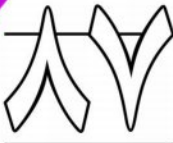


گزارش پژوهشی

راه‌های شناسایی دستکاری قیمت سهام
شرکت‌ها در بورس‌های معتبر دنیا



مرکز مطالعات و پژوهش‌های سلامت اداری و مبارزه با فساد

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

گزارش پژوهشی

سال نهم، شماره ۸۷، مرداد ۱۳۹۵

راه‌های شناسایی دستکاری قیمت سهام شرکت‌ها در بورس‌های معتبر دنیا

پژوهشگر:

مجید علی‌فر

مرکز مطالعات و پژوهش‌های سلامت اداری و مبارزه با فساد

مطالب مندرج در این گزارش نشانگر دیدگاه نویسندگان آن بوده و لزوماً نمایانگر دیدگاه سازمان بازرسی کل کشور نمی‌باشد.

کلیه حقوق مربوط به گزارش حاضر متعلق به سازمان بازرسی کل کشور بوده و هرگونه

انتشار مطالب آن بدون کسب اجازه از این سازمان، غیرمجاز می‌باشد.



نام گزارش: راه‌های شناسایی دستکاری قیمت سهام شرکت‌ها در بورس‌های معتبر دنیا

پژوهشگر: مجید علی‌فر

شمارگان: ۳۰۰

نوبت چاپ: اول

تاریخ انتشار: مرداد ۱۳۹۵

این گزارش با نظارت اداره کل نظارت و بازرسی امور اقتصادی تهیه شده است.

آدرس: تهران، خیابان طالقانی، تقاطع سپهبد قرنی، سازمان بازرسی کل کشور،

طبقه ششم، مرکز مطالعات و پژوهش‌های سلامت اداری و مبارزه با فساد

تلفن: ۶۱۳۶۲۳۰۷

فهرست مطالب

۷.....	چکیده
۹.....	مقدمه
۱۰.....	دستکاری قیمت چیست؟
۱۳.....	روش‌های دستکاری قیمت
۲۱.....	نظارت و نحوه شناسایی دستکاری قیمت
۲۵.....	مقررات منع دستکاری قیمت در بورس‌های معتبر دنیا
۲۸.....	بورس نیویورک
۳۰.....	بورس لندن
۳۲.....	بورس توکیو
۳۳.....	بورس فرانکفورت
۳۵.....	بورس ترکیه
۳۶.....	بورس مالزی
۳۷.....	بورس اوراق بهادار تهران
۴۳.....	بررسی و مقایسه قوانین منع دستکاری قیمت
۵۰.....	نتیجه‌گیری و پیشنهاد
۵۴.....	منابع

چکیده

بورس عبارت است از یک بازار که در آن سرمایه‌های جزئی برای تجهیز مالی شرکت‌ها انباشت شده و وجود آن برای هر اقتصاد پیشرفته‌ای لازم است. به هر اقدام نامتعارفی که فرآیند طبیعی قیمت‌گذاری اوراق بهادار، سازوکار طبیعی بازار و به‌طور کلی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت‌تأثیر قرار دهد، دستکاری قیمت گفته می‌شود. دستکاری قیمت باعث ایجاد ظاهری گمراه‌کننده و غیرواقعی از بازار اوراق بهادار و در نتیجه بی‌اعتمادی مردم به بازار و کاهش سرمایه‌گذاری در این بازارها و در نتیجه تخصیص نامناسب منابع به سایر بازارها می‌شود؛ که اثرات زیانباری بر اقتصاد یک کشور دارد. اگرچه دستکاری قیمت می‌تواند توسط هریک از افراد حاضر در بازار انجام شود اما افرادی از قبیل: سهامداران عمده، کارگزاران، ناشران و مدیران شرکت‌های سهامی؛ با توجه به جایگاه و موقعیتشان توانایی و امکانات بیشتری برای دستکاری قیمت دارند. هرچند روش‌های دستکاری قیمت را نمی‌توان در یک مجموعه محدود بیان کرد اما براساس نوع دستکاری به سه دسته: دستکاری بر مبنای اطلاعات، دستکاری بر مبنای عمل و دستکاری بر مبنای معامله تقسیم‌بندی می‌شوند. اغلب دستکاری‌های رخ داده از نوع دستکاری بر مبنای معامله هستند. با توجه به آثار زیان‌بار دستکاری قیمت و به‌رغم تمام تفاوت‌ها در تعاریف دستکاری قیمت در بورس‌های مختلف، نظام‌های حقوقی تمام بورس‌های دنیا دستکاری قیمت را ممنوع کرده و دستکاری‌کنندگان را تحت پیگرد قانونی قرار داده‌اند. نظام‌های حقوقی در بورس‌های معتبر درصددند قوانینی را وضع کنند که همه انواع مصادیق دستکاری را پوشش دهد و دستکاری قیمتی نباشد که خلأ قانونی برای آن وجود داشته باشد. نحوه‌ی کشف دستکاری قیمت به این شکل است که نهادهای ناظر بورس‌ها، معاملات را رصد کرده و در صورتی که با معامله‌ای خارج از معیارهای مجاز روبرو شوند آن را ابطال کرده و با

متخلفان مطابق قانون برخورد می‌کنند. با پیشرفت فناوری و استفاده از سامانه معاملات آنلاین معامله‌کنندگان، تعداد معاملات در بورس‌ها چندین برابر شد؛ که با این افزایش، نهادهای ناظر مجبور به استفاده از سیستم‌های نظارتی هوشمند شدند. سیستم‌های نظارتی هوشمند تمام معاملات بازار را رصد کرده و می‌تواند معاملات مشکوک را به سرعت بیابد و آن را در اختیار نهاد ناظر قرار دهد.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد در واقعیت، نوع سیستم هوشمند نظارتی مورد استفاده توسط نهادهای ناظر بیشتر از نوع قوانین آن بورس‌ها در کشف دستکاری قیمت حائز اهمیت است. به روز بودن و سرعت بالای این نرم‌افزارها به کشف سریع دستکاری قیمت بسیار کمک می‌کند. تحقیق حاضر با توجه به دستکاری‌های رخ داده در بورس‌های معتبر و تجربیات آن بورس‌ها در مبارزه با دستکاری قیمت، سیاست‌های تعامل نهادهای ناظر با کارگزاران، نظارت بیشتر بر مدیران و سهامداران عمده، افزایش جریمه‌های دستکاری و ارتقای سیستم‌های نظارتی را به‌عنوان راهکارهایی برای بهبود فرآیند مبارزه با دستکاری قیمت پیشنهاد می‌نماید.

امیدواریم انتشار گزارش حاضر از سوی مرکز مطالعات و پژوهش‌های سلامت اداری و مبارزه با فساد زمینه‌ی آشنایی دست‌اندرکاران حوزه بورس را با روش‌های دستکاری سهام در جهان آشنا نموده و بازرسان را در نظارت بر این حوزه مهم تجهیز نماید.

مرکز مطالعات و پژوهش‌های سلامت اداری و مبارزه با فساد

مقدمه

بورس از نظر اقتصادی، به نوعی بازار دادوستد و یا نوعی سیستم خریدوفروش اطلاق می شود که در آن اسناد و اوراق مالی، پول های کشورهای مختلف، طلا، کالاهای پایه ای و امثال آن مبادله می شود. وجود بورس برای هر اقتصاد پیشرفته ای لازم است. از کارکردهای بورس می توان به جمع آوری سرمایه های جزئی و انباشت آن برای تجهیز منابع مالی شرکت ها، به کارگیری پس اندازهای راکد در امر تولید، تأمین مالی دولت و مؤسسات، کنترل حجم پول، نقدینگی و تورم و... اشاره کرد. هرگاه بازار از کارایی^۱ لازم در انجام کارکردهای خود برخوردار نباشد، بورس را دچار اختلالات عمده ای کرده و تبعات ناشی از آن در سطوح ملی و حتی فراملی منعکس خواهد شد. در یک بازار دستکاری شده^۲ یا در معرض چنین تهدیدی، هرگز نمی توان و نباید انتظار داشت که قیمت ها منعکس کننده واقعیت های اقتصادی حکم فرما بر سازوکار عرضه و تقاضای بازار باشد. در واقع، احتمال دستکاری می تواند تمامی مزیت ها و منافع اقتصادی بورس را با تهدیدی جدی مواجه سازد و از سوی دیگر منع دستکاری قیمت از جمله ابزارهای مهمی است که می تواند توسعه عمقی بورس را به همراه داشته باشد. با افزایش عمق بازار^۳، کارایی نیز به سطح بالاتری ارتقا می یابد. تحقیق حاضر ابتدا به بررسی دستکاری قیمت و روش های انجام آن و همچنین نحوه ی کشف این دستکاری ها در بورس های معتبر دنیا می پردازد و سپس در ادامه قوانین ضد دستکاری قیمت در این بورس ها را مورد بررسی قرار می دهد.

1-Efficiency

2- Manipulated

3- Depth of The Market

دستکاری قیمت چیست؟

دستکاری قیمت به صورت "مداخله عمدی 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" تعریف شده است. لذا به طور کلی دستکاری قیمت، کلیه فعالیت‌هایی را در برمی‌گیرد 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 کنندگان^۱ قیمت سهام با فریب، انتشار شایعه، ایجاد تقاضا و عرضه کاذب و ... قیمت سهام را در جهت منافع فردی خود تغییر می‌دهند؛ که این موضوع بی‌اعتمادی و نارضایتی سرمایه‌گذاران در بورس را به همراه خواهد داشت. همه افراد حاضر در بازار، حتی سهامداران جزء (با انتشار اخبار نادرست یا پخش شایعات)، قادر به دستکاری قیمت هستند. اگرچه دستکاری قیمت را نمی‌توان محدود به گروه‌های خاصی نمود اما سه گروه: سهامداران عمده، کارگزاران، ناشران و مدیران شرکت‌های سهامی، با توجه به امکانات و موقعیتشان احتمال بیشتری وجود دارد که به‌عنوان دستکاری‌کننده در بازار حضور پیدا کنند. البته بیشتر دستکاری‌های رخ داده، نه توسط یک گروه، بلکه توسط مجموعه‌ای چند از گروه‌های ذکر شده به‌طور هماهنگ و از پیش برنامه‌ریزی شده، انجام می‌شود.

هدف نهایی دستکاری کنندگان به‌دست آوردن سود است که برای رسیدن به این مقصود از روش‌های مختلف دستکاری قیمت، معاملات ساختگی، انتشار شایعات و اطلاعات خلاف واقع؛ بهره می‌گیرند. در تقسیم‌بندی کلی که توسط آلن و گیل^۲ در زمینه‌ی دستکاری قیمت انجام شد، دستکاری قیمت به سه دسته "دستکاری بر مبنای

1- Manipulators

2- Allen & Gale

اطلاعات"، "دستکاری بر مبنای معامله" و "دستکاری بر مبنای عمل" تقسیم‌بندی می‌شوند.

دستکاری بر مبنای اطلاعات: دستکاری قیمت بر مبنای اطلاعات از شایع‌ترین و پرستفاده‌ترین روش‌های دستکاری قیمت است که بخش عمده‌ای از دستکاری قیمت‌های رخ داده را به خود اختصاص داده است. در این نوع از دستکاری قیمت، دستکاری‌کنندگان با انتشار اطلاعات گمراه‌کننده، شایعات نادرست و ساختگی، عدم بیان بخشی از واقعیات و یا وارونه نشان دادن وقایع به منظور گمراه نمودن سهامداران، اقدام به دستکاری قیمت اوراق بهادار می‌کنند. به‌عنوان مثال، شخص متخلف با انتشار اطلاعات نادرست یا دامن زدن به شایعات، تقاضا برای اوراق بهاداری را که خود پیش از آن خریداری نموده است، افزایش می‌دهد و سپس در قیمت‌های بالاتر اقدام به فروش آن می‌نماید. از نمونه‌های بارز این نوع دستکاری قیمت اوراق بهادار، می‌توان به معاملات ائتلافی در ایالات متحده در طول دهه ۱۹۲۰ اشاره کرد. در این استراتژی، گروهی از سرمایه‌گذاران با تشکیل یک ائتلاف ابتدا اقدام به خرید اوراق بهادار می‌کنند، آنگاه با انتشار شایعات موردنظر در مورد شرکت، سهام فوق را با قیمت‌های بالاتر یک‌جا می‌فروشند و از این رهگذر سود به‌دست می‌آورند.

دستکاری بر مبنای معامله: این نوع دستکاری اوراق بهادار زمانی رخ می‌دهد که یک معامله‌گر بزرگ و یا گروهی از معامله‌گران به‌طور خیلی ساده با خرید تدریجی و ایجاد تقاضای کاذب و سپس فروش یک‌جای اوراق بهادار، اقدام به دستکاری قیمت می‌کنند. از آنجایی که بخش عمده‌ی معاملات صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری به‌صورت بلوک‌های بزرگی از یک سهم است، بنابراین شناسایی و کشف دستکاری قیمت اوراق بهادار براساس معامله بسیار سخت و دشوار است. این نوع از دستکاری طیف بسیار وسیعی از روش‌های دستکاری قیمت را در برمی‌گیرد. دستکاری بر مبنای معامله را در یک تعریف کلی، می‌توان دستکاری بازار با استفاده از انجام معاملات مؤثر بر ارزش

واقعی یا انتظاری اوراق بهادار دانست. معاملات ساختگی که بخش مهمی از دستکاری بازار را در برمی گیرد، به طرق گوناگونی انجام می شود. در این نوع دستکاری اشخاص متخلف اغلب برای انجام چنین معاملاتی از اسامی و حتی شرکت های بدلی استفاده می کنند و ماهیت واقعی خود را مخفی می کنند و در مواردی نیز افراد مرتبط باهم، در اقدامی هماهنگ و مشترک با تشکیل ائتلافی مخفی به تبادل اوراق بهادار در بین خود می پردازند و پس از جذب دیگر سرمایه گذاران، به فروش اوراق بهادار مزبور در قیمت های بالاتر اقدام می نمایند.

دستکاری بر مبنای عمل: دستکاری بر مبنای عمل، برخلاف دو نوع دستکاری قبلی بسیار محدود و کم کاربرد است. به طور کلی به اعمالی به غیر از معاملات که ارزش واقعی یا ارزش مورد انتظار دارایی ها را تحت تأثیر قرار می دهند، دستکاری قیمت بر مبنای عمل گفته می شود. متداول ترین روش در این نوع دستکاری، قیمت پیشنهادی برای تملک^۱ است. در این روش دستکاری کنندگان ابتدا اقدام به خرید اوراق بهادار می کنند و زمانی که تملک اوراق بهادار را به دست آوردند، قیمت پیشنهادی خرید بالاتری را برای اوراق بهادار در تملک خود مطرح می کنند، که در این شرایط قیمت اوراق بهادار در بازار افزایش می یابد. بنابراین دستکاری کنندگان قادر خواهند بود تا اوراق بهادار در تملک خود را در قیمت های بالا بفروشند. در نهایت، بعد از فروش اوراق بهادار از سوی دستکاری کنندگان، دیگر قیمت پیشنهادی خرید بالا برای خرید اوراق بهادار دنبال نخواهد شد و قیمت اوراق بهادار کاهش چشمگیری را شاهد خواهد بود. از آنجا که قیمت های پیشنهادی خرید بالا به انجام معاملاتی نیز منجر می شود عده ای این نوع دستکاری قیمت را زیرمجموعه دستکاری بر مبنای معامله می دانند. اما تفاوت مهمی که این نوع دستکاری را با دستکاری بر مبنای معامله متمایز می سازد این است که، در این نوع دستکاری عامل فریب سهامداران معاملات ساختگی یا معاملات گمراه کننده نیست بلکه عامل فریب سهامداران عمل دستکاری کنندگان مبنی بر پیشنهاد خرید بالا است.

روش‌های دستکاری قیمت

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

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

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

۱- **معامله ساختگی^۳**: فروش و خرید دوباره همان سهام یا بخش قابل ملاحظه‌ای از همان سهام (به‌طوری‌که منجر به تغییر مالکیت شرکت نشود) به این منظور که

1- Painting the Tape
2- Artificial and Misleading Appearance
3- Wash Sale

قیمت سهام افزایش یابد. در این استراتژی دو طرف خرید و فروش یک نفر است لذا تشخیص آن دشوار نیست.

۲- **معاملات از پیش تعیین شده^۱**: به خرید و فروش بر روی قرارداد آتی^۲، اختیارات^۳ یا سهام شرکت که بین کارگزاران و دلال‌های سهام در قیمت از پیش تعیین شده انجام می‌گیرد معاملات از پیش تعیین شده می‌گویند.

۳- **سفارش‌های جور شده ساختگی^۴**: انجام معاملات به وسیله جفت کردن سفارش خرید و فروش سهام شرکت در یک قیمت و یک زمان صورت می‌پذیرد. در سفارش‌های جور شده ساختگی برای تعیین این‌که چگونه سفارش‌ها را با سفارش‌های وارد شده خودشان جور کنند، و چگونه معاملات را به سمت چیزی که می‌خواهند هدایت کنند، از الگوریتم‌هایی استفاده می‌شود. یک الگوریتم مشهور استفاده شده در سفارش‌های جور شده ساختگی، اولین ورودی اولین خروجی^۵، است که در آن اولین سهام خریداری شده باید با اولین فروش ثبت شود.

➤ **افزایش قیمت پیشنهاد خرید^۶**: در این روش دستکاری کنندگان پیشنهاد خرید برای سهام مورد نظر را افزایش می‌دهند و در پی آن قیمت به طور ساختگی افزایش می‌یابد. سپس دستکاری کنندگان این توهم را به وجود می‌آورند که افزایش قیمت به سبب فعالیت شرکت سهامی رخ داده است.

➤ **خرید و فروش سریع سهام^۷**: به طور کلی روش خرید و فروش سریع سهام عبارت است از خرید سهام مورد نظر سپس القای ظاهری گمراه کننده، انتشار اخبار

1- Pre-arranged Trading

2- Futures

3- Options

4- Matched Orders

5- First in, First out (FIFO)

6- Advancing the Bid

7-Pump and Dump

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

➤ **تبلیغ و فروش سریع سهام^۱**: در این روش دستکاری‌کنندگان سهام موردنظر را خریداری کرده و به تبلیغ گسترده درباره آن سهم می‌پردازند. در این روش دستکاری‌کنندگان از تمام ابزارهای ارتباطی استفاده می‌کنند و در شبکه‌های اجتماعی به زیاده‌گویی درباره‌ی سهام مزبور پرداخته و شایعات مثبتی درباره‌ی سهام منتشر می‌کنند. در نهایت زمانی که قیمت سهام بالا رفت سریعاً اقدام به فروش سهام می‌کنند و تبلیغات درباره‌ی سهم قطع می‌شود و قیمت سهام به سطح قبلی خود و حتی پایین‌تر از آن کاهش می‌یابد. در این روش نیز سهامداران خرد و معامله‌گران ساده بازندگان اصلی هستند.

➤ **فرب و تحت فشار قرار دادن**^۱: هنگامی که وضعیت شرکت سهامی خیلی بد می شود و بدهی های زیادی، دارایی های ناچیزی دارد و هرسال زیان می سازد همه به دلیل این چشم انداز بد شرکت اقدام به فروش سهام این شرکت می کنند. حتی کسانی که سهام شرکت را ندارند اقدام به فروش استقراضی این سهام می کنند. تا این که سهام شرکت که فروش استقراضی شده است از کل سهام شرکت بیشتر شود. در این هنگام کسانی که از این موضوع باخبر می شوند ابتدا اقدام به خرید سهام می کنند و سپس همه کسانی که فروش استقراضی انجام داده بودند، سهام مزبور را خریداری می کنند. این تمایلات به خرید، قیمت سهام را افزایش می دهد و قیمت تا زمانی افزایش می یابد که سهامداران متوجه شوند همه به اندازه کافی سهام دارند و دوباره فشار فروش و فروش استقراضی و ... و این چرخه ادامه می یابد.

➤ **تعیین آخرین معامله**^۲: در این روش دستکاری کنندگان آخرین قیمت سهام را به وسیله خرید (فروش) سهام تحت تأثیر قرار می دهند. آخرین قیمت معامله شده می تواند تصور اشتباه در سهامداران به وجود بیاورد و افزایش (کاهش) آخرین معامله را به معنی بهبود (وخامت) اوضاع شرکت تلقی کنند و در روزهای آتی اقدام به خرید (فروش) سهام نمایند و در جهت خواست و امیال دستکاری کنندگان حرکت کنند. تعیین آخرین معامله برای تحت تأثیر قرار دادن ارزش پرتفوی به منظور ظاهر سازی^۳ برای سرمایه گذاری ها نیز پرکاربرد است. شرکت های سرمایه گذاری از طریق این روش اقدام به سود سازی می کنند.

1- Lure and Squeeze

2- Marking the Close

3 - Window dressing

➤ **بالا یا پایین بردن^۱**: در این روش دستکاری کنندگان با انجام معاملات پر حجم و افزایش (کاهش) ساختگی در قیمت سهام، تصور اشتباهی را در ذهن سایر سهامداران ایجاد می‌کنند که اوضاع سهام مزبور مطلوب (وخیم) است. سپس سایر سهامداران اقدام به خرید (فروش) سهام می‌کنند و دستکاری کنندگان بلافاصله سهام مذکور را می‌فروشند (خریداری می‌نمایند).

➤ **انحصار موقتی^۲**: در این روش دستکاری کنندگان ابتدا میزان قابل ملاحظه‌ای از سهام شرکت را خریداری می‌کنند و با خرید قابل ملاحظه خود قیمت سهام بالا می‌رود. آن‌ها در دوره‌ی زمانی محدود سهام خود را نگه می‌دارند تا بتوانند در موقت مناسبی در قیمت‌های بالا آن را به فروش برسانند.

➤ **پیش‌دستی^۳**: این روش به تضاد منافع کارگزار و مشتری نیز مشهور است. در این روش دستکاری کننده همان کارگزار است. کارگزاران اقدام به خرید سهام می‌کنند و سهام مزبور را به مشتریان خود معرفی کرده و به تبلیغ و زیاده‌گویی درباره‌ی سهام می‌پردازد. در انتها با بالا رفتن قیمت سهام و فروش آن توسط کارگزار دیگر توصیه‌های خرید دنبال نخواهد شد و قیمت سهام با افت همراه خواهد بود.

➤ **معاملات نهانی^۴**: به معاملاتی که با استفاده از اطلاعات نهانی انجام می‌شود معاملات نهانی می‌گویند. عموماً در دستکاری با استفاده از معاملات نهانی دستکاری کنندگان مدیران و یا افراد نزدیک به مدیران شرکت هستند. مدیران

1- Ramping
2- Cornering
3- Front Running
4- Insider Trading

شرکت هنگامی که اتفاق مثبتی در وضعیت شرکت می‌افتد و خبر آن اتفاق هنوز اطلاع‌رسانی نشده است به استفاده از این مزیت اقدام به خرید سهام شرکت خود می‌کند و هنگامی که خبر مزبور اطلاع‌رسانی شد با افزایش قیمت سهام اقدام به فروش سهام می‌کند. این موضوع درباره اخبار منفی و فروش سهام توسط مدیران نیز صدق می‌کند.

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

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

➤ **پوشش^۳**: در این روش دستکاری‌کنندگان اقدام به فروش سهام می‌کنند و یا شایعات و اخبار ساختگی منفی درباره‌ی سهام موردنظر منتشر می‌کنند با این

هدف که قیمت سهام کاهش یابد و یا حداقل حفظ شود. دستکاری کنندگان این کار را به منظور ممانعت از اجرای قراردادهای اختیار خرید می‌کنند چراکه منافع اصلی آن‌ها در قراردادهای اختیار خرید است.

➤ **تثبیت^۱**: در این روش دستکاری کنندگان سهام موردنظر را خریداری می‌کنند و یا اخبار ساختگی مثبت درباره‌ی سهام منتشر می‌کنند به این منظور که قیمت سهام مزبور افزایش یابد و یا حداقل حفظ شود. دستکاری کنندگان این کار را باهدف ممانعت از اجرای قراردادهای اختیار فروش می‌کنند به این دلیل که منافع اصلی آن‌ها در قراردادهای اختیار فروش است.

➤ **تهاجم افتان^۲**: در این روش دستکاری کنندگان با فروش سنگین سهام یا فروش استقرازی^۳ گسترده، قیمت سهام را کاهش می‌دهند. پس از کاهش قیمت سهام اقدام به خرید سهام می‌کنند و سهام فروخته شده خود را با قیمت پایین‌تر مجدداً خریداری می‌نمایند و از این محل سود می‌کنند.

➤ **خرید در بالاترین قیمت یا معاملات در قیمت‌های بالاتر^۴**: در این روش دستکاری کنندگان بالاترین قیمت خرید را پیشنهاد می‌دهند و در پیشنهادهای خرید رقابت را برای خرید در میان سایر سرمایه‌گذاران خرد به وجود می‌آورند. هنگامی که قیمت پیشنهادی جدید توسط سایر معامله‌گران بالاتر از قیمت پیشنهادی دستکاری کنندگان قرار می‌گیرد، قیمت پیشنهادی فروش را افزایش می‌دهند یا حجم آن را کم می‌کنند لذا سرمایه‌گذاران را تحریک به

1- Pegging

2- Bear Raid

3- Short Selling

4- Highest Bidder or Transaction at Progressively Higher Prices

بالا بردن پیشنهادشان می کنند. در این وضعیت افزایش تدریجی قیمت سهام اتفاق می افتد.

➤ **تشکیل ائتلاف^۱**: این ائتلافها به وسیله توافق نامه (اغلب نوشته شده) در میان معامله گران تشکیل می شود. معامله گران یک رهبر را انتخاب می کنند و با مدیریت رهبر در یک دوره ی زمانی خاص به معامله روی سهام مورد نظر می پردازند. معاملات آنها باعث افزایش قیمت و حجم معاملات سهام می شود، این موضوع تصور غلط از بهبود وضعیت شرکت سهامی را نزد سایر معامله گران به وجود می آورد. سپس سایر معامله گران هم اقدام به خرید سهام مزبور می نمایند، در این هنگام دستکاری کنندگان ائتلافی اقدام به فروش سهام خود می نمایند. دستکاری کنندگان ائتلافی بر اساس توافق نامه سود یا زیان به دست آمده خود را بین هم تقسیم می کنند.

نظارت و نحوه‌ی شناسایی دستکاری قیمت

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

در اکثر کشورها، دستکاری قیمت براساس قوانین بازدارنده فعالیت‌های متقلبانه، پیگیری می‌شود. بدین منظور ناظران و مأموران تحقیق، ملزم به شناخت شیوه‌های متنوع دستکاری در بازار و همچنین نیازمند سیستم‌های مناسبی برای بررسی و کشف اعمال متقلبانه در آن هستند. اولین گام در جهت کشف دستکاری قیمت، بررسی روند قیمت‌ها و حجم معاملات است. بازرسی یا مأمور تحقیق با مشاهده قیمت یا حجم دادوستدی خارج از معیارهای متعارف که خود براساس ضوابط مشخصی تعیین می‌گردند به وجود دستکاری در بازار مظنون می‌شود. گام بعدی بررسی روند معاملات سهام مورد دستکاری در گذشته و مرور اخبار و اطلاعیه‌های مرتبط با شرکت مورد نظر است. بازرسی در موارد مقتضی وضعیت اشخاصی را که به دادوستدهای مشکوک می‌پردازند، نیز مورد بررسی قرار می‌دهد و در این راه کارگزاران و واسطه‌های بازار را به همکاری با خود فرامی‌خواند. گسترش واحدهای نظارتی و وضع قوانین و مقرراتی علیه دستکاری در بازار علاوه بر آن که به شناسایی موارد دستکاری و عاملان آن در بازار

یاری می‌رساند، هزینه تقلب و دستکاری را برای دستکاری‌کنندگان بالقوه بالا می‌برد و بدین ترتیب خود به‌عنوان عاملی بازدارنده مطرح می‌گردد.

با گسترش بورس‌ها و آگاهی سرمایه‌گذاران از شرایط مناسب برای سرمایه‌گذاری در آن، تعداد معاملات در بورس‌ها بسیار بالا رفته است. به‌این ترتیب که امکان بررسی و چک نمودن تک‌تک معاملات توسط بازرسان و مأموران تحقیق امکان‌پذیر نیست، در نتیجه برای این منظور از نرم‌افزارهای نظارتی استفاده می‌شود. در اکثر بورس‌های دنیا از برنامه‌های نرم‌افزاری خاصی به‌منظور آگاه نمودن ناظران از معاملات نامتعارف استفاده می‌شود. در بورس اوراق بهادار تهران عمدتاً از چهار نرم‌افزار^۱ SAMPA-PRO، ARAMIS، BI^۲ و نهان استفاده می‌شود. ویژگی‌های هر یک از این نرم‌افزارها به شرح زیر است:

SAMPA-PRO

این نرم‌افزار در سال ۱۳۸۴ توسط برنامه‌نویسان داخلی نوشته شد. SAMPA-PRO مجموعه‌ای از داده‌های بازار را در خود جمع کرده و گزارش‌های مختلفی از معاملات را می‌تواند نمایش دهد. این نرم‌افزار قابلیت تجزیه و تحلیل داده‌ها را دارد و می‌تواند الگوهای دستکاری قیمت را به‌طور منسجم‌تر پیدا کرده و یا قبل از وقوع دستکاری الگوهای متخلف را پیش‌بینی و گزارش دهد. این نرم‌افزار به‌صورت در لحظه^۳ داده‌ها را نمی‌تواند تجزیه و تحلیل کند و تنها زمانی که معاملات به پایان می‌رسد از آن استفاده می‌شود؛ در نتیجه استفاده از این نرم‌افزار سرعت عمل در برخورد با دستکاری قیمت را طولانی می‌کند. هر چه ناظر بتواند زودتر دستکاری قیمت را تشخیص دهد، برخورد با آن راحت‌تر بوده و سایر سهامداران زیان کمتری متحمل می‌شوند. بنابراین محدودیت

1 - Sampa-pro Surveillance System

2 - Business Intelligence

3 - Online

به‌لحظه نبودن این نرم‌افزار توجیه استفاده از سایر نرم‌افزارها با قابلیت به‌لحظه بودن را به‌وجود آورد.

ARAMIS

این نرم‌افزار متعلق به کشور فرانسه است و در حال حاضر اکثر بورس‌های اروپا از آن استفاده می‌کنند. ARAMIS داده‌های بازار را به‌لحظه جمع‌آوری می‌کند و می‌توان هم در زمان معاملات بازار و هم در زمان خارج از زمان بازار به‌وسیله آن معاملات را رصد کرد. ویژگی مهم این نرم‌افزار امکان تعریف هشدار^۱ بر روی آن است؛ به‌طوری‌که در صورت مشاهده الگوی دستکاری قیمت در طول بازار یا خارج از زمان بازار، هشدار می‌دهد. در ARAMIS نقش بازرسی و مأمور تحقیق پررنگ‌تر از سایر نرم‌افزارها است. فرانسوی‌ها کدهای اصلی این نرم‌افزار را در اختیار ایران نگذاشتند و همچنین به‌دلیل تحریم نرم‌افزار را به‌روزرسانی نکردند؛ همین مسأله باعث شد مسئولان نظارتی در بورس به فکر نسخه‌های نرم‌افزار نظارتی داخلی دیگری باشند.

BI

این نرم‌افزار داده‌های بازار را به‌صورت طبقه‌بندی‌شده و مرتب جمع‌آوری می‌کند، و داده‌ها را با الگوهای دستکاری قیمت مطابقت داده و موارد مشکوک را گزارش می‌دهد. بزرگ‌ترین محدودیت BI به‌لحظه نبودن آن است، لذا کاربرد عمده این نرم‌افزار در زمان‌های خارج از بازار است. طبقه‌بندی‌های گسترده این نرم‌افزار امکانات منحصربه‌فردی نظیر: یافتن ارتباط بین معامله‌گران سهام شرکت خاص، شناسایی روابط

خوشه‌ای یا تشابه لایه‌ای معامله‌گران و ... را فراهم می‌آورد. به‌وسیله گزارش‌های این نرم‌افزار مأمور تحقیق می‌تواند دستکاری‌های احتمالی را پیش‌بینی کند.

نرم‌افزار نهران

این نرم‌افزار که توسط برنامه‌نویسان داخلی نوشته شده است، قابلیت به‌روزرسانی و اضافه کردن ویژگی‌های موردنیاز و شخصی‌سازی برای مأمور تحقیق را دارد. ویژگی اصلی نهران، امکان ارسال هشدار به‌لحظه است. نهران باهدف ارسال هشدار به‌لحظه طراحی شد. از آنجاکه این نرم‌افزار حافظه ندارد، تنها در معاملات روز جاری به بازرس و مأمور تحقیق کمک می‌کند. از نرم‌افزار نهران برای نظارت بر خرید و فروش یکسان، چشم‌قیمت، قیمت آخرین معامله و ... استفاده می‌شود.

در بورس‌های نیویورک، لندن و چند بورس معتبر دیگر، از نرم‌افزار نظارتی بسیار پیشرفته و هوشمندی به نام SMART SONAR استفاده می‌شود. این نرم‌افزار علاوه بر جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌های بازار و اطلاعات و اخبار شرکت، امکان جمع‌آوری اطلاعات متنی در تالارهای گفتگو یا سایت‌های خبری را نیز دارد. این امکان به SMART SONAR کمک می‌کند که روند معاملات آتی سهام شرکت‌ها را پیش‌بینی کرده و در صورت مغایرت یا معاملات غیرمنتظره آن‌ها را گزارش دهد. به‌عنوان مثال اگر تمام اخبار درباره‌ی سهام شرکتی مثبت باشد، اما معاملات سهام شرکت با رشد منفی همراه باشد، SMART SONAR این مورد را گزارش کرده و بازرس باید آن را بررسی کند.

مقررات منع دستکاری قیمت در بورس‌های معتبر دنیا

به‌طور کلی سوءاستفاده در بازارهای مالی^۱ که به یکی از دو شکل رفتار اقتصادی معاملات دارندگان اطلاعات نهانی و دستکاری قیمت طبقه‌بندی می‌شود، در بازارهای توسعه‌یافته به‌عنوان جرایم مالی شناخته می‌شوند. اگرچه هر دو این مفاهیم در فضای بازارهای مالی مصداق پیدا می‌کنند، از یکدیگر متمایز و مستقل هستند. معامله‌دارنده اطلاعات نهانی به بهره‌برداری از مزیت موجود، یعنی دسترسی به اطلاعات درونی شرکت، برمی‌گردد که فرد متخلف از طریق انجام معامله در بازار بر پایه این اطلاعات یا افشای آن به شخص ثالثی که او با انجام معامله با استفاده از این اطلاعات نهانی به حساب خود منفعتی کسب نماید، از سوی دیگر، دستکاری قیمت به ایجاد شرایط غیرمنصفانه، ناعادلانه و تا حد زیادی ساختگی در بازار، به‌ویژه در سطح قیمت‌های بازار برمی‌گردد که به‌طور معمول موجب انتقال ثروت از سایر مشارکت‌کنندگان بازار به شخص متخلف می‌شود. این تعریف کلی، دامنه وسیعی از اعمالی که با عنوان دستکاری قیمت مطرح می‌شوند را در برمی‌گیرد. لازم به ذکر است که اغلب این دو پدیده رفتاری به‌طور ترکیبی و هم‌زمان در موارد سوءاستفاده از بازار مشاهده می‌گردد و اما آنچه مسلم است عواقب چنین رفتارهایی در بازار و اثرات نامطلوب آن بر کارایی و نقدشوندگی بازار و نیز مشروعیت آن از دید سرمایه‌گذاران است. اهمیت سوءاستفاده بازار به‌عنوان یکی از جرایم مالی اساساً به اهمیت نقش بازارهای مالی در اقتصادهای نوین برمی‌گردد. میزان رشد اقتصادی به‌دست‌آمده در اقتصاد جهانی در صورت عدم وجود بازارهای مالی غیرقابل‌تصور است. این امر متضمن تخصیص کارایی منابع کمیاب است.

در پی رسوایی‌های گسترده در اواخر دهه نود، مجدداً اثرات منفی دستکاری قیمت را بر بازار یادآوری نموده و منجر به افزایش اقدامات نظارتی از جمله تدوین قوانین و مقررات نظیر قانون بازارها و خدمات^۱ در انگلستان، دستورالعمل سوءاستفاده از بازار^۲ در اتحادیه اروپا و قانون ساربینز آکسلی^۳ در ایالات متحده شده است. رسوایی‌های انرن، ورلدکام، پارامالات و سایرین نه تنها نتایج نامطلوبی بر اعتبار بازارهای مالی داشت، بلکه برای سرمایه‌گذاران خرد، سهامداران و کارکنان شرکت‌های مذکور نیز اثرات منفی گذاشت. بنابراین، این باور که سوءاستفاده از بازار در طبقه‌بندی "جرایم بدون قربانی"^۴ قرار می‌گیرد، کاملاً مردود شده است.

دستکاری بازار به‌عنوان یکی از واقعیت‌های بازار مالی و مصادیق سوءاستفاده از بازار از دغدغه‌های اساسی در بازارهای مالی نیز محسوب می‌شود و یکی از موضوعات مهمی است که هم برای مقررات معاملات و هم کارایی بازار از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. مقامات ناظر هرگونه دستکاری بازار را به دلیل تحریف قیمت‌ها، اختلال در فرآیند کشف قیمت و احتمال وارد آوردن زبان‌های سنگین بر گروه کثیری از سرمایه‌گذاران ممنوع اعلام کرده‌اند. به‌طور خاص، بسیاری از بازارهای آسیایی از اوراق بهاداری برخوردارند که دارای حجم معاملات اندکی بوده و در نتیجه بیش‌تر از دستکاری بازار آسیب می‌پذیرند. در بازارهای مالی مدرن، دستکاری اغلب به‌طور پنهان صورت می‌گیرد که به‌راحتی قابل ردیابی و انجام پیگردهای قانونی نمی‌باشد. اگرچه به نظر می‌رسد فعالیت‌های دستکارانه در بورس‌های بزرگ تا حد قابل توجهی تنزل یافته است، لیکن هنوز یکی از مسائل جدی در بازارهای فرابورس در ایالات متحده و نیز بازارهای مالی نوظهور به‌شمار می‌رود. به‌خصوص در بسیاری از بازارهای نوظهور که از مقررات

1- Financial Services & Markets Act (FSMA)

2- EC Market Abuse Directive

3- Sarbanes – Oxley Act

4- Victimless Crime

اجرابی و حقوقی ضعیفی برخوردارند، دستکاری بازار همچنان شایع و متداول است. با این حال، در ایالات متحده که بازارها از مقررات جامع‌تری برخوردار هستند، در دهه گذشته بیش از ۱۰۰ مورد دستکاری قیمت به ثبت رسیده است. اگرچه نظریه‌های متعددی درباره‌ی دستکاری بازار سهام ارائه شده است، شواهد تجربی چندانی در این زمینه موجود نمی‌باشد. علاوه بر این، اغلب شواهد تجربی موجود نیز بر کشورهای توسعه‌یافته نظیر ایالات متحده متمرکز شده‌اند و تحقیقات چندانی در رابطه با بازارهای نوظهور انجام نشده است. الزامات افشای اطلاعاتی و مقررات اوراق بهادار در کشورهای مختلف بسیار متفاوت است. الزامات افشا در ایالات متحده با سایر کشورهای توسعه‌یافته از وابستگی بالایی برخوردار بوده، در حالی که این الزامات و مقررات اوراق بهادار در بازارهای نوظهور چندان سخت‌گیرانه نیست.

مقامات ناظر بورس‌ها به منظور جلوگیری از انتشار شایعات غلط و همراه‌کننده، که با توجه به مطالعات و بررسی‌های صورت‌گرفته اثر منفی بر وضعیت بازار می‌گذارد، اقدام به تدوین مقررات نموده‌اند. اگرچه شایعه‌پراکنی^۱ در اغلب بازارهای مالی به دلیل استفاده از ابزارهای مختلف از مشکلات چندان شایعی به نظر نمی‌رسد، اما از آنجایی که اعتبار اطلاعات منتشره درباره‌ی شرکت‌های بورس در بازار به منظور تأمین اعتماد به بازار بسیار حائز اهمیت است، لذا مقام‌های ناظر بورس‌ها در این خصوص از شدت عمل بالایی برخوردار بوده و اقدام به تدوین قواعد و مقررات صریح و سخت‌گیرانه‌ای در این زمینه نموده‌اند. در ادامه این بخش ابتدا به‌طور خلاصه قوانین منع دستکاری قیمت در بورس‌های معتبر بررسی و سپس قوانین منع دستکاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران ارائه شده و با قوانین بورس‌های معتبر مقایسه می‌شود.

نیویورک

الف: موارد ممنوع

دستکاری قیمت که عبارت است از هرگونه دخالت عمومی در برآیند نیروهای آزاد عرضه و تقاضای یک گونه از اوراق بهادار، و به‌طور معمول، به‌قصد فریب یا کلاهبرداری از سرمایه‌گذاران به‌وسیله مهار یا تأثیر مصنوعی بر قیمت اوراق یا فعالیت عادی بازار، انجام می‌شود ممنوع است.

ب: مأخذ قانونی

۱- بخش 17(a) قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ با موضوع ممنوعیت دستکاری در عرضه و فروش اوراق بهادار

۲- بخش 9(a) قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ با موضوع ممنوعیت دستکاری قیمت اوراق بهادار

۳- بخش 10(b) قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ با موضوع نظارت بر دستکاری بازار و استفاده از تدابیر و ترفندهای فریبکارانه

۴- ماده 10-b5 قانون ۱۹۳۳ با موضوع غیرقانونی بودن به‌کارگیری هرگونه ابزار، تدبیر، یا ترفندی خاص به‌منظور کلاهبرداری؛ اعلام هرگونه اطلاعات مهم و اساسی غیرواقعی یا حذف هرگونه اطلاعات مهم و اساسی، یا دست داشتن در هرگونه فعالیت، اقدام، یا کسب‌وکار منتهی به فریب و کلاهبرداری از افراد، در زمینه‌ی خرید یا فروش اوراق بهادار

۵- بخش 15(p) قانون ۱۹۳۴، با موضوع ممنوعیت دستکاری بازار توسط کارگزاران و معامله‌گران اوراق بهادار در بازارهای خارج از بورس.

پ: مجازات

۱- تنبیه / اداری:

- توقیف و ممنوعیت معاملات
- ابطال، تعلیق یا مشروط شدن پروانه عضویت در کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۱
- ممنوعیت انجام هرگونه دادوستد در بازارهای زیر نظر کمیسیون
- تعیین جریمه نقدی
- استرداد تمامی درآمدهای حاصل از رفتار خلاف قانون

۲- احکام حقوقی:

- صدور حکم تخلف از قانون توسط دادگاه
- الزام به استرداد اموال و جبران خسارت افراد
- الزام به پرداخت جریمه نقدی

۳- مجازات کیفری:

- عمل دستکاری بازار به عنوان یک جرم کیفری توسط دادگستری ایالات متحده تحت پیگرد قرار می‌گیرد.

لندن

الف: موارد ممنوع

۱- هرگونه انتشار اطلاعات، یا اعلام تعهد یا پیش‌بینی فریبنده و نادرست، یا پنهان کردن هرگونه حقیقت مهم و تأثیرگذار، به قصد فریب دیگران و باهدف انجام سرمایه‌گذاری یا جلوگیری از انجام سرمایه‌گذاری، یا خودداری از احقاق حقوق متعلق به سرمایه‌گذاری انجام‌شده، به شرط تحقق یکی از موارد زیر ممنوع است:

- موارد یادشده در داخل کشور انگلستان رخ داده باشد.
- شخصی که طرف مقابل و زیان‌دیده از این تخلفات است در داخل کشور انگلستان باشد.
- هرگونه قرارداد امضاشده یا در شرف امضا در داخل کشور انگلستان باشد.

۲- هرگونه رفتاری که به‌عمد باعث تأثیری غیرواقعی و فریبنده بر بازار یا قیمت یا ارزش یک سرمایه‌گذاری شود و در اثر این رفتار فریبکارانه، شخص دیگری به خرید، فروش، پذیره‌نویسی، یا تضمین سرمایه‌گذاری یادشده بپردازد، یا از انجام سرمایه‌گذاری یا بهره‌برداری از حقوق سرمایه‌گذاری انجام‌شده خودداری کند، به شرط آن‌که تخلف در داخل کشور انگلستان صورت گرفته باشد، ممنوع است.

ب: مأخذ دیگر

۱- اداره صنعت و بازرگانی انگلستان، اداره بررسی کلاهبرداری‌های کلان، و دادگستری سلطنتی انگلستان این اختیار را دارند که تخلفات کیفری مربوط به نقض مفاد بخش ۴۷ این قانون را که در داخل خاک انگلستان یا ولز اتفاق افتاده است، تحت پیگرد قرار دهند. اداره خدمات مالی مجاز به رسیدگی به پرونده‌های کیفری مربوط به موارد

دستکاری بازار نیست، هرچند پیش‌نویس لایحه‌ای با این مضمون به‌تازگی تهیه و ارایه شده است.

۲- اداره خدمات مالی طبق مفاد بخش ۶۱ از قانون مصوب سال ۱۹۸۶ می‌تواند پرونده‌های حقوقی را به‌منظور صدور احکام حقوقی و الزام متخلفان به جبران خسارات واردشده به اشخاص، مورد رسیدگی قرار دهد.

۳- اداره خدمات مالی در اطلاعیه‌های خود شرکت‌های دارای پروانه فعالیت را به رعایت اخلاق حرفه‌ای و پایبندی به اصول صداقت و انصاف در انجام معاملات ملزم می‌کند.

۴- در قوانین بورس نیز ممنوعیت‌های خاصی برای جلوگیری و مقابله با عمل دستکاری بازار توسط اعضای بورس در نظر گرفته شده است.

پ: مجازات

۱- مجازات کیفی:

- حداکثر ۷ سال حبس یا جریمه نقدی، یا هر دو

۲- مجازات اداری:

- برای تخلف از اطلاعیه‌های اداره خدمات مالی توسط شرکت‌های دارای پروانه فعالیت، مجازات‌هایی شامل جریمه نقدی، درج در مطبوعات و لغو پروانه در نظر گرفته خواهد شد. بورس‌ها نیز اعضای خود را به همین شکل مجازات می‌کنند.

توکيو

الف: موارد ممنوع

انجام هریک از اعمال زیر، طبق قانون، ممنوع است:

۱- پخش هرگونه شایعه، فریب دیگران، توسل به اعمال خلاف قانون یا تشویق دیگران به انجام عمل خلاف قانون در زمینه‌ی خریدوفروش یا هرگونه دادوستد اوراق بهادار، به‌قصد ایجاد تغییر در قیمت اوراق.

۲- فروش (یا خرید) اوراق بهادار به‌قصد انتقال حقوق مربوط به آن و درنتیجه، ارایه تصویری فریبنده از دادوستد انجام‌شده و نشان دادن کاهش درآمد مشمول مالیات.

۳- فروش (یا خرید) هم‌زمان اوراق بهادار با تبانی شخص خریدار (یا فروشنده) و به قیمت مشابه.

۴- ارایه تصویری فریبنده از یک بازار داغ و پر رونق، به‌قصد تأثیر بر معاملات اوراق و تغییر قیمت‌ها، یا ارایه یا پذیرش این‌گونه دستورهای خرید یا فروش، به‌طور انفرادی یا با کمک دیگران.

ب: مأخذ قانونی دیگر:

هرگونه عمل منجر به دستکاری قیمت طبق قوانین سازمان‌های خود تنظیم‌گر، مانند بورس‌های اوراق بهادار یا اتحادیه‌های معامله‌گران اوراق بهادار، ممنوع است.

پ: مجازات

مجازات تخلف دستکاری قیمت حداکثر پنج میلیون ین جزای نقدی و یا حداکثر پنج سال حبس خواهد بود. چنانچه عمل دستکاری قیمت به‌قصد سود نقدی یا به‌دست آوردن هرگونه دارایی غیرنقدی انجام شود، مجازاتی حداکثر برابر با ۳۰ میلیون ین و یا حداکثر ۵ سال حبس در پی خواهد داشت.

فرانکفورت

الف: موارد ممنوع

هرگاه شخصی به قصد دستکاری قیمت هرگونه اوراق بهادار، حق تقدم، ارز، کالا، منافع حاصل از حق مشارکت در سود شرکت، یا هرگونه ابزار مشتق دیگر مرتکب تخلفی به شرح زیر شود، مسئولیت کیفری این عمل متوجه وی خواهد بود:

" انتشار هرگونه اطلاعیه حاوی مطالب غیرواقعی و مؤثر بر قیمت اوراق بهادار، حق تقدم، ارز، کالا، منافع حاصل از حق مشارکت در سود شرکت یا هر ابزار مشتق دیگر، یا عدم افشای اطلاعات مهم؛ یا استفاده از هرگونه ابزار دیگر به قصد فریب دیگران."

ب: مأخذ قانونی

بخش ۸۸ قانون بورس آلمان

پ: دلیل یا دلایل لازم برای پیگیری

براساس مفاد بخش ۸۸ قانون بورس آلمان، هرگونه جرم افراد در صورتی قابل مجازات خواهد بود که شخص موردنظر، صرف نظر از این که مایل بوده باشد یا خیر، از تأثیر عمل خود به صورت دستکاری در بورس و قیمت‌های بازار آگاه بوده باشد. شرط دیگر قانون این است که شخص موردنظر به قصد تأثیرگذاری بر وضعیت بورس و قیمت‌های بازار مرتکب چنین عملی شده باشد. در اینجا، تنها قصد تأثیرگذاری بر قیمت‌ها کافی است و نیازی به موفقیت شخص در انجام عمل خلاف قانون نیست.

ت: مأخذ دیگر

دادستانی این اختیار را دارد که براساس مفاد بخش ۸۸ از قانون بورس آلمان هرگونه مورد خلاف قانون را تحت پیگرد قرار دهد. همچنین بورس‌ها با توجه به نقش خودتنظیم‌گری و ضرورت اطمینان آن‌ها نسبت به عملکرد صحیح بازار و درستی فرآیند تعیین قیمت، از اختیارات گسترده‌ای برای بررسی و مداخله در مسایلی از این دست برخوردارند.

ث: مجازات

براساس مفاد قانون کیفری آلمان، تخلف از بخش ۸۸ قانون بورس آلمان مجازاتی برابر با حداکثر سه سال حبس یا پرداخت جریمه نقدی در پی خواهد داشت. تحریم معاملات یا لغو پذیرش مجوز رسمی کارگزاری برای اعضاء و معامله‌گران دارای مجوز از جمله تنبیهات دیگری است که تخلف از قانون مزبور می‌تواند به دنبال داشته باشد.

ترکیه

الف: موارد ممنوع

۱- هرگونه عمل اشخاص حقوقی، اشخاص دارای مجوز فعالیت از طرف اشخاص حقوقی و افرادی که در زمینه‌ی دادوستد ابزارهای موجود در بازار سرمایه با آن‌ها کار می‌کنند، به قصد تأثیرگذاری مصنوعی بر جریان عرضه و تقاضا و نشان دادن چهره‌ای غیرواقعی از بازار موجود و حفظ قیمت اوراق یا افزایش و کاهش آن، ممنوع است.

۲- انتشار هرگونه اطلاعات و اخبار فریبنده، غیرواقعی، یا فریبکارانه یا تفسیر نادرست اطلاعات و اخبار، یا افشای اطلاعات محرمانه توسط اشخاص حقوقی، اشخاص دارای مجوز فعالیت از طرف اشخاص حقوقی و افرادی که با آن‌ها کار می‌کنند، ممنوع است.

ب: مجازات

- مجازات حبس، از ۲ تا ۵ سال و جزای نقدی سنگین، از ۱۰ تا ۲۵ میلیارد لیر ترکیه (نزدیک به ۲۰ تا ۵۰ هزار دلار آمریکا)؛ برای تشدید مجازات، جزای نقدی حداقل به میزان سه برابر منافع به‌دست‌آمده از انجام عمل خلاف قانون.

- در صورت تکرار جرم، جزای نقدی تا میزان یک و نیم برابر قابل‌افزایش خواهد بود.

- واسطه‌های دارای مجوز از سوی شورای بازار سرمایه از انجام یا کمک به انجام عمل دستکاری قیمت منع شده‌اند. متخلفان به پرداخت جریمه نقدی حداکثر به میزان ۵۰ هزار دلار آمریکا به شورای بازار سرمایه و تحمل تنبیه اداری به صورت تعلیق دائم یا موقت فعالیت‌های کارگزاری در بورس استانبول محکوم خواهند شد.

مالزی

الف: موارد ممنوع

۱- هیچ فردی نباید به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم عامل یا مسبب هر نوع فعالیتی شود که منجر به ایجاد تصور غلط و گمراه‌کننده در مورد معاملات بازار سهام و اوراق بهادار مالزی یا تصور گمراه‌کننده در مورد قیمت آن اوراق شود.

۲- هیچ فردی نباید به‌وسیله خرید یا فروش اوراق بهاداری که با تغییر مالکیت حقیقی همراه نیست، یا به‌وسیله معاملات جعلی، حیل، نگرهداری قیمت در محدوده خاص مسبب نوسان‌سازی در قیمت بازار اوراق بهادار شود.

ب: مجازات

هر فردی که خلافی در ارتباط با دستکاری قیمت‌ها انجام دهد حداقل به مبلغ یک میلیون رینگیت جریمه شده و حداکثر به مدت ۱۰ سال زندانی می‌شود.

بورس اوراق بهادار تهران

الف: موارد ممنوع

انجام هر یک از اقدامات زیر ممنوع می‌باشد:

۱- هر شخصی که "اطلاعات نهانی" مربوط به اوراق بهادار موضوع این قانون را که حسب وظیفه در اختیار وی قرار گرفته به نحوی از انحا به ضرر دیگران یا به نفع خود یا به نفع اشخاصی که از طرف آن‌ها به هر عنوان نمایندگی داشته باشد، قبل از انتشار عمومی، مورد استفاده قرار دهد و یا موجبات افشا و انتشار آن‌ها را در غیر موارد مقرر فراهم نماید.

۲- هر شخصی که با استفاده از "اطلاعات نهانی" به معاملات اوراق بهادار مبادرت نماید.

۳- هر شخصی که اقدامات وی نوعاً منجر به ایجاد ظاهری گمراه‌کننده از روند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت‌های کاذب و یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود.

۴- هر شخصی که بدون رعایت مقررات این قانون اقدام به انتشار آگهی یا "اعلامیه‌ی پذیره‌نویسی" به منظور عرضه‌ی عمومی اوراق بهادار نماید.

تبصره ۱- اشخاص زیر به عنوان اشخاص دارای "اطلاعات نهانی" شرکت شناخته می‌شوند:

الف) مدیران شرکت شامل اعضای هیأت‌مدیره، هیأت عامل، مدیرعامل و معاونان آنان

- (ب) بازرسان، مشاوران، حسابداران، حسابرسان و وکلای شرکت
- (ج) سهامدارانی که به تنهایی و یا به همراه افراد تحت تکفل خود، بیش از ده درصد سهام شرکت را در اختیاردارند یا نمایندگان آنان
- (د) مدیرعامل و اعضای هیأت‌مدیره و مدیران ذی‌ربط یا نمایندگان شرکت‌های مادر (هلدینگ) که مالک حداقل ده درصد سهام یا دارای حداقل یک عضو در هیأت‌مدیره شرکت سرمایه‌پذیر باشند.
- (ه) سایر اشخاصی که با توجه به وظایف، اختیارات و یا موقعیت خود به "اطلاعات نهانی" دسترسی دارند.

تبصره ۲- اشخاص موضوع تبصره ۱ این ماده موظفاند آن بخش از معاملات اوراق بهادار خود را که مبتنی بر "اطلاعات نهانی" نباشد، ظرف پانزده روز پس از انجام معامله، به "سازمان بورس اوراق بهادار" و "بورس اوراق بهادار" مربوط گزارش کنند.

ب: مأخذ قانونی

ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران

ماده ۱۰ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی

پ: مجازات

اشخاصی که مشمول ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار شوند، به حبس تعزیری از سه ماه تا یک سال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به‌دست‌آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهند شد.

ت: مأخذ دیگر

ماده ۷ دستورالعمل انضباطی کارگزاران: تخلفاتی که موجب محرومیت کارگزار از انجام معاملات حداکثر تا شصت روز کاری می‌شود، عبارت است از:

- ۱- تغییر سهامداران کارگزاری یا درصد مالکیت آنان بدون رعایت تشریفات مقرر
- ۲- سفارش چینی گسترده و غیرمتناسب با عرضه و تقاضای بازار یا سفارش چینی بدون سفارش یا براساس سفارش‌های غیرمستند که منجر به ایجاد جریان غیرواقعی عرضه و تقاضا گردد.
- ۳- ورود سفارش خرید یا فروش باهدف القای رونق و حذف سفارش وارده پس از ورود سفارش‌های دیگر کارگزاران و اقدام به انجام معامله در سمت دیگر، توسط یک یا چند کارگزار به‌صورت هماهنگ
- ۴- سفارش چینی گسترده در قسمت‌های پایینی صف‌های خریدوفروش باهدف طولانی شدن صف به‌منظور جلب منفعت برای خود یا دیگران درجهت اهدافی خاص مانند شمول در ضوابط رفع گره‌های معاملاتی و یا فعالیت در طرف مقابل و ...
- ۵- ورود سفارش خرید یا فروش بالاتر یا پایین‌تر از مظنه‌های خرید یا فروش جاری بازار به‌منظور ایجاد روندی صعودی یا نزولی در قیمت اوراق بهادار جهت بهره‌گیری از قیمت ایجادشده به نفع خود یا سایرین
- ۶- اخلال در فرآیند قیمت‌گذاری ورقه بهادار یا کالا با انجام معامله در حجم کم باقیمت‌های نامتعارف و یا انجام معاملات هماهنگ شده و یا معامله‌ای متفاوت با جریان بازار
- ۷- تحریک طرف عرضه یا تقاضا از یک‌سو و پرکردن تمام یا بخشی از حجم مینا با خرید یا فروش ورقه بهادار از سوی دیگر توسط یک یا چند کارگزار

- ۸- انجام معاملاتی بدون تغییر مالکیت نهایی با اهدافی مانند ایجاد قیمت‌های ساختگی یا القاء رونق یا رکود در بازار
- ۹- ورود سفارش با اعتبار روزانه (DAY) یا اعتبار بیشتر از یک روز پس از جلسه‌ی معاملاتی و حذف آن توسط کارگزار در روز بعد با هدف القای رونق یا رکود در بازار
- ۱۰- انتشار اخبار یا شایعاتی در بازار به صورت شفاهی، کتبی یا الکترونیکی (اینترنت، پیامک و امثال آن) و ایجاد جو مثبت یا منفی و سوءاستفاده از آن جهت خرید یا فروش اوراق بهادار یا کالا توسط کارگزار
- ۱۱- انجام رقابت کاذب و هماهنگ شده بین شعب مختلف یک یا چند کارگزار که منجر به افزایش یا کاهش قیمت ورقه بهادار یا کالا شود.
- ۱۲- استفاده از اطلاعات افشانشده تأثیرگذار بر قیمت سهام (از قبیل تعدیل پیش‌بینی سود هر سهم، عرضه عمده سهام، شروع بازارسازی، کسب سود توسط شرکتی خاص از طریق معامله سهام، تصمیم به خرید حجم قابل‌توجهی از سهام توسط کارگزار یا شرکتی خاص برای پرتفوی) به نفع خود یا اشخاص دیگر در معاملات
- ۱۳- افشای اطلاعات افشانشده ناشری خاص به روش‌هایی غیر از موارد مقرر
- ۱۴- افشا یا استفاده از اطلاعات محرمانه‌ی مشتریان تحت هر عنوان به‌غیراز مواردی که طبق مقررات یا مجوزهای سازمان مشخص گردیده است.
- ۱۵- انجام معاملات صوری صرفاً باهدف شناسایی سود یا زیان جهت ایجاد انحراف در شاخصه‌های حسابداری مشتری خاص مانند بهای تمام‌شده و یا درآمد حاصل از فروش سرمایه‌گذاری‌ها که به عاملیت کارگزاری و اطلاع وی انجام شود.
- ۱۶- هرگونه فعل یا ترک فعلی که برخلاف مقررات مانع از وقوع یا قطعیت معاملات کالا و یا معاملات عمده اوراق بهادار شود، از قبیل:
 - خودداری از عرضه در قیمت پایه یا بالاتر به‌رغم دستور فروشنده و وجود تقاضا
 - خودداری از ورود سفارش خرید مشتری در ادامه روز قبل که بالاترین تقاضای خرید را داشته است.
 - خودداری از پرداخت حصه نقدی واریزی مشتری در مهلت‌های مقرر به اتاق پایاپای

- عدم تحویل سند تسویه خارج از پایاپای در مهلت‌های مقرر
- عدم تهیه یا خودداری از تنظیم یا تأیید یا صدور اسناد معاملات
- ۱۷- انجام معاملات ساختگی برخلاف اصول متعارف و منصفانه بازار جهت گریز از محدودیت‌های مقرراتی بازار
- ۱۸- استفاده از هر ابزار و یا امکانات غیرمجاز اعم از سخت‌افزاری و نرم‌افزاری که موجب از بین رفتن رقابت سالم و منصفانه بین کارگزاران گردد.
- ۱۹- خریدوفروش اوراق بهادار یا کالای پذیرفته‌شده در بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس خارج از سامانه‌ی معاملاتی توسط کارگزار
- ۲۰- انجام فعالیت‌هایی که مستلزم اخذ مجوز بوده و مجوز مربوط قبلاً از سازمان اخذ نگردیده است، از قبیل: معاملات اوراق بهادار، کالا، سبدگردانی، مشاوره پذیرش، مشاوره سرمایه‌گذاری، مشاوره عرضه، پردازش اطلاعات مالی و رتبه‌بندی اوراق بهادار
- ۲۱- انجام فعالیت‌هایی خارج از موضوع اساسنامه
- ۲۲- عدم ارایه گزارش‌های فعالیت هیأت‌مدیره و عملکرد و صورت‌های مالی حسابرسی شده ظرف مهلت ۴ ماه از تاریخ پایان سال مالی و عدم ارایه صورت‌جلسات مجمع عمومی کارگزاری حداکثر ظرف مهلت ده روز از تاریخ جلسه به سازمان، بورس یا فرابورس حسب مورد
- ۲۳- عدم رفع عوامل موجد اظهارنظر مردود و یا عدم اظهارنظر حسابرس بر روی صورت‌های مالی در مهلت تعیین‌شده توسط مرجع رسیدگی‌کننده
- ۲۴- استفاده از کد معاملاتی، اطلاعات، اسناد و مدارک مربوط به معاملات یا وجوه مشتریان به نفع خود یا سایرین
- ۲۵- معرفی خود به‌عنوان نماینده‌ی بورس یا سازمان بدون داشتن سمت یا ایجاد تعهد نسبت به آن‌ها

- ۲۶- عدم ارایه اطلاعات و مستندات مورد درخواست سازمان یا بورس به‌ویژه در حین بازرسی
- ۲۷- عدم کفایت موجودی حساب‌های جاری معاملاتی کارگزاری جهت پوشش تعهدات کارگزار در قبال مشتریان بستانکار در هر مقطع زمانی
- ۲۸- دستکاری در دفاتر و حساب‌های کارگزاری از قبیل ثبت معامله انجام‌نشده، حذف معامله‌ی انجام‌شده و ثبت تهاتر بدون مجوز
- ۲۹- اقدام به ارایه اسناد و مدارک غیرواقعی یا جعلی به سازمان یا بورس یا استفاده از اسناد مذکور در معاملات
- ۳۰- تأخیر یا عدم پرداخت بدهی ناشی از انجام معاملات اوراق بهادار و کالا ظرف مهلت مقرر توسط کارگزار خریدار
- ۳۱- عدم اطلاع‌رسانی به سازمان و بورس در خصوص مشارکت یا مدیریت در مؤسسات یا شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس
- ۳۲- تملک سهام دو یا چند شرکت کارگزاری به‌طور هم‌زمان یا تصدی به سمت مدیرعاملی در دو یا چند شرکت
- ۳۳- امتناع از امضا یا تأیید آن دسته از مستنداتی که طبق مقررات، کارگزار مکلف به تأیید آن می‌باشد.
- ۳۴- اقدام به اداره امور سرمایه‌گذاری‌ها به نمایندگی از طرف اشخاص حقیقی و یا حقوقی بدون رعایت مقررات مربوط
- ۳۵- اخذ کد معاملاتی بدون رعایت مقررات مربوط به احراز هویت
- ۳۶- دریافت وجوهی غیر از کارمزدهای مصوب یا بیش از سقف‌های تعیین‌شده از مشتریان، تحت هر عنوان
- ۳۷- داشتن نقش مؤثر در شکل‌گیری یکی از عناوین مجرمانه فصل ششم (ماده ۴۶) قانون بازار اوراق بهادار

بررسی و مقایسه قوانین منع دستکاری قیمت

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

وابستگی بالایی برخوردار بوده، درحالی که این الزامات و مقررات اوراق بهادار در بازارهای نوظهور چندان سخت گیرانه نیست.

مقامات ناظر بورس‌ها به منظور جلوگیری از انتشار شایعات غلط و گمراه کننده، که بنا به مطالعات و بررسی‌های صورت گرفته اثر منفی بر وضعیت بازار می‌گذارد، اقدام به تدوین مقررات نموده‌اند. اگرچه شایعه‌پراکنی^۱ در اغلب بازارهای مالی به دلیل استفاده از ابزارهای مختلف از مشکلات چندان شایعی به نظر نمی‌رسد، اما از آنجایی که اعتبار اطلاعات منتشره درباره‌ی شرکت‌های بورسی در بازار به منظور تأمین اعتماد به بازار بسیار حائز اهمیت است، لذا مقام‌های ناظر بورس‌ها در این خصوص از شدت عمل بالایی برخوردار بوده و اقدام به تدوین قواعد و مقررات صریح و سخت گیرانه‌ای در این زمینه نموده‌اند.

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

تعریف دستکاری قیمت در بورس‌های مختلف باهم متفاوت است. در بورس لندن ملیت انگلیسی در تعریف دستکاری آمده است که در هیچ‌یک از بورس‌های دیگر این شرط ذکر نشده است. در برخی از بورس‌ها مانند لندن، عمدی بودن اعمال ملاک تشخیص جرم است درحالی‌که در بورس‌های دیگر چنانچه شخص به عمد یا غیرعمد مرتکب اعمال فوق شود، مجرم شناخته می‌شود. در بورس‌های نیویورک، لندن، فرانکفورت و ترکیه قید داشتن قصد (ضابطه ذهنی^۱) برای تشخیص دستکاری قیمت در نظر گرفته می‌شود. قید داشتن قصد از جهات مختلف مورد انتقاد واقع شده است. تعیین قصد دستکاری دشوار است و تعقیب نادرست، سبب دلسردی سرمایه‌گذارانی می‌شود که به‌طور صحیح فعالیت می‌کنند. علاوه بر قید داشتن قصد دستکاری قیمت، قید انجام دستکاری قیمت نیز می‌تواند معاملات نامطلوب و دستکاری قیمت را، بدون نیاز به یک بررسی پرهزینه و اغلب ناامیدکننده درخصوص انگیزه معامله‌کنندگان سهام، ممنوع سازد. از طرف دیگر نیز اقداماتی که منجر به دستکاری قیمت می‌شوند، ممکن است براه ناآگاهی، عدم مهارت، اشتباه و به‌طور کلی بدون قصد دستکاری انجام شود؛ ولی همان آثار مخرب را بر بازار و سرمایه‌گذاران داشته باشد. بنابراین، به نظر می‌رسد قید داشتن قصد نمی‌تواند معیار مناسبی برای تشخیص دستکاری قیمت باشد. در حقوق ایران مقنن در بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار مقرر می‌دارد: "هر شخصی که اقدامات وی نوعاً منجر به ایجاد ظاهر گمراه‌کننده از فرآیند معاملات اوراق بهادار یا ایجاد قیمت‌های کاذب یا اغوای اشخاص به انجام معاملات اوراق بهادار شود" به مجازات مقرر محکوم می‌شود. همان‌گونه که مشاهده می‌شود مقنن در تعریف دستکاری قیمت ملاک را بر اقدام قرار داده نه داشتن قصد دستکاری قیمت، از آنجاکه بررسی و کشف قصد دستکاری بسیار پرهزینه و دشوار است و همچنین ممکن است دستکاری قیمت

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

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

- ✓ انجام دادوستد بدون تغییر در اصل مالکیت
- ✓ وارد کردن دستور فروش با آگاهی از وجود دستور خرید متقابل توسط همان شخص یا شخص دیگر

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

در حقوق ایران اگرچه اصطلاح دستکاری در متون قانونی به کار نرفته است، اما عنوان مجرمانه مندرج در بند ۳ ماده ۴۶ قانون بازار اوراق بهادار، همان دستکاری قیمت است. در واقع مقنن به جای استفاده از اصطلاح دستکاری قیمت به توضیح مفهوم و برخی شیوه‌های آن پرداخته است. ماده ۷ دستورالعمل انضباطی کارگزاران شامل ۳۷ بند است که در آن مقنن بسیاری از اقدامات احتمالی دستکاری کنندگان که با انجام آن‌ها اقدام به دستکاری قیمت می‌کنند را ممنوع کرده است. در این ماده تمام حالات دستکاری قیمت که پایه و اصل در دستکاری قیمت محسوب می‌شوند ممنوع شده است لذا این ماده را می‌توان مهم‌ترین ماده قانونی منع دستکاری قیمت در بورس اوراق بهادار دانست که تعداد قابل ملاحظه و طیف وسیعی از روش‌های دستکاری قیمت را شامل می‌شود. به‌طور مثال در بند ۸ این ماده، معاملاتی که منجر به تغییر مالکیت نمی‌شود را ممنوع اعلام کرده است؛ چراکه با معاملات دوطرفه و ساختگی می‌توان

سایر سهامداران را گمراه کرد و رونق ظاهری در معاملات سهام مزبور به وجود آورد. لذا ماده مذکور نقش اساسی در منع مصادیق و ابزارهای دستکاری قیمت در قالب فعالیت‌های مرتبط با دادوستد و فعالیت‌های مرتبط با انتشار اطلاعات و اشاعه شایعات دارد؛ همچنین کارگزاران را از انجام معاملات مشکوک به دستکاری قیمت منع می‌کند.

باوجود اختلاف در تعریف دستکاری قیمت در بورس‌های مختلف، ممنوعیت دستکاری قیمت و تحت پیگرد قرار گرفتن دستکاری‌کنندگان در تمام بورس‌های دنیا مشترک است. با توجه به مباحث فوق می‌توان دستکاری قیمت را به این صورت تعریف نمود: "هر اقدام نامتعارفی که فرآیند طبیعی قیمت‌گذاری اوراق بهادار، سازوکار طبیعی بازار و به‌طور کلی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد". به‌طور کلی می‌توان گفت به‌رغم تفاوت قوانین دستکاری قیمت در کشورهای مختلف، اما می‌بینیم که دستکاری قیمت به‌خوبی توسط قوانین در این بورس‌ها محدود شده است.

دستکاری قیمت باعث زیان به سهامداران و در نتیجه سلب اعتماد آن‌ها به بازار و کاهش اعتبار بورس می‌شود. از آنجاکه غالباً معاملات در بورس بازی با مجموع صفر است، لذا زمانی دستکاری‌کنندگان سودی به‌دست می‌آورند که سایر سهامداران، که عمدتاً اطلاعی از دستکاری ندارند، زبانی متحمل شوند. دستکاری قیمت معمولاً باعث زیان سایر سهامدارانی می‌شود که فریب شرایط گمراه‌کننده ناشی از دستکاری قیمت را خورده‌اند. معمولاً دستکاری قیمت بعد از این‌که به‌طور کامل اجرا شدند، قابل تشخیص هستند و می‌توان دستکاری‌کنندگان را محکوم کرد. حتی در شرایطی که دستکاری قیمت تشخیص داده می‌شود نمی‌توان به‌طور کامل زیان سایر سهامداران را جبران کرد. لذا بهترین زمان برای کشف دستکاری قیمت در همان مراحل ابتدایی و قبل از وقوع دستکاری قیمت به‌طور کامل است. بنابراین می‌توان گفت بهترین حمایت برای سهامداران در بورس، پیشگیری از دستکاری قیمت است.

در بورس اوراق بهادار تهران در مدت‌زمان معاملات (۳,۵ ساعت) به‌طور متوسط ۸۰ هزار معامله انجام می‌شود؛ که بررسی و نظارت بر این معاملات در مدت‌زمان ۳,۵ ساعت توسط انسان غیرممکن است. در نتیجه برای این منظور از نرم‌افزارهای هوشمند با سرعت بالا استفاده می‌شود که بتواند تمام معاملات را در مدت‌زمان بسیار کوتاه بررسی کرده و معاملات مشابه با الگوهای دستکاری را گزارش نماید. بنابراین نکته حائز اهمیت در تشخیص دستکاری قیمت در بورس‌های مختلف استفاده از سیستم‌های نظارتی است، که این سیستم‌ها دارای انواع گوناگونی است. امروزه ارتقای سیستم‌های نظارتی نسبت به ارتقای قوانین دستکاری قیمت‌ها بیشتر مورد توجه قرار دارد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

دستکاری قیمت باعث ایجاد ظاهری گمراه‌کننده و غیرواقعی از بازار اوراق بهادار و در نتیجه بی‌اعتمادی عموم مردم به این بازار می‌شود. این بی‌اعتمادی و به دنبال آن کاهش سرمایه‌گذاری در این بازارها از بعد کلان، بر روی اقتصاد کشور تأثیر می‌گذارد. دستکاری قیمت عبارت است از هر اقدام نامتعارفی که فرآیند طبیعی قیمت‌گذاری اوراق بهادار، سازوکار طبیعی بازار و به‌طور کلی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد.

دستکاری قیمت ممکن است توسط همه افراد حاضر در بازار انجام شود، اما گروه‌هایی از افراد حاضر در بازار از قبیل: سهامداران عمده، کارگزاران، ناشران و مدیران شرکت‌های سهامی؛ با توجه به جایگاه و موقعیتشان توانایی و امکانات بیشتری برای دستکاری قیمت دارند و احتمال ارتکاب به این تخلف برای آن‌ها بیشتر است. بی‌تردید هدف اصلی و نهایی متخلفان از دستکاری قیمت به‌دست آوردن سود است، اما برای رسیدن به این مقصود، اهداف میانی خاصی را نیز، ممکن است دنبال کنند.

دستکاری قیمت سبب زیان طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران و کاهش اعتماد عمومی به بورس اوراق بهادار می‌شود. بر این اساس، نظام‌های حقوقی تمام بورس‌های دنیا، دستکاری قیمت را ممنوع کرده و درصدد مقابله با آن برآمده‌اند. پس مقابله حقوقی با دستکاری قیمت بیش‌تر به سبب ضررهایی است که به بورس اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران وارد می‌کند. در برخی از بورس‌ها قید داشتن قصد برای تشخیص دستکاری قیمت در نظر گرفته می‌شود، از طرفی اقداماتی که منجر به دستکاری می‌شود، ممکن است بر اثر ناآگاهی، عدم مهارت، اشتباه و به‌طور کلی بدون قصد دستکاری انجام شود؛ ولی همان آثار مخرب را بر بازار و سرمایه‌گذاران داشته باشد. بنابراین، به نظر می‌رسد قید داشتن قصد نمی‌تواند معیار مناسبی برای تشخیص دستکاری قیمت باشد. لذا قید عمل

دستکاری قیمت معیار مناسب‌تر و کاربردی‌تری نسبت به قید داشتن قصد است. بنابراین، هر اقدام یا رویه نامتعارفی که سبب تأثیر بر فعالیت طبیعی بازار و سازوکار عرضه و تقاضای بازار شود، می‌تواند دستکاری قیمت محسوب شود.

براساس مطالعات صورت گرفته در بورس‌های پیشرفته دنیا، پیشنهاد و راهکارهای کشف و جلوگیری از دستکاری قیمت به شرح زیر ارائه می‌شود:

۱. تعامل نهادهای ناظر با کارگزاران: بهترین روش مقابله با

دستکاری قیمت، پیشگیری از آن است. متداول‌ترین راه پیشگیری از دستکاری قیمت که در بورس نیویورک نیز مورداستفاده قرار می‌گیرد تعامل ناظر با کارگزار است. نهاد ناظر بورس پس از مشاهده معامله مشکوک، آن را با کارگزار مربوطه در میان می‌گذارد و کارگزار نیز با مشتریان خود تماس گرفته و برای معاملات مشکوک به دستکاری به آن‌ها اخطار می‌دهد. سپس ممکن است کارگزار دسترسی مشتری مشکوک را به سامانه معاملاتی مسدود کند و یا از انجام معاملات او امتناع کند. در این روش دستکاری قیمت پیش از وقوع کشف می‌شود و دستکاری‌کنندگان مرتکب جرم نشده و سهامداران متحمل زیان نمی‌شوند، به عبارتی دیگر کمترین زیان ممکن به بورس و جامعه تحمیل شده است.

۲. نظارت بیشتر بر مدیران و سهامداران عمده: با مطالعه

دستکاری قیمت‌های رخ داده مشاهده می‌شود، ویژگی مشترک همه این دستکاری‌ها، نقش مدیران و سهامداران عمده به‌عنوان دستکاری‌کننده و یا عضو اصلی دستکاری‌کنندگان است. در همه این دستکاری‌ها

مدیران با همکاری حسابداران و حسابرسان اطلاعات غلط و گمراه‌کننده منتشر می‌کنند و قیمت سهام شرکت را به‌طور صوری افزایش می‌دهند. با گذشت زمان و بر ملا شدن حقایق، موجی از بی‌اعتمادی سهامداران به سهام شرکت و حتی بورس به‌وجود می‌آید و به‌سرعت قیمت سهام شرکت کاهش می‌یابد، ممکن است قیمت سهام به مقادیری کمتر از قیمت قبل از انتشار اطلاعات غلط برسد و یا حتی صفر شود. با مطالعه تاریخچه دستکاری‌های عظیم مانند انرون^۱، ورلدکام^۲ و ... می‌توان دریافت که برای پیشگیری از تکرار چنین وقایعی باید سازوکاری منسجم برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت‌ها وضع شود. همچنین باید سازوکاری برای نظارت بر صحت گزارش صورت‌های مالی و گزارش‌های کنترل داخلی شرکت‌ها پدید آید و بر عملکرد حسابرسان نظارت شود.

۳. افزایش جریمه‌های دستکاری: جریمه نقدی برای

دستکاری‌کنندگان بهتر است از دو بخش ثابت و متغیر تشکیل شده باشد. تعیین جریمه ثابت برای دستکاری قیمت به‌تنهایی کارایی لازم برای تنبیه دستکاری‌کنندگان را به‌دلیل تأثیر تورم در طول زمان و مهم‌تر از آن تفاوت حجم دستکاری قیمت‌ها، ندارد. از طرفی نیز جریمه ثابت برای دستکاری‌هایی که حجم کوچک‌تری دارند از بازدارندگی مناسب‌تری برخوردار است. در بورس نیویورک علاوه بر جریمه ثابت تا سقف ۱۱۰ هزار دلار، جریمه متغیر تا سه برابر سود ناشی از دستکاری قیمت برای دستکاری‌کنندگان در نظر گرفته شده است. اما در بورس

1- Enron

2- WorldCom

اوراق بهادار تهران تنها جریمه متغیر بین دو تا پنج برابر سود ناشی از عمل خلاف در نظر گرفته شده است و جریمه ثابتی تعیین نشده است. بنابراین تعیین دو بخش جریمه ثابت و متغیر از کارایی بیشتری نسبت به تعیین تنها یکی از آن‌ها برخوردار است.

۴. **ارتقای سیستم‌های نظارتی:** همان‌طور که پیش‌تر گفته شد سیستم‌های نظارتی نقش بسیار مهمی در کشف دستکاری قیمت دارند. هر چه سیستم نظارتی سریع‌تر و بازار را به‌طور کامل‌تر پوشش دهد، نظارت بهتر انجام خواهد شد. در بورس‌های پیشرفته دنیا مانند بورس نیویورک از سیستم نظارتی هوشمند Smart Sonar استفاده می‌شود. این سیستم نظارتی سرعت پردازش اطلاعات بسیار بالایی دارد و توانایی پردازش تمام اطلاعات بازار حتی داده‌های متنی موجود در تالارهای گفتگو، صفحات وب و ... را دارد. متأسفانه با وضع تحریم‌های ظالمانه علیه ایران، امکان برخورداری از این سیستم‌های نظارتی پیشرفته در بورس اوراق بهادار وجود نداشت. کارشناسان و متخصصان داخلی اقدام به به‌روزرسانی و حتی تولید سیستم‌های نظارتی به‌منظور رفع نیاز داخلی نمودند. تلاش‌ها و اقدامات متخصصان داخلی در زمینه سیستم‌های نظارتی ستودنی است اما همچنان با استانداردهای روز دنیا فاصله زیادی دارد. توجه بیش‌از پیش به متخصصان داخلی و سرمایه‌گذاری در جهت آموزش آن‌ها بسیار مهم است. همچنین در صورت رفع تحریم‌ها خرید سیستم نظارتی هوشمند و به‌روز، و همچنین تبادل علم و تربیت متخصصان در این زمینه، می‌تواند کمک فراوانی در جهت کاهش دستکاری قیمت در بورس اوراق بهادار نماید.

منابع

- فلاح شمس، میرفیض "طراحی الگوی پیش‌بینی دستکاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهشی دانشگاه امام صادق(ع)، ۱۳۸۴، شماره ۲۷
- فلاح شمس، میرفیض "بررسی عوامل تأثیرگذار بر دستکاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌نامه علوم اقتصادی، ۱۳۸۷، شماره دوم
- فلاح شمس، میرفیض "پیش‌بینی دستکاری قیمت در بورس اوراق بهادار"، فصل‌نامه علمی پژوهشی مهندسی مالی، ۱۳۹۰، شماره هفتم
- فلاح شمس، میرفیض و کردلوئی، حمیدرضا "آزمون مدل‌های لاجیت و شبکه عصبی مصنوعی جهت پیش‌بینی دستکاری قیمت در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۳۹۰، شماره هفتم
- فلاح شمس، میرفیض و کردلوئی، حمیدرضا "بررسی دستکاری قیمت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل ماشین بردار پشتیبان"، نشریه تحقیقات مالی، ۱۳۹۱، دوره ۱۴، شماره ۱
- Aggarwal R. and Wu G. "Stock Market Manipulation - Theory and Evidence", Working Paper ,2002 , Univ. of Michigan
- Allen F. & Gale D. "Stock-Price Manipulation", the Review of Financial Studies, 1992 , V. 5(3), p.p. 503-529
- Bagnoli M. & Lipman B. "Stock Price Manipulation Through Takeover Bids", Rand Journal of Economics, 1996 , V. 27, p.p. 124-147
- Diaz D. and Theodoulidis B. and Sampaio P. "Analysis of Stock Market Manipulations Using Knowledge Discovery Techniques Applied to Intraday Trade Prices", Expert Systems with Applications (Elsevier), 2011 , V.38 , p.p. 12757-12771
- Dissanaik G. and Lim K.H. "Detecting and Quantifying Insider Trading and Stock Manipulation in Asian Markets", Asian Economic Papers, 2015 , V.14 , No.3 , p.p. 1-20
- Eren N. and Ozsoylev H. "Hype and Dump Manipulation", Social Science Research Network , 2006
- Holley D. "Market Manipulation- The Focus on Prevention", Heinonline , 1993 , V. 19, p.p. 925-943

- Jarrow R. A. “Market Manipulation, Bubble, Corner, and Short Squeezes”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1992 , V. 27, p.p. 311-336
- Jianping M. and Wu G. “Behavior Based Manipulation”, NYU Working paper , 2004
- Mahoney P. G. “the Stock Pools and the Securities Exchange Act”, Journal of Financial Economics, 1999 , V. 51, p.p. 343-369
- Markham Jerry “Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation”, Taylor & Francis Group, 2014 , 1 st ed. Routledge
- Misra V. and Lagi M. and Bar-Yam Y. “Evidence of Market Manipulation in the Financial Crisis”, New England Complex Systems Institute, 2012 , Cambridge, Massachusetts 02142
- Palshikar G. K. and Manoj M. “Collusion Set Detection Using Graph Clustering”, Data Min Knowl Disc, 2008 , V. 16, p.p. 135-164
- Putnins, T.J. “Market Manipulation: A Survey”, Journal Of Economic Surveys, April 2011
- Putnins, T.J. and Comerton-Forde C. “Stock Price Manipulation: Prevalence and Determinants”, Review of Finance, 2014 , V.18 , p.p.23-66
- Soderstorm R. , “Regulating Market Manipulation: An Approach to designing Regulatory Principles” , Working paper , 2011
- Sun X. and Chen X. and Others “Distinguishing Manipulated Stocks via Trading Network Analysis”, Institute of Computing Technology, Chinese Academy of Sciences, 2011 , Beijing 100190
- Yan X. and Klein L. R. and Dalko V. “Does Monopoly Exist in the Stock Market? Detection and Prevention of Trade-Based Market Manipulation”, 16th World Congress International Economic Association , 2011

نشانی: تهران، خیابان طالقانی، تقاطع سپهبد قزنی
سازمان بازرسی کل کشور، طبقه ششم
شماره تماس: ۰۲۱۳۶۲۴۰۷
نشانی الکترونیک: bazrasi.research@136.ir

www.bazrasi.ir