

## دستکاری بازار اوراق بهادار: مفهوم، مبانی و روش‌ها (مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و آمریکا)

مهدی امینی<sup>۱</sup>، محمد عیسائی تفرشی<sup>۲\*</sup>، مرتضی شهبازی‌نیا<sup>۳</sup>

۱. دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران

۲. استاد دانشکده حقوق دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران

۳. دانشیار دانشکده حقوق دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران

دریافت: ۹۳/۴/۲۹

پذیرش: ۹۳/۱۲/۱۶

### چکیده

دستکاری بازارهای اوراق بهادار، منصفانه بودن آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، باعث کاهش اعتماد عمومی به این بازارها می‌گردد و مانع ایفای صحیح نقش آنها می‌شود. در گفتمان‌های حقوقی و اقتصادی بر سر مفهوم دستکاری بازار اختلاف نظر وجود دارد، بخصوص بر سر این‌که ضابطه تمیز دستکاری از سایر فعالیت‌ها و معاملات باید ضابطه ذهنی قصد باشد یا ضابطه عینی تأثیر بر قیمت و بازار ورقه بهادار. به دلایل مختلف از جمله حفظ کارایی و تمامیت بازار، حمایت از سرمایه‌گذاران و ملاحظات اخلاقی، نظام‌های حقوقی، آن را ممنوع و برایش ضمانت‌اجراهای مدنی، انضباطی و حتی کیفری در نظر گرفته‌اند. دستکاری اطلاعات‌محور، عمل‌محور و معامله‌محور سه قسم اصلی دستکاری بازار هستند که در این میان، قسم اخیر اهمیت و پیچیدگی بیش‌تری دارد.



واژگان کلیدی: اوراق بهادار، معاملات اوراق بهادار، بورس، دستکاری بازار، روش‌های دستکاری

## ۱. مقدمه

برای این‌که بازارهای اوراق بهادار بتوانند نقش خود را به صورت صحیح ایفا کنند باید مورد اعتماد و اقبال عموم و فعالان اقتصاد باشند. اصولی چون منصفانه بودن، شفافیت و کارایی بازار می‌تواند حقوق و منافع سرمایه‌گذاران را حمایت کند و اعتماد عمومی به بازار را افزایش دهد. در این میان، سازوکارهای حقوقی در کنار سایر عوامل می‌تواند در تحقق اصول فوق مؤثر باشد. یکی از این سازوکارها، مقابله با رویه‌های غیرمنصفانه و مبتنی بر تقلب در بازارهای اوراق بهادار و از جمله دستکاری بازار<sup>۱</sup> است: منظور از دستکاری بازار، انجام اقدامات و مداخلاتی است که سبب ایجاد قیمت‌های ساختگی یا ظاهری گمراه‌کننده از بازار اوراق بهادار و یا اغوای سرمایه‌گذاران می‌شود. این اقدامات غیرقانونی باید از فعالیت‌ها و معاملات قانونی تمیز داده شود؛ چرا که اگر فعالیتی دستکاری تلقی شود، در غالب نظام‌های حقوقی با ضمانت‌اجراهای مدنی، انضباطی و کیفری مواجه خواهد شد و از سوی دیگر گسترش ممنوعیت‌ها بر بازار تأثیر نامطلوب خواهد داشت. در این میان بررسی مبانی ممنوعیت دستکاری و روش‌های انجام آن می‌تواند حائز اهمیت باشد. این مقاله، در بخش اول به معرفی مفهوم دستکاری و ضابطه تمیز آن از سایر فعالیت‌ها می‌پردازد، در بخش دوم مبانی ممنوعیت این رویه از جنبه‌های مختلف مورد بررسی قرار می‌گیرد، در بخش سوم، روش‌های مختلف دستکاری بررسی می‌شود و در نهایت نتیجه بحث ارائه می‌گردد.

---

1. market manipulation

## ۲. مفهوم دستکاری بازار<sup>۱</sup>

برای شناخت مفهوم دستکاری باید تعاریف ارائه شده از آن مورد بررسی قرار گیرد. همچنین لازم است که این مفهوم از مفاهیم نزدیک به آن تمیز داده شود.

### ۲-۱. تعریف

امکان دستکاری یک بازار اوراق بهادار تا حدودی به ویژگی‌های آن بازار (اندازه<sup>۲</sup> و نقدشوندگی<sup>۳</sup>) و در بازار مشتقات به بازار نقدی دارایی پایه<sup>۴</sup> آن وابسته است. بنابراین، نظام‌های حقوقی می‌توانند شیوه‌های مختلفی را برای تعریف آن در پیش بگیرند [۱، ص ۴]. دستکاری بازار در قوانین فعلی آمریکا تعریف نشده و برخی حقوقدانان معتقدند که نه در ادبیات حقوقی و نه در ادبیات اقتصادی، تعریف مطلوبی از آن به عمل نیامده است [۲، ص ۶۵]. تعریف سنتی دستکاری بازار که در پرونده کارگیل علیه هاردین<sup>۵</sup> ۱۹۷۱ - یکی از مشهورترین پرونده‌ها در حقوق آمریکا - یافت می‌شود عبارت است از: «هر نوع فعالیت<sup>۶</sup>، نقشه<sup>۷</sup> (طرح) یا مهارتی<sup>۸</sup> که عامدانه بر قیمت یک دارایی مالی تأثیر بگذارد و منجر به ایجاد قیمتی متفاوت از قیمتی که در نبود آن مداخله ممکن بود ایجاد شود، گردد [۳، ص ۹]». کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا<sup>۹</sup> دستکاری اوراق بهادار را به این صورت تعریف کرده است: «دستکاری عبارت است از دخالت عامدانه در جریان عرضه و تقاضای یک ورقه بهادار که اغلب به منظور فریب سرمایه‌گذاران از

۱. از آن با عنوان دستکاری قیمت price manipulation یا دستکاری سهام stock manipulation هم یاد شده است.

2. size  
3. liquidity  
4. underling asset  
5. Cargil Inc.v. Hardin(1971)  
6. activity  
7. scheme  
8. artifice  
9. Securities and Exchange Commission (SEC)

مهدی امینی و همکاران ..... دستکاری بازار اوراق بهادار: مفهوم...



طریق کنترل یا تأثیرگذاری مصنوعی بر قیمت یا فعالیت بازار یک نوع اوراق بهادار طراحی شده است» [۱، ص ۷۴]. در تعریفی دیگر گفته شده، دستکاری بازار، زمانی اتفاق می‌افتد که معامله‌کنندگان به صورت عامدانه سبب شوند که قیمت معاملاتی، قیمتی باشد که ارزش منصفانه بازار نیست [۴، ص ۲]. یا این‌که دستکاری عبارت است از رفتاری عامدانه که به قصد اغوای دیگران به خرید و فروش یک ورقه بهادار و یا سوق دادن قیمت آن به سوی یک قیمت ساختگی انجام می‌شود یا دخالت عامدانه در حرکت آزاد عرضه و تقاضا در بازار اوراق بهادار [۵، ص ۵۰۷] یا یک رویه غیرقانونی برای بالابردن یا پایین آوردن قیمت یک ورقه بهادار از طریق ایجاد ظاهری از یک دادوستد فعال روی آن [۶، ص ۹۷۵].

در حقوق ایران اگرچه این اصطلاح در قوانین به کار نرفته، ولی با استنباط از بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۴ می‌توان دستکاری را بدین صورت تعریف کرد: «هر اقدامی که منجر به ایجاد ظاهری گمراه‌کننده از فرایند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت‌های کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود».

به نظر نگارندگان، دستکاری را می‌توان بدین صورت تعریف کرد: «هر اقدام نامتعارفی که سبب تأثیر بر فرایند طبیعی قیمتگذاری ورقه بهادار، ظاهر فعالیت بازار یا تصمیم سرمایه‌گذاران شود».

## ۲-۲. ضابطه تشخیص دستکاری

دستکاری بازار یک پدیده چندوجهی است [۲، ص ۷]. از یک سو باید اقداماتی که دستکاری محسوب می‌شود ممنوع گردد و نقض این ممنوعیت حسب مورد، مسئولیت‌های مدنی، انتظامی و کیفری را برای مرتکب آن در پی داشته باشد و از سوی دیگر چون این محدودیت‌ها دارای هزینه هستند، بنابراین، باید در جستجوی یافتن نقطه تعادل بود. در برخی از نظام‌های حقوقی نظیر حقوق آمریکا، بیش‌تر ضابطه

ذهنی<sup>۱</sup> (قصد) برای تمیز دستکاری از سایر فعالیت‌ها در نظر گرفته می‌شود [۷، ص ۶۱]. چنان‌که ملاحظه گردید قید «عامدانه» در همه تعاریف قانونی و علمی حقوق کشور آمریکا دیده می‌شود. حتی برخی از حقوقدانان ادعا کرده‌اند که هیچ تعریف عینی<sup>۲</sup> از دستکاری وجود ندارد و هر تعریفی که بتواند مفهوم داشته باشد الزاماً یک تعریف ذهنی خواهد بود [۵، ص ۵۱۰]. براساس همین ضابطه ذهنی گفته شده که دستکاری بازار از چهار عنصر تشکیل شده: ۱) یک فعل یا ترک فعل متقلبانه،<sup>۳</sup> ۲) قصد،<sup>۴</sup> ۳) رابطه سببیت، و ۴) قیمت تصنعی [۳، ص ۹] یا این‌که معاملات برای این‌که دستکاری محسوب شوند باید سه شرط داشته باشند: ۱) با این قصد انجام شده باشند که قیمت را به یک مسیر خاصی ببرند؛ ۲) معامله‌کننده باور نداشته باشد که قیمت (به خودی خود) به آن سمت حرکت خواهد کرد؛ و ۳) سود حاصل منحصراً ناشی از این باشد که معامله‌کننده توانسته قیمت را به آن سو ببرد [۵، ص ۵۱۰]. در حقوق آمریکا ممنوعیت، شامل معامله کردن با قصد ایجاد یک ظاهر گمراه‌کننده مبنی بر وجود یک بازار فعال روی یک ورقه بهادار به قصد اغوای دیگران به معامله کردن می‌شود [۷، ص ۶۱]. ضابطه ذهنی از جهات مختلف مورد انتقاد واقع شده است. تعیین قصد دستکاری دشوار است و تعقیب نادرست، سبب دلسردی سرمایه‌گذارانی می‌شود که به طور صحیح فعالیت می‌کنند. حتی یک قاعده کارآمد علیه دستکاری عامدانه باز هم کامل نیست؛ چرا که معاملاتی که بر قیمت تأثیر می‌گذارد، سبب ضرر می‌شود، صرفنظر از این‌که دلیل انجام آن معاملات چه بوده است [۸، ص ۲۲۴]. بر مبنای ضابطه عینی برخی از حقوقدانان معیار فشار ناموجه بر قیمت<sup>۵</sup> را به عنوان ضابطه دستکاری معرفی کرده‌اند. فشار بر قیمت به معنای سهم یک گروه از معاملات از کل تغییرات قیمت است. فشار ناموجه تأثیری است که به صورت کامل یا جزئی بی‌اساس است [۲، ص ۱۳ به بعد]. قواعد مبتنی بر ضوابط عینی

- 
1. subjective
  2. objective
  3. manipulative
  4. intention
  5. the 'unsupported price pressure'-standard



می‌تواند معاملات نامطلوب را ممنوع سازد؛ بدون نیاز به یک بررسی پرهزینه و اغلب نامیدکننده در خصوص انگیزه معامله‌کنندگان [۸، ص ۲۲۷].

در حقوق ایران، آنچه از ظاهر بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران بر می‌آید این است که ارتکاب جرم موضوع این بند، نیازی به قصد مجرمانه و حتی سوءنیت عام ندارد.<sup>۱</sup> علاوه بر این، حصول نتیجه یعنی ایجاد ظاهر گمراه‌کننده، قیمت‌های کاذب یا اغوای اشخاص نیز شرط نیست. بنابراین، اگر اقداماتی که انجام شده، نوعاً باعث اغوای اشخاص می‌شده، ولی در فرضی خاص، به هر دلیلی، باعث این امر نشده، باز هم جرم تحقق یافته است.<sup>۲</sup> در واقع می‌توان گفت این ماده حالتی را که علی‌القاعده و به استناد ماده ۱۲۲ ق.م.ا. می‌توانست شروع به جرم دستکاری تلقی شود، در حکم دستکاری دانسته است. با این حال، ماده ۷ دستورالعمل انضباطی کارگزاران که مصادیقی از دستکاری را به‌عنوان تخلفات انضباطی کارگزاران مورد اشاره قرار داده، در برخی موارد به «قصد» توجه کرده است.

### ۲-۳. رابطه دستکاری بازار و معامله راهبردی<sup>۳</sup>

در بازار اوراق بهادار، گاه مجموعه‌ای از معاملات با هدفی خاص و متفاوت از اهداف عادی (نظیر کسب سود) انجام می‌گیرد. پوشش ریسک، کسب کرسی‌های مدیریتی و کنترلی یک شرکت، حمایت از سرمایه‌گذاران و جلوگیری از جریان شدید کاهش‌ی یا

۱. برای دیدن نظر مشابه که براساس ظاهر بند مذکور، ارتکاب این جرم را با تقصیر جزایی هم ممکن می‌داند نگاه کنید به: [۱۵، ص ۲۱۵]؛ هرچند که این برداشت از ظاهر ماده با مبانی حقوق کیفری سازگاری ندارد.

۲. برای مطالعه نظر مخالف که دستکاری را جرم مقید می‌داند نگاه کنید به: [۹، ص ۱۲۷-۱۲۸]. ایشان استدلال کرده‌اند که «باید اقدامات فرد دستکار، موجب حصول نتیجه شود، در غیر این صورت نمی‌توان اقدامات فرد را جزء عناصر تشکیل‌دهنده جرم دانست». این استدلال قابل نقد به نظر می‌رسد. عنصر مادی این جرم، اقداماتی است که نوعاً می‌تواند به آن نتایج منجر شود، یعنی افعالی که این توانایی را دارند که تأثیرات مد نظر در بند مذکور را بگذارند، مانند انتشار شایعات، نه اقداماتی که لزوماً به آن نتایج منجر شود.

3. strategic

پژوهش‌های حقوق تطبیقی \_\_\_\_\_ دوره ۱۹، شماره ۱، بهار ۱۳۹۴

افزایشی بازار یک ورقه بهادار، کاهش یا افزایش قیمت برای ایجاد قیمت دلخواه جهت انجام یک معامله عمده یا توده<sup>۱</sup>، بازارسازی و... از جمله این اهداف و راهبردها است. گفته شده که رویه‌هایی نظیر بازارسازی<sup>۲</sup>، پوشش خطر<sup>۳</sup> عادی و بورس‌بازی<sup>۴</sup> نمی‌تواند دستکاری تلقی شود [۱۰، ص ۱]. از جمله رویه‌هایی که باید مورد بررسی قرار بگیرد، رویه ثابت نگاه داشتن قیمت<sup>۵</sup> است. این رویه تلاشی است برای حفظ یک ورقه بهادار در یک قیمت خاص. زمانی که بحث در خصوص تعهد یک پذیرهنویس یا اشخاص وابسته به آن در یک عرضه اولیه اوراق بهادار مطرح می‌شود، این رویه معمولاً با عنوان تثبیت<sup>۶</sup> مورد اشاره قرار می‌گیرد؛ چرا که در این حالت، هدف حفظ قیمت بازار ورقه بهادار در حد قیمت پذیرهنویسی است. در حقوق آمریکا ماده 9(a)(6) قانون بورس، این رویه را تنظیم می‌کند. ماده مذکور رویه‌های فوق را در صورتی ممنوع می‌داند که مغایر با قواعد و مقرراتی باشد که کمیسیون اوراق بهادار برای حمایت از منافع عمومی یا سرمایه‌گذاران در این خصوص وضع کرده است. مفهوم مخالف این بخش این است که تثبیت قیمت به طور مطلق ممنوع نیست و به شرط رعایت مقررات مجاز است [۱۱، ص ۹۰]. در بازار سرمایه ایران، گاه سهامدار عمده، با عنوان جمع کردن صف فروش، کاهش فرایند نزولی قیمت و حمایت از حقوق سهامداران، اقدام به خرید سهم می‌کند یا برای جمع کردن صف خرید و جلوگیری از فرایند افزایشی سهم،

۱. جهت توضیح بهتر موضوع به یک پرونده از بازار سرمایه ایران اشاره می‌کنیم: قیمت سهام شرکت «ت» در یک بازه زمانی کوتاه با کاهش قیمت محسوس مواجه شد. با بررسی موضوع مشخص شد که فروش گسترده سهام متعلق به سهامدار عمده و اشخاص حقوقی وابسته به آن توسط شرکت کارگزاری «ک» عامل اصلی کاهش قیمت بوده است. پس از کاهش قیمت، معاملات بلوکی (توده) درون‌گروهی بین شرکت‌های مذکور انجام شده است. کمیته رسیدگی به تخلفات (سازمان بورس و اوراق بهادار) با این استدلال که فروش‌های مورد اشاره به قصد ایجاد قیمت دلخواه برای انجام معاملات بلوک صورت گرفته، آن را تخلف معامله‌گر شرکت کارگزاری «ک» تشخیص داده است. پرونده فوق می‌تواند نمونه یک دستکاری معامله‌محور باشد.

2. market making
3. routine hedging
4. speculation
5. pegging
6. stabilizing

مهدی امینی و همکاران ..... دستکاری بازار اوراق بهادار: مفهوم...



اقدام به عرضه و فروش سهام خود می‌کند. بر مبنای ضابطه عینی، این موارد نیز می‌تواند مصداق دستکاری باشد، چرا که به هر حال دخالت در فرایند عادی عرضه و تقاضا است، مگر این‌که این گونه اقدامات در مقررات و ضوابط تجویز شده باشد.

## ۲-۴. رابطه دستکاری بازار و تقلب<sup>۱</sup> در بازار اوراق بهادار

تقلب، در بازارهای اوراق بهادار مفهوم گسترده‌ای دارد و می‌تواند طیف وسیعی از رفتارها و از جمله دستکاری بازار را در بر بگیرد [۱۲، ص ۲۷۲-۲۸۲؛ ۱۳، ص ۱۱۱]. با این حال، در حقوق آمریکا، رابطه بین دستکاری بازار و تقلب هیچ‌گاه واضح نبوده است. قاضی فرانک ایستربروک<sup>۲</sup> بیان داشته که دستکاری یکی از گونه‌های تقلب در بازار است [۵، ص ۵۱۱]. حقوقدان دیگری معتقد است که دستکاری به زمینه تقلب ارتباط دارد، ولی بخشی از آن محسوب نمی‌شود. همچنین گفته شده، درخصوص برخی رفتارهای خاص، دستکاری یک شکل از تقلب است. برای نمونه معاملات صوری و سفارش‌های هماهنگ شده، طراحی شده‌اند تا فعالان بازار را گمراه کنند که خریداران و فروشندگان روی یک ورقه بهادار در حال معامله کردن هستند، در حالی که واقعاً معامله‌ای رخ نمی‌دهد. چنین معاملاتی یک شکل از تقلب به وسیله رفتار هستند. مفهوم دستکاری برای چنین مواردی زائد است، چرا که مفهوم تقلب کافی است. اما در مواردی که دستکاری بازار از طریق معاملات واقعی صورت می‌گیرد، نمی‌توان آن را گونه‌ای از تقلب دانست [۵، ص ۵۱۱].

## ۳. سیر تاریخی موضوع

قدمت موضوع دستکاری به شکل‌گیری اولین بازار سرمایه در شکل نوین خود در آمستردام هلند در اوایل قرن هفدهم برمی‌گردد [۱۴، ص ۴]. برخلاف معاملات متکی به

1. fraud

2. Frank Easterbrook



پژوهش‌های حقوق تطبیقی \_\_\_\_\_ دوره ۱۹، شماره ۱، بهار ۱۳۹۴

اطلاعات نهانی که آمریکایی‌ها ابتدا به وضع مجازات برای آن پرداختند، آثار مضر دستکاری قیمت ابتدا در فرانسه و انگلستان مورد اشاره قرار گرفت. مشهور است که نخستین پرونده دستکاری بازار که مورد حکم قرار گرفته، پرونده رکس علیه دی برنر<sup>۱</sup> در سال ۱۸۱۴ بوده است. پرونده‌ای که متعاقب انتشار شایعه مرگ ناپلئون و اثرات آن بر بورس لندن مطرح شد [۱۵، ص ۲۰۶].

در آمریکا اولین پرونده در این زمینه پرونده دولت آمریکا علیه براون<sup>۲</sup> در سال ۱۹۳۳ بوده است [۱۵، ص ۳]. در ایران، قانون تأسیس بورس اوراق بهادار (۱۳۴۵) اشاره‌ای به دستکاری بازار نکرده بود. با این حال قوانین جزایی نظیر قانون مجازات عمومی مصوب ۱۳۰۴ و قانون مجازات اسلامی (تعزیرات) مصوب ۱۳۶۲ دستکاری بازار را به صورت کلی (و نه فقط در مورد اوراق بهادار) جرم‌انگاری کرده بودند؛ ولی در قانون مجازات اسلامی ۱۳۷۵، این جرم حذف شد [۱۶، ص ۳۰۷-۳۰۸].

#### ۴. مبانی

##### ۴-۱. مبانی نظری

دستکاری بازار، در برخی نقاط دنیا به‌عنوان شیوه‌ای قابل قبول برای معامله کردن مورد توجه قرار گرفته است [۴، ص ۱۵] و مخالفت‌هایی درخصوص ممنوعیت آن وجود دارد [۳، ص ۴]. بنابراین، حتی بر سر اصل ممنوعیت آن هم اتفاق نظر وجود ندارد. اما بحث به صورت مفصل‌تر بر سر قلمرو دستکاری و ممنوعیت آن ادامه دارد. یک نکته مهم ابتدایی این است که اکثریت معاملات منصفانه هستند [۱۷، ص ۴] و اکثر فعالان بازار می‌خواهند که در چارچوب قانون و به دور از سوءاستفاده فعالیت کنند و این کار را هم می‌کنند. آن‌ها می‌خواهند که در بهترین قیمت ممکن معامله کنند و معاملات آن‌ها کم‌ترین تأثیر را بر قیمت بگذارد [۸، ص ۲۲۲]. این حقیقت که تعداد

1. Rex v. de Berenger, 1814

2. United States v. Brown, 1933

مهدی امینی و همکاران ..... دستکاری بازار اوراق بهادار: مفهوم...



فعالان خوب بازار از تعداد فعالان بد بیش‌تر است، از اهمیت بحث دستکاری نمی‌کاهد، اما نگرش به «گروه هدف» را در اتخاذ ضمانت اجراها تغییر می‌دهد. بازار سرمایه را ترس و طمع اداره می‌کند. بنابراین، همانند سایر حوزه‌هایی که به اقتصاد یا منافع بازار مربوط است، دغدغه‌هایی درخصوص انعطاف بازار و حداقل دخالت قانونگذاری و دولتی مطرح است [۳، ص ۹].

#### ۴-۱. حفظ اعتماد عمومی به بازار مالی

اعتماد عمومی به منصفانه بودن بازارها، نقدشوندگی و کارایی آن‌ها را افزایش می‌دهد. دستکاری بازار به تمامیت آن آسیب وارد کرده، از طریق منحرف کردن قیمت‌ها، اختلال در کارکرد پوشش ریسک<sup>۱</sup> این بازارها و ایجاد یک ظاهر ساختگی از فعالیت بازار، اعتماد عمومی به بازارهای اوراق بهادار و مشتقات را کاهش می‌دهد [۱، ص ۲] و چنانچه در سطح وسیع انجام شود می‌تواند منجر به بحران در بازارهای مالی شود؛ چنان‌که یکی از عوامل مؤثر بر سقوط مالی سال ۱۹۲۹ آمریکا دستکاری قیمت‌ها بوده است. معاملات صوری و سایر رویه‌های دستکاری می‌تواند ظاهری از نقدشوندگی یک بازار را ارائه کند که بازار را جذاب‌تر می‌کند [۱۱، ص ۹۰].

#### ۴-۲. حفظ کارایی و یکپارچگی<sup>۲</sup> بازار

در اقتصاد نوین، نظام بازار به‌عنوان نظامی پیچیده و ناقص تلقی می‌شود که باید با دقت مراقب آن بود [۱۸، ص ۵۱]. هریک از بازارهای مالی وظیفه‌ای را بر عهده دارند. بازارهای اوراق بهادار، فراهم کردن سرمایه را تسهیل می‌کنند و بازار مشتقات توزیع ریسک را [۱۷، ص ۲۴]. از عمده‌ترین وظایف بازار سرمایه، ایجاد فضایی مناسب برای تعیین عادلانه قیمت دارایی‌های سرمایه‌ای، ایجاد نقدینگی برای اوراق بهادار در تملک سرمایه‌گذاران و تخصیص بهینه برای حوزه‌هایی است که از کارایی لازم برای

1. hedging  
2. integrity

پژوهش‌های حقوق تطبیقی \_\_\_\_\_ دوره ۱۹، شماره ۱، بهار ۱۳۹۴

ارزش‌افزایی برخوردارند [۱۹، ص ۱۱۶]. امروزه به طور گسترده‌ای پذیرفته شده که سوءاستفاده از بازار<sup>۱</sup> یکی از مهم‌ترین خطرهای بازارهای مالی است که به شکل معاملات متکی به اطلاعات نهانی<sup>۲</sup> و دستکاری قیمت بروز می‌کند. دستکاری بازار، کارکردها و کیفیات یک بازار مالی کارا را بر هم می‌زند و این مهم‌ترین دلیل ممنوعیت آن است [۳، ص ۶].

#### ۳-۱-۴. حمایت از سرمایه‌گذاران

برخی از انواع اصلی نارسایی‌های بازار<sup>۳</sup> از قبیل اطلاعات ناقص یا نامتقارن، نابرابری و انحصار [۲۰، ص ۵۱] در اشکال مختلف دستکاری می‌تواند جلوه گر شود و دخالت نیرویی از بیرون از بازار را طلب کند. حمایت از حقوق و منافع سرمایه‌گذاران، امروزه به دلایل مختلف، از اهداف اصلی تنظیم بازارهای اوراق بهادار است [۱۳، ص ۱۰۶-۱۰۸]. اگرچه شرط نیست که سرمایه‌گذاران الزاماً پولی را از دست بدهند تا دستکاری محقق شود، با این حال در اغلب موارد، سقوط بازار ورقه بهادار در پایان رفتار یا فعالیت دستکاری‌کننده نه تنها بهترین گزینه برای دستکاری است، بلکه منتج به ورود زیان‌های اساسی به سرمایه‌گذارانی می‌شود که مالک ورقه بهاداری هستند که ارزش آن به شدت افت کرده است [۳، ص ۴]. حتی گفته شده، اگر شخص مظنون، قیمت را افزایش دهد و بعد، قیمت تا مدت‌ها، بالا بماند، وی به احتمال زیاد مرتکب دستکاری نشده است. در مقابل اگر قیمت سقوط کند، به احتمال زیاد دستکاری صورت گرفته است [۲، ص ۲۳]. یک اصل اساسی که فرصت برابر را تضمین می‌کند این است که کلیه معاملات در فضایی صورت بگیرد که تمام اطلاعات اساسی به صورت صحیح، کامل و ساده افشا شوند. دستکاری بازار هر دو اصل دسترسی برابر به فرصت و خطر و افشای صحیح، کامل و ساده را نقض می‌کند [۴، ص ۲].

- 
1. market abuse
  2. insider dealing/insider trading
  3. market failure



#### ۴-۲. مبانی قانونی

اصل سی و ششم از اصول تدوین شده توسط سازمان جهانی کمیسیون‌های اوراق بهادار<sup>۱</sup> تحت عنوان «اهداف و اصول تنظیم اوراق بهادار»، در فصل مربوط به اصول بازار ثانویه مقرر می‌دارد: «تنظیم بازار اوراق بهادار باید به نحوی انجام شود که دستکاری و سایر رویه‌های معاملاتی غیرمنصفانه را کشف کرده، از آن منع کند» [۲۶، ص ۱۲].

بسیاری از نظام‌های حقوقی، قوانینی برای مقابله با دستکاری بازار دارند. علاوه بر این برخی بازارها نظیر نزدک<sup>۲</sup> دارای قواعد به‌شدت جزئی و مفصل هستند که به طور صریح رویه‌های دستکاری‌کننده بازار را ممنوع می‌سازند. برای نمونه قواعد نزدک در رابطه با دستورات (سفارش‌های) ساختگی، معاملات صوری، معاملات از پیش هماهنگ‌شده، کسب سود به ضرر مشتری، عدم رعایت اولویت و معامله براساس اطلاعات مشتریان مقررات مفصلی دارند [۲۲، ص ۳].

#### ۴-۲-۱. حقوق آمریکا

برخی از متون قانونی که برای مقابله با دستکاری در حقوق آمریکا مورد استناد قرار می‌گیرد عبارت است از:

- بخش 17(a) از قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳: این مقرر به طور عمومی، تقلب و انتشار اطلاعات غلط یا ناقص را ممنوع می‌سازد. این ماده هم اوراق بهادار ثبت شده را پوشش می‌دهد و هم اوراق بهادار ثبت نشده را؛ ولی فقط رفتار متقلبانه از جانب فروشندگان را قابل مجازات می‌داند [۱۵، ص ۲۲۲].

- ماده ۹ قانون بورس: این ماده حاوی تعدادی از ممنوعیت‌ها است. براساس یک ناهنجاری تاریخی، این ماده که عنوان آن «ممنوعیت دستکاری قیمت اوراق بهادار» است فقط در رابطه با شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های رسمی اعمال می‌شود

1. International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

2. National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ)

پژوهش‌های حقوق تطبیقی \_\_\_\_\_ دوره ۱۹، شماره ۱، بهار ۱۳۹۴

[۲۳، ص ۵۴۷]. بخش 9(a)(2) مقرر می‌دارد که اقدامات ذیل در صورتی که برای تحریک دیگران به خرید یا فروش یک ورقه بهادار باشد، برای هر شخص ممنوع است: انجام تعدادی از معاملات روی هریک از اوراق بهادار ثبت (پذیرش) شده در یکی از بورس‌های اوراق بهادار ملی... اعم از این‌که به تنهایی صورت گیرد یا با مشارکت یک یا چند شخص دیگر، ایجاد یک فرایند معاملاتی فعال به صورت واقعی یا ظاهری، و بالا بردن یا پایین آوردن قیمت ورقه بهادار [۲۳، ص ۵۴۸]. این بخش درصدد مجازات دستکاری با استفاده از معاملات واقعی و به طور کلی هر سیاستی است که به کار رود تا عموم را متقاعد سازد که فعالیت روی یک ورقه بهادار منعکس‌کننده تقاضای واقعی است. در این‌جا، عامل کلیدی، قصد است؛<sup>۱</sup> چرا که بدون آن دستکاری ثابت نمی‌شود. در واقع ماده ۹ فعالیت‌های مشروع را از نامشروع متمایز می‌سازد و ملاک این تمایز قصد است. به طور کلی ماده 9(a)(1) تا 9(a)(5) رویه‌هایی را که متضمن دستکاری بازار هستند، ممنوع می‌سازد. این ممنوعیت‌ها محدود به اوراق بهادار ثبت شده نزد بورس‌های ملی این کشور نظیر بورس نیویورک<sup>۲</sup> است. با این حال در حقوق آمریکا تمایلاتی برای تعمیم این مقرر به بازارهای خارج از بورس وجود دارد [۱۵، ص ۲۲۲]. بخش 9(a)(1) معاملات صوری و هماهنگ را ممنوع می‌سازد، اما این دو رویه زمانی تخلف محسوب می‌شوند که به قصد ایجاد یک ظاهر غلط یا گمراه‌کننده درخصوص فعالیت روی یک ورقه بهادار در بازار انجام شوند. بخش 9(a)(3) کارگزاران را از اغوا کردن به خرید یا فروش اوراق بهادار به قصد بالا بردن یا پایین آوردن قیمت آن‌ها، متعاقب یک دستکاری، ممنوع می‌سازد. بخش 9(a)(4) نیز کارگزاران را از اغوا به خرید یا فروش سهام از طریق ارائه اطلاعات غلط یا گمراه‌کننده ممنوع می‌سازد [۱۵، ص ۲۲۲]. این ممنوعیت‌ها درخصوص فعالیت‌های متضمن دستکاری قیمت، منحصر به شکل خاصی از دستکاری نیست، بلکه همان گونه که در قاعده 10-b5 تعریف شده، این ممنوعیت برای مقابله با هر نوع وسیله‌ای طراحی شده که آن وسیله «برای فریب عموم

1. for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others.

2. New York Stock Exchange (NYSE)

مهدی امینی و همکاران ..... دستکاری بازار اوراق بهادار: مفهوم...



نسبت به این که فعالیت در یک ورقه بهادار منعکس کننده یک تقاضای واقعی است نه یک امر موهوم، به کار رود» [۲۳، ص ۵۴۸]. عنوان ماده ۱۰ قانون بورس نیز «تنظیم استفاده از وسایل متضمن دستکاری و فریب آمیز است.» بخش b این ماده استفاده از هرگونه وسیله متضمن دستکاری یا فریب آمیز را در رابطه با خرید و فروش اوراق بهادار - اعم از ثبت شده یا نشده و قراردادهای معاوضه ای مبتنی بر اوراق بهادار - و در تغایر با قواعد و مقررات وضع شده توسط کمیسیون ممنوع می سازد.

علاوه بر متون قانونی فوق قاعده 10-b5 در سال ۱۹۴۲ و براساس اختیارات ناشی از قانون بورس، برای پرکردن خلأهای مقررات ضد تقلب حقوق اوراق بهادار آمریکا توسط کمیسیون<sup>۱</sup> به تصویب رسیده است [۲۳، ص ۵۵۴]. قوانین ایالتی نیز فعالیت های متقابلانه را در خصوص عرضه، خرید و فروش اوراق بهادار ممنوع می کند. این ممنوعیت ها مشابه قوانین اوراق بهادار و بورس است. مقررات ضد تقلب «قانون متحدالشکل اوراق بهادار»<sup>۲</sup> در مواد ۵۰۵-۵۰۱ این قانون یافت می شود که ماده ۵۰۵ آن موازی با قاعده ۱۰ است [۲۴، ص ۴۷۳].

#### ۲-۲-۴. حقوق ایران

در حقوق ایران اگرچه اصطلاح دستکاری در متون قانونی به کار نرفته است، اما عنوان مجرمانه مندرج در بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار، همان دستکاری بازار است. این بند مقرر می دارد: «هر شخصی که اقدامات وی نوعاً منجر به ایجاد ظاهر گمراه کننده از فرایند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت های کاذب یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود» به مجازات مقرر در صدر ماده محکوم می شود. در واقع مقنن به جای استفاده از اصطلاح دستکاری به توضیح مفهوم و برخی شیوه های آن پرداخته است [۹، ص ۱۲۵]. همچنین با توجه به این که ماده ۱۰ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب ۱۳۸۸، معاملات

1. U.S. Securities and Exchange Commission( SEC)  
2. Uniform Securities Act

پژوهش‌های حقوق تطبیقی \_\_\_\_\_ دوره ۱۹، شماره ۱، بهار ۱۳۹۴

کالا و اوراق بهادار در بورس‌های کالایی را مشمول فصل ششم قانون بازار (جرائم و مجازات‌ها) قرار داده است، مقابله کیفی با آن در بورس کالا (اعم از معاملات کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا) نیز امکان‌پذیر است. علاوه بر این، ماده ۷ دستورالعمل انضباطی کارگزاران<sup>۱</sup> بسیاری از مصادیق دستکاری را به‌عنوان تخلف کارگزاری که مستوجب محرومیت کارگزار از انجام معاملات حداکثر تا شصت روز کاری می‌شود، برشمرده است.<sup>۲</sup>

#### ۴-۲. مبانی فقهی

گفته شده که عدم وجود دستکاری و دخالت در بازار، از اصول و هنجارهای اخلاقی یک بازار مالی اسلامی است و بازار مورد نظر اسلام بازار آزادی است که در آن قیمت‌ها توسط نیروهای عرضه و تقاضا تعیین می‌شوند و لازم است که این نیروها واقعی بوده و هیچ‌گونه دستکاری و دخالت مصنوعی در آن صورت نگیرد [۲۵، ص ۳۱]. دستکاری بازار اوراق بهادار در اشکال مختلف آن می‌تواند مصداق تدلیس در قرارداد باشد [۱۶، ص ۳۲۱]. در حقوق فرانسه، تدلیس را اشتباه برانگیخته و تلقین‌شده می‌نامند [۲۶، ص ۲۷۸] و در حقوق ایران بدین صورت تعریف شده: «نیرنگی است نامتعارف که از سوی یکی از دو طرف معامله یا با آگاهی و دستکاری او و به منظور گمراه‌ساختن طرف دیگر به کار می‌رود و او را به معامله‌ای بر می‌انگیزد که در صورت آگاه بودن از واقع به آن رضا نمی‌داد» [۲۶، ص ۳۰۲]. عنصر فریب و نیرنگ در بسیاری از موارد دستکاری وجود دارد، با این تفاوت که در بازار اوراق بهادار، دستکاری برای فریب شخص خاصی به‌عنوان طرف معامله انجام نمی‌شود، بلکه هدف

۱. مصوب ۱۳۸۹/۹/۱۳ هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.

۲. سفارش‌چینی نامتناسب با عرضه و تقاضای بازار (بند ۲ ماده مذکور)، سفارش‌چینی هماهنگ (بند ۳)، سفارش‌چینی در انتهای صف (بند ۴)، ورود سفارش بالاتر یا پایین‌تر از مظنه‌های بازار (بند ۵)، اخلاص در فرایند قیمتگذاری ورقه بهادار (بند ۶)، معاملات بدون تغییر مالکیت نهایی (بند ۸)، ورود سفارش‌های روزانه (Day Order) (بند ۹)، انتشار اخبار و شایعات (بند ۱۰) و رقابت کاذب (بند ۱۱) از جمله این مصادیق است.

مهدی امینی و همکاران ..... دستکاری بازار اوراق بهادار: مفهوم...



این فریب، کل فعالان بازار هستند که می‌توانند طرف معامله بالقوه باشند.<sup>۱</sup> کسب درآمد از طریق دستکاری همچنین می‌تواند مصداق اکل مال به باطل هم باشد. شیخ اعظم، کسب مال را به هر نحوی که عرفاً باطل تلقی شود، مشمول این عنوان می‌داند، مگر آنچه که با ترخیص شرعی از شمول این عنوان خارج شود [۲۷، ص ۲۰] و عرف بازار اوراق بهادار، کسب مال از طریق دستکاری را باطل می‌داند. علاوه بر این، مسؤولیت شخص دستکاری‌کننده در قالب ضمان غرور هم قابل بررسی است. ضمن این‌که سودی که از دستکاری به دست می‌آید به ضرر گروه دیگری از سرمایه‌گذاران است، چرا که سود از سمت معامله‌کنندگان ناآگاه به سمت شخص دستکاری‌کننده یا اشخاص دیگر (اشخاصی که در قیمت‌های دستکاری شده، معامله کرده‌اند)، منتقل می‌شود [۲، ص ۶۶].

## ۵. روش‌های انجام

در حقوق آمریکا، در پرونده کارگیل علیه هاردین، گفته شده که تلاش برای تهیه یک فهرست جامع از شیوه‌های دستکاری بازار ناقص خواهد ماند، چرا که روش‌های دستکاری فقط محدود به قوه نبوغ آدمی است [۱۴، ص ۱۰]. اکثر تألیفات درخصوص دستکاری، اعم از حقوقی و اقتصادی، به پیروی از آلن و گیل<sup>۲</sup> روش‌های دستکاری قیمت را به طور کلی به سه گروه عمده تقسیم کرده‌اند [۷، ص ۶۰]:

### ۵-۱. دستکاری براساس معامله<sup>۳</sup>

(۱) برخی از روش‌هایی که برای این شکل از دستکاری به کار می‌رود عبارت است از:

۱. فقیهان امامیه تدلیس را گاه در باب مکاسب محرمه و درخصوص تدلیس ماشطه مطرح کرده‌اند [۲۷، ص ۱۶۵] و همین‌طور در باب نکاح و گاه در فرع تصریه در بیع گوسفند [۲۸، ص ۲۶۴]. حکم وضعی آن خیار فسخ و حکم تکلیفی آن حرمت است. شهید ثانی آن را در قالب خیار مستقل مطرح کرده است [۲۹، ص ۵۰۰ به بعد].

2. Allan and Gale

3. trade- based manipulation



پژوهش‌های حقوق تطبیقی \_\_\_\_\_ دوره ۱۹، شماره ۱، بهار ۱۳۹۴

شیوه painting the tape عبارت است از ورود به یک دسته از معاملات که به یک وسیله نمایش عمومی گزارش داده می‌شوند، برای دادن یک استنباط خاص از فعالیت یا حرکت قیمت روی یک ورقه بهادار.

(۲) معاملات صوری<sup>۱</sup>: در حقوق آمریکا عبارت است از معاملات اوراق بهادار که در آن، طرفین معامله قصد ندارند تغییر واقعی در مالکیت ذینفعی آن ایجاد کنند. همچنین گفته شده است: معامله صوری، معامله‌ای است که انگیزه عادی کسب سود در آن وجود ندارد [۱۱، ص ۸۹]. در حقوق ایران نیز این مورد به‌عنوان یکی از مصادیق تخلف کارگزاران مورد اشاره قرار گرفته است.<sup>۲</sup>

(۳) معاملات هماهنگ<sup>۳</sup>: عبارت است از سفارش‌هایی که برای خرید یا فروش یک ورقه بهادار وارد سامانه می‌شود با علم به این‌که سفارش یا سفارش‌هایی اساساً با همان حجم، اساساً در همان زمان و اساساً در همان قیمت به وسیله یا برای همان شخص یا اشخاص دیگر (که با او هماهنگ هستند)، وارد سامانه شده یا خواهد شد.

(۴) استفاده از معاملات واقعی: این روش، شامل بالابردن آگاهانه قیمت خرید توسط شخص دستکاری‌کننده است، برای ایجاد این استنباط که یک فرایند افزایشی تقاضا برای ورقه بهادار هدف در قیمت‌های بالا وجود دارد، از طریق فعالیت در سمت خرید در بازار در وضعیتی که قیمت‌ها به صورت افزایشی بالا هستند و بعد فروختن اوراق بهادار در بازار به قیمتی بالاتر و معمولاً به سرمایه‌گذاران جزء<sup>۴</sup> یا کاهش آگاهانه قیمت فروش برای ایجاد این استنباط که اکثر سرمایه‌گذاران در حال فروش ورقه بهادار خود در قیمت‌های کاهشی هستند [۱۵، ص ۲۲۳]. در نظام‌های حقوقی که منع قانونی در این خصوص وجود ندارد، خود شرکت هم ممکن است با خرید و فروش سهام خودش موجب تغییر آن شود [۵، ص ۵۰۷].

1. wash sales

۲. بند ۸ ماده ۷ دستورالعمل انضباطی کارگزاران: انجام معاملاتی بدون تغییر مالکیت نهایی با اهدافی مانند ایجاد قیمت‌های ساختگی یا القای رونق یا رکود در بازار.

3. matched orders

4. Pumping and dumping

مهدی امینی و همکاران ..... دستکاری بازار اوراق بهادار: مفهوم...



(۵) احتکار<sup>۱</sup>: بهره‌برداری از کمبود یک دارایی با کنترل سمت تقاضا و استفاده کردن از تراکم بازار در این وضعیت کمبود؛ به نحوی که باعث ایجاد قیمت‌های مصنوعی شود.  
 (۶) دستکاری قیمت پایانی: خرید یا فروش اوراق بهادار یا مشتقات در زمان بسته شدن بازار برای تأثیرگذاری بر قیمت پایانی یک ورقه بهادار یا قرارداد مشتقه.<sup>۲</sup>

### ۵-۲. دستکاری براساس عمل<sup>۳</sup>

اعمالی به غیر از معاملات را که ارزش واقعی یا ارزش درک شده دارایی‌ها را تحت تأثیر قرار دهد، دستکاری براساس عمل می‌نامند [۱۵، ص ۱۲۹]. برای نمونه، افزایش در سفارش خرید برای یک ورقه بهادار یا قرارداد مشتقه برای افزایش قیمت آن.<sup>۴</sup> همچنین یکی از روش‌های معمول دستکاری، سفارش‌چینی است. قراردادن سفارش‌های خرید یا فروش با حجم نامتناسب با عرضه و تقاضای ورقه بهادار و بخصوص در قسمت انتهایی صف، ورود سفارش در دقایق ابتدایی بازار و سپس حذف آن و نیز ورود سفارش‌هایی که مبلغ آن‌ها با مظنه‌های بازار اختلاف نامتعارف دارد، از جمله اقداماتی است که می‌تواند ظاهری گمراه‌کننده از بازار یک ورقه بهادار به وجود آورد و بر تصمیم سرمایه‌گذاران مؤثر باشد.

### ۵-۳. دستکاری براساس اطلاعات<sup>۵</sup>

این نوع دستکاری عبارت است از انتشار اطلاعات غلط یا گمراه‌کننده درخصوص بازار به وسیله رسانه یا هر طریق دیگر برای حرکت دادن قیمت یک ورقه بهادار یا قرارداد مشتقه به سمتی که برای موقعیت شخص منتشرکننده اطلاعات یا معامله‌ای که او طراحی کرده است، مناسب باشد. در این راهبرد، دستکاری‌کننده با انتشار اطلاعات

- 
1. squeeze
  2. marking the close
  3. action- based manipulation
  4. advancing the bid
  5. information- based manipulation

پژوهش‌های حقوق تطبیقی \_\_\_\_\_ دوره ۱۹، شماره ۱، بهار ۱۳۹۴

گمراه‌کننده و یا شایعات ساختگی، قیمت اوراق بهادار را دستکاری می‌کند [۱۹، ص ۱۱۹]. توسعه اینترنت فرصت‌های دستکاری بازارهای اوراق بهادار از این طریق را افزایش داده است. اینترنت به همان میزان که وسیله‌ای آسان و ارزان برای مبادله اطلاعات درخصوص اوراق بهادار و بازار آن شمرده می‌شود، وسیله‌ای است بی‌نظیر برای انتشار اطلاعات درخصوص یک ورقه بهادار با قصد حرکت دادن قیمت آن یا حتی ایجاد یک ظاهر از فعالیت یک بازار درخصوص آن ورقه بهادار [۱، ص ۳]. راحتی و ارزانی دسترسی به رسانه، ناشناس ماندن شخص مرتکب، مقیاس‌پذیری آسان و ارزان و تأثیر و سرعت بالا از ویژگی‌های دستکاری در عصر اینترنت است.

## ۶. ترکیب و تحول روش‌ها

در برخی بازارها ترکیبی از راهبردهای مختلف به طور همزمان برای افزایش هرچه بیش‌تر منافع حاصل از دستکاری استفاده می‌شود [۱۳، ص ۱۳]. تبانی‌ها ممکن است با همکاری برخی روزنامه‌نگاران مالی (یا به طور کلی اربابان رسانه) صورت گیرد که در ازای بخشی از سود، مطالبی درخصوص سهامی - که در حال دستکاری است - می‌نویسند که به دستکاری آن کمک می‌کند. در آمریکا در پرونده لوینسون، یک روزنامه‌نگار با ستونی تحت عنوان «معامله‌گر»<sup>۱</sup> در روزنامه نیویورک دیلی نیوز با نامبرده همکاری کرده بود.

همچنین به موازات نوآوری‌های مالی و استفاده از پیشرفت‌های فناوریانه در بازارهای اوراق بهادار، انگیزه‌ها، وسایل و فرصت‌های دستکاری در حال تکامل است. وجود بازارهای جهانی و به هم متصل، فرصت‌های دستکاری قیمت را افزایش داده، کشف و پیگیری آن را هم دشوار می‌سازد. سازمان جهانی کمیسیون‌های اوراق بهادار در گزارشی که در سال ۲۰۱۳ و در تکمیل گزارش سال ۲۰۰۰ این سازمان منتشر کرده، بیان داشته: «بعد از گذشت ۱۲ سال، مفاهیم پایه دستکاری همان‌ها هستند. با این

1. the Trader



حال پیشرفت‌های فناوری، ساختارهای بازار را قادر ساخته است تا روش‌های دستکاری را توسعه دهند. برای مثال امروزه، سرمایه‌گذاران می‌توانند به‌سادگی به اطلاعات دسترسی داشته باشند و به صورت برخط<sup>۱</sup> معامله کنند و مؤسسات می‌توانند به صورت کاملاً خودکار معامله کنند [۳۰، ص ۱-۲]. برخی از مهم‌ترین عواملی که ممکن است بر تمامیت بازار تأثیر بگذارد عبارت است از: رشد روش معاملاتی معامله با تکرار زیاد<sup>۲</sup> و روش معاملات الگوریتمی<sup>۳</sup>، چندپارگی بازار<sup>۴</sup> و معاملات خارج از بورس‌های رسمی (نقدشوندگی سیاه<sup>۵</sup>)، دسترسی الکترونیکی مستقیم<sup>۶</sup>، نزدیک‌سازی مکانی با سرورهای سامانه معاملات<sup>۷</sup>، حداقل‌های ممکن برای تغییر قیمت اوراق بهادار و مشتقات<sup>۸</sup> و تابلوهای قیمت<sup>۹</sup>، تقلب<sup>۱۰</sup> در فهرست سفارش‌های خرید و فروش برای این‌که پیام‌های غلط درخصوص بازار ارسال کند (مانند آنچه در پرونده گلوبال مارکتز و اس‌ای سی علیه هلد برادرز آنلاین<sup>۱۱</sup> دیده می‌شود) و فعالیت معاملاتی در زمان بسته

1. online

۲. High-frequency trading (HFT) یک نوع روش معاملاتی الگوریتمی است که در آن از وسایل پیچیده فناورانه و الگوریتم‌های رایانه‌ای برای معاملات سریع اوراق بهادار استفاده می‌شود. این روش متکی به ورود و خروج سریع به موقعیت‌های معاملاتی (در یک یا حتی کسری از ثانیه) برای کسب سودهای کم (حتی کسری از یک سنت) است.

۳. Algorithmic Trading, also called automated trading, black-box trading, or algo trading: عبارت است از استفاده از یک سامانه رایانه‌ای (electronic platform) برای ورود سفارش‌ها با یک الگوریتم خاص که دستورات معاملاتی از پیش طراحی شده‌ای را اجرا می‌کند. این دستورات ممکن است ناظر به زمان‌بندی، قیمت یا مقدار سفارش‌ها باشد. در بسیاری از موارد ممکن است ورود سفارش رأساً توسط یک روبات و بدون دخالت انسان صورت بگیرد.

4. market fragmentation

5. dark liquidity or dark pools

6. direct electronic access

۷. Co-location: استقرار در مکانی نزدیک به محل استقرار سرورهای سامانه معاملاتی که باعث می‌شود به خاطر فاصله اندک فیزیکی تأخیر در دسترسی به سامانه کاهش پیدا کند. این کاهش در مواردی نظیر معاملات با تکرار زیاد اهمیت دارد.

8. tick-sizes

9. fee structures

10. spoofing

11. re Bunge Global Markets, Inc; SEC v. Hold Brothers Online

پژوهش‌های حقوق تطبیقی \_\_\_\_\_ دوره ۱۹، شماره ۱، بهار ۱۳۹۴

شدن معاملات یا اندکی قبل از آن که بر قیمت‌های تسویه تأثیر می‌گذارد.<sup>۱</sup> همچنین است دستکاری توسط کارگزاران اسناد<sup>۲</sup> و نیز گزارش غلط یا دستکاری در قیمت‌هایی که برای تسویه سایر معاملات مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ مانند نرخ بهره پیشنهادی بین‌بانکی لندن.<sup>۳</sup>

متخلفان همیشه یک گام جلوتر از ناظران هستند. تخلفات امروز بازارهای آمریکا ممکن است تخلفات آینده بازارهایی چون بازار ایران باشد.

## ۷. نتیجه‌گیری

دستکاری بازار سبب ایجاد ظاهری گمراه‌کننده و غیرواقعی از بازار اوراق بهادار می‌شود. این رویه یکی از عواملی است که سبب می‌شود این بازارها نتوانند کارکردهای خود و از جمله کشف قیمت منصفانه را به طور صحیح انجام دهند. دستکاری سبب زیان طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران و کاهش اعتماد عمومی به بازار اوراق بهادار می‌شود. بر اساس این مبانی، نظام‌های حقوقی، دستکاری را ممنوع کرده، درصدی مقابله با آن برآمده‌اند. پس مقابله حقوقی با دستکاری بیش‌تر به سبب ضررهایی است که به بازار اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران وارد می‌کند. از سوی دیگر اقداماتی که منجر به دستکاری می‌شود، ممکن است بر اثر ناآگاهی، عدم مهارت، اشتباه و به طور کلی بدون قصد دستکاری انجام شود؛ ولی همان آثار مخرب را بر بازار و سرمایه‌گذاران داشته باشد. بنابراین، به نظر می‌رسد ضابطه ذهنی نمی‌تواند معیار مناسبی برای تمیز آن از سایر فعالیت‌ها در بازار اوراق بهادار باشد و احراز دستکاری نباید قائم به قصد باشد. علاوه بر این، پذیرش ضابطه ذهنی مستلزم این است که در هر مورد بار اثبات قصد مرتکب بر دوش زیان‌دیده یا ناظران بازار قرار بگیرد؛ امری که اثبات آن به‌غایت دشوار است. پس باید دنبال یک ضابطه عینی بود. در بازار اوراق بهادار، اقدامات و

1. "marking the close" or "banging the close"

2. transfer agent

3. London Interbank Offered Rate (LIBOR)

مهدی امینی و همکاران ..... دستکاری بازار اوراق بهادار: مفهوم...



معاملات یک کنشگر، به نوبه خود بر کشف قیمت، ظاهر فعالیت بازار و تصمیم سایر کنشگران تأثیر می‌گذارد، بنابراین، عرف بازار و اخلاق حرفه‌ای اقتضا دارد که اقدامات فعالان آن به نحوی انجام شود که کمترین تأثیر ممکن را بر قیمت‌ها، بازار و تصمیم سایر سرمایه‌گذاران بگذارد. بنابراین، هر اقدام یا رویه نامتعارفی که سبب تأثیر بر عوامل مذکور شود، می‌تواند دستکاری بازار محسوب شود. روش‌های دستکاری نیز همراه با نوآوری‌های مالی و پیشرفت‌های فناوری، چه از لحاظ کیفی و چه از لحاظ کمی پیشرفت می‌کنند و از میان آن‌ها، دستکاری مبتنی بر معامله پیچیدگی بیشتری دارد و کشف و مقابله با آن دشوارتر از سایر شیوه‌ها است.


## ۸. منابع و مآخذ

- [1] Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, May 2000 and, Available at: [www.iosco.com](http://www.iosco.com).
- [2] Nelemans, Matthijs, «Redefining Trade-Based Market Manipulation», *Valparaiso University Law Review*, Vol 42, 2008.
- [3] Söderström, Rebecca, «Regulating Market Manipulation, an Approach to designing Regulatory Principles», *Uppsala Faculty of Law*, 2011, Available at: <http://uu.diva-portal.org>.
- [4] J Watson, Michael, «The Regulation of Capital Markets, Market Manipulation and Insider Trading», available at: [www.powertechexposed.com](http://www.powertechexposed.com).
- [5] R. Fischel, Daniel and David J. Ross, «Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Markets»? *Harvard Law Review*, Vol 105, No 2, 1991.
- [6] Campbell Black, Henry, *BLACK'S LAW DICTIONARY*, West

پژوهش‌های حقوق تطبیقی \_\_\_\_\_ دوره ۱۹، شماره ۱، بهار ۱۳۹۴

Publication Co, 8Edition, 2004.

- [7] C. Donald, David, «Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation», *National Taiwan University Law Review*, Vol6, 2011.
- [8] Thel, Steve, «850, 000 in Six Minutes, The Mechanics of Securities Manipulation», *Cornell Law Review*, Vol 79, 1994.
- [۹] میرزایی منفرد، غلامعلی، حقوق کیفری بازار اوراق بهادار، تهران، میزان، ۱۳۸۹.
- [10] S. Kyle, Albert and S. Viswanathan, «How to Define Illegal Price Manipulation», 2008, available at: [web.law.columbia.edu/](http://web.law.columbia.edu/)
- [11] Lee Hazen, Thomas, *Federal Securities Law*, Federal Judicial Center, Third Edition, 2011.
- [۱۲] اشتیاق، وحید، «مبارزه با تقلب در بازارهای اوراق بهادار، نگاهی به نظم حقوقی بازار اوراق بهادار در ایالات متحده آمریکا»، پژوهش‌های حقوقی شهر دانش، ش ۱۷، ۱۳۸۹.
- [۱۳] عبدی پور فرد، ابراهیم، مباحثی تحلیلی از حقوق تجارت، تهران، پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، ۱۳۹۱.
- [14] M. Abrantes-Metz, Rosa, Gabriel Rauterberg & Andrew Verstein, «Revolution in Manipulation Law: The New CFTC Rules and the Urgent Need for Economic and Empirical Analyses», *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2012.
- [15] de Vauplane, Hubert and odile simart, «The concept of securities manipulation and its foundations in France and USA», *Brook Journal of International law*, Vol XXIII: 1, 1997.
- [۱۶] قربانی، مجید و عباس باقری، «دستکاری بازار اوراق بهادار»، پژوهش حقوق و سیاست، س ۱۲، ش ۲۹، تابستان ۱۳۸۹.

مهدی امینی و همکاران ————— دستکاری بازار اوراق بهادار: مفهوم... 

- [17] E. Avgouleas, Emilios, *The mechanics and regulation of market abuse, a legal and Economic analysis*, New York, United States, Oxford University Press, 2005.
- [۱۸] باقری، محمود، «اقتصاد مبتنی بر بازار و کاستی‌های حقوق خصوصی»، پژوهش حقوق و سیاست، ش ۱۹، پاییز و زمستان ۱۳۸۵.
- [۱۹] فلاح شمسی، میر فیض و علی تیموری شندی، «طراحی الگوی پیش‌بینی دستکاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق (ع)، ش ۲۷، پاییز ۱۳۸۴.
- [۲۰] هداوند، مهدی، «درآمدی بر مقرراتگذاری اقتصادی»، مجلس و پژوهش، س ۱۴، ش ۵۶، تابستان ۱۳۸۷.
- [21] International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, June 2010, Available at: [www.iosco.com](http://www.iosco.com).
- [22] Cumming, Douglas, Sofia Johan and Dan Li, «Exchange Trading Rules and Stock Market Liquidity», *Journal of Financial Economics*, 2010.
- [23] D. Soderquist, Larry and Theresa A. Gabaldon, *Securities Regulation*, Sixth Edition, New York, Foundation Press, 2006.
- [24] Schneeman, Angela, *The Law of Corporations and other Business Organizations*, Delmare, Fifth Edition, 2010.
- [۲۵] عیبداء..، محمد، *مهندسی مالی اسلامی*، ترجمه مسلم بمانپور و سجاد سیفلو، چ ۲، تهران، دانشگاه امام صادق و سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۹.
- [۲۶] کاتوزیان، ناصر، *قواعد عمومی قراردادها*، ج ۵، چ ۵، تهران، شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۷.
- [۲۷] شیخ انصاری، مرتضی، *کتاب‌المکاسب*، قم، کنگره جهانی بزرگداشت شیخ



پژوهش‌های حقوق تطبیقی \_\_\_\_\_ دوره ۱۹، شماره ۱، بهار ۱۳۹۴

انصاری، ۱۴۱۵ هـ.ق.

[۲۸] صاحب جواهر، محمد حسن، *جواهر الکلام فی شرح شرایع الاسلام*، ج ۲۳، چ ۷،

بیروت، دار الاحیاء التراث العربی، ۱۴۰۴ هـ.ق.

[۲۹] شهید ثانی، زین الدین بن علی، *الروضه البهیة فی شرح اللمعه الدمشقیه*، ج ۳، قم،

کتابفروشی داوری، ۱۴۱۰ هـ.ق.

[30] International Organization of Securities Commissions, *Addendum to IOSCO Report on Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, April 2013, Available at: [www.iosco.com](http://www.iosco.com).