



Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)  
Journal of Securities and Exchange, Summer 2022, V. 15, No.58, pp. 1-22

## Presenting a Model for Updating of Appropriate Supervisory Systems with Market Anomalies in Tehran Stock Exchange<sup>1</sup>

Mehrdad Sadrara<sup>2</sup>, Yasser Rezaei Pitenoeei<sup>3</sup>, Gholamreza Mahfoozi<sup>4</sup>

Received: 2021/11/26  
Accepted: 2022/06/05

Research Paper

### Abstract

The main purpose of this research is to investigate the effectiveness of Surveillance measures and provide a model for Updating of appropriate supervisory systems with market anomalies in Tehran Stock Exchange and Overseas Iran. This research is a descriptive survey that consists of two parts. The first part is the prioritization of market abnormalities, which the method of theoretical discussions collecting has been library, as well as the information necessary for the realization of the research objectives using distribution and collection a questionnaire was conducted among 22 supervisors of Tehran Stock Exchange. In the second part of the research, the effects of identified abnormalities in securities transactions on the efficiency of Tehran Stock Exchange at two levels of large and small companies been investigated. The results of the survey briefly state that in large companies the most violations are affected by price and transactions manipulation, while in small companies, often violations will be due to the inside trading-based transactions. It can also be concluded that the anomalies of trades on the stock exchange reduce market efficiency.

**Key Words:** Market Anomalies, Supervisors, Price Manipulation, Inside Trading, Market Efficiency.

**JEL Classification:** L11, E64, G12, G14

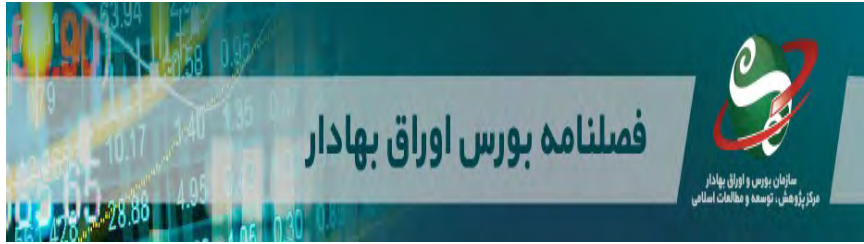
---

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11255.1462

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Guilan University, Rasht, Iran.

3. Assistant Professor, Department of Accounting, Guilan University, Rasht, Iran. (Corresponding Author). (Rezaei.yasser@gmail.com)

4. Assistant Professor, Department of Accounting, Guilan University, Rasht, Iran



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال پانزدهم، شماره ۵۸، تابستان ۱۴۰۱، صص ۲۲-۱

## ارائه مدلی جهت بروز رسانی سیستم‌های نظارتی متناسب با ناهنجاری‌های بازار در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

مهرداد صدرآرا<sup>۲</sup>، یاسر رضائی پیتته‌نوئی<sup>۳</sup>، غلامرضا محفوظی<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۰۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۳/۱۵

مقاله پژوهشی

### چکیده

هدف اصلی از اجرای این پژوهش اثربخشی اقدامات نظارتی و ارائه مدلی برای بروزرسانی سیستم‌های نظارتی متناسب با ناهنجاری‌های بازار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران از منظر ناظران بازار است. این پژوهش از نوع توصیفی - پیمایشی است که از دو بخش تشکیل شده است. بخش اول اولویت‌بندی ناهنجاری‌های بازار است که روش گردآوری مباحث نظری آن کتابخانه‌ای بوده و در بخش دوم پژوهش به بررسی آثار ناهنجاری‌های شناسایی شده در معاملات اوراق بهادار بر میزان کارایی بورس اوراق بهادار تهران در دو سطح شرکت‌های بزرگ و کوچک پرداخته می‌شود. همچنین اطلاعات لازم برای تحقق بخشیدن به اهداف پژوهش با استفاده از توزیع و جمع‌آوری پرسشنامه در بین ۲۲ نفر از ناظران بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. نتایج یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که از دیدگاه ناظران بازار در شرکت‌های بزرگ بیشترین تخلفات تحت تأثیر دستکاری قیمت و معاملات ساختگی است، در صورتی که در شرکت‌های کوچک اغلب تخلفات ناشی از معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی است. علاوه بر این می‌توان نتیجه گرفت که ناهنجاری‌های معاملاتی موجود در بورس اوراق بهادار موجب کاهش کارایی بازار می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** ناهنجاری‌های بازار، ناظران بازار دستکاری قیمت، معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی، کارایی بازار.

DOI: 10.22034/JSE.2020.11255.1462

۱. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. (mehradsadrara@gmail.com)

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. (نویسنده مسئول)،

(Rezaei.yasser@gmail.com)

۳. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. (gholamrezamahfoozi@yahoo.com)

### مقدمه

بورس اوراق بهادار در هر کشور همواره به عنوان ویتترین و نمایشگاهی از توانمندی‌ها و قدرت اقتصادی آن کشور بوده و پیشرفت و کارایی بورس بیانگر وجود یک بنیه قوی اقتصادی است. یکی از مهمترین کارکردهای بورس اوراق بهادار توزیع عادلانه درآمد و هزینه بین کلیه سهامداران و گروه‌های اجتماعی است. به عبارتی می‌توان چالش اصلی دست اندرکاران بورس را احیای محیطی ایمن، برابر و عاری از هر گونه دستکاری و ناعدالتی در بازار مطرح کرد (گابلر<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶).

شناسایی ناهنجاری‌ها در بازار بورس اوراق بهادار بسیار دارای اهمیت است زیرا دارای آثار تعیین کننده‌ای بر بازار هستند (پوتنایس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). بطور کلی ناهنجاری در بازار همانند نقابی عمل می‌کند که به سردرگمی سرمایه‌گذاران منجر می‌شود و این ابهام موجود در بازار در وهله اول موجب کاهش نقدینگی و در پی آن موجب افزایش هزینه معاملات می‌شود. ناهنجاری‌های بازار همچنین منجر به عدم تخصیص بهینه منابع و کاهش قدرت تشخیص بهترین و امن‌ترین سرمایه‌گذاری می‌شود. با چنین اتفاقی در بازار، فعالان خواستار بازده بالاتری برای سرمایه‌گذاری‌های خود می‌شوند تا ریسک موجود در بازار را بدین گونه خنثی کنند. بدین ترتیب شرکت‌ها برای تأمین سرمایه اجرای پروژه‌ها، با هزینه (سرمایه) بالاتری روبرو خواهند شد و در نتیجه، تنها پروژه‌هایی اجرا می‌شوند که نرخ بازده بالاتری عاید شرکت کنند و به عنوان مثال پروژه‌ای که در یک بازار معمولی دارای نرخ بازده متناسبی است در این بازار غیر شفاف، بدلیل نرخ بازده بالا زیان‌ده شناسایی خواهد شد و در پی آن کاهش پروژه‌های اجرایی، کاهش خلق کار و کاهش رشد اقتصادی در سطح کلان جامعه منتج خواهد شد (کوایب و جاربوی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷).

اهداف بورس ایجاب می‌کنند که کلیه اطلاعات مالی و غیر مالی مربوط و قابل اعتماد در میان گروه‌های علاقه‌مند و ذینفع در واحد اقتصادی توزیع شود. چنین توزیعی باید بگونه‌ای باشد که شرایط را برای کسب بازدهی، بطور یکسان برای کلیه سهامداران (اعم از خرد و نهادی) فراهم آورد. بنابراین با توجه به اهمیت موضوع، انجام پژوهشی در زمینه کشف و بررسی عوامل مؤثر در حفظ کارایی بازار می‌تواند بسیار راهگشا باشد. از جمله عواملی که در پژوهش حاضر

- 
1. Gubler
  2. Putnins
  3. Kouaib & Jarbou

به کشف و بررسی آن پرداخته می‌شود می‌توان عواملی همچون کسب بازده غیرعادی، دستکاری معاملات، قیمت سازی و معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی را نام برد که همواره از چالش‌های هر بازاری می‌باشند و تنها راه مقابله با آن‌ها را می‌توان کشف راه‌های متنوع تخلف در بازار از طریق پژوهش‌های مستمر و همچنین ارائه راه کارهای نوین و پیشرفته و همگام با تکنولوژی‌های روز دنیا توسط ناظران بازار بورس اوراق بهادار نام برد (ژانگ، ۲۰۱۲). بنابراین برای تضمین کارایی و شفافیت بازارهای سرمایه، در هر جامعه نیاز به ارگان‌های نظارتی و پایشگر احساس می‌شود که با تدوین استانداردها و برقراری سیستم‌های کارای نظارتی موجبات امنیت و حفظ سرمایه را در بازار فراهم آورند. توجه به این نکته حائز اهمیت است که نظارت در بازار نه تنها با هدف کاهش ناهنجاری در بازار صورت می‌پذیرد بلکه هدف اصلی نظارت در بازار برقراری تقارن اطلاعاتی و ایجاد شرایطی برابر برای کلیه فعالان بازار در فعالیت‌های اقتصادی است.

ساختار بازارهای مالی همواره در حال تغییر است و با توجه به ابزارهای مالی گسترده که هر روزه بر تنوع و پیچیدگی آنها افزوده می‌شود نیاز به سیستم‌های نظارتی جدید فراخور آن ابزارهای مالی به شدت احساس می‌شود. در بسیاری از موارد برخی از ابزارهای مالی در واکنش به سیستم‌های نظارتی و برای دور زدن آن ابداع می‌شوند لذا می‌توان ابراز داشت که بین ابزارهای مالی نوین و سیستم‌های نظارتی پایشگر همواره رقابتی بی پایان وجود دارد. با این حال بزرگترین تغییرات در ابزارهای مالی، نشأت گرفته از پیشرفت تکنولوژی، سیستم‌های معاملاتی برخط و سیستم‌های معاملاتی با بسامد بالا (پوتنایس، ۲۰۰۹) هستند که برای پایش آنها نیز سیستم‌های سنتی فاقد اعتبار و کارایی بوده و نیاز به سیستم‌های با قدرت نظارتی بالا و برخط بوده تا بتواند همپای آنها حرکت کند (گابلر، ۲۰۱۶).

بنابراین هدف اصلی از پژوهش حاضر، کشف انواع مختلف ناهنجاری‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران به ترتیب اولویت اهمیت از منظر ناظران بازار و سپس ارائه راه کارهای اثر بخش به منظور تمرکز کارشناسان اداره نظارت بر بازار برای کشف تقلب و دستکاری و جلوگیری از اتلاف زمان آنها برای بررسی‌های ناکارا است. چارچوب پیشنهادی در این پژوهش می‌تواند نقشه راهی برای پژوهشگران و ناظران بازار باشد تا عملکردشان را با بافت‌های موجود

در سیستم‌های نظارت بر بازار، ابزارهای موجود و همچنین نحوه مدیریت و تمرکز بر ناهنجاری‌های معاملاتی در سطوح مختلف متمرکز کنند.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

#### رفتارهای تخریب کننده نظم بازار

بازارهای مالی همواره از جمله شریان‌های اصلی در خلق رشد اقتصادی در هر جامعه‌ای است. سازوکار بازار به تسهیل جریان وجوه از سرمایه‌گذاران به کارآفرینان منجر می‌شود، به عبارتی بازار را می‌توان نیروی محرکه هر اقتصادی دانست (محموظی و همکاران، ۱۳۹۸). اما برای دستیابی به این مهم، تکیه بر کیفیت و انصاف بازار در توزیع منافع بسیار دارای اهمیت است. شفافیت بازارها همواره در اولویت قرار دارد زیرا ضامن سرمایه‌گذاری بهینه و کشف فرصت‌های مناسب کسب بازده است. بنابراین دستیابی به شفافیت و کیفیت لازم از الزامات اجتناب ناپذیر بازار سرمایه است.

فرضیه اساسی و موتور محرکه بازار، منفعت‌طلبی و کسب سود از معامله است و همچنین بر اساس وجود تضاد منافع موجود در بین فعالان بازار همواره تلاش بر سر کسب بازده بیشتر و به عبارتی کسب بازده غیرعادی صورت می‌گیرد. کسب بازده غیرعادی همواره در گرو تحقق چند فاکتور است. فاکتور اول کسب اطلاعات مناسب‌تر و به خصوص کسب اطلاعات منحصر به فرد است که در یک بازار رقابتی عامل برتری و تفوق بر سایر فعالان می‌شود. اطلاعات منحصر به فرد در بازار را می‌توان در قالب اطلاعات نهانی و یا اطلاعات محرمانه ناشی از منابع مختلف دانست که در اختیار همگان قرار ندارد و تنها عده‌ای خاص (شامل افراد درون سازمانی و سایر افرادی که به هر نحو به اطلاعاتی خاص دست یافته‌اند) به آن دسترسی دارند و به این ترتیب عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد شده و اسباب کسب بازده غیرعادی را فراهم می‌آورد. فاکتور دوم که بسیار اهمیت دارد و خود شامل اجزای فراوانی است، دستکاری و تقلب در بازار است که از فرصت‌طلبی و منفعت شخصی افراد سرچشمه گرفته و بیانگر این موضوع است که هر فرد عقلانی برای افزایش منفعت شخصی به هیچ محدودیتی برای عملکرد خود پایبند نیست. بنابراین برای جلوگیری از تجاوز به حریم شخصی فعالان عادی بازار و جلوگیری از اعمال متقابلانه توسط برخی افراد، استقرار ابزارها و سیستم‌های نظارتی در بازار اجتناب ناپذیر است (کوآیب و جابویی، ۲۰۱۷). بنابراین در ابتدا انواع ناهنجاری‌های متنوع محتمل در انواع بازارهای بورس

دنیا که وقوع آنها در بورس اوراق بهادار تهران نیز محتمل است از طریق مرور منابع اطلاعاتی به شرح زیر شناسایی شده است:

۱. انجام معاملات ساختگی؛
۲. انتشار اکاذیب در مورد سهام خاص؛
۳. فروش به زیان و خرید مجدد؛
۴. معامله با هدف قیمت سازی؛
۵. ترغیب نادرست سهامداران؛
۶. حجم بالای فروش برای کاهش قیمت؛
۷. سفارش چینی گسترده با هدف القای رونق؛
۸. کم ارزش کردن و خریدن.

#### دستکاری‌های مبتنی بر معامله

۱. معامله در قیمت غیر بهینه؛
۲. اعلام مظنه غیر متعارف؛
۳. پیش دستی کارگزار از مشتری؛
۴. معامله بیش از حد کارگزاری با یک حساب؛
۵. انجام معامله بدون تغییر مالکیت نهایی.

#### سوء استفاده‌های ناشی از مکانیزم بازار

۱. ثبت و حذف سریع سفارش؛
۲. کنترل بازار از طریق ثبت سفارش ساختگی.

#### معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی

۳. کسب بازده غیرعادی؛
۴. پیشی گرفتن دارندگان اطلاعات نهانی.

پس از تبیین عوامل یادشده در بورس و فرابورس، کلیه نمادهای موجود به دو بخش شرکت‌های بزرگ (تعداد بالای ۵۰۰ میلیون سهم) و شرکت‌های کوچک (تعداد سهام کمتر از ۵۰۰ میلیون سهم) تقسیم می‌شوند و با کمک گرفتن از نظرهای تخصصی کارشناسان و مسئولان

مرتبط در مورد نمادهای مورد دار (حساس) و پاسخ به پرسشنامه تعبیه شده در مورد تخلفات محتمل در بازار، نتیجه‌گیری‌های لازم به عمل خواهد آمد.

در این نوشتار تأکید بر دو فاکتور دارای اهمیت، تحت عناوین دستکاری و تقلب در بازار و معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی است که در دو سطح شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های کوچک تقسیم‌بندی شده‌اند. در ادامه به تشریح پیشنهادی از موضوع پرداخته و گزاره‌های تحقیق و روش انجام کار تشریح می‌شوند. سپس با استفاده از آزمون‌های آماری، داده‌های پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند و در انتها راهکارهای لازم برای تسهیل فرآیند نظارتی و افزایش کارایی و اثربخشی سیستم نظارتی، در اختیار کارشناسان و مسئولین نظارتی قرار خواهد گرفت.

### پیشینه پژوهش

از نخستین پژوهش‌های انجام گرفته در زمینه دستکاری قیمت، پژوهش‌های هارت<sup>۱</sup> (۱۹۷۷) است که به طور رسمی دستکاری قیمت را با استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی در بازار دارایی‌ها مورد تحلیل قرار داده است. هارت، شرایطی که تحت آن سفته بازی سودآور در یک وضعیت غیراحتمالی ممکن است رخ دهد را مورد بررسی قرار داد. وی دریافت که اگر بازار در حالت تعادل پایدار نباشد و توابع تقاضا غیرخطی باشند، سفته بازان قادر به انجام معاملات سودآور خواهند بود.

جارو<sup>۲</sup> (۱۹۹۲) تحلیل‌های هارت را به وضعیت احتمالی نیز تعمیم داده و همان نتایج را به دست آورد. او نشان داد که تکانه قیمت<sup>۳</sup>، می‌تواند ناشی از اقدامات سفته بازی باشد. او یادآور شد که افزایش قیمت در یک دوره به واسطه معامله سفته باز، به افزایش قیمت‌ها در دوره‌های آتی منجر خواهد شد. علاوه بر این او نشان داد که دست کاری سودآور، زمانی امکان پذیر خواهد بود که سفته باز قادر به تحت فشار قرار دادن بازار باشد. در هر دو پژوهش یاد شده، تابع تقاضای سرمایه گذاران بیشتر از آن که تحت تاثیر رفتار حداکثرسازی مطلوبیت مورد انتظار آنها باشد، مستقل در نظر گرفته شده است. بنابراین روشن نیست که چگونه و تحت چه شرایطی دستکاری با منطقی بودن سازگار است.

1. Hart

2. Jarrow

3. Price momentum

در بسیاری از بورس‌های اوراق بهادار، رویکرد نظارت بر داد و ستد دارندگان اطلاعات نهانی مبنای تدوین قوانین و اجرای آن‌ها شده است. مطالعات نشان می‌دهد از مجموع ۱۰۳ کشور دارای بورس اوراق بهادار، ۸۷ بورس قوانین منع‌کننده معاملات استوار بر اطلاعات نهانی تدوین کرده‌اند. باتاچاریا<sup>۱</sup> (۲۰۰۱)، در پژوهش تجربی پیرامون استانداردهای معاملات متکی بر اطلاعات نهانی نشان داد که تا پایان ۱۹۹۸، ۱۰۰ درصد بورس‌های اوراق بهادار کشورهای توسعه یافته و ۸۰ درصد از بورس‌های اوراق بهادار در کشورهای در حال توسعه دارای قوانین منع‌کننده معاملات استوار بر اطلاعات نهانی بودند، اما مسئله مهم در این ارتباط چگونگی اجرایی شدن این قوانین است و اینکه زیرساخت‌های مناسبی برای اجرای این قوانین فراهم شده و دارای کارایی و اثربخشی لازم در زمینه کشف و یا پیشگیری از وقوع تقلب است یا خیر؟

وو و آگاروال<sup>۲</sup> (۲۰۰۴)، با بررسی شواهد تجربی از دست‌کاری قیمت اوراق بهادار در ایالات متحده دریافتند در بازاری که دستکاری کنندگان حضور دارند و تعداد زیادی از افراد در پی کسب اطلاعات هستند، رقابت بر سر اوراق بهادار افزایش خواهد یافت و در این حالت شرایط ورود دستکاری کنندگان اوراق بهادار افزایش و کاهش کارایی بازار از سوی آنان تسهیل می‌شود. آنان دریافتند که افراد مطلع از اطلاعات درونی شرکت‌ها هم چون مدیران عالی شرکت‌ها، کارگزاران، پذیره‌نویسان اوراق بهادار و سهامداران عمده با بیشترین احتمال، به عنوان دستکاری کنندگان قیمت اوراق بهادار شمرده می‌شوند. هم‌چنین آن‌ها نتیجه گرفتند که قیمت‌های سهام در طول دوره دستکاری افزایش یافته و در دوره بعد از دستکاری کاهش می‌یابد. زمانی که دستکاری کننده اقدام به فروش می‌کند قیمت و نقدشوندگی سهام نسبت به زمانی که اقدام به خرید می‌کند، بیشتر است. زیرا آن‌ها مدلی را در این رابطه ارائه کردند و نتیجه گرفتند که دستکاری می‌تواند بر روی کارایی بازار تاثیر مهمی داشته باشد.

دورنو و ناین<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) پژوهشی را در خصوص اثربخشی قوانین موضوعه پیرامون معاملات استوار بر اطلاعات نهانی انجام دادند. آن‌ها نمونه‌ای از ۲۸۲۷ شرکت از ۲۱ کشور جهان را انتخاب کردند. هدف آن‌ها از انجام این پژوهش این بود که آیا قوانین وضع شده در خصوص معاملات استوار بر اطلاعات نهانی دارای کارایی لازم است که سهامداران ناآگاه و غیرحرفه‌ای را در

- 
1. Bhattacharya
  2. Wu & Aggarwal
  3. Durnev & Nian



مقابل دارندگان اطلاعات نهانی محافظت کند؟ نتایج پژوهش یادشده نشان داد که در مجموع قوانین محدود کننده و نظارتی به کاهش انجام معاملات مبتنی بر اطلاعات درون سازمانی منجر خواهند شد. اما وقتی اطلاعات در اختیار یک سهامدار نهادی باشد، کارایی قوانین بازدارنده معاملات استوار بر اطلاعات نهانی کاهش خواهد یافت.

ماهونی<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) رفتار میانگین قیمت سهام معامله شده به وسیله گروه‌های ائتلافی را در سال‌های ۱۹۲۸ تا ۱۹۲۹ مورد مطالعه قرار داد و شواهد اندکی از معاملات ساختگی با انگیزه دستکاری اوراق بهادار به دست آورد.

قربانی و باقری (۱۳۸۹) در پژوهشی دستکاری بازار اوراق بهادار را بررسی کردند و دریافتند که دستکاری بازار اوراق بهادار انسجام آن را از بین می‌برد و سبب کاهش اعتماد عمومی به سلامت بازار می‌شود. دستکاری بازار موجب تغییر غیر واقعی و صوری قیمت‌ها و ایجاد ظاهری گمراه کننده از روند فعالیت بازار می‌شود.

صالح آبادی (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان بررسی عملکرد بازار سرمایه در دولت‌های نهم و دهم بیان کرد که به‌منظور تحقق اهداف برنامه پنج‌ساله چهارم و پنجم توسعه در دولت‌های نهم و دهم، فراهم آوردن شرایطی با هدف افزایش کسب بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری در بازار اوراق بهادار، مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری به ویژه در شرایط بحران، افزایش شفافیت اطلاعات از طریق توسعه شبکه مکانیزه اطلاع‌رسانی ناشران به منظور تعیین قیمت‌های عادلانه، افزایش نقدشوندگی سرمایه‌گذاری‌ها در کمترین زمان توسعه سیستم‌های الکترونیکی به منظور دسترسی اینترنتی مشتریان به کارگزاران و تلاش برای طراحی و راه‌اندازی شبکه داد و ستد الکترونیک در چارچوب برنامه گسترش فراگیر بازار، گسترش سیستم‌های مکانیزه نظارتی به منظور جلب اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و توسعه همکاری‌های بین‌المللی و جذب سرمایه‌گذاری خارجی همواره مورد توجه دست‌اندرکاران بازار سرمایه بوده است.

امینی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان دستکاری بازار اوراق بهادار: مفهوم، مبانی و روش‌ها (مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و آمریکا) بیان کردند که 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 سرمایه گذاران و ملاحظات اخلاقی، نظام‌های حقوقی، آن را ممنوع و برایش ضمانت‌اجراهای مدنی، انضباطی و حتی کیفری در نظر گرفته‌اند. دستکاری اطلاعات محور، عمل محور و معامله محور سه گونه اصلی دستکاری بازار هستند که در این میان، گونه اخیر اهمیت و پیچیدگی بیش تری دارد.

خدایمی پور و امیری (۱۳۹۷) اثر دستکاری فعالیت‌های واقعی شرکت بر هزینه معاملات سهام را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش نشان داد که هر سه مؤلفه دستکاری فعالیت‌های واقعی شرکت به منظور مدیریت سود واقعی (جریان‌های نقدی غیرعادی، هزینه اختیاری غیرعادی و هزینه تولید غیرعادی) موجب افزایش هزینه معاملات سهام می‌شوند. این افزایش، به دلیل تشدید پدیده عدم تقارن اطلاعاتی مدیران در بازار سرمایه برای دستیابی به اهداف و موضع خودشان است.

گابلر<sup>۱</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان تئوری معامله گران نهانی، نشان داد که معاملات استوار بر اطلاعات نهانی یکی از منابع مهم پاداش برای سهامداران نهادی است که نبود آن می‌تواند به کاهش انگیزه سهامداران نهادی برای پیگیری منافع شرکت منجر شود. همچنین معاملات استوار بر اطلاعات نهانی یکی از راههای کسب سود از شرکت، توسط سهامداران نهادی است. زیرا وجود یا عدم وجود اطلاعات نهانی از ابعاد مختلف قابل بررسی است و این دوگانگی، کار قانونگذاری در مورد گرایش به سمت حفظ منافع سهامداران خرد و یا حفظ منافع سهامداران نهادی را با چالش جدی روبرو می‌سازد که نیازمند بررسی بیشتری بر فهم موضوع است.

گپکا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان سودآوری معاملات نهانی در اروپا: یک روش نوین ارزیابی عملکرد نشان دادند که در بیشتر کشورهای اروپایی معامله گران نهانی نمی‌توانند اثرات بالقوه و کلانی در بازار بگذارند و با استفاده از اطلاعات دوره ای بسیاری از بازارهای کشورهای اروپایی بدین نتیجه دست یافتند که در میزان سودآوری معاملات نهانی آیت‌های مختلفی اثر گذارند، مانند قوانین موضوعه، زیرساختهای اقتصادی، عوامل فرهنگی و

1. Guble

2. Gebka et al

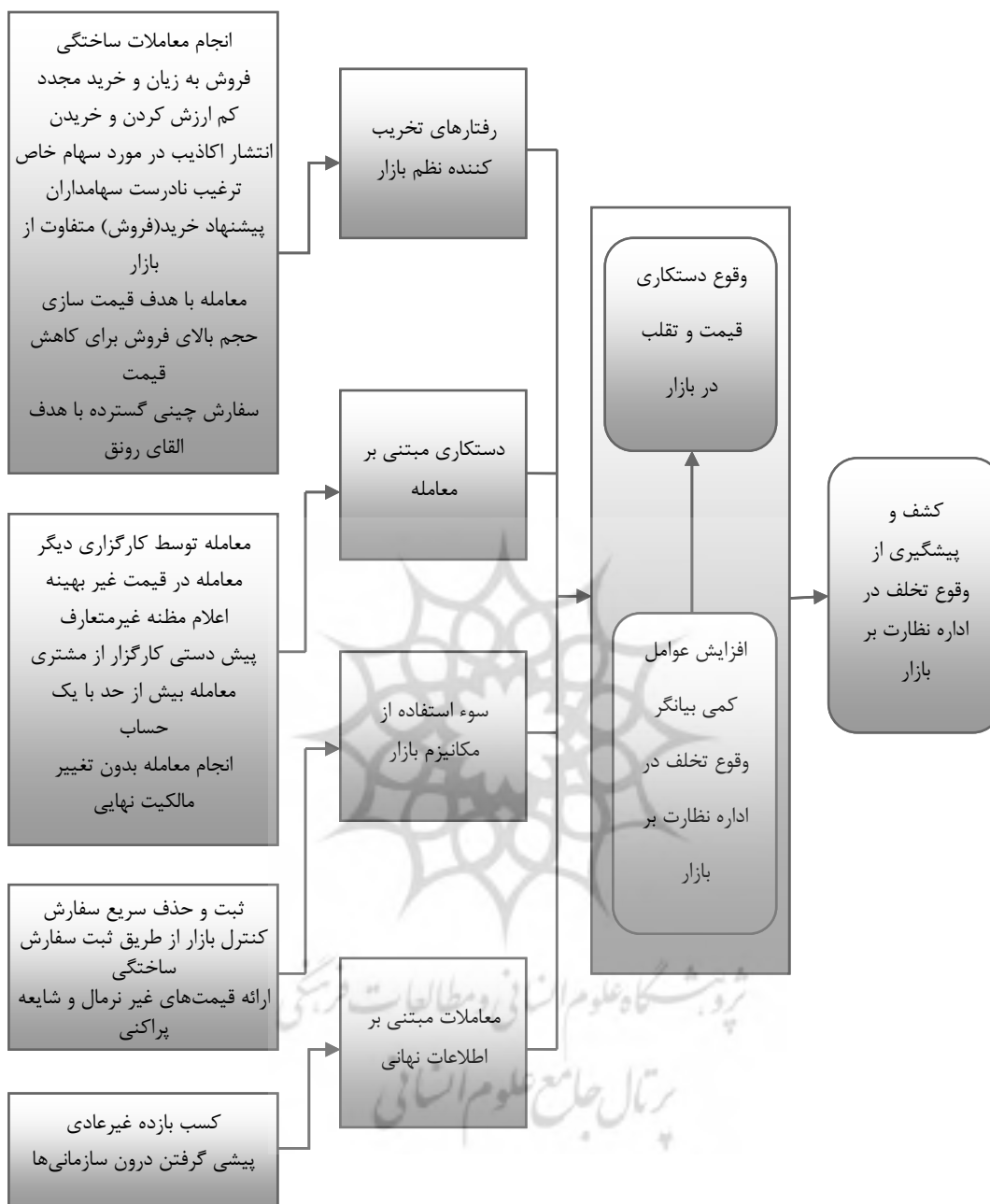
محتوای اخلاقی موجود در مبحث استفاده از اطلاعات نهانی که اثرات دارای اهمیتی، خواهند داشت.

برومبرگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی تشریح کردند که مراجع قانونگذاری مانند SEC از راهبردهای چندگانه برای ردیابی و تعقیب معاملات غیر قانونی بر اساس اطلاعات نهانی استفاده می‌کنند. یکی از منابع اطلاعاتی، کسب اطلاع شفاهی از سایر مردم است، منبع اطلاعاتی دیگر، اعتماد بر شواهد قابل لمس مانند نوشته‌ها و مکالمات تلفنی است که گویای انجام معاملاتی مبنی بر اطلاعات محرمانه است. راهبرد کنترلی دیگر، تکیه بر بررسی‌های تصادفی یا آماری مستندات معاملاتی افراد مظنون، بعنوان الگویی برای ردیابی و تعقیب دارندگان اطلاعات نهانی است. بطور کلی شواهد نشانگر از آن است که SEC در اغلب موارد، بدون شواهد قوی و عینی در خصوص معاملات استوار بر اطلاعات نهانی است. در نتیجه این نهاد نظارتی در اغلب موارد تنها با تکیه بر مطالعه تصادفی برای کشف و ردیابی معاملات غیرقانونی دارندگان اطلاعات نهانی اقدام می‌کند. بنابراین در بحث کشف و ردیابی دارندگان اطلاعات نهانی، قضاوت ناظران بازار بسیار دارای اهمیت است و قضاوت افراد نیز مبتنی بر یکسری مستندات است که ناگزیر ماهیت عینی ندارند و شاید آمیخته با ذهنیات فرد ناظر بازار است و بنابراین دارای قابلیت تأیید کمتری هستند. اینکه ناظر بازار معامله‌ای را مبتنی بر اطلاعات نهانی دانسته و آن را توقیف کند و معامله‌ای دیگر را صحیح و همسو با جریان بازار تشخیص دهد، امری است مرکب از مستندات عینی و همچنین ذهنی که نمیتوان چرایی آن را خواست و تنها مبتنی بر قضاوت آن فرد است که با توجه به شرایط زمانی و مکانی و تجربیات شخصی اعلام شده است (میولبروک<sup>۲</sup>، ۱۹۹۲). این موضوع نیز از موضوع‌های چالشی در نظارت بر بازار و تدوین قوانین و مقررات نظارتی است که در این پژوهش سعی بر تحلیل این مسائل است.

## مدل پژوهش

مدل اصلی پژوهش در شکل (۱) تنظیم شده است. برای تخمین مدل اصلی پژوهش از آزمون رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. در ادامه متغیرهای مورد استفاده در مدل به شرح زیر تعریف می‌شوند.

1. Bromberg et al
2. Meulbroek



شکل ۱: مدل تعدیل شده از رفتارهای متقلبانه و دستکاری‌های محتمل در بورس‌های دنیا

متغیر وابسته پژوهش تشکیل شده از سه متغیر: الف) میزان تماس تلفنی به کارگزاری‌ها، ب) میزان دستکاری قیمت از دیدگاه کارشناسان و ج) تعداد تذکرات کتبی به کارگزاری‌ها توسط اداره نظارت بر بازار سازمان بورس اوراق بهادار تهران. برای تشکیل متغیر وابسته از هر سه متغیر یادشده استفاده کرده و از میانگین آنها تحت عنوان  $Y$  (متغیر وابسته) استفاده شد.

متغیرهای مستقل تشکیل شده از ۱۷ ناهنجاری نامبرده شده در مرحله اول پژوهش، با بیان این نکته که برخی از ناهنجاری‌ها در بورس اوراق بهادار تهران موضوعیتی نداشته که پس از اینکه در مرحله اول تشخیص داده شده‌اند از مدل اصلی حذف خواهند شد. هر یک از متغیرهای مستقل پژوهش با نماد  $X$  در مدل نمایش داده می‌شود (از  $X_1$  الی  $X_{17}$ ).

در ارتباط با متغیرهای کنترل در پژوهش نیز لازم به یادآوری است که دو متغیر کنترلی در مدل تعریف شده است که هر دوی آنها از نوع متغیرهای مصنوعی هستند، متغیر کنترلی اول جنسیت پاسخ دهندگان است که با نماد  $S$  نشان داده می‌شود و متغیر کنترلی دوم که سطح تحصیلات پاسخ دهندگان است با نماد  $A$  در مدل نشان داده شده است.

### روش انجام پژوهش

جامعه آماری این پژوهش عبارت است از «کلیه کارکنان اداره نظارت بر بازار در سازمان بورس اوراق بهادار، شرکت بورس اوراق بهادار تهران و شرکت فرابورس ایران در پایان سال ۱۳۹۶» و از آنجائیکه تعداد دقیق کارکنان مربوط به ادارات یادشده به شرح جدول زیر مشخص است بنابراین الزامی به نمونه‌گیری وجود ندارد و کلیه کارکنان یادشده مورد آزمون قرار خواهند گرفت.

جدول ۱: تعداد کارکنان اداره نظارت بر بازار در پایان سال ۱۳۹۶

تعداد کارکنان به تفکیک جنسیت		تعداد کارکنان اداره نظارت بر بورس‌ها، معاملات و بازار	ارگان موضوعه
زن	مرد		
۷	۷	۱۴	سازمان بورس اوراق بهادار تهران
۴	-	۴	شرکت بورس اوراق بهادار تهران
۴	-	۴	شرکت فرابورس ایران

همانگونه که بیان شد روش گردآوری داده‌ها در این پژوهش از طریق پرسشنامه است و تعداد ۲۲ پرسشنامه برای کارکنان ادارات نظارت بر بازار ارسال شد و به منظور تأمین روایی (اعتبار محتوایی) ابزار پرسشنامه، ابتدا پرسش‌های در پیوند با کلیه متغیرهای مؤثر بر فرضیه‌های پژوهش از طریق همفکری و مشورت پیاپی با استادان، دست‌اندرکاران و تعدادی از ناظران مجرب بازار طرح شده و با توزیع آزمایشی تعدادی از پرسشنامه‌های تدوین شده در یک سطح محدود، برخی نواقص و اشکال‌های آن شناسایی و مورد جرح و تعدیل قرار گرفت. همچنین برای سنجش میزان پایایی پرسشنامه از روش آلفای کرونباخ استفاده شد که نتایج آزمون نشانگر آن است که آلفای کرونباخ برای همه متغیرهای پژوهش بالاتر از ۰/۷۰ است.

### گزاره‌های پژوهش

به منظور دستیابی به اهداف پژوهش، گزاره‌هایی مورد بررسی و ارزیابی قرار گرفته است، این گزاره‌ها شامل پرسش‌های پژوهش هستند که با توجه به تحلیل محتوایی پژوهشگران استوار بر مصاحبه با خبرگان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین ارزیابی پرسشنامه‌های ارسالی به ادارات نظارت بر بورس‌ها انجام می‌پذیرد که به شرح زیر هستند:

۱. عوامل تأثیرگذار بر وقوع تقلب و دستکاری معاملات در بورس اوراق بهادار تهران چیست؟ و کدامیک در اولویت قرار دارند؟
۲. اولویت نظارت بر معاملات اوراق بهادار به تفکیک شرکت‌های بزرگ و کوچک به چه ترتیبی خواهد بود؟

### روش‌های آزمون آماری

در جهت آزمون گزاره‌های پژوهش و اجزای تشکیل دهنده آن ابتدا از آزمون  $t$  میانگین جوامع آماری برای تشخیص و شناسایی اقلام تخلفات قابل وقوع در بورس اوراق بهادار تهران در دو سطح شرکت‌های با حجم سهام کمتر از ۵۰۰ میلیون سهم و همچنین شرکت‌های با حجم سهام بالای ۵۰۰ میلیون سهم استفاده شد. هدف نخست از آزمون  $t$  در وهله اول شناسایی رفتارهای متقلبانه محتمل در بورس اوراق بهادار تهران و حذف رفتارهای متقلبانه نامحتمل از مدل اصلی پژوهش است. سپس در ادامه مدل پژوهش در دو سطح حجمی مورد آزمون و بررسی قرار می‌گیرد.

در ابتدا برای تشخیص وجود یا عدم وجود هر یک از ناهنجاری‌های شناسایی شده در بورس و فرابورس با استعانت از نظرات تخصصی کارشناسان و مسئولان مرتبط در مورد نمادهای مورد دار (با حساسیت بالا از منظر کارشناسان) و پاسخ به پرسشنامه تعبیه شده در مورد تخلفات محتمل در بازار از آزمون میانگین یک جامعه (آزمون t) استفاده شد. فرضیه های آزمون یادشده برای هر یک از ناهنجاری‌های شناسایی شده (۱۷ مورد) در سطح اطمینان ۹۵٪ به شرح زیر تدوین می‌شوند.

$$H_0: \mu \leq 3 \quad (\text{در بورس اوراق بهادار تهران موضوعیتی ندارد})$$

$$H_1: \mu > 3 \quad (\text{در بورس اوراق بهادار تهران قابل بررسی است})$$

با توجه به نتایج آزمون گفته شده، از دیدگاه کارشناسان نظارت بر بازار، در ارتباط با شرکت‌های بزرگ، ناهنجاری‌های زیر در بورس اوراق بهادار تهران موضوعیتی ندارند و وقوع آنها نامحتمل خواهد بود و از مدل اصلی پژوهش حذف خواهند شد.

الف) فروش به زیان و خرید مجدد همان سهام؛

ب) برانگیختن نادرست سهامداران برای خرید یک سهم؛

ج) تشکیل صف‌های فروش در جهت کاهش قیمت؛

د) کم ارزش کردن سهام و خریدن آن.

همچنین در شرکت‌های کوچک نیز وقوع ناهنجاری‌های زیر در بورس و فرابورس نامحتمل است و از مدل اصلی پژوهش حذف خواهند شد.

الف) فروش به زیان و خرید مجدد همان سهام؛

ب) برانگیختن نادرست سهامداران برای خرید یک سهم؛

ج) تشکیل صف‌های فروش در جهت کاهش قیمت؛

د) کم ارزش کردن سهام و خریدن آن؛

ه) سوء استفاده کارگزار از اطلاعات مشتریان؛

و) انجام معامله بدون تغییر در مالکیت نهایی.

حال که موضوعیت و عدم موضوعیت هر یک از ناهنجاری‌های رفتاری در معاملات در دو سطح با حجم بالا و پایین در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران شناسایی شد، هر یک از ناهنجاری‌های بدون موضوعیت در هر دو سطح از مدل اصلی حذف شده و مدل اصلی پژوهش در هر دو سطح با متغیرهای باقیمانده تخمین زده شده و میزان اولویت و سطح اهمیت هر یک از ناهنجاری‌های موجود در معاملات بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران در دو سطح از شرکت‌های بزرگ و کوچک تبیین می‌شود.

### مدل اصلی پژوهش برای شرکت‌های بزرگ

همانگونه که در مرحله قبل اشاره شد متغیرهای  $X_3$  و  $X_5$  و  $X_6$  و  $X_8$  از آنجایی که در بورس اوراق بهادار تهران موضوعیتی نداشته است از مدل نخستین حذف خواهند شد و مدل اصلی پژوهش برای شرکت‌های با حجم بالا به شرح زیر خواهد بود:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_4 X_4 + \beta_7 X_7 + \beta_9 X_9 + \beta_{10} X_{10} + \beta_{11} X_{11} + \beta_{12} X_{12} + \beta_{13} X_{13} + \beta_{14} X_{14} + \beta_{15} X_{15} + \beta_{16} X_{16} + \beta_{17} X_{17} + \beta_{18} S + \beta_{19} A + \varepsilon \quad (1)$$

پس از آزمون فرضیه‌های رگرسیون و اطمینان از برقراری آن‌ها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون بالا برای پرسشنامه‌های گردآوری شده در جدول ۲ ارائه شده است. مقدار آماره  $F$ ، (۵,۴۶۵) نیز نشانگر معناداری کل مدل رگرسیون است. همان طور که در قسمت پایین جدول ۲ مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعدیل شده مدل بلا به ترتیب عبارتند از ۸۰/۳ درصد و ۷۸/۶ درصد.

جدول ۲: نتایج حاصل از برازش مدل برای شرکت‌های بزرگ (بیشتر از ۵۰۰ میلیون سهم)

نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره $t$	سطح معنی داری
عدد ثابت	$\beta_0$	۵,۷۴۸	۲,۷۰۳	۰,۰۱۴
انجام معاملات ساختگی	$\beta_1$	۰,۸۵۳	۳,۴۹۷	۰,۰۰۲
انتشار اکاذیب در مورد سهام خاص	$\beta_2$	۰,۰۳۵	۰,۱۸۸	۰,۸۵۳
معامله با هدف قیمت سازی	$\beta_4$	۱,۵۱۴	۵,۲۹۸	۰,۰۰۰
سفارش چینی گسترده با هدف القای رونق	$\beta_7$	۱,۲۰۱	۲,۸۳۱	۰,۰۱۰
معامله در قیمت غیر بهینه	$B_9$	۰,۱۹۴	۰,۷۱۲	۰,۴۸۵
اعلام مظنه غیر متعارف	$B_{10}$	۰,۰۱۵	۰,۰۹۹	۰,۹۲۲
پیش دستی کارگزار از مشتری	$B_{11}$	۰,۲۰۴	۱,۲۲۷	۰,۲۳۴
معامله بیش از حد کارگزاری با یک حساب	$B_{12}$	۰,۱۷۷	۰,۹۹۸	۰,۳۳۰
انجام معامله بدون تغییر مالکیت نهایی	$B_{13}$	۰,۲۸۸	۲,۰۵۱	۰,۰۵۰
ثبت و حذف سریع سفارش	$B_{14}$	۱,۳۵۲	۵,۶۲۷	۰,۰۳۸
کنترل بازار از طریق ثبت سفارش ساختگی	$B_{15}$	۰,۵۵۴	۳,۰۳۷	۰,۰۴۷
کسب بازده غیرعادی	$B_{16}$	۰,۰۳۲	۰,۱۶۹	۰,۸۶۷
پیشی گرفتن دارندگان اطلاعات نهانی	$B_{17}$	۰,۷۵۵	۷,۵۴۴	۰,۰۲۸
ضریب تعیین	۰/۸۰۳	آماره $F$		۵,۴۶۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۸۶	معنی داری ( $P$ -Value)		۰/۰۰۰
		آماره دوربین واتسون		۲/۳۴۴



همانگونه که در جدول ۲ مشاهده می‌شود برخی از ناهنجاری‌های موجود در معاملات بورس و فرابورس در ارتباط با شرکت‌های بزرگ از دیدگاه ناظران بازار مورد توجه قرار نمی‌گیرد که با رنگ تیره مشخص شده‌اند و به شرح زیر هستند.

۱. انتشار اکاذیب در مورد سهام خاص؛
۲. معامله سهام در قیمت غیر بهینه؛
۳. اعلام مظنه غیر متعارف؛
۴. پیش دستی کارگزار از مشتری (سوء استفاده کارگزاری از اطلاعات مشتری)؛
۵. معامله بیش از حد کارگزاری با یک حساب مشتری؛
۶. کسب بازده غیر عادی توسط مشتری.

همچنین قابل یادآوری است که در این سطح از شرکت‌ها مواردی به ترتیب اولویت زیر توسط ناظران بازار مورد توجه هستند و باید به عنوان معیار رفتار متخلفانه و صدور اعلامیه‌های تذکر قرار گیرند که به ترتیب اولویت به شرح زیر است:

مهمترین ناهنجاری، «انجام معاملات با هدف قیمت سازی» است که با ضریب ۱,۵۱۴ بیشترین سطح اهمیت را از نظر ناظران بازار دارا است و بیشترین سطح اهمیت به آن اختصاص می‌یابد. دومین معیاری که در اجماع ناظران بازار دارای اهمیت است «ثبت و حذف سریع سفارشات در سیستم معاملاتی» است که باید توسط ناظر بازار کشف شود و معیار رفتار متخلفانه است. سومین معیار «سفارش چینی گسترده با هدف القای رونق در بازار» است که از جمله معیارهای تماس تلفنی ناظران بازار با معامله‌گران و سفارش دهندگان است. معیار چهارم که توسط ناظران بازار دارای اولویت بعدی اهمیت است «انجام معاملات ساختگی برای کاهش یا افزایش قیمت» است و مستلزم آن است که ناظر بازار توجه ویژه‌ای به آن داشته باشد. معیار پنجم «معاملات دارندگان اطلاعات نهانی» هستند که ناظران در اولویت پنجم خود به آن توجه دارند و آن را معیاری از تخلف می‌دانند و به کشف آن می‌پردازند. معیار ششم «کنترل بازار از طریق ثبت سفارشات ساختگی» است که توجه ناظران را به خود جلب می‌کند و معیاری از رفتار متخلفانه شناخته می‌شود و در آخرین اولویت ناظر بازار «انجام معاملاتی است که در آن مالک نهایی سهام تغییر نمی‌کند» و ناظران در حد توان خود آن را کنترل کرده و معیار رفتار متخلفانه تشخیص می‌دهند.

### مدل اصلی رگرسیون برای شرکت‌های کوچک

در ارتباط با شرکت‌های کوچک همانگونه که اشاره شد متغیرهای  $X_3$  و  $X_5$  و  $X_6$  و  $X_8$  و  $X_{11}$  و  $X_{13}$  از آنجایی که در بورس اوراق بهادار تهران موضوعیتی نداشته است از مدل نخستین حذف خواهند شد و مدل اصلی پژوهش برای شرکت‌های با حجم پایین به شرح زیر خواهد بود:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_4 X_4 + \beta_7 X_7 + \beta_9 X_9 + \beta_{10} X_{10} + \beta_{12} X_{12} + \beta_{14} X_{14} + \beta_{15} X_{15} + \beta_{16} X_{16} + \beta_{17} X_{17} + \beta_{18} S + \beta_{19} A + \varepsilon \quad (2)$$

همانگونه که در جدول ۳ مشاهده می‌شود، مقدار آماره  $F$ ، (۱۴,۷۴۳) نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون است. همان طور که در قسمت پایین جدول ۳ مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل بالا به ترتیب عبارتند از  $۸۷/۲$  درصد و  $۸۵/۳$  درصد.

جدول ۳: نتایج حاصل از برازش مدل برای شرکت‌های کوچک (کمتر از ۵۰۰ میلیون سهم)

سطح معنی داری	آماره t	مقدار ضریب	ضریب متغیر	نام متغیر
۰.۰۰۹	۲.۷۸۸	۲.۸۳۵	$\beta_0$	عدد ثابت
۰.۰۰۶	۳.۰۰۵	۰.۲۷۰	$\beta_1$	X1 انجام معاملات ساختگی
۰.۰۰۱	۳.۷۹۸	۰.۲۴۵	$\beta_2$	X2 انتشار اکاذیب در مورد سهام خاص
۰.۰۰۶	۲.۹۵۰	۰.۳۲۴	$\beta_4$	X4 معامله با هدف قیمت سازی
۰.۰۴۸	۲.۰۲۰	۰.۲۹۵	$B_7$	X7 سفارش چینی گسترده با هدف القای رونق
۰.۱۴۶	۱.۴۹۷	۰.۲۵۶	$B_9$	X9 معامله در قیمت غیر بهینه
۰.۳۸۳	۰.۸۸۷	۰.۰۶۹	$B_{10}$	X10 اعلام مظنه غیر متعارف
۰.۳۳۲	۰.۹۸۸	۰.۱۱۰	$B_{12}$	X12 معامله بیش از حد کارگزاری با یک حساب
۰.۰۱۴	۲.۶۲۴	۰.۳۲۷	$B_{14}$	X14 ثبت و حذف سریع سفارش
۰.۳۸۷	۰.۸۷۸	۰.۰۷۴	$B_{15}$	X15 کنترل بازار از طریق ثبت سفارش ساختگی
۰.۴۸۴	۰.۷۰۹	۰.۰۸۰	$B_{16}$	X16 کسب بازده غیر عادی
۰.۰۰۷	۱۴.۶۸۲	۱.۰۲۹	$B_{17}$	X17 پیشی گرفتن دارندگان اطلاعات نهانی
۱۴,۷۴۳	آماره F	۰/۸۷۲		ضریب تعیین
۰,۰۰۰	معنی داری (P-Value)	۰/۸۵۳		ضریب تعیین تعدیل شده
۲,۱۰۷	آماره دوربین واتسون			

همانگونه که در جدول ۳ مشاهده می‌شود برخی از ناهنجاری‌های موجود در معاملات بورس و فرابورس در ارتباط با شرکت‌های کوچک از دیدگاه ناظران بازار مورد توجه قرار نگرفته که با رنگ تیره مشخص شده‌اند و به شرح زیر هستند.

- ۱- معامله سهام در قیمت غیر بهینه؛
- ۲- اعلام مظنه غیر متعارف؛
- ۳- معامله بیش از حد کارگزاری با یک حساب مشتری؛
- ۴- کنترل بازار از طریق ثبت سفارش ساختگی؛
- ۵- کسب بازده غیرعادی.

همچنین شایان یادآوری است که در این سطح از شرکت‌ها مواردی به ترتیب اولویت زیر توسط ناظران بازار مورد توجه هستند و معیار رفتار متخلفانه و صدور اعلامیه‌های تذکر قرار می‌گیرند که به ترتیب اولویت به شرح زیر است و لازم است که در فرایند نظارتی شرکت‌های کوچک همواره مورد توجه باشند:

مهمترین معیار تخلف از دید ناظران بازار در شرکت‌های با حجم سهام پایین «معاملات دارندگان اطلاعات نهانی» است که باید مورد بررسی و مذاقه ناظرین قرار گیرد. دومین معیار از دیدگاه سطح اهمیت ناظران بازار «ثبت و حذف سریع سفارشات در سیستم معاملاتی» است که توسط ناظران همواره مورد توجه قرار دارد. معیار دیگری که دارای اولویت سوم نظارتی است «معامله با هدف قیمت سازی در بازار» است. در ارتباط با شرکت‌های با حجم سهام پایین «سفارش چینی گسترده با هدف القای رونق» در اولویت چهارم نظارتی قرار دارد. اولویت پنجم نظارتی در شرکت‌های یادشده «انجام معاملات ساختگی و مصنوعی» است و اولویت آخر نظارتی در شرکت‌های کوچک «انتشار اخبار نادرست و اکاذیب» در مورد سهم‌های خاص است که توسط ناظران بازار مورد توجه بوده و معیاری از رفتارهای متخلفانه در نظر گرفته می‌شود.

### نتایج و پیشنهادهای پژوهش

هدف اصلی از پژوهش حاضر ارزیابی و اولویت‌بندی ناهنجاری‌های بازار در دو سطح حجمی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران از دیدگاه ناظران بازار است، که نتایج در ادامه بیان می‌شود. در ارتباط با شرکت‌های بزرگ، برای افزایش اثربخشی عملکرد سیستم نظارتی نیاز است که تمرکز سیستم و کارشناسان سیستم بر آیتم‌هایی

باشد که بیشتر می‌تواند بازار را تهدید کند و بر کارایی معاملات اثر بگذارد. از جمله ناهنجاری‌های با اهمیت در مورد شرکت‌های بزرگ که نیازمند توجه ویژه کارشناسان حوزه نظارت در بورس است به ترتیب اولویت می‌توان به شرح زیر نام برد.

۱. معاملات با هدف قیمت سازی: که بیانگر معاملات با حجم‌های متفاوت و بالا برای تحمیل یک قیمت به بازار که کنترل و نظارت بر آن در شرکت‌های بزرگ، بیشترین اهمیت را دارا است.
  ۲. ثبت و حذف سریع سفارش: که در بازارها همواره با کمک از سیستمهای معاملاتی برخط انجام می‌گیرد و نیازمند توجه ویژه کارشناسان و مسئولان نظارتی است.
  ۳. سفارش چینی‌های گسترده با هدف القای رونق در بازار: که با توجه به محدوده نوسان قیمت در بورس اوراق بهادار و فرابورس ایران همواره باید مدنظر قرار گیرد.
  ۴. انجام معاملات ساختگی و مصنوعی: عبارت است از معاملاتی که با یک یا چند واسطه دوباره سهم به مالک اولیه خود بر می‌گردد.
  ۵. معامله دارندگان اطلاعات نهانی: که در این سطح از اهمیت خاص خود برخوردار است هرچند در اولویت پنجم قرار دارد.
  ۶. کنترل بازار از طریق ثبت سفارش ساختگی: شامل ثبت سفارش‌های خرید و فروش که منجر به کنترل بازار در جهت اهداف خاص می‌شود و نیازمند توجه ویژه ناظران معاملات است.
  ۷. انجام معامله بدون تغییر مالکیت نهایی: که تحت عنوان معاملات چرخشی شناخته می‌شوند و نیازمند بررسی توسط کارشناسان خواهند بود.
- در ارتباط با شرکت‌های کوچک (شرکت‌های با تعداد سهام کمتر از ۵۰۰ میلیون سهم)، برای افزایش اثربخشی عملکرد سیستم نظارتی نیاز است که تمرکز سیستم و کارشناسان سیستم بر آیت‌هایی باشد که بیشتر می‌تواند بازار را تهدید کند و بر کارایی معاملات اثر بگذارد. از جمله ناهنجاری‌های با اهمیت در مورد شرکت‌های کوچک که نیازمند توجه ویژه کارشناسان حوزه نظارت در بورس است به ترتیب اولویت می‌توان به شرح زیر نام برد:
۱. معامله دارندگان اطلاعات نهانی: که در شرکت‌های کوچک از اهمیت بسیار زیادی برخوردار هستند و این موضوع از دیدگاه بسیاری از پژوهشگران تایید شده است که هر چه شرکت‌ها دارای اندازه کوچکتری باشند بیشتر تحت تاثیر دارندگان اطلاعات نهانی خواهند بود.

۲. ثبت و حذف سریع سفارش: که در بازارها همواره با کمک از سیستم‌های معاملاتی برخط انجام می‌گیرد و نیازمند توجه ویژه کارشناسان و مسئولان نظارتی است.
۳. معاملات با هدف قیمت سازی؛
۴. سفارش چینی‌های گسترده با هدف القای رونق در بازار؛
۵. انجام معاملات ساختگی و مصنوعی؛
۶. انتشار اکاذیب در مورد سهام خاص: که این موضوع در شرکت‌های کوچک همواره قابل لمس بوده و از عوامل مخدوش سازی عملکرد بازار است و بنابراین شایسته توجه خاصی توسط ناظران بازار است.

نتیجه پژوهش حاضر می‌تواند ایرادها در درک ناظران بازار از سطح اهمیت ناهنجاری‌ها را تغییر داده و گشایشی برای پژوهش‌های دیگر باشد. به عنوان مثال پژوهش‌هایی در زمینه اولویت بندی ناهنجاری‌های بازار از دیدگاه سطح ریسک. از سوی دیگر، قاعدتا ناکارایی اداره نظارت بر بازار (یا عدم کفایت ناظران بازار) در عدم کشف هر یک از ناهنجاری‌های بازار منتج به بی اعتمادی سرمایه گذاران خواهد شد که خود می‌تواند در قالب یک پژوهش مجزا و به عنوان پیشنهادی برای پژوهش‌های آتی مطرح شود. بطوریکه یک مدل معادلات ساختاری تشکیل شده و در آن بی اعتمادی سرمایه گذاران به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شود و نظارت و کشف ناهنجاری‌های هفده گانه به عنوان متغیرهای مستقل مورد بررسی قرار گیرد.

## منابع

- امینی، مهدی، عیسائی تفرشی، محمد، شهبازی نیا، مرتضی. (۱۳۹۴). دستکاری بازار اوراق بهادار: مفهوم، مبانی و روش‌ها (مطالعه تطبیقی در حقوق ایران و آمریکا). پژوهش‌های حقوق تطبیقی، ۱۹(۱)، ۱-۲۶.
- خدای پور، احمد، امیری، اسماعیل. (۱۳۹۷). اثر دستکاری فعالیت‌های واقعی شرکت بر هزینه معاملات سهام. تحقیقات مالی، ۲۰(۴)، ۵۰۹-۵۳۰.
- قربانی، مجید، باقری، عباس. (۱۳۸۷). دستکاری بازار اوراق بهادار. پژوهش حقوق عمومی، ۱۲(۱)، ۲۹-۳۰۱.
- صالح آبادی، علی. (۱۳۹۲). بررسی عملکرد بازار سرمایه در دولت‌های نهم و دهم. فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، ۱(۲)، ۲۰۳-۲۱۶.
- محموظی، غلامرضا، اکبری، محسن، فرخنده، مهسا، ایلیغ، زهرا. (۱۳۹۸). حجم مبادلات بازار سهام و رشد اقتصادی: نقش تعدیل‌گر فناوری اطلاعات و ارتباطات با توجه به توسعه‌یافتگی کشورها. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۰(۴۰)، ۳۶۵-۳۸۵.

## References

- Aggarwal. R., & Wu, G. (2004). Stock Market Manipulation – Theory and Evidence, *working paper*, Univ. of Michigan.
- Allen, Franklin and Gale, Douglas (1992) Stock- price Manipulation, *The Review of financial studies*, 5, 503-529.
- Amini, Mehdi, Christian Tafarshi, Mohammad, Shahbazinia, Morteza. (2014). Securities market manipulation: concept, basics and methods (a comparative study in Iranian and American law). *Comparative Law Researches*, 19(1), 1-26.
- Khodamipour, Ahmad, Amiri, Ismail. (2017). the effect of manipulating the real activities of the company on the cost of stock transactions. *Financial Research*, 20(4), 509-530.
- Qurbani, Majid, Bagheri, Abbas. (1387). Stock market manipulation. *Public Law Research*, 12(29.1), 301-326.
- Bromberg, L, Gilligan, G. & Ramsay, L. (2017). Similar insider trading laws, different enforcement reality: an evaluation of Australian and Singaporean enforcement approaches, *Australian journal of corporate law*, 32(3), 283-313.
- Donoho, S. (2004). Early detection of insider trading in option markets. Proceedings of the tenth ACM SIGKDD international conference on Knowledge discovery and data mining. *Economics Review*, 10, 454-506.
- Gebka, B., Korczak, A., Korczak, P., & Traczykowski, J. (2017). Profitability of Insider Trading in Europe: a performance evaluation approach. *Journal of Empirical Finance*, 44, 66-90.
- Goldberg, H., Kirkland, J., Lee, D., Shyr, P. & Thakker, D. (2003). The NASD Securities Observation, News Analysis & Regulation System (SONAR).

- Proceedings of the Fifteenth Conference on Innovative Applications of Artificial Intelligence*. Acapulco, Mexico.
- Gubler, Z. J. (2016). A unified Theory of Insider Trading Law, *Georgetown law Journal*, 105(5), 1225-1270.
- Khwaja, A., & Atif, M. (2003). Trading in phantom Markets: An In – depth Exploration of an Emerging stock Market. *Working paper*, Harvard University.
- Kouaib, A., & Jarboui, A. (2017). The mediating effect of REM on the relationship between CEO overconfidence and subsequent firm performance moderated by IFRS adoption: A moderated-mediation analysis. *Research in Behavioral and Experimental Finance*, 12, 40-54.
- Mahfovi, Gholamreza, Akbari, Mohsen, Farkhandeh, Mehssa, Ayagh, Zahra. (2018). Volume of stock market transactions and economic growth: the moderating role of information and communication technology according to the development of countries. *Financial Engineering and Securities Management*, 10(40), 365-385.
- Mahoney, P. G. (2005). The stock pools and the securities exchange Act. *Journal of financial economics*, 51, 343-369.
- Salehabadi, Ali. (2012). Investigating the performance of the capital market in the 9th and 10th governments. *Financial and Economic Policy Quarterly*, 1(2), 203-216.

## COPYRIGHTS



© © 2022 by the authors. Licensee Securities and Exchange Organization, Tehran, Iran. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY NC 4.0) (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی