافزار بود که به آن ضمیمه شده بود. در صورتی که ناشر اقدام به بازکردن فایل یادشده می‌کرد، شبکه وی هک می‌شد و هکرها به اطلاعات درون شبکه دسترسی پیدا می‌کردند. جزئیات بسیار پیشرفته مورد استفاده در این روش هنوز توسط مقامات افشا نشده است.

^۱ Ivan Turchynov

^۲ Oleksandr Ieremenko

^۳ Financial Information Providers

^۴ Law Firms

^۵ Cisco



۳- افشای غیرقانونی

افشای غیرقانونی از یک سو شامل افشای اطلاعات محرمانه شرکت توسط مدیر یا سایر اشخاص ذی ربط به اشخاص غیرمجاز است. از سوی دیگر شامل افشای اطلاعات گزینش شده و جهت‌دار توسط مدیران یا مسولان شرکت است. البته افشای غیر قانونی محدود به این تعاریف نشده و سه دسته رایج از روش‌های افشای غیرقانونی شامل موارد زیر است:

- پنهان سازی مالکیت^۱: به معامله یا مجموعه‌ای از معاملات گفته می شود که به منظور پنهان سازی مالکیت واقعی اوراق بهادار انجام می شود. این روش با تبانی یک یا چند گروه انجام می شود و مالکیت اوراق بهادار به نام آن‌ها ثبت می‌شود. استفاده از این روش منجر به گمراه‌شدن فعالان بازار در ارتباط با مالکیت واقعی شرکت می‌شود.
- تبلیغ کردن^۲: به روشی گفته می‌شود که در آن شخص به صورت مستقیم یا غیرمستقیم پول دریافت می‌کند تا خرید اوراق بهادار خاصی را توصیه کند، بدون اینکه اشاره به دریافت پاداش برای این کار خود کند. هدف از این تبلیغات معمولاً رشد قیمت شرکت است و ممکن است در مواقعی همچون زمان نزدیک شدن به مجمع، برای نشان دادن ارزشمندی سهم یا عملکرد مناسب شرکت در بازار، این روش مورد استفاده قرار گیرد.
- تخریب سایبری^۳: در این روش شخص اقدام به تولید محتوی بدخواهانه (ارسال پیام با نیت تخریب در گروه‌ها، فروم‌ها و امثال آن) در ارتباط با شرکت در فضای مجازی می‌کند. در این راستا ممکن است اقدام به ساخت شایعه، اخبار غلط یا اطلاعاتی ساختگی برای شرکت کند. هدف وی از این کار می‌تواند تخریب وجهه شرکت یا کاهش قیمت (دستکاری) باشد.

سه مثال واقعی بعدی به منظور آشنایی بیشتر با روش‌های مورد استفاده در این حوزه ارائه شده است.

مثال ۱: در تاریخ ۱۱ سپتامبر سال ۲۰۱۳ میلادی، خبر نادرستی در ارتباط با خرید شرکت سوئدی فینگر پرینت کارت^۴ توسط شرکت سامسونگ به مبلغ ۶۵۰ میلیون دلار در رسانه‌ها منتشر شد. با وجود اینکه این خبر نادرست بود ولی در تارنمای رسمی شرکت فینگر پرینت نیز منتشر شد. قیمت سهم در کمتر از ۱۰ دقیقه حدود ۵۰ درصد رشد کرد و پس از آن معاملات سهم تعلیق شود. گزارش مربوط به این پرونده به نهاد ناظر و پلیس سوئد ارسال شد. در اثر این انتشار غلط، ارزش بازار شرکت به صورت موقت حدود ۲۰۰ میلیون دلار رشد کرد. بررسی این پرونده نشان داد که طی مجموعه‌ای از اقدامات حرفه‌ای، شخصی با مدیران شرکت تماس برقرار کرده و توانسته خود را جای مدیرعامل شرکت معرفی کند و دستور افشا این اطلاعات را به ایشان بدهد.

^۱ Concealing Ownership

^۲ Touting

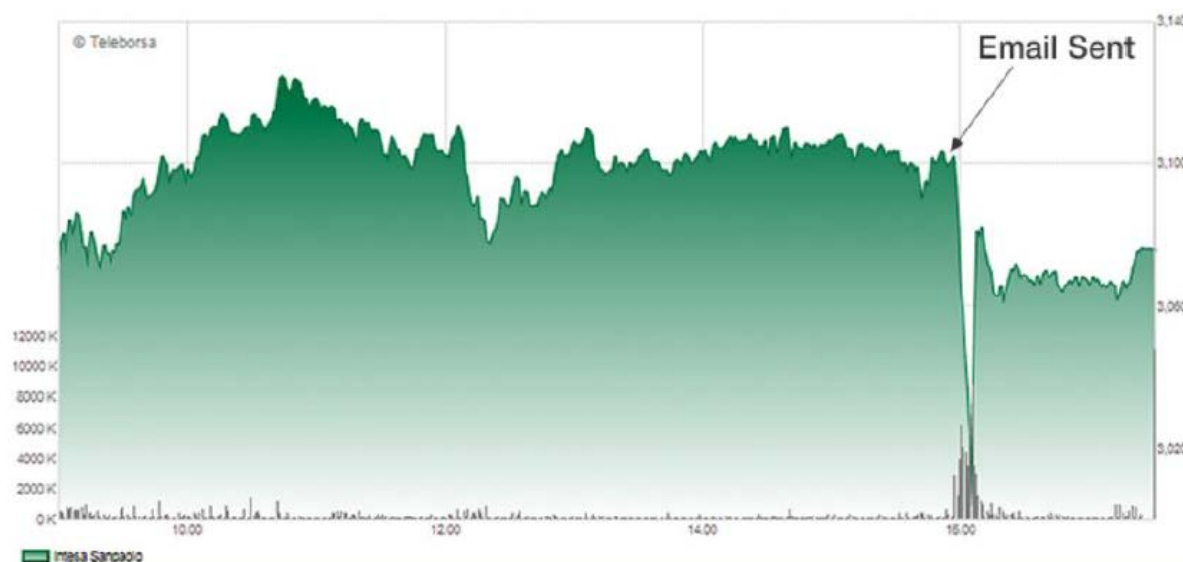
^۳ Cybersmear

^۴ Fingerprint Cards Company



مثال ۲: در سوم مارس سال ۲۰۱۵ میلادی، خبری کذب در ارتباط با شراکت بین دو شرکت^۱ در کانادا در رسانه‌ها منتشر شد. سهام شرکت به سرعت ۲۴ درصد رشد کرد و پس از آن این سهم تعلیق شد. پس از آن، نهاد ناظر کانادا اعلام کرد معاملات منجر به رشد قیمت اخیر همگی لغو شده و قیمت سهم به حالت قبل بازگشته است.

مثال ۳: بانک ایتالیایی اینتسا^۲ که یکی از بزرگترین بانک‌های ایتالیا است، در سال ۲۰۱۵ قربانی انتشار اخبار دروغین شد. این خبر باعث کاهش ۲ میلیارد یورویی ارزش بازار این بانک و عزل مدیرعامل آن شد. قیمت سهم بانک در حدود ۸ دقیقه حدود ۴ درصد افت کرد. به منظور انتشار رسمی خبر دروغین، متخلفین سه ماه قبل، تارنمایی جعلی را راه‌اندازی کردند که شباهت بسیار زیادی به تارنمای بانک داشت. متخلفین با استفاده از اطلاعات این تارنما و ارسال یک ایمیل با امضای مدیر روابط سرمایه‌گذاران به مطبوعات اقدام به انتشار خبر جعلی کردند. یعنی با جعل هویت ناشر اقدام به تخریب سهم کردند. شکل زیر تغییر قیمت سهم پیش و پس از انتشار ایمیل را نشان می‌دهد.



مثال ۴: از سپتامبر ۲۰۱۴ تا اگوست ۲۰۱۶ جوزف ویلنر^۳ اقدام به هک بیش از ۱۱۰ کد معاملاتی کرد و با استفاده از آن‌ها در چندین سهم دستکاری کرد. سود حاصل از این دستکاری‌ها به حساب معاملاتی خود ویلنر واریز می‌شد. وی روش‌های متعددی را برای دستکاری قیمت مورد استفاده قرار داد که در ادامه دو مورد از آن‌ها شرح داده شده است. مورد اول مربوط به تاریخ ۱۰ آوریل سال ۲۰۱۵ میلادی است. وی در لحظات پایانی بازار که قیمت آخرین معامله سهم FCCO^۴ برابر ۱۱/۶۴ دلار بود، اقدام به فروش استقراضی تعداد ۵۳۷ سهم به قیمت ۱۴/۸۸ دلار کرد. به صورت هم‌زمان حساب یک معامله‌گر را هک کرد و سفارش خرید تعداد ۵۳۷ سهم به قیمت ۱۴/۸۸ را ثبت کرد که منجر به انطباق

^۱ Pharmaceutical Company Immunovaccine And Gilead Sciences

^۲ Banca Intesa

^۳ Joseph P. Willner

^۴ First Community Corporation (FCCO)



این دو سفارش با یکدیگر و انجام معامله شد. چند لحظه بعد، ویلنر یک سفارش خرید به قیمت ۹/۴۰ دلار و به تعداد ۵۳۷ سهم را ارسال کرد که قیمتی بسیار پایین تر از قیمت آخرین معامله بود. سپس با استفاده از کد معاملاتی هک‌شده، یک سفارش فروش با همان مبلغ و تعداد را وارد کرد. در نتیجه این فرآیند وی توانست ۲۹۴۲ دلار سود از محل زیان قربانی حاصل کند. مورد دوم در می سال ۲۰۱۶ میلادی انجام شد. در این مورد ویلنر با استفاده از کد معاملاتی هک‌شده اقدام به خرید تعداد زیادی از سهم^۱ LAWS کرد به طوری که منجر به افزایش فوری قیمت این سهم شد. سپس وی اقدام به فروش استقراضی سهم با قیمتی کرد به صورت مصنوعی بالا رفته بود. سپس با استفاده از همان کد معاملاتی هک‌شده اقدام به فروش حجم بسیار بالایی از همان سهم کرد و منجر به ریزش فوری قیمت سهم شد. سپس سهام را در قیمت پایین خریداری کرد و محل فروش استقراضی سود بالایی کسب کرد. وی در این سال‌ها حدود ۷۰۰ هزار دلار سود کسب کرد.

¹ Lawson Products, Inc.

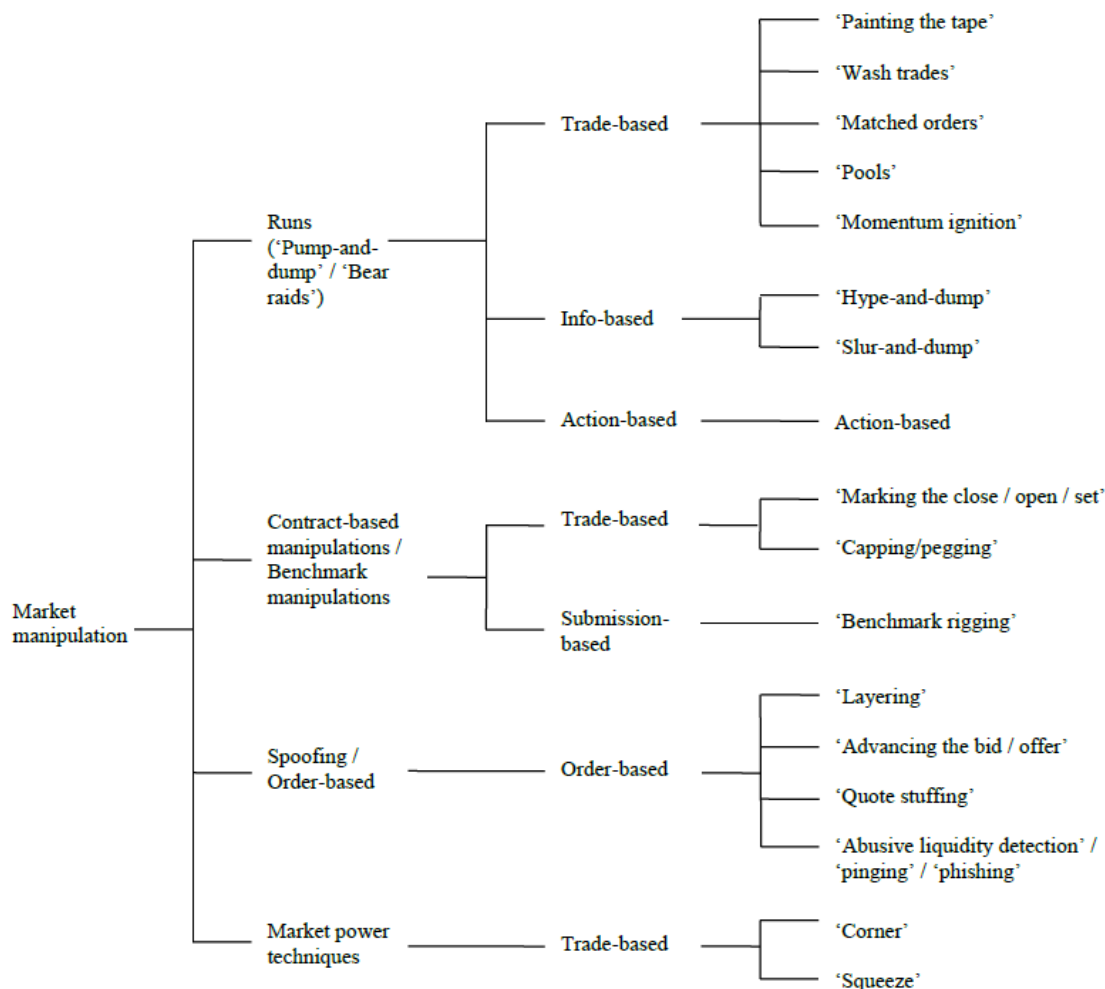


۴- دستکاری بازار

تعریف و بیان مفهوم دستکاری بازار، برخلاف تبیین روش‌ها، اهداف و طرف‌های درگیر آن، امری دشوار است. از سوی دیگر در صورت ارائه تعریف دقیق ممکن است دستکاری‌کنندگان راهی قانونی پیدا کنند که در عمل دستکاری بازار است اما شامل تعریف دستکاری نمی‌شود. به همین دلیل است از تعریف کلی و غیر صریح برای آن استفاده می‌شود. اغلب دستکاری را براساس روش‌ها و اهداف آن تعریف می‌کنند. دستکاری بازار به صورت "مداخله تعمدی در نیروهای آزاد عرضه و تقاضا در بورس اوراق بهادار" یا "اقدامی آگاهانه به منظور ترغیب دیگران به اخذ موقعیت معاملاتی خاص موردنظر (خرید یا فروش) یا کنترل تغییر قیمت به صورت ساختگی و با استفاده از معاملات ساختگی"^۱ تعریف شده است. در تعریف کلی، دستکاری بازار کلیه فعالیت‌هایی را در بر می‌گیرد که افراد خاصی به طرق مختلف به خلق قیمت‌های ساختگی و ایجاد تصویر غیرواقعی از فعالیت بازار به منظور گمراه ساختن سایر سرمایه‌گذاران می‌پردازند.

دستکاری بازار می‌تواند با روش‌های مختلفی انجام شود. دستکاری به‌ضماً با انجام معاملات و در مواردی با ارسال سفارش‌ها صورت می‌پذیرد. دستکاری ممکن است شامل بالا بردن قیمت‌ها (باد کردن سهام)، در برخی دیگر شامل کاهش قیمت‌ها و گروهی دیگر شامل افزایش و کاهش در زمان‌های متفاوت باشد. ممکن است دستکاری در یک بازار (همانند بازار سهام) انجام شود یا شامل چندین بازار (مانند بازار سهام، بازار مشتقه یا کالا) شود، در این حالت دستکاری‌کننده با تولید زیان در یک بازار قصد انتفاع از بازار دیگر را دارد. بازه زمانی مورد استفاده برای دستکاری دارای طیف وسیعی است و می‌تواند از چند ثانیه تا چندین سال باشد. نحوه اجرای دستکاری نیز می‌تواند به صورت دستی باشد یا با استفاده از الگوریتم‌های کاملاً خودکار یا با ترکیب انسان و کامپیوتر انجام شود. همچنین دستکاری بازار ممکن است توسط یک شخص انجام شود یا با همکاری گروهی از دستکاری‌کنندگان انجام شود. طبقه‌بندی‌های زیادی برای تفکیک انواع روش‌های دستکاری انجام شده است. شکل شماره (۱) یکی از کامل‌ترین آن‌ها است که انواع رایج دستکاری بازار را به صورت جامع دسته‌بندی کرده است.

¹ Artificiality



شکل ۱: نمایی کلی از رایج‌ترین روش‌های دستکاری بازار

بر اساس این شکل، دستکاری بازار در اولین سطح قابل تقسیم به چهار گروه هجوم^۱، دستکاری مبتنی بر قرارداد یا الگو^۲، جعل^۳ و روش‌های قدرت بازار^۴ است. در این گروه‌ها دستکاری می‌تواند بر اساس سازوکار مورد استفاده به روش‌های مبتنی بر معامله^۵، مبتنی بر اطلاعات^۶، مبتنی بر اقدام^۷ و مبتنی بر ثبت^۸ و مبتنی بر سفارش^۹ تقسیم‌بندی شوند. روش‌های دستکاری الزاماً فقط با استفاده از یکی از روش‌های یاد شده انجام نمی‌شود و در بسیاری از موارد

^۱ Runs

^۲ Contract-Based or Benchmark Manipulations

^۳ Spoofing

^۴ Market Power Techniques

^۵ Trade-based

^۶ Information-based

^۷ Action-based

^۸ Submission-based

^۹ Order-based



متخلفین با استفاده از ترکیبی از این موارد یادشده اقدام به دستکاری بازار می‌کنند. در ادامه کلیات مربوط به هر یک از این روش‌ها شرح داده شده است.

۱- روش هجوم: در این روش دستکاری‌کننده اقدام به خرید سهم کرده و سهم را دچار حباب می‌کند (متورم^۱ می‌کند) یا اقدام به فروش استقراضی سهم کرده و قیمت آن را دچار ریزش^۲ می‌کند. سپس هنگامی که توجه سایر سرمایه‌گذاران را جلب کرد، اقدام به اخذ موقعیت معکوس در سهم می‌کند. گرچه استفاده از هجوم در سهام بیشتر مشاهده می‌شود، اما امکان اجرای آن در سایر اوراق بهادار نیز وجود دارد. در حالتی که دستکاری‌کننده ابتدا اقدام به خرید سهام کرده و پس از بالا بردن قیمت سهام، آن را به فروش می‌رساند با عنوان دستکاری به روش بالا ببر و بفروش^۳ معروف است. به استراتژی مقابل که ابتدا اقدام به کاهش تعمدی قیمت می‌کند و سپس سهم را خریداری می‌کند روش حمله خرس^۴ گفته می‌شود. بازه زمانی اجرای این دو نوع دستکاری از چند ثانیه تا چندین سال ممکن است متغیر باشد و برای اجرای آن ممکن است از انتشار شایعات، انجام معاملات ساختگی^۵ و همکاری چندین دستکاری‌کننده استفاده شده باشد. مشخصه اصلی دستکاری به روش هجوم، نفع مستقیم دستکاری‌کننده از بازار دستکاری‌شده و فروش سهام متورم شده به سرمایه‌گذاران یا خرید سهم در قیمت‌های ریزش کرده از سهامداران فریب خورده است. چالش اصلی در اجرای این روش دستکاری، فریب دادن سایر فعالان بازار برای خرید یا فروش سهام دستکاری‌شده است.

۲- دستکاری مبتنی بر قرارداد یا الگو: این روش با عنوان دستکاری نرخ مبنای^۶ نیز شناخته می‌شود. در این نوع از دستکاری، شخص از قرارداد یا بازاری به غیر از بازار دستکاری شده کسب سود می‌کند. به عنوان مثال دستکاری‌کننده ممکن است اقدام به اخذ موقعیتی در بازار مشتقه کند و دارایی پایه آن قرارداد در بازار نقد (سهام) را دستکاری کند و در نهایت در بازار مشتقه سود کند. یا در مثالی دیگر ممکن است دستکاری‌کننده دارای موقعیتی در ابزارهای مشتقه باشد که قیمت آن‌ها با استفاده از یک الگوی مالی (مانند شاخص) تعیین می‌شود و سپس وی با دستکاری الگو در بازار نقد از بازار مشتق کسب سود کند. یعنی می‌تواند در

¹ Inflate

² Deflate

³ Pump And Dump

⁴ Bear Raid

⁵ Wash Trades

معاملاتی ساختگی به معاملاتی گفته می‌شود که خریدار و فروشنده یک شخص است. این نوع از معاملات در بیشتر بورس‌های اوراق بهادار ممنوع است. به علت ممنوعیت این نوع از معاملات ممکن است شخص اقدام به ارسال سفارش خرید با یک کارگزاری و به صورت همزمان ارسال سفارش فروش از یک کارگزار دیگر کند. از آنجایی که امکان رصد چنین معاملاتی وجود دارد و توسط مقام ناظر به سادگی قابل ردگیری است معمولاً دستکاری‌کنندگان به صورت گروهی اقدام به انجام چنین معاملاتی می‌کنند. بدین معنا که با استفاده از چندین کد معاملاتی و در برخی اوقات چندین کارگزار، سفارش‌ها به سامانه ارسال می‌شود. در چنین حالتی که با عنوان معاملات چرخشی در بازار سرمایه ایران شناخته می‌شود سهام تنها در بین گروه جابجا می‌شود و بدون تغییر مالکیت سهم، قیمت در سمت مد نظر ایشان رشد یا افت می‌کند.

⁶ Reference Rate Manipulation



قرارداد آتی ۳۰ شرکت برتر موقعیت داشته باشد و با دستکاری این شاخص در بازار نقد در بازار مشتقه کسب سود کند. تفاوت اصلی این نوع از دستکاری با روش هجوم در این است که دستکاری کننده دیگر نیاز ندارد تا در قیمت‌های دستکاری شده اقدام به خرید یا فروش سهام کند.

۳- جعل: این روش‌ها به روش‌های مبتنی بر سفارش^۱ نیز مشهورند. به صورت کلی در این نوع از دستکاری سفارش‌هایی در سامانه ثبت می‌شوند که قصد اجرا ندارند و قبل از اجرا شدن، لغو می‌شوند. در این روش، سفارش‌ها نقش اساسی در دستکاری را بر عهده دارند. گرچه در عمل و با استفاده از این روش ممکن است تعدادی از سفارش‌ها نیز اجرا شوند. با ثبت سفارش سعی می‌شود که عرضه یا تقاضای غیرواقعی در سهم نشان داده شود و در اثر چنین سفارش‌هایی سایر فعالان را در راستای رسیدن به هدف خود، گمراه کنند. اجرای این نوع از دستکاری امکان انجام به صورت دستی را دارد اما برای افزایش سرعت و عدم اجرای سفارش‌ها، معمولاً ثبت، اصلاح و حذف سفارش‌ها توسط الگوریتم‌های کامپیوتری صورت می‌پذیرد. خودکار کردن این فرآیند این اجازه را به دستکاری کننده می‌دهد تا به صورت مکرر و در سهم‌های مختلف به صورت موازی اقدام به اجرای این عمل کند. با استفاده از این الگوریتم‌ها معمولاً سودهای اندکی کسب می‌شود ولی با تکرارهای زیاد و تجمیع سودها، مبلغ کلانی نصیب دستکاری کننده می‌شود. این نوع از دستکاری معمولاً به شکل معاملات بانوسان^۲ انجام می‌شود و موقعیت اخذ شده در همان روز بسته می‌شود. با توجه به رشد معاملات الگوریتمی در سال‌های اخیر استفاده از این روش برای دستکاری بیشتر مورد استفاده قرار گرفته است و نهادهای ناظر اقدام به طراحی و استفاده از تسهیلاتی خاص برای جلوگیری از این نوع از دستکاری کرده‌اند.

۴- روش‌های قدرت بازار: در این روش دستکاری کننده اقدام به اخذ موقعیت کنترلی در سهم کرده و میزان عرضه را تحت کنترل خود در می‌آورد.

چهار روش دستکاری یادشده بر اساس روش پیاده‌سازی به پنج زیرگروه به شرح زیر تقسیم می‌شوند:

- دستکاری مبتنی بر معامله: این نوع از دستکاری بر تغییر قیمت با استفاده از انجام معاملات استوار است.
- مبتنی بر اطلاعات: دستکاری کننده در این روش اقدام به انتشار اطلاعات کذب^۳ یا شایعه در مورد یک شرکت می‌کند و هدف وی رشد یا افت قیمت در اثر انتشار این اطلاعات است.
- مبتنی بر اقدام: در این روش با اجرای اقداماتی ارزش شرکت دچار تغییر می‌شود. به عنوان نمونه می‌توان به تعطیل کردن کارخانه توسط مدیرعامل برای کاهش قیمت سهم اشاره کرد.

^۱ Order-Based Techniques

^۲ High Frequency Trading

^۳ False Information



- مبتنی بر سفارش: شامل ثبت سفارش‌ها، انجام اصلاحات و لغو آن‌ها به عنوان بخش اصلی یک استراتژی معاملاتی است که در آن هدف از سفارش‌ها، اجرای آن‌ها نیست.
- مبتنی بر ثبت: شامل انجام ثبت‌های اشتباه یا گمراه‌کننده برای دستکاری محاسبات یک الگوی مالی است.

هر یک از روش‌های یادشده برای پیاده‌سازی، شامل طیفی از تکنیک‌های متفاوت است. به عنوان نمونه روش هجوم (روش‌های بالا ببر و بفروش و حمله خرس)، می‌تواند با استفاده از روش‌های دستکاری مبتنی بر معامله به شرح زیر انجام شود:

- رنگ کردن گنجشک^۱: در بورس‌های پیشرفته برای انجام معاملات به‌جز سامانه‌ی معاملات بورس، مجاری معاملاتی دیگری همچون سامانه‌ی معاملات داخل کارگزاری و سامانه‌ی معاملات بین کارگزاران نیز وجود دارد. آمار مربوط به مجاری معاملاتی به غیر از سامانه معاملات بورس، معمولاً در انتهای روز به بورس ارسال شده و در اختیار عموم قرار می‌گیرد. در مقابل معاملاتی که با استفاده از سامانه معاملات بورس انجام می‌شود، بلافاصله در تابلو نشان داده شده و در اختیار عموم قرار می‌گیرد. در این نوع از دستکاری با انجام معاملات پرشمار در سامانه‌ی بورس، تلاش می‌شود به بازار القا شود که در سهم فعالیت معاملاتی نامتعارفی شروع شده و فعالان را تحریک به خرید این سهم کنند و در نتیجه این رفتار قیمت سهم رشد کند. رنگ کردن گنجشک معمولاً با استفاده از معاملات ساختگی و سفارش‌های منطبق^۲ اجرا می‌شود که در ادامه شرح داده شده است.
- سفارش‌های منطبق: این نوع از دستکاری شباهت زیادی به معاملات ساختگی دارد. در این روش، دستکاری‌کنندگان با یکدیگر تباری کرده و در یک زمان سفارش‌های خرید و فروش با قیمت یکسان و حجم مساوی را ثبت می‌کنند. هدف ایشان همانند معاملات ساختگی، افت یا رشد قیمت در راستای منافع دستکاری‌کنندگان است. تفاوت اصلی این روش با معاملات ساختگی در انتقال مالکیت است. در معاملات ساختگی در نهایت مالکیت تغییر نمی‌کند ولی در سفارش‌های منطبق تغییر مالکیت وجود دارد. به عبارت دیگر این نوع از دستکاری، برای عدم شمول معاملات در تخلص از نوع معاملات ساختگی، مالکیت با تباری یک گروه بین آن‌ها انتقال می‌یابد.
- مخازن^۳: به روشی گفته می‌شود که در آن گروهی از دستکاری‌کنندگان سهام را بین خودشان خرید و فروش می‌کنند و تلاش دارند تا با افزایش حجم معاملات، قیمت سهم را تحت تأثیر قرار دهند. برای اجرای این روش، رایج است که تعدادی سرمایه‌گذار بر اساس یک توافق کتبی، سهام و کد معاملاتی خود را به یک مدیر تحویل می‌دهند. سپس این مدیر اقدام به انجام معاملات بر روی یک سهم کرده و در نهایت سود حاصل از دستکاری را بین آن‌ها تقسیم می‌کند.

^۱ Painting The Tape

^۲ Matched Orders

^۳ Pools



• آغاز روند^۱: به مجموعه‌ای از خریدهای (فروش‌های) پیاپی سریع گفته می‌شود که معمولاً با قیمت‌های افزایشی (کاهشی) صورت می‌پذیرد. هدف از این نوع از معاملات القا ایجاد روند در سهم و تحریک فعالان به انجام معامله به قصد کسب سود از روند کوتاه مدت ایجاد شده است. دستکاری‌کننده پس از ایجاد روند اقدام به انجام معاملات معکوس روند می‌کند یا به عبارتی اقدام به فروش (خرید) سهام به سرمایه‌گذاران گمراه‌شده می‌کند. گرچه اجرای این استراتژی به صورت دستی امکان‌پذیر است اما به سادگی الگوریتم‌هایی نوشته شده که با استفاده از آن‌ها می‌توان این نوع از دستکاری را به صورت کاملاً خودکار انجام داد.

استراتژی هجوم علاوه بر روش‌های مبتنی بر معامله با استفاده از روش‌های مبتنی بر اطلاعات و روش‌های مبتنی بر اقدام نیز به شرح زیر امکان‌پذیر است.

• غلو و فروش^۲: در این روش، دستکاری‌کننده اقدام به انتشار اطلاعات نادرست با تأثیر مثبت بر سهم می‌کند یا با استفاده از رسانه‌ها، اینترنت، ایمیل، تماس و امثال آن اقدام به انتشار شایعه مثبت در ارتباط با سهم کرده و منجر به رشد قیمت می‌شود. پس از رشد قیمت اقدام به فروش سهم به فعالان گمراه‌شده می‌کند.

• تخریب کن و بخر^۳: این روش همانند غلو فروش است با این تفاوت که در آن اطلاعات نادرست و منفی در ارتباط با سهم منتشر می‌شود. برای کسب سود از این روش، معمولاً دستکاری‌کننده ابتدا اقدام به فروش استقراضی سهم کرده و پس از انتشار اخبار منفی و اشتباه باعث افت قیمت شده و با خرید سهم با قیمت کمتر و بازگرداندن آن منتفع می‌شود.

• دستکاری مبتنی بر اقدام: این نوع از دستکاری شامل تغییرات واقعی همانند تغییر در عملیات شرکت به منظور اثرگذاری بر قیمت سهم است. این روش به علت دشواری اجرا و تبعات آن برای شرکت در عمل کمتر مورد استفاده قرار می‌گیرد.

گروه دوم دستکاری یا همان دستکاری مبتنی بر قرارداد یا الگو می‌تواند با استفاده از یکی از روش‌های دستکاری مبتنی بر معامله به شرح زیر انجام شود:

• دستکاری قیمت پایانی^۴: شامل خرید یا فروش سهام دقیقاً در آخرین لحظات پیش از پایان نشست معاملاتی به منظور تغییر قیمت پایانی است. دستکاری قیمت پایانی دارای اثر مخرب بزرگی بر بازار است زیرا قیمت پایانی به صورت گسترده در ابزارهای مشتقه، شاخص‌های بورس، ارزیابی عملکرد سهم و بازارو امثال آن مورد استفاده قرار می‌گیرد. همین وسعت کاربرد قیمت پایانی، انگیزه اصلی برای دستکاری آن به شمار می‌رود.

^۱ Momentum Ignition

^۲ Hype-and-dump

^۳ Slur-and-dump (Trash and cash)

^۴ Closing Price Manipulation (Marking The Close or Punching The Close)



- دستکاری قیمت آغازین^۱: این روش نیز همانند دستکاری قیمت پایانی است با این تفاوت که در آن قیمت آغازین سهم دستکاری می‌شود.
- دستکاری قیمت مرجع^۲: این نوع از دستکاری نیز همانند دستکاری قیمت پایانی است برای دستکاری قیمت‌هایی به جز قیمت پایانی و قیمت آغازین به کار می‌رود. به عنوان مثال در بازارهای ۲۴ ساعته همانند فارکس، نرخ‌های مبنا در زمان‌های از پیش تعیین‌شده‌ای انتخاب می‌شوند که این زمان‌ها الزاماً زمان گشایش یا بستن نیستند.
- سقف و کف‌گذاری^۳: دستکاری‌کننده در این روش سفارش‌های بزرگی را ثبت می‌کند که با استفاده از آن‌ها قیمت سهم تنها می‌تواند در دامنه مشخصی نوسان کند. به عبارت دیگر بدین وسیله برای سهم سقف یا کف قیمت تعیین می‌کند. این روش معمولاً در مواردی که ابزارهای مشتقه در حال رسیدن به سررسید هستند، به کار گرفته می‌شود تا قیمت دارایی پایه ابزارهای مشتقه در جهت نامطلوب دستکاری‌کننده حرکت نکند. به عنوان مثال دستکاری‌کننده می‌خواهد از افت قیمت یک سهم به زیر ۵ دلار جلوگیری کند. بنابراین یک سفارش خرید بزرگ با قیمت ۵ دلار را به ثبت می‌رساند. البته برخی دستکاری‌کنندگان از الگوریتم‌های پویا استفاده می‌کنند. یعنی در مثال پیش چنانچه دستکاری‌کننده مشاهده کند که سفارش‌های زیادی در قیمت ۵ دلار وارد شده و در حال معامله هستند، قیمت سفارش خرید را به میزان باقیمانده از سفارش را تعدیل کرده و به ۴٫۹۵ دلار کاهش می‌دهد.
- برخی از الگوها^۴ همانند لایبور^۵ با استفاده از مقادیر ثبت‌شده توسط گروهی خاص محاسبه می‌شوند. برای دستکاری این الگوها از دستکاری‌های مبتنی بر ثبت به شرح زیر استفاده می‌شود.
- دستکاری الگو^۶: این روش شامل ثبت اطلاعات اشتباه در محاسبه الگوهای مالی است. هنگامی که در محاسبه الگو اشخاص متعددی اقدام به ثبت اطلاعات می‌کنند یا در محاسبه آن، کوچکترین و بزرگترین داده‌ها حذف می‌شود، ممکن است دستکاری‌کنندگان با یکدیگر تبانی کنند تا با ثبت اطلاعات نادرست الگو را دستکاری کنند. با ثبت تعداد بالایی اطلاعات ناصحیح، به صورت خودکار سفارش‌های درست بی اثر شده یا حذف می‌شوند. به عنوان مثال در محاسبه لایبور، نرخ‌ها از ۲۰ بانک دریافت می‌شد و کمترین و بیشترین نرخ به صورت خودکار از محاسبات حذف می‌شد. با استفاده از همین روش لایبور مورد دستکاری قرار گرفت.

^۱ Marking The Open

^۲ Marking The Set (Banging The Set)

^۳ Pegging And Capping

^۴ Benchmarks

^۵ LIBOR

^۶ Benchmark Rigging



استراتژی‌های جعل (دستکاری مبتنی بر سفارش)، معمولاً با استفاده از الگوریتم‌های کامپیوتری انجام می‌شوند. این نوع از دستکاری شامل روش‌های زیر است:

- لایه‌سازی^۱: این روش یکی از شکل‌های جعل است که شامل ارسال یک یا چندین سفارش یک طرفه (خرید یا فروش) به سامانه معاملات بورس و به صورت غیرپنهان^۲ است که در آن می‌توان از یک قیمت یا قیمت‌های پلکانی استفاده کرد. هدف از لایه‌سازی ایجاد تصور اشتباه در سرمایه‌گذاران در ارتباط با حجم عرضه یا تقاضای سهم است. نیت دستکاری‌کننده از ارسال این سفارش‌ها انجام معامله نیست و در نتیجه بیشتر این سفارش‌ها جعلی است و منجر به لغو سفارش توسط وی می‌شود. علت نام‌گذاری لایه‌سازی برای این نوع از دستکاری این است که معمولاً سفارش‌های دستکاری‌کننده در چند لایه (قیمت‌های متفاوت) چیده می‌شود. البته باید توجه کرد که لایه‌گذاری می‌تواند تنها با بهره‌گیری از یک سفارش بزرگ نیز انجام شود. در نهایت، سفارش‌های مربوط به لایه‌سازی بخش قابل توجهی از سفارش‌های موجود در یک سمت عرضه را تقاضا به خود اختصاص می‌دهند. این سفارش‌ها معمولاً نزدیک به بهترین مظنه قرار دارند و به صورت پویا اصلاح شده (لغو شده) تا از اجرای آن‌ها جلوگیری شود. لایه‌سازی می‌تواند برای اجرای سفارش دستکاری‌کننده با قیمت بهتر مورد استفاده قرار گیرد. برای مثال شخصی که قصد دارد سهام خود را به فروش برساند، می‌تواند با ارسال سفارش‌های خرید و ایجاد لایه‌سازی در سمت خرید، تقاضای غیرواقعی ایجاد کند و پس از بالا رفتن قیمت سهم، اقدام به فروش دارایی خود کند. گرچه لایه‌سازی معمولاً به صورت یک چرخه تکرارشونده مورد استفاده قرار می‌گیرد. به عنوان نمونه یکی از چرخه‌های متداول دارای گام‌هایی به شرح زیر است:

۱. یک سفارش فروش کوچک به قیمت نزدیک به بهترین مظنه فروش یا دقیقاً برابر با بهترین مظنه فروش در سامانه معاملات ثبت می‌شود؛

۲. لایه‌سازی در سمت مقابل انجام می‌شود یعنی سفارش‌های خرید به سامانه ارسال می‌شوند. ارسال سفارش‌های خرید تاجایی ادامه پیدا می‌کند که حرکت رو به بالای قیمت شروع شود و منجر به اجرای سفارش فروش کوچک شود؛

۳. تمام سفارش‌های خرید لغو می‌شوند و گام‌های بالا در جهت معکوس تکرار می‌شوند.

- ارتقای بهترین مظنه^۳: شامل ارسال سفارش جدید خرید (فروش) به سامانه معاملات بورس به منظور ارتقای بهترین مظنه خرید (فروش) است. این سفارش‌ها غالباً با هدف اجرا ارسال نمی‌شوند و در واقع به دنبال ارسال سیگنال اشتباه در ارتباط با عرضه و تقاضای سهم به فعالان بازار است. بنابراین می‌تواند با همراهی روش‌هایی همچون هجوم مورد استفاده قرار بگیرد. البته

^۱ Layering

^۲ Visible

^۳ Advancing The Bid/Offer



این روش برای دستکاری قیمت مبنا نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. به عنوان مثال در برخی از سامانه‌های معاملات بین کارگزاران از قیمت میانه بهترین مظنه خرید و فروش^۱ در سامانه معاملات بورس برای انجام معاملات استفاده می‌شود. بنابراین با استفاده از این روش و دستکاری میانه بهترین مظنه‌ها، قیمت معاملات در سایر سامانه‌ها را دستکاری می‌کنند. به عبارت دیگر با استفاده از این روش دستکاری در یک بازار انجام و معاملات در بازاری دیگر با قیمت‌های دستکاری شده صورت می‌گیرد.

- **اخلال در سامانه معاملات^۲:** عملکرد زیرساخت بازار مانند هسته معاملات با ثبت سفارش‌های جدید، اصلاح‌ها و لغو سفارش‌های بسیار پرشمار که در بازه زمانی بسیار کوتاه (یک ثانیه یا کمتر از آن) انجام می‌شود از حالت عادی خارج شده و دچار اخلال می‌شود. در این روش دستکاری‌کننده با تکمیل ظرفیت پردازش هسته معاملات، منجر به ایجاد تأخیر در ارسال، اصلاح و لغو سفارش‌ها در بازار می‌شود. بدین معنی که تمام اشخاصی که تلاش می‌کنند تا سفارش‌های مجاز خود را ثبت کنند با وقفه مواجه می‌شوند و همچنین دسترسی فعالان به وضعیت واقعی و آنی به سفارش‌ها در بازار با مشکل مواجه می‌شود. این روش ممکن است در سطح یک یا چند نماد معاملاتی یا برای کل بازار مورد استفاده قرار گیرد. دستکاری‌کننده با استفاده از این روش از زمان به نفع خود استفاده کرده و با ایجاد انبوهی از سفارش‌ها منجر به دشواری کشف روش اصلی دستکاری مورد استفاده برای کسب سود توسط ناظر بازار می‌شود.
- **سوء استفاده از نقدشوندگی پنهان^۳:** به منظور کشف سفارش‌های پنهان (نقدشوندگی پنهان) در این روش از ارسال سفارش‌های کوچک استفاده می‌شود. اگرچه این سفارش‌ها ممکن است منجر به انجام معامله شوند اما هدف اصلی آن‌ها این معامله نیست. بلکه هدف جمع‌آوری اطلاعات درباره سفارش‌ها (نیت معاملات) سایر فعالان بازار است تا با استفاده از آن‌ها کسب سود شود. به عنوان مثال برای کشف این‌که آیا خریدار یا فروشنده‌ای در انتظار انجام معامله در شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف^۴ وجود دارد، یک معامله‌گر ممکن است اقدام به ارسال یک سفارش خرید بسیار کوچک^۵ به قیمت میانه بهترین مظنه خرید و فروش کند. چنانچه سفارش منجر به معامله شود، معامله‌گر متوجه می‌شود که سایرین قصد فروش سهم به قیمت میانه را دارند. حال اگر سفارش اجرا نشود، معامله‌گر ممکن است اقدام به لغو سفارش کرده و یک سفارش فروش با قیمت میانه را ثبت کند. اکنون اگر سفارش فروش اجرا شود، معامله‌گر متوجه می‌شود که خریدارانی برای سهم در قیمت میانه وجود دارند. اگر در این حالت نیز سفارش اجرا نشود، معامله‌گر متوجه می‌شود سفارش پنهانی برای انجام معامله با قیمت پنهان در شبکه‌های معاملاتی غیرشفاف وجود ندارد. پس از اطلاع از

^۱ Midquote

^۲ Quote Stuffing

^۳ Abusive Liquidity Detection Or Pinging Or Phishing

^۴ Dark Pools

^۵ در صورت مجاز بودن در مقررات ممکن است سفارش به اندازه یک سهم مورد استفاده قرار گیرد.



وجود سفارش پنهان معمولاً معامله‌گر سفارش بزرگتری را از سال می‌کند تا متوجه میزان بزرگی سفارش شود. در یکی از رایج‌ترین حالت‌ها، معامله‌گر با اطلاع از این که سفارش بزرگی برای خرید یا فروش سهم در سیستم وجود دارد، معمولاً پیش از این سفارش اقدام به خرید (فروش) کرده و از حرکت قیمتی ناشی از سفارش بزرگ منتفع می‌شود. شایان ذکر است برای بهره‌گیری از این روش، معمولاً از معاملات الگوریتمی کمک گرفته می‌شود.

آخرین گروه مربوط به روش‌های قدرت بازار است که روش‌هایی مبتنی بر معامله هستند. این روش‌ها جزو قدیمی‌ترین روش‌های دستکاری هستند و به دو دسته اصلی به شرح زیر تقسیم می‌شوند:

- جمع کردن^۱: دستکاری‌کننده در این روش با خرید حجم زیادی از سهام شرکت اقدام به کنترل قیمت سهم در بازار می‌کند. به عنوان نمونه‌ای از این روش، دستکاری‌کننده اقدام به خرید حجم انبوهی از سهام شرکت کرده و آن‌ها را ذخیره می‌کند. خرید سریع حجم بالایی از یک سهم منجر به ارسال سیگنال به بازار شده و قیمت سهم را رشد می‌دهد. با افزایش قیمت، خریداران جدیدی به سهم علاقمند شده و اقدام به ارسال سفارش‌های خرید جدید می‌کنند. با ورودی خریداران جدید سرعت افزایش قیمت افزایش پیدا می‌کند. در این وضعیت دستکاری‌کننده اقدام به فروش سهام رشد کرده می‌کند و از آنجایی که از قبل از تصمیم خود مبنی بر عرضه سنگین سهام آگاه است، به صورت همزمان اقدام به فروش استقراضی این سهم نیز می‌کند. در نتیجه این فرآیند، دستکاری‌کننده با تنظیم عرضه و تقاضا از رشد و افت قیمت سهم سود کسب می‌کند.
- خشک کردن سهم^۲: در این روش شخصی که دارای حجم زیادی از سهام شرکت است یا به عبارت دیگر سهامدار کنترلی شرکت، دارای موقعیت بر روی ابزار مشتق یا سایر اوراق قابل تحویل است. در این حالت وی اقدام به انجام مجموعه‌ای از معاملات می‌کند که در اثر آن سهم دچار بی‌نظمی شده و امکان ایفای تعهدات با مشکل مواجه می‌شود. به عنوان مثال سهامدار کنترلی اقدام به قرض‌دهی حجم قابل توجهی از سهام برای فروش استقراضی به فعالان می‌کند. پس از انجام فروش استقراضی، وی اقدام به خرید پرحجم سهم از بازار نقد می‌کند و در نتیجه این رفتار قیمت سهم دچار رشد شده و فروشندگان استقراضی سعی در خرید سهم و پس دادن آن می‌کنند اما به علت، خشک شدن سهم این درخواست موجب فزونی تقاضا در بازار شده و بر رشد قیمت می‌افزاید. در چنین وضعیتی سهامدار عمده یا سهم را به قیمتی بالاتر به فروش می‌رساند یا به علت نکول فروشنده استقراضی از وی جریمه دریافت می‌کند. به عنوان مثالی دیگر، دستکاری‌کننده اقدام به اخذ موقعیت خرید در قرارداد آتی سهم به میزان انبوه

¹ Corner

² Squeeze



می‌کند. سپس اقدام به خرید یا قرض‌گیری انبوه همان سهم می‌کند. پس از آن از فروش یا قرض‌دهی مجدد سهم پرهیز می‌کند یا تنها به اشخاصی سهم را می‌فروشد یا قرض می‌دهد که اطمینان دارد آن‌ها سهم را نگهداری می‌کنند و در بازار به فروش نمی‌رسانند. بدین وسیله شخص موجب افزایش قیمت شده و از این راه سود کسب می‌کند.

۵- نمونه‌هایی واقعی از موارد سوء استفاده از بازار

در این بخش به منظور آشنایی بیشتر با موارد مشکوک به دستکاری و مصادیق دستکاری، موارد ارائه شده توسط چند بورس اوراق بهادار شرح داده شده است.

۵-۱- بورس آمستردام هلند

نهاد ناظر بورس آمستردام^۱ به منظور درک بهتر از مفاهیم مربوط به روش‌های دستکاری بازار، روش‌های شناسایی و کشف دستکاری، اقدام به تهیه راهنمایی در این حوزه کرده است. در این راهنما به منظور حفظ محرمانگی اطلاعات پرونده‌های واقعی و همچنین جلوگیری از افشای جزئیات کامل روش‌های دستکاری، اطلاعاتی مانند اسامی متخلفین، نام شرکت‌ها و جزئیات مربوط به دستکاری در مثال‌هایی که توسط نهاد مذکور ارائه شده، گزارش نشده است.

۱. **سفارش‌ها یا معاملات گمراه‌کننده**^۲: ناظر بورس همواره سفارش‌ها و یا معاملاتی را به منظور

کشف سیگنال گمراه‌کننده در بازار رصد می‌کنند. در برخی موارد متخلفین موفق می‌شوند تا به صورت نظام‌مند، سایر فعالان بازار را تحریک و اغفال کنند تا اقدام به ارسال سفارش یا انجام معامله کنند. فعالان اغفال‌شده معمولاً اقدام به ثبت سفارش در سطوح قیمتی مد نظر متخلفین می‌کنند. در این وضعیت متخلفین می‌توانند معاملاتی را انجام دهند که هزینه آن از جیب شخص اغفال‌شده پرداخت می‌شود. برای درک بهتر مثال‌های واقعی زیر ارائه شده است.

• **مثالی اول:** فرض کنید قیمت بهترین سفارش فروش سهمی ۱۱ دلار است و بهترین سفارش

خرید در قیمت ۱۰/۸۵ دلار ثبت شده است. حال شخص P، یک سفارش فروش به قیمت ۱۰/۹۹ دلار را ارسال کرده و با ورود این سفارش اقدام به بهبود بهترین مظنه فروش می‌کند. شخص دیگر یا شخص X فوراً به این سفارش عکس‌العمل نشان داده و اقدام به بهبود سفارش فروش می‌کند. یعنی سفارش جدید خود را به قیمت ۱۰/۹۸ دلار در سیستم معاملات ثبت می‌کند. حال شخص P به سفارش شخص X واکنش نشان داده و مجدداً اقدام به بهبود بهترین سفارش فروش می‌کند و در پی این حرکت شخص X نیز سفارش خود را بهبود می‌دهد و این دو وارد رقابت برای کاهش قیمت بهترین سفارش فروش می‌شوند. این رقابت تا جایی ادامه پیدا می‌کند که شخص P سفارش فروش نهایی خود را به قیمت ۱۰/۸۹ دلار ثبت می‌کند. حال

¹ The Dutch Authority for the Financial Markets (AFM)

² Misleading orders and/or transactions



شخص X سفارش ۱۰/۸۸ دلار را به ثبت می‌رساند. اکنون شخص P اقدام به ثبت یک سفارش خرید به قیمت ۱۰/۸۸ دلار کرده و اقدام به معامله با شخص X می‌کند. در نتیجه این رقابت، شخص P به جای اینکه برای خرید هر سهم مبلغ ۱۱ دلار پرداخت کند مبلغ ۱۰/۸۸ دلار پرداخت کرده است. حال شخص P سفارش فروش پیشین خود به قیمت ۱۰/۸۹ را لغو می‌کند (یا هم‌زمان با ارسال سفارش خرید اقدام به لغو آن کرده است).

حال شخص P اقدام به ورود سفارش‌های خرید با قیمت‌های افزایشی در رقابت با شخص X می‌کند. شخص X در رقابت خرید نیز مجدداً اغفال شده و اقدام به ورود سفارش‌های خرید با قیمت‌های بیشتر در این رقابت می‌کند. مجدداً زمانی که شخص X بالاترین سفارش خرید خود را ثبت کرد، شخص P اقدام به فروش سهم به وی می‌کند. با تکرار این نوع از معاملات در یک روز، شخص P اقدام به کسب سودی می‌کند که حاصل زیان‌های پی در پی شخص X است. یکی از دلایلی که طرف مقابل متوجه نمی‌شود که مورد اغفال و سوء استفاده قرار گرفته، این حقیقت است که فعالان زیادی از معاملات الگوریتمی استفاده می‌کنند و رفتار این الگوریتم‌ها در برابر سایر فعالان به صورت استاندارد تا حدودی قابل پیش‌بینی است.

علاوه بر حالت بالا، ناظر بورس آمستردام رفتار معاملاتی متفاوتی نیز در پایان این رقابت مشاهده کرده است. در این حالت در رقابت بین دو معامله‌گر، شخص X در آخرین گام اقدام به ارسال سفارش با قیمتی بهتر از سفارش شخص P نمی‌کند. بلکه سفارشی با همان قیمت را به ثبت می‌رساند. یعنی در مثال بالا، پس از این که شخص P سفارش فروش با قیمت ۱۰/۸۹ دلار را برای سهم ثبت کرد، شخص X سفارش خود را تغییر داده ولی وی نیز سفارش با قیمت ۱۰/۸۹ دلار را ارسال می‌کند. در این وضعیت شخص P متوجه می‌شود که X تصمیم ندارد سفارش خود را با قیمتی پایین‌تر به ثبت برساند. از آنجایی که شخص P سفارش فروش را زودتر ثبت کرده است در اینجا براساس اولویت قیمت-زمان، سفارش وی نسبت به سفارش P اولویت دارد و در صورت ورود سفارش خرید، سفارش شخص P ابتدا اجرا می‌شود. بنابراین شخص P اقدام به اصلاح سفارش خود می‌کند و با این اصلاح این اولویت تغییر می‌کند. به عنوان نمونه وی اندازه سفارش خود را یک واحد افزایش می‌دهد و بنابراین سفارش شخص X در این قیمت با اولویت اجرا خواهد شد. اکنون شخص P اقدام به ثبت سفارش خرید با قیمت ۱۰/۸۹ کرده و سهام را از X خریداری می‌کند. در این حالت نیز کاملاً واضح است که هدف شخص P از ثبت سفارش فروش، فروش سهم نبوده بلکه خرید سهم با قیمت پایین‌تر بوده است. از دید بورس شخص P با استفاده از سفارش‌های خود اقدام به اغفال شخص X کرده است. بورس با استفاده از سامانه نظارتی خود چنین معاملاتی را که مصداق دستکاری بازار است، شناسایی کرده و مطابق قوانین با آن‌ها برخورد می‌کند.

رفتارهای معاملاتی سرمایه‌گذاران به ندرت یکسان است و ممکن است شخص با نیت دستکاری اقدام به انجام چنین فرآیندی نکرده باشد. اما هرچه یک سرمایه‌گذار در یک بازه زمانی مشخص، بیشتر اقدام به اجرای سفارش‌ها و یا معاملاتی کند که بدان وسیله بتواند سیگنال اشتباه یا گمراه‌کننده‌ای ارسال کند، ظن به دستکاری قوی‌تر شده و وی تحت نظارت قرار می‌گیرد. چنانچه تحقیقات بیشتر دهد که شخص از



چنین رفتاری سود می‌برد و این رفتار را تکرار کرده، فرض بر دستکاری بوده و در صورت اثبات، شخص با جرایم سنگینی مواجه می‌شود.

۲. معاملات با هدف تأثیرگذاری بر قیمت‌ها: یک سفارش کوچک می‌تواند منجر به معامله‌ای کوچک در یک ابزار مالی (به عنوان مثال یک سهم) شود. اگر این معامله کوچک با ارزش یا حجم اندک باعث تغییر در قیمت ابزار مالی شود، این می‌تواند نشانه‌ای از دستکاری بازار باشد که فوراً توسط ناظر مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای درک بهتر نحوه‌ی تحت تأثیر قراردادن قیمت سهم با معامله‌ای کوچک دو مثال واقعی زیر ارائه شده است.

• **مثال اول:** فرض کنید که قیمت پایانی یک سهم ۲/۵۵ دلار و در آن زمان بهترین سفارش فروش به قیمت ۲/۶۳ دلار و به تعداد ۵۰۰ سهم و سفارش فروش بعدی برای ۳۰۰ سهم به قیمت ۲/۷۶ دلار است. اکنون یک سرمایه‌گذار سفارش خریدی را برای ۵ سهم با قیمت ۲/۶۳ دلار ثبت می‌کند. این سفارش خرید مستقیماً منجر به معامله ۵ سهم با قیمت ۲/۶۳ دلار می‌شود. در اثر اجرای این معامله قیمت سهم از ۲/۵۵ دلار به ۲/۶۳ دلار افزایش می‌یابد. در نتیجه سرمایه‌گذار با انجام معامله‌ای با ارزش محدود، افزایش قیمت ۳/۱ درصدی را موجب می‌شود.

حال فرض کنید که بخش بزرگی به اندازه ۴۷۵ سهم از ۴۹۵ سهم باقیمانده با قیمت ۲/۶۳ دلار خریداری شود. در نتیجه ۲۰ سهم در سامانه معاملات با قیمت ۲/۶۳ دلار بدون تأثیرپذیری از قیمت این معامله باقی می‌ماند. اکنون همچنان سفارش فروش ۳۰۰ سهم به قیمت ۲/۷۶ دلار در سامانه وجود دارد. سرمایه‌گذار یادشده اکنون سفارش خرید سهم ۲۵ به قیمت بازار را ارسال می‌کند. در نتیجه، سرمایه‌گذار ۲۰ سهم باقیمانده را با قیمت ۲/۶۳ دلار و ۵ سهم دیگر را در سطح قیمت بالاتر یعنی ۲/۷۶ دلار خریداری می‌کند که آخرین قیمت نیز محسوب می‌شود. بنابراین مجدداً این سرمایه‌گذار با انجام معامله‌ای با ارزش محدود، افزایش قیمت نسبتاً زیادی را از ۲/۶۳ دلار به ۲/۷۶ دلار سبب شده است. به عبارت دیگر با انجام این معامله، قیمت را به میزان ۴/۹ درصد افزایش داده است. در نتیجه با این دو معامله کوچک، سرمایه‌گذار به افزایش قیمت از ۲/۵۵ دلار به ۲/۷۶ دلار دست یافته است.

• **مثال دوم:** فرض کنید که آخرین قیمت سهم ۳ دلار است. بهترین سفارش فروش در قیمت ۳/۰۲ دلار به تعداد ۳۰۰ سهم و بهترین سفارش‌های خرید در قیمت ۳ دلار، تعداد ۵۰۰ سهم و در قیمت ۲/۹۲ دلار تعداد ۲۰۰ سهم هستند. اکنون یک سرمایه‌گذار برای ۵۰۱ سهم در قیمت ۲/۹۲ دلار سفارش فروش می‌دهد. پس این سفارش برای ۵۰۰ سهم در قیمت ۳ دلار و ۱ سهم در قیمت ۲/۹۲ دلار معامله می‌شود. با انجام این معامله، سرمایه‌گذار ۱ سهم را در سطح قیمتی کمتری معامله می‌کند. بنابراین وی کاهش قیمت ۲/۷ درصدی را تجربه می‌کند. بلافاصله پس از این معامله، یک معامله خرید انجام می‌شود که شامل خرید ۲۰۰ سهم به

^۱ Transactions aimed at influencing prices



قیمت ۳/۰۲ دلار است که اکنون به آخرین قیمت تبدیل می‌شود. همین سرمایه‌گذار اکنون اقدام به ارسال یک سفارش فروش کوچک برای ۳ سهم با قیمت ۲/۹۲ می‌کند. این امر منجر به کاهش فوری قیمت از ۳/۰۲ دلار به ۲/۹۲ دلار می‌شود.

در هر دو مثال فوق، ناظر بورس بررسی خواهد کرد که آیا اقدامات این سرمایه‌گذار با نیت ارسال سیگنال نادرست یا گمراه‌کننده‌ای به بازار انجام شده یا اینکه سرمایه‌گذار با اقدامات خود قصد کنترل قیمت در سطح غیرمعمول یا مصنوعی را داشته است. هرچه سرمایه‌گذار بیشتر به روشی شبیه به مثال‌های فوق عمل کرده باشد، سوء ظن دستکاری بازار بیشتر می‌شود. این شبیه در صورتی قوت می‌گیرد که بررسی‌های بیشتر نشان دهد که این شخص انگیزه‌ای برای بالا و پایین بردن قیمت داشته یا به هر نحوی از اقدامات خود منتفع شده‌است.

• **معاملات با استفاده از سفارش به قیمت بازار:** طیف گسترده‌ای از ابزارهای مالی وجود دارد که برخی از آنها نقدشوندگی محدودی دارند. پیامد نقدشوندگی اندک، می‌تواند نوسانات قیمتی بزرگ در هنگام ثبت سفارش به قیمت بازار باشد. این مساله همچنین در مورد سفارش‌های محدود که قیمت آن‌ها با قیمت آخرین معامله انحراف زیادی دارند نیز صدق می‌کند. یعنی این سفارش‌ها به طور بالقوه می‌توانند با قیمتی اجرا شوند که به طور قابل توجهی از قیمت آخرین معامله انحراف دارد. برای درک بهتر نحوه کارکرد این نوع از دستکاری فرض کنید که آخرین قیمت یک سهم ۱۰۰ دلار و دفتر ثبت سفارش (خرید و فروش) خالی است. بورس حداکثر دامنه مجاز نوسان قیمت برای سهم را $\pm 10\%$ درصد تعیین کرده‌است. به این ترتیب، معاملات این سهم باید در قیمتی در دامنه ۹۰ تا ۱۱۰ دلار انجام شود. اکنون یک سرمایه‌گذار قبل از باز شدن بازار (در مرحله پیش‌گشایش) سفارش فروش به قیمت بازار و به تعداد ۵۰ سهم را در دفتر سفارش ثبت می‌کند. اگرچه فروشنده به طور کلی از فروش به بالاترین قیمت سود می‌برد، اما این فروشنده سهام خود را به هر قیمتی که خریداران در بازار پیشنهاد می‌دهند، به فروش می‌رساند. بر خلاف فروشنده، خریداران می‌خواهند کمترین قیمت ممکن را بپردازند. در چنین شرایطی ناظر بورس مواردی را مشاهده می‌کند که خریدار به گونه‌ای عمل می‌کند که تا اندکی قبل از باز شدن بازار، هم از نظر بازار و هم از نظر فروشنده این‌طور برداشت می‌شود که خریدار قیمت خوبی پیشنهاد داده‌است. با این حال، درست قبل از باز شدن بازار، وی اقدام به تغییر قیمت می‌کند به نحوی که این تغییر مطلوب فروشنده نیست. در ادامه چهار مثال ارائه شده که در آن‌ها رفتار معاملاتی منجر به دستکاری و رفتار معاملاتی صحیح در چنین شرایطی شرح داده شده است.

• **مثال اول (بدون سیگنال اشتباه یا گمراه‌کننده):** در واکنش به سفارش فروش به قیمت بازار یادشده، سرمایه‌گذاری قبل از باز شدن بازار، سفارش خرید ۵۰ سهم به قیمت ۹۰ دلار را

^۱ Market Orders



ثبت می‌کند. براساس قیمت تئوریک گشایش منتشرشده، فعالان بازار می‌توانند بلافاصله مشاهده کنند که اگر وضعیت تغییر نکند، ۵۰ سهم در زمان گشایش به قیمت ۹۰ دلار معامله می‌شود. همچنین قبل از انجام معامله، فعالان بازار می‌توانند تصمیم بگیرند که پیشنهاد بهتری را تا زمان باز شدن بازار ارایه دهند. اگر پیشنهاد بهتری ارایه نشود، خریدار به ازای هر سهم ۹۰ دلار می‌پردازد. در این شرایط خریدار به صورت قانونی معامله کرده‌است. درواقع سفارش خرید هیچ‌گونه سیگنال غلط یا همراه‌کننده‌ای را نشان نمی‌دهد و مطابق با نیت واقعی خریدار بوده است.

- **مثال دوم (بدون سیگنال اشتباه یا همراه‌کننده):** بر اساس سفارش فروش به قیمت بازار ارسال شده، خریدار می‌تواند تا لحظاتی پایانی مرحله پیش‌گشایش منتظر بماند، آن‌گاه در آخرین لحظات سفارش خرید ۵۰ سهم با قیمت ۹۰ دلار را ارسال کند. سایر فعالان حاضر در بازار نیز فرصت داشتند تا سفارش فروش به قیمت بازار را مشاهده کرده و اقدام به وارد کردن سفارش‌های خرید خود کنند. اگر سفارش خرید دیگری ثبت نشود، خریدار به طور قانونی با قیمت ۹۰ دلار، سهام را معامله کرده‌است. بنابراین سفارش خریدار در این مثال، مشمول ارسال سیگنال نادرست یا همراه‌کننده‌ای نبوده است.

- **مثال سوم (با سیگنال اشتباه یا همراه‌کننده):** در پی سفارش فروش به قیمت بازار، خریدار می‌تواند سفارشی برای ۵۰ سهم به قیمت ۱۰۴ دلار را پیش از باز شدن بازار ارسال کند. اشخاص حاضر در بازار مشاهده می‌کنند که قیمت قابل قبولی برای سهام پیشنهاد شده (با توجه به قیمت پایانی ۱۰۰ دلار) و آنها ممکن است هیچ دلیلی برای ارسال سفارش خرید رقابتی (یعنی با قیمت بالاتر) نداشته باشند. با این حال، درست قبل از باز شدن بازار، خریدار قیمت سفارش خرید را از ۱۰۴ دلار به ۹۰ دلار کاهش می‌دهد. بنابراین، هنگامی که بازار باز می‌شود، معامله با قیمت ۱۰۴ دلار انجام نشده بلکه معامله با قیمت ۹۰ دلار به انجام می‌رسد.

واضح است که خریدار تمایل آشکاری برای خرید سهام با قیمت ۱۰۴ دلار نشان داد. اما در نهایت، سهام از طریق اصلاح سفارش، درست پیش از باز شدن بازار با قیمت بسیار پایین‌تر یعنی قیمت ۹۰ دلار خریداری کرد. از نظر ناظر بورس، چنین رفتار معاملاتی سیگنال نادرست یا همراه‌کننده‌ای در مورد قیمت سهم ارسال می‌کند، زیرا اولین سفارش وارد شده نشان‌دهنده قصد واقعی خریدار نبوده و احتمالاً برای همراه کردن سایر فعالان حاضر در بازار ثبت شده‌است.

- **مثال چهارم (با سیگنال اشتباه یا همراه‌کننده):** در این حالت خریدار یک سفارش خرید به قیمت بازار برای ۵۰ سهم و سفارش خرید دیگری به قیمت ۹۰ دلار برای ۱ سهم را پیش از باز شدن بازار ثبت کند. در این صورت قیمت گشایش ۱۰۰ دلار تعیین می‌شود. پس دو سفارش به قیمت بازار، یعنی سفارش فروش برای ۵۰ سهم با سفارش خرید برای ۵۰ سهم در قیمت ۱۰۰ دلار با یکدیگر منطبق می‌شوند. با این حال، درست قبل از باز شدن بازار، خریدار سفارش خرید به قیمت بازار را از ۵۰ سهم به ۴۹ سهم کاهش می‌دهد. در نتیجه این عمل، تمام ۵۰ سهم (سفارش خرید به قیمت بازار برای ۴۹ سهم و سفارش خرید برای یک سهم به قیمت ۹۰ دلار) به جای اینکه با قیمت ۱۰۰ دلار اولیه معامله شود با قیمت ۹۰



دلار اجرا می‌شود. ناظر بورس این رفتار معاملاتی را با مصداق ارسال سیگنال نادرست یا گمراه‌کننده در نظر می‌گیرد.

مثال‌های سوم و چهارم موقعیت‌هایی را توصیف می‌کنند که در آن‌ها سیگنال اشتباه یا گمراه‌کننده‌ای از طریق ارسال سفارش‌ها انجام می‌شود. بدیهی است که این نوع از دستکاری بازار در شرایط دیگری نیز می‌تواند رخ دهد. به عنوان مثال، پیش از باز شدن بازار، فروشنده تمایل خود را برای فروش سهام با قیمت نسبتاً پایین نشان دهد. سپس درست قبل از باز شدن بازار، فروشنده سفارش فروش را اصلاح می‌کند تا قیمت نسبتاً بالایی را پیشنهاد دهد. از نظر ناظر بورس این رفتار معاملاتی مصداق ارسال سیگنال نادرست یا گمراه‌کننده‌ای است.

۵-۲- گروه بورس‌های اوراق بهادار ژاپن

این بورس نیز برای درک بهتر روش‌های جعل، دستکاری گروهی و انتشار شایعه، مثال‌هایی واقعی از آن‌ها را به شرح زیر ارائه شده است.

مثال ۱: فرض کنید قیمت فعلی سهم ۵۰۰ ین است و سرمایه‌گذار A قصد دارد سهم‌های خود را به بالاترین قیمت ممکن به فروش برساند. برای حصول این هدف، اقدامات زیر را انجام می‌دهد:

- در اولین گام وی اقدام به ارسال سفارش‌های خریدی به اندازه ۴۰۰ سهم می‌کند. هدف وی از ارسال سفارش‌ها انجام معامله نیست و صرفاً برای گمراه‌سازی سایر فعالان است. به صورت هم‌زمان نیز سفارش فروش سهم خود به قیمت ۵۰۵ ین را به شرح جدول زیر ارسال می‌کند.

Sell		Price (JPY)	Buy	
A	Vol.		Vol.	A
	31	508		
	23	507		
	19	506		
10	14	505		
	12	504		
	16	503		
	11	502		
	8	501		
	5	500		
		499	109	100
		498	112	100
		497	110	100
		496	115	100
		495	18	
		494	23	
		493	34	
		492	40	

فروش به بالاترین
قیمت ممکن

ایجاد تقاضای کاذب با ثبت
سفارش‌های خرید



- در این شکل ستون اول و آخر نشان دهنده حجم سفارش ثبت شده توسط سرمایه‌گذار A است. ستون دوم و چهارم نشان دهنده کل عرضه و تقاضا و ستون سوم نیز نشان دهنده سطح قیمت مورد نظر است.
- ثبت این حجم از سفارش خرید منجر به گمراه شدن خریداران در بازار شده و فوراً شروع به رقابت با یکدیگر کرده و وی موفق می‌شود سهم خود را به قیمت مدنظر خود به فروش برساند. جزئیات این مرحله در جدول زیر نشان داده شده است.

Sell		Price (JPY)	Buy	
A	Vol.		Vol.	A
	31	508		
	23	507		
	19	506		
10 → 0	14 → 0	505	15 → 1	
	12 → 0	504	14 → 2	
	16 → 0	503	19 → 3	
	11 → 0	502	13 → 2	
	8 → 0	501	18 → 10	
	5 → 0	500	23 → 18	
		499	109	100
		498	112	100
		497	110	100
		496	115	100
		495	18	
		494	23	
		493	34	
		492	40	

رشد قیمت در اثر رقابت سایر خریداران

فروش سهم در بالاترین قیمت

- حال که سرمایه‌گذار A به هدف خود دست یافته است، فوراً اقدام به لغو سفارش‌های خرید موجود در سیستم به شرح جدول زیر می‌کند.



Sell		Price (JPY)	Buy	
A	Vol.		Vol.	A
	31	508		
	23	507		
	19	506		
		505	1	
		504	2	
		503	3	
		502	2	
		501	10	
		500	18	
		499	109 → 9	100
		498	112 → 12	100
		497	110 → 10	100
		496	115 → 15	100
		495	18	
		494	23	
		493	34	
		492	40	

لغو سفارش‌های خرید

مثال ۲: این مثال به بررسی جعل در جلسه حراج آغازین^۱ پرداخته است. فرض کنید قیمت تئوریک دقیقاً پیش از پایان حراج آغازین برابر ۵۰۰ ین است. اما سرمایه‌گذار A می‌خواهد سهام خود را به قیمتی بالاتر به فروش برساند بنابراین اقدامات زیر را انجام می‌دهد:

- وی با ثبت یک سفارش خرید بازار به حجم ۱۰۰ سهم، قیمت تئوریک گشایش را به ۵۰۵ ارتقا می‌دهد. اکنون سفارش فروش خود به قیمت ۵۰۵ ین (که بالاتر از قیمت تئوریک گشایش واقعی است) به شرح جدول زیر به ثبت می‌رساند.

^۱ Opening Auction



Sell			Price (JPY)	Buy		
A	Total	Vol.		Vol.	Total	A
			Market orders	100	100	100
	173	31	508		100	
	142	23	507		100	
	119	19	506		100	
10	100	24	505		100	
	76	25	504		100	
	51	19	503		100	
	32	11	502		100	
	21	13	501		100	
	8	8	500	1	101	
			499	9	110	
			498	12	122	
			497	10	132	
			496	15	147	
			495	18	165	
			494	23	188	
			493	34	222	
			492	40	262	

سفارش خرید بدون
نیت اجرا شدن

افزایش قیمت
تئوریک گشایش

سفارش فروش به
بالاترین قیمت ممکن

- مجدداً سفارش خرید شخص A موجب همراه شدن سایر خریداران شده و ایشان اقدام به اصلاح سفارش‌های خرید خود و افزایش قیمت‌ها می‌کنند. در این مرحله و در لحظات پایانی جلسه حراج آغازین، شخص A پیش از به پایان رسیدن زمان این فاز معاملاتی، اقدام به لغو سفارش خرید خود به شرح جدول زیر می‌کند.

Sell			Price (JPY)	Buy		
A	Total	Vol.		Vol.	Total	A
			Market orders	28	28	100
	173	31	508	9	37	
	142	23	507	15	52	
	119	19	506	14	66	
10	100	24	505	34	100	
	76	25	504	35	135	
	51	19	503	23	158	
	32	11	502	38	196	
	21	13	501	40	236	
	8	8	500	31	267	
			499	9	276	
			498	12	288	
			497	10	298	
			496	15	313	
			495	18	331	
			494	23	354	
			493	34	388	
			492	40	428	

لغو سفارش خرید

سفارش‌های جدید
خریداران همراه شده



- در آخرین گام سهام این شخص به قیمت ۵۰۵ ین در پایان این فاز معاملاتی به شرح جدول زیر به فروش می‌رود.

Sell			Price (JPY)	Buy	
A	Total	Vol.		Vol.	Total
			Market orders		
	73	31	508		
	42	23	507		
	19	19	506		
10 → 0			505		
			504	35	35
			503	23	58
			502	38	96
			501	40	136
			500	31	167
			499	9	176
			498	12	188
			497	10	198
			496	15	213
			495	18	231
			494	23	254
			493	34	288
			492	40	328

فروش سهم به
قیمت بالاتر

مثال ۳: سرمایه‌گذار A قصد دارد تعداد ۱۰ سهم خود را به فروش برساند. قیمت آخرین معامله این سهم در جلسه معاملات پیوسته ۵۰۰ ین بوده و این شخص می‌خواهد سهام خود را در حراج پایانی به فروش برساند. در طول پیش‌گشایش حراج پایانی سرمایه‌گذار دیگری سفارش خرید ۱۰۰ سهم با استفاده از سفارش هیکناری^۱ را ارسال کرده است. این سفارش باعث رشد قیمت تئوریک گشایش سهم به ۵۰۵ ین شده است ولی با توجه به میزان عرضه در بازار سرمایه‌گذار A نمی‌تواند سهم خود را در این قیمت به فروش برساند. پس برای فروش سهم خود به بهترین قیمت، اقدامات زیر را انجام می‌دهد.

- شخص A در اولین گام اقدام به ثبت سفارش فروش هیکناری به تعداد ۱۰۰ سهم کرده و با این سفارش، قیمت تئوریک حراج پایانی به ۵۰۰ ین کاهش می‌دهد. این سفارش منجر به تشویق فروشندگان به رقابت برای کاهش قیمت و ترساندن خریداران از افت بیشتر قیمت و حذف یا تغییر سفارش‌های خرید ایشان به علت امکان خرید با قیمت‌های کمتر می‌شود. نیت شخص A

^۱ Hikenari order

این سفارش مخصوص مرحله حراج پایانی است و همانند سفارش به قیمت بازار، فاقد قیمت است و در انتهای این فاز معاملاتی به قیمت حاصل از حراج پایانی معامله می‌شود.



از ارسال این سفارش فروش سهم نیست و صرفاً برای تغییر جو بازار اقدام به ارسال این سفارش می‌کند.

				Price (JPY)	Buy			
A	Hikenari	Total	Vol.		Vol.	Total	Hikenari	A
H100	100			Market orders			100	
		116	7	507				
		109	9	506				
		100	18	505				
		82	12	504				
		70	31	503				
		39	23	502				
		16	16	501				
			10 → 0	500	10 → 0			10 → 0
				499				
				498	5	5		
				497	19	24		
				496	34	58		
				495	12	70		
				494	29	99		
				493	10	109		
				492	12	121		
				491	7	128		

ثبت سفارش فروش
به قیمت بازار

کاهش ساختگی قیمت پایانی به آخرین
قیمت

حذف سفارش خرید
توسط سایرین به
علت کاهش قیمت

- حال سرمایه‌گذار A سفارش فروش خود را از ۱۰۰ سهم به ۱۰ سهم تغییر می‌دهد و انتظار دارد قیمت تثوریک سهم مجدداً به ۵۰۵ ین به شرح جدول زیر بازگردد.



A	Hikenari	Total	Sell	Market orders	Buy	Total	Hikenari	A
H100 → H10	10						100	
		116	7	507				
		109	9	506				
		100	18	505				
		82	12	504				
		70	31	503				
		39	23	502				
		16	16	501				
				500				
				499				
				498	5	5		
				497	19	24		
				496	34	58		
				495	12	70		
				494	29	99		
				493	10	109		
				492	12	121		
				491	7	128		

اصلاح سفارش
فروش ساختگی

رشد مجدد قیمت تئوریک پایانی

- در نهایت شخص A موفق می‌شود به ایجاد رقابت کاذب در بازار، عرضه و تقاضا را به صورتی تغییر دهد که در نهایت سهم وی به بالاترین قیمت (۵۰۵ یین) به شرح جدول زیر به فروش برسد.

A	Hikenari	Total	Sell	Market orders	Buy	Total	Hikenari	A
H10 → 0	10	10	10 → 0		100 → 0	100	100	
		126	7	507		100		
		119	9	506		100		
		110	18 → 10	505		100		
		92	12 → 0	504		100		
		80	31 → 0	503		100		
		49	23 → 0	502		100		
		26	16 → 0	501		100		
		10		500		100		
		10		499		100		
		10		498	5	105		
		10		497	19	124		
		10		496	34	158		
		10		495	12	170		
		10		494	29	199		
		10		493	10	209		
		10		492	12	221		
		10		491	7	228		

فروش سهام به
قیمت بالاتر



مثال ۴ (دستکاری گروهی): در سال ۲۰۰۵ میلادی دستکاری گروهی جالبی در بورس ژاپن اتفاق افتاد. این دستکاری بر روی نماد شرکت کتز^۱ انجام شد. مدیرعامل قبلی شرکت (A)، مدیرعامل فعلی شرکت (B)، مدیرعامل یک شرکت دیگر (C)، معاون همان شرکت قبلی (D) و دو نفر دیگر گروهی را برای این انجام این تخلف تشکیل دادند. این گروه در دو گام به شرح زیر مجموعه اقدامات خود را انجام دادند:

- در گام اول به منظور اینکه توجهات به قیمت این سهم جلب کنند، این گروه با استفاده از شرکت‌های تحت مدیریت خود اقدام به خرید سریع و متوالی این سهم با قیمت‌های صعودی کردند. ایشان در این مرحله ۲,۴۵ میلیون سهم شرکت را خریداری و به صورت هم‌زمان حدود ۱,۴۷ سهم همان نماد را به فروش رساندند. در این مرحله به منظور افزایش سریع‌تر قیمت اقدام به استفاده پر تکرار از سفارش بازار^۲ کردند. در این مرحله حدود ۲۱۰ هزار سهم با استفاده از تعداد سفارش‌های بالا با حجم‌های اندک معامله شد که باعث گمراهی سایر فعالان بازار شد.
- در گام دوم شخص C اقدام به انجام معاملات ساختگی کرد. وی در این مرحله اقدام به فروش حدود ۵۸۰ هزار سهم کرد و به صورت هم‌زمان این سهم‌ها خریداری می‌کرد. علاوه بر این C با یک نفر دیگر تباری کرده بود تا به صورت مصنوعی با یکدیگر رقابت کنند. به عبارت دیگر سفارش‌های خرید یا فروش شخص C با سفارش‌های فوری این شخص اجرا می‌شدند. در مجموع شخص C با این شخص ۳۵۰ هزار سهم معامله کرد.
- در نتیجه این دستکاری شخص A با سه سال زندان و ۵ سال محرومیت از فعالیت و جریمه ۳۱۰ میلیون ین، شخص B و C و D با دو و نیم ساعت حبس، ۴ سال محرومیت از فعالیت و جریمه ۳۱۰ میلیون ینی مواجه شدند.

مثال ۵ (انتشار شایعه): این اتفاق در بورس توکیو اتفاق افتاد. شخص A که از مدیران ارشد پیشین شرکت بود به پرسنلی که قبلاً با استفاده از اینترنت استخدام کرده بود، ایمیلی ارسال کرد. وی در این ایمیل به آن‌ها توصیه کرد که سهام شرکت B را خریداری کنند. این ایمیل حاوی اطلاعات اشتباه در مورد سهم بود که به منظور تغییر دادن قیمت سهم تولید شده بود. این ایمیل برای ده‌ها نفر ارسال شد که در آن صراحتاً اعلام شده بود که فردا شرکت اقدام به انتشار اخبار منفی خواهد کرد، بنابراین توصیه می‌شود که سهام خود را فوراً به فروش برسانید. روز کاری بعد، ایمیل دیگری توسط شخص A برای آن‌ها ارسال شد که در آن بیان کرد که اطلاعات ارائه شده در ایمیل قبلی اشتباه بوده و به آن‌ها پیشنهاد کرد که سهام خود را مجدداً خریداری کنند. این شخص با استفاده از این ایمیل توانست چندین هزار ین سود کسب کند. این دستکاری زمانی توسط مقام ناظر کشف شد که سرمایه‌گذارانی که با استفاده از این اطلاعات زیان کرده بودند، اقدام به شکایت علیه این شخص کردند. در نتیجه دادگاه این شخص علاوه بر جبران خسارت زیان‌دیدگان به جریمه ۶۶۰ هزار ینی مواجه شد.

^۱ Cats, Inc.

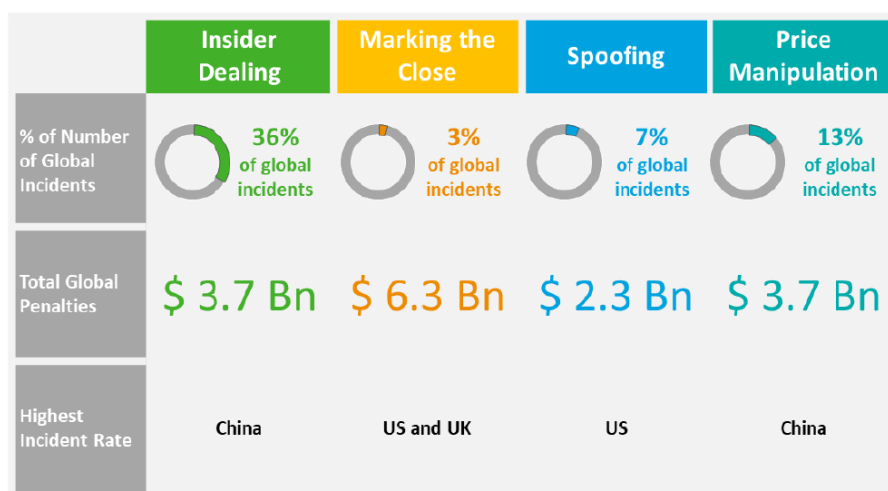
^۲ Market Order





۶- آمار جهانی روش‌های سوء استفاده از بازار کشف‌شده در بورس‌های اوراق بهادار

از سال ۲۰۱۶ تا پایان سال ۲۰۲۰ میلادی در ایالات متحده آمریکا حدود ۸ میلیارد دلار جریمه نقدی بابت جرایم مربوط به سوء استفاده از بازار دریافت شد. نکته جالب توجه این است که این جریمه از حدود ۲۰۰ پرونده تخلف دریافت شده که نشان از میزان سنگینی جرایم دستکاری در این کشور دارد. در این کشور و در سال‌های یاد شده، جعل، پیش‌دستی، دستکاری قیمت^۱ و انتشار اطلاعات کذب رایج‌تر بوده‌اند و تعداد زیادی از پرونده‌ها شامل جریمه بیش از ۱۰۰ میلیون دلار بودند. انگلستان نیز در بازه زمانی یاد شده تعداد زیادی پرونده را بررسی و جریمه حدود ۲ میلیارد دلاری را دریافت کرده که نشان از روش مشابه ایالات متحده در برخورد سنگین با تخلفات کشف شده دارد. سایر کشورهای عضو اتحادیه اروپا در این بازه زمانی حدود ۴۰۰ میلیون دلار جریمه از محل سوء استفاده از بازار دریافت کردند که فرانسه، ایتالیا و اسپانیا پس از انگلستان بیشترین میزان جرایم را به خود اختصاص داده‌اند. در اتحادیه اروپا انتشار اطلاعات کذب بیشترین تخلفی است که صورت گرفته و بیش از نیمی از پرونده‌ها را به خود اختصاص داده است. چین نیز در این بازه زمانی بیش از ۳۵۰ پرونده تشکیل داد و حدود ۷,۴ میلیارد دلار جریمه از این محل اخذ کرد. علت این امر که چین با وجود پرونده‌های تخلف بیشتر، جرایم کمتری اخذ کرده از این مساله نشأت می‌گیرد که تنها ۱۰ درصد پرونده‌های سوء استفاده از بازار در این کشور مربوط به سرمایه‌گذاران حقوقی^۲ بوده است و حدود ۹۰ درصد تخلف‌ها مربوط به سرمایه‌گذاران حقیقی^۳ بوده است. ژاپن در این سال‌ها با پرونده‌های تخلف بسیار کمتری مواجه بوده و تنها حدود ۲۰ میلیون دلار جریمه از این محل اخذ شده است. البته کشورهایمانند ژاپن علاقه بیشتری به استفاده از حکم زندان برای این نوع از جرایم دارند که منجر به کاهش مبلغ جرایم نیز شده است. در این ۵ سال، روش رنگ‌کردن گنجشک و ارتقای بهترین مظنه در این کشور بیشتر مورد استفاده قرار گرفته است. جدول زیر به صورت خلاصه میزان جرایم اخذ شده در کشورهای دنیا با استفاده از رایج‌ترین روش‌های سوء استفاده از بازار را نشان داده است.



جزئیات مربوط به روش‌های سوء استفاده از بازار مورد استفاده در کشورهای بزرگ که منجر به اخذ جرایم شده را به تفکیک نشان داده است.

^۱ منظور از دستکاری قیمت در این بخش روش‌های خشک کردن سهم، آغاز روند، سقف و کف‌گذاری و دستکاری مبتنی بر قرارداد است.

^۲ Institutional Investors

^۳ Individual Investors



REGULATORY ENFORCEMENT FOCUS COMPARISON*
Trends of enforcement incidents across select countries

	US	UK	Canada	Germany	China	HK	Japan	Australia
Total Penalties**	\$ 7.8 Bn	\$ 1.8 Bn	\$ 70 Mn	\$ 0.5 Mn	\$ 7.4 Bn	\$ 160 Mn	\$ 20 Mn	\$ 101 Mn
Behaviors focus								
Spoofing and Layering	•	•	•	•	•	•	•	
Marking the Close	•	•	•			•		•
Insider dealing	•	•	•	•	•	•	•	•
Dissemination of false or misleading market information	•	•	•	•		•		
Pump and Dump	•		•			•		
Wash Trade	•	•	•	•	•	•	•	•
Painting the Tape	•		•					
Front Running	•	•	•					
Cross-product manipulation	•							
Asset Class Coverage								
Equity	•	•	•	•	•	•	•	•
Fixed Income-Rates	•	•	•	•	•	•	•	•
Fixed Income-Credit	•							
Commodities	•	•			•			
FX	•	•	•			•		•

*Certain metrics have been rounded up or rounded down

کشف این نوع از جرایم تنها با وضع قوانین امکان‌پذیر نبوده و با به‌روزرسانی و توسعه زیرساخت و نرم‌افزارهای مورد نیاز برای نظارت بر بازار انجام شده است. کارشناسان تخمین می‌زنند بورس‌های اوراق بهادار تنها در سال ۲۰۲۱ در این حوزه حدود ۱,۴ میلیارد دلار هزینه کرده‌اند. این مبلغ نشان‌دهنده میزان اهمیت افزایش توانمندی‌های ناظر بازار در کشورهای دنیا است.



۷- مجازات مربوط به انواع روش‌های سوء استفاده از بازار

بر اساس نوع تخلف و شرایط آن، مجازات مجرم یا مجرمین متفاوت است. در این بخش به منظور تسهیل درک شدت برخورد با متخلفین کلیات جرایم مربوطه در بورس‌های اوراق بهادار ارایه شده است.

۱- اتحادیه اروپا: در این اتحادیه قوانین مربوط به این حوزه در دو بخش کیفری^۱ و حقوقی^۲ ارائه شده و در صورت اثبات جرم، شخص از محل هر دو قانون مجازات می‌شود. بر اساس قانون کیفری شخصی که اقدام به انجام معاملات نهان یا دستکاری بازار یا افشای غیرقانونی کذب می‌کند حبس به مدت حداقل ۴ سال محکوم می‌شود. در ارتباط با مجازات بخش حقوقی احکام متفاوت برای شخص حقیقی و حقوقی به شرح زیر اعمال می‌شود:

- شخص حقیقی: در ارتباط با معاملات دارندگان اطلاعات نهانی و دستکاری بازار حداقل سه برابر سود حاصله یا زیان حاصل نشده جریمه نقدی می‌شوند. البته در صورتی که مبلغ جریمه کمتر از ۵ میلیون یورو باشد، حداقل میزان این جریمه ۵ میلیون یورو است. در ارتباط با افشای غیرقانونی همانند حالت قبل جریمه محاسبه می‌شود البته حداقل جریمه یک میلیون یورو خواهد بود.
- شخص حقوقی: برای معاملات دارندگان اطلاعات نهانی و دستکاری بازار سه برابر سود حاصله یا زیان حاصل نشده جریمه نقدی می‌شوند. البته در صورتی که مبلغ جریمه کمتر از ۱۵ میلیون یورو باشد، حداقل میزان این جریمه ۱۵ میلیون یورو است. افشای غیرقانونی نیز همانند حالت یاد شده است، با این تفاوت که حداقل میزان جریمه ۲,۵ میلیون یورو است.

۲- ایالات متحده آمریکا: در ایالات متحده با توجه به قوانین ایالتی و شرایط پرونده میزان جرایم کاملاً متفاوت است. اما به صورت کلی از بعد کیفری اشخاص حقوقی در اثر سوء استفاده از بازار ممکن است تا ۲۵ میلیون دلار و اشخاص حقیقی تا ۵ میلیون دلار جریمه شوند. میزان حبس اشخاص حقیقی در این کشور می‌تواند تا ۲۰ سال در نظر گرفته شود. از بعد حقوقی اشخاص حقیقی و حقوقی ممکن است سه برابر عایدی حاصل از دستکاری یا زیان پرهیز شده جریمه شوند.

۳- استرالیا: در بورس استرالیا چنانچه شخص حقیقی مرتکب معاملات با استفاده اطلاعات نهانی شود به مجازات حداکثر ۱۵ سال حبس و یا ۱ میلیون دلار استرالیا یا سه برابر سود حاصله یا زیان کسب نشده مجازات می‌شود. اشخاص حقوقی که این جرم را مرتکب شوند به حداکثر ۱۰ میلیون دلار جریمه یا سه برابر سود حاصله یا زیان کسب نشده جریمه می‌شوند. برای سایر روش‌های سوء استفاده از برای شخص حقیقی حداکثر ۱۵ سال زندان و حداکثر ۱ میلیون دلار استرالیا یا سه برابر سود حاصله یا زیان کسب نشده مجازات در نظر گرفته می‌شود. برای شخص حقوقی نیز برابر حداکثر ۱۰ میلیون دلار جریمه یا سه برابر سود حاصله یا زیان کسب نشده است.

^۱ Criminal (Market Abuse Regulation (EU 596/2014 - 'MAR'))

^۲ Civil (Market Abuse Directive (Directive 2014/57/EU or 'CSMAD' or 'MAD II'))



- ۴- کره جنوبی: شخص سوء استفاده کننده از بازار در این بورس به مجازات حداقل یک سال حبس یا جریمه سه تا پنج برابر سود حاصله یا زیان حاصل نشده مواجه می شود. همچنین اگر میزان سود حاصل شده یا زیان حاصل نشده بیشتر از ۵۰۰ میلیون وون کره جنوبی باشد، مجازات تشدید می شود.
- ۵- چین: برای معاملات با استفاده از اطلاعات نهانی یک تا ۵ برابر سود حاصله یا زیان محقق نشده جریمه اخذ می شود. چنانچه مبلغ حاصل از دستکاری کمتر از ۳۰ هزار رمنبی (واحد پولی) باشد میزان جریمه بین ۳۰ هزار تا ۶۰ هزار واحد پولی خواهد بود. برای سایر روش‌های سوء استفاده از بازار نیز از ضریب یک تا ۵ برابر سود یا زیان پیشگیری شده استفاده می شود اما اگر عایدی از محل جرم کمتر از ۳۰۰ هزار واحد پولی باشد جریمه‌ای بین ۳۰۰ هزار تا ۳ میلیون واحد پولی اخذ خواهد شد. علاوه بر جریمه نقدی برای هر یک از موارد یاد شده بین یک تا ۵ سال حبس نیز در نظر گرفته می شود. چنانچه تخلف بسیار بزرگ باشد ممکن است ممکن است میزان حبس تا ۱۰ سال افزایش پیدا کند.
- ۶- ترکیه: اشخاصی که در بورس استانبول با استفاده از اطلاعات نهانی اقدام به معامله کنند به حبس به میزان حداقل ۳ سال و حداکثر ۵ سال محکوم می شوند. میزان جریمه مالی برای تخلف نیز نمی تواند کمتر از دو برابر سود حاصله یا زیان متحمل نشده باشد. متخلفین برای دستکاری بازار و همچنین افشای غیرقانونی نیز به زندان برای حداقل ۳ و حداکثر ۵ سال به علاوه حبس تعزیری از ۵۰۰۰ تا ۱۰ هزار روز محکوم می شوند. البته برای دستکاری بازار و معاملات نهان بین ۳ تا ۵ سال زندان در نظر گرفته است. حبس تعزیری قابل تبدیل به جریمه نقدی است و بر اساس توان مالی متخلف می تواند مبلغی از ۲۰ تا ۱۰۰ لیر باشد. مبلغ جریمه نقدی حاصل از حبس تعزیری نباید کمتر از میزان سود حاصل از دستکاری باشد.
- ۷- ژاپن: شخصی که در این بورس اقدام به انجام معاملات دارندگان اطلاعات نهانی کند، می تواند به حبس تا ۵ سال و یا به پرداخت جریمه تا ۵ میلیون ین محکوم شود. برای سایر روش‌های سوء استفاده از بازار این حکم می تواند تا ۱۰ سال حبس و جریمه ۳۰ میلیون ین افزایش یابد. مبالغ یاد شده علاوه بر اصل سود یا زیان حاصل نشده توسط متخلف است.
- ۸- هنگ کنگ: مجازات سوء استفاده از بازار در بورس هنگ کنگ تا ۱۰ سال حبس و جریمه نقدی تا ۱۰ میلیون دلار هنگ کنگ است. مبالغ یاد شده علاوه بر اصل سود یا زیان حاصل نشده توسط متخلف است.



۸- جمع‌بندی

در بیشتر بورس‌های اوراق بهادار قوانینی با عنوان قوانین سوء استفاده از بازار وجود دارد که شامل سه بخش معاملات دارندگان اطلاعات نهانی، دستکاری بازار و افشای غیرقانونی است. معاملات دارندگان اطلاعات نهانی به صورت کلی به معاملاتی گفته می‌شود که با استفاده از اطلاعاتی که در دسترس عموم قرار ندارد انجام می‌شود و دارای سه دسته پیش‌دستی، تقلید و انتشار اطلاعات اشتباه و خرید ارزان سهم تقسیم می‌شود. دستکاری بازار نیز به صورت ساده به مجموعه فعالیت‌هایی اطلاق می‌شود که منجر به منحرف شدن مسیر معاملات از حالت عادی به نفع متخلف است. این نوع از سوء استفاده از بازار دارای تنوع زیادی است ولی به صورت کلی می‌توان آن را به چهار دسته هجوم، دستکاری مبتنی بر قرارداد، جعل و روش‌های قدرت بازار تفکیک کرد. متخلفین با استفاده از انتشار اخبار کذب یا گمراه‌کننده در افشای غیرقانونی از بازار سود کسب می‌کنند. این روش نیز دارای سه نوع پنهان‌سازی مالکیت، تبلیغ-کردن و تخریب سایبری است. بررسی‌ها حاکی از آن است که در عمل معمولاً ترکیبی از روش‌های یاد شده مورد استفاده قرار می‌گیرد و کشف و اثبات آن‌ها امری دشوار، زمان‌بر و پرهزینه است. مطابق آمار در کشورهای پیشرفته همچون ایالات متحده آمریکا در مدت ۵ سال اخیر تنها حدود ۲۰۰ پرونده نهایی شده است. ولی از این تعداد پرونده حدود ۸ میلیون دلار جریمه اخذ شده که نشان از شدت برخورد با متخلفین در این بورس دارد. بورس‌های دیگر نیز به منظور کاهش انگیزه سوء استفاده از بازار علاوه بر دریافت جرایم نقدی سنگین، متخلفین را با حبس‌های طولانی مدت نیز مواجه کرده‌اند.



منابع

1. <https://www.investopedia.com/terms/w/washtrading.asp>
2. <https://www.nasdaq.com/glossary/p/painting-the-tape>
3. <https://www.investopedia.com/terms/p/paintingthetape.asp>
4. <https://www.marketconductrules.com/risks/trash-and-cash.html>
5. <https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/1477370819850124>
6. <https://www.iiroc.ca/news-and-publications/notices-and-guidance/guidance-certain-manipulative-and-deceptive-trading-practices>
7. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/cornering-the-market/>
8. <https://www.fsc.gi/uploads/legacy/download/adobe/codemarketabuse.pdf>
9. <https://www.planetcompliance.com/the-7-deadly-sins-of-market-abuse-part-iv-manipulating-transactions/>
10. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/front-running>
11. <https://www.nasdaq.com/glossary/t/tout>
12. <https://sgrlaw.com/ttl-articles/920/>
13. <https://www.afm.nl/~/profmedia/files/wet-regelgeving/marktmisbruik/interpretations-market-manipulation.pdf?la=en>
14. <https://www.cmcmarkets.com/en/trading-guides/market-manipulation>
15. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/gx-market-abuse-outlook-v3.pdf>
16. https://en.wikipedia.org/wiki/Market_abuse
17. [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-621-5745?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true#co_anchor_a773978](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-621-5745?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true#co_anchor_a773978)
18. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=EN>
19. <https://blog.complylog.com/market-abuse-penalties>
20. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN>



21. [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-009-8659?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-009-8659?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)
22. <https://complianceconcourse.willkie.com/resources/insider-trading-enforcement-fines-penalties-and-sanctions>
23. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/25743/000138713113000737/ex14_02.htm
24. <https://www.bloomberquint.com/business/u-s-fines-power-traders-242-million-for-market-manipulation>
25. <https://www.jpx.co.jp/english/regulation/ensuring/preventing/manipulation-faq/index.html>
26. <https://hauzen.hk/market-misconduct-regulations-in-hong-kong>
27. <https://www.jpx.co.jp/english/regulation/ensuring/preventing/about-unfair-trading/index.html>
28. <https://www.reuters.com/article/us-fingerprint-samsung-idUSBRE99A07N20131011>
29. <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/1/4.html>