مقررات گذاری و نظارت در بازار آتی‌های انرژی: جلوگیری از دستکاری قیمت‌ها

داود منظور [۱]، روح‌اله کهن‌هوش‌نژاد [۲]

تاریخ دریافت مقاله:

تاریخ پذیرش مقاله:

چکیده:

دستکاری به معنای ایجاد یک قیمت ساختگی به وسیله نیروهایی غیر از نیروهای عرضه و تقاضاست. اگرچه دستکاری قیمت در همه بازارهای کالایی می‌تواند رخ دهد، اما اثرات آن در بازار آتی‌های انرژی بسیار ویژه و شگرف است چراکه می تواند بازارهای واقعی انرژی را مستقیما تحت تأثیر قرار دهد. دستکاری قیمت آتی‌ها معمولا در سه شکل عمده شامل قبضه کردن بازار، ایجاد مضیقه در بازار و مداخله در تعیین قیمت تسویه صورت می‌گیرد. جهت جلوگیری از دستکاری قیمت در بازار آتی‌ها، این بازارها از سوی نهادهای تنظیم مقررات به شدت تحت کنترل و نظارت قرار می‌گیرند و با پرونده‌های پیچیده دستکاری قیمت برخورد قضایی صورت می گیرد.

کلمات کلیدی:
آتی‌ها، بازار انرژی، دستکاری قیمت کمیسیون معامله آتی‌های کالا

۱) دانشیار اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع) manzoor@isu.ac.ir
۲) دانشجوی دکتری مدیریت قراردادهای بین‌المللی نفت و گاز دانشگاه امام صادق (ع) kohan@isu.ac.ir

[Downloaded from necjournals.ir on 2026-11-20]

مقدمه

مشتقات قراردادهایی هستند که در بورس یا فرابورس معامله می‌شوند. آتی‌ها دسته‌ای از مشتقات هستند که تنها در بورس معامله می‌شوند. معامله آتی‌ها به شدت از سوی نهادهای تنظیم مقررات تحت نظارت و کنترل قرار می گیرد تا با جلوگیری از دستکاری قیمت، از حقوق معامله گران در این بازارها مراقبت شود. اگرچه دستکاری قیمت در همه بازارهای کالایی رخ می‌دهد، اما تأثیر آن در بازارهای انرژی بسیار ویژه و شگرف است چراکه مثلاً دستکاری قیمت آتی‌های نفت می تواند بازار جهانی نفت را تحت تأثیر قرار دهد. از این رو، مسأله دستکاری قیمت و انواع مختلف آن از مباحث مهم در بازارهای مالی توسعه یافته در سطح جهان است. در ادامه مقاله ابتدا ماهیت مشتقات و نیز مقررات حاکم بر ابزارهای مشتقه به اختصار بررسی شده، سپس به بررسی ماهیت قرارداد آتی‌ها، نهادهای مقررات‌گذاری، شیوه های دستکاری قیمت در این قراردادها، نمونه پرونده‌های قضایی مربوطه و راه های مقابله با آن پرداخته می‌شود.

در اقتصاد مالی، مشتقات[1] به معنای مجموعه‌ای از ابزارها یا اسناد قابل معامله در بورس و فرابورس است که بر روی دارایی های پایه مانند اوراق بهادار، ارز، کالا و جز اینها انتشار می یابند. علت نامگذاری ابزارهای مشتقه آن است که ارزش آنها مشتق از ارزش قیمت دارایی پایه آنهاست.

یک ابزار مالی، نوعی موافقت نامه یا قرارداد استاندارد است که حقوق یا تعهدات مالی خاصی را برای طرفین معامله ایجاد می‌کند. مثلاً رهن نوعی ابزار مالی است که به موجب آن با انجام پرداخت‌های ماهیانه (تعهد)، می‌توان خانه (حق) خود را حفظ کرد. سهام یک ابزار مالی متداول است که دارنده آن را نسبت به بخشی از درآمد خالص شرکت صاحب حق می‌نماید. اسکناس ابزاریست که به دارنده آن حق خرید می‌دهد. هر یک از ابزارهای مالی دارای ارزش خاص خود هستند، مثلاً ممکن است هرسهم شرکت مایکروسافت با قیمت ۳۰ دلار و سهام شرکت آی بی ام به قیمت ۱۳۰ دلار به فروش برسد. به هر حال، هیچ یک از این ابزارهای مالی جزء مشتقات به حساب نمی آیند زیرا ارزش آنها مستقیماً به ارزش ابزار یا کالای دیگری وابسته نیست بلکه توسط عواملی همچون بازده انتظاری، عرضه و تقاضای خود آنها تعیین می‌شود.

در مقابل، ارزش ابزارهای مالی مشتقه با قیمت جاری دارایی مورد معامله، که به آن دارایی پایه می‌گویند، ارتباط نزدیکی دارد. مثلاً قرارداد سلفی را در نظر بگیرید که در آن پالایشگری از شش ماه پیش با تولیدکننده نفت خام قرارداد بسته است تا امروز ۱۰۰۰ بشکه نفت خام را به قیمت بشکه‌ای ۱۲۵ دلار خریداری نماید. فرض کنید قیمت یک بشکه نفت خام در بازار، که به آن قیمت اسپات (قیمت خرید برای تحویل آنی) می‌گویند، اکنون ۱۲۸ دلار است. براساس ارزش امروز، پالایشگر برای هر بشکه ۳ دلار کمتر از قیمت اسپات آن را می‌پردازد و بنابراین ارزش این قرارداد باید برابر با ۳۰۰۰ دلار،

1) Derivatives

[Downloaded from necjournals.ir on 2026-11-20]

۱۰۰۰ بشکه ضربدر ۳ دلار، باشد. اگر قیمت اسپات نفت خام ۱۳۰ دلار می‌بود، ارزش قرارداد به ۵۰۰۰ دلار افزایش می‌یافت. بدین ترتیب، ارزش این قرارداد به قیمت اسپات نفت خام بسیار وابسته است. اگرچه عوامل دیگری بر ارزش‌گذاری این قرارداد تأثیر می‌گذارند، اما ارزش آن اصولاً از قیمت اسپات دارایی پایه مشتق شده است و از این رو به اینگونه ابزارها مشتقات مالی می‌گویند.[۳]

مشتقات واژه نسبتاً جدیدی است که استفاده از آن در ادبیات مالی از دهه ۱۹۹۰ رواج یافته است. ابزارهای مشتقه، در واقع، موافقت‌نامه‌ای میان خریدار و فروشنده برای آینده است. هریک از ابزارهای مشتقه، قیمت آینده برای دارایی مورد معامله (دارایی پایه) و نیز تاریخ انجام معامله در آینده را تعیین می‌کنند. این دارایی می‌تواند کالای فیزیکی مثل نفت خام یا گاز طبیعی، یا اوراق بهادار مالی مانند سهام و یا هر چیز دیگری مثل شاخص قیمت باشد.

به طور کلی، مشتقات را می‌توان به چهار گروه اصلی تقسیم کرد. در قراردادهای *سلف*[1] یک فروشنده توافق می‌کند دارایی پایه را به قیمت تعیین شده و در تاریخ معینی در آینده از فروشنده خریداری نماید. قرارداد *آتی‌ها*[2] شکل استاندارد شده قرارداد سلف هستند که تنها در بورس معامله می‌شوند. قرارداد *معاوضه*[3] موافقت‌نامه‌ای برای مبادله جریان‌های نقدی است که در آن معمولاً یکی از جریان‌های نقدی مبتنی بر یک قیمت متغیر یا شناور و دیگری مبتنی بر یک قیمت ثابت است. قراردادهای *اختیار*[4] به دارنده آن حق (نه تعهد) خرید یا فروش چیزی به قیمتی معین در تاریخ معینی در آینده یا قبل از آن را می‌دهد. [۳]

قراردادهای سلف و آتی‌ها و چند جهت با یکدیگر متفاوتند. در حالی که معاملات سلف در هر جایی می تواند انجام شود، معامله آتی‌ها صرفاً از طریق بورس به صورت حراج حضوری[5] اعم از الکترونیک یا فیزیکی (مانند بورس شیکاگو و بورس تجاری نیویورک) یا از طریق سیستم‌های معامله الکترونیک که خریدار و فروشنده را به هم متصل می‌نماید (نظیر یورکس[6]) انجام می‌شود. از سوی دیگر بر خلاف قراردادهای سلف، ویژگی‌های قراردادهای آتی‌ها توسط بورس محل معامله استانداردسازی می‌گردند. سرانجام اینکه تعهدات ناشی از آتی‌ها را با انجام معاملات جبرانی می‌توان به دیگران انتقال داد.[۹]

ریسک قراردادهای سلف عموماً همان ریسک‌های قراردادهای مشتقات خارج از بورس است که مهمترین آنها ریسک اعتباری هریک از طرفین معامله است. اگرچه آتی‌ها بلحاظ ساختاری به قراردادهای سلف شباهت دارند، اما وجود مکانیسم

1) Forward contracts
2) Futures
3) Swap
4) Option
5) Open outcry
6) EUREX

[Downloaded from necjournals.ir on 2026-11-20]

بورس و اتاق پایاپای[1] در معاملات آتی‌ها، ریسک طرف مقابل را تقریباً از بین برده است.

از مشتقات مالی عمدتاً برای دو هدف پوشش ریسک[2] و سفته‌بازی[3] استفاده می‌شود. در حالی که پوشش‌دهندگان ریسک برای مدیریت نااطمینانی، کاهش ریسک مالی و یا محافظت در مقابل تغییرات نامطلوب قیمت به مشتقات روی می آورند، سفته‌بازان از آنها برای کسب سود استفاده می‌کنند. مشتقات به عنوان ابزار مدیریت ریسک می تواند برای انتقال ریسک به افرادی به کار گرفته شود که تمایل به پذیرش آن در مقابل برخورداری از بازده مناسب را دارند. در حقیقت در بازار مشتقات، نااطمینانی ها و ریسک ها به اجزای کوچکتر تقسیم شده و سپس دارایی‌های مالی متناسب با سلیقه ریسک‌پذیران خرد طراحی می‌شوند. چنانچه پالایشگران نفت انتظار داشته باشند قیمت‌های نفت طی ماه های آینده افزایش یابد، از قراردادهای سلف یا آتی های نفت خام برای کاهش این ریسک استفاده خواهند کرد.[۳]

سفته‌بازان از مشتقات نه برای کاهش ریسک مالی بلکه برای کسب سود استفاده می‌کنند. آنها ضمن پیش‌بینی جهت تغییرات قیمت‌ها در آینده، براساس پیش بینی های خود و با استفاده از مشتقات اقدام به خرید یا فروش می نمایند. به عنوان مثال، اگر کسی پیش‌بینی کند که قیمت سهام شرکت های پتروشیمی در شش ماه آینده افزایش خواهد یافت، می‌تواند اختیار خرید سهام شرکت های پتروشیمی را برای شش ماه آتی به قیمت امروز برای خود خریداری نماید. اگر پیش‌بینی وی درست از آب درآید، سود خوبی خواهد برد. اما اگر پیش‌بینی او درست نباشد، به اندازه مبلغی که برای خرید اختیار پرداخت کرده، ضرر خواهد کرد.[۳]

قراردادهای آتی‌ها: تبیین و توضیح

از آنجایی که موضوع اصلی این مقاله معرفی و تبیین شیوه ها و کارکردهای دستکاری قیمت آتی‌هاست، در این قسمت به بررسی ماهیت قرارداد آتی‌ها و مبانی مقررات‌گذاری برای این قراردادها می پردازیم.

در قرارداد آتی‌ها دارنده قرارداد متعهد می‌شود دارایی موضوع قرارداد، یا دارایی پایه، را که می تواند کالا، ارز یا اوراق بهادار باشد، در زمان معینی در آینده خریداری کرده یا بفروشد. ویژگی اصلی قرارداد آتی‌ها استاندارد بودن آن است، بدین معنی که کمیت، کیفیت و خصوصیات فنی دارایی پایه و تاریخ و محل تحویل آن باید بر طبق ضوابط بورس، استاندارد باشد. اگر در بازار انرژی کالای مورد نظر ما نفت خام باشد، یک قرارداد از نوع آتی‌ها به معنای توافقی برای خرید یا فروش مقدار معینی نفت خام در آینده است که قیمت آن در زمان عقد قرارداد مشخص شده و سایر ضوابط، به استثنای قیمت و زمان تحویل، توسط بورس استانداردسازی شده است. از آنجاییکه تمامی معاملات افشا می‌شوند، قیمت هریک از قراردادها

1) Clearing house
2) Hedging
3) Speculation

[Downloaded from necjournals.ir on 2026-11-20]

و جهت حرکت بازار به صورت لحظه ای قابل شناسایی است.[۱۰]

بورس‌هایی که قرارداد آتی‌ها را معامله می‌کنند، اتاق پایاپای[1] دارند. وظیفه این اتاق تـضمین تعهـدات طـرفین معاملـه است. معامله‌گرانی که قصد خرید یا فروش آتی‌ها را دارند، ابتدا باید سپرده‌ای نزد کارگزار بـورس بگذارنـد کـه بـه حـساب ودیعه[2] معروف است. هدف اصلی این ودیعه‌گذاری، حداقل کردن ریسک پیمان‌شکنی (نکول) است.

هدف اصلی بازار آتی‌ها بازاریابی برای کالاها نیست بلکه توزیع ریسک تغییرات قیمت‌هاست و به همین جهـت در ایـن بازارها رفتارهای سفته‌بازی بـسیار تعیـین کننـده اسـت.[۱۰] بـه طـور کلـی، معاملـه‌گـران بـازار آتـی‌هـا، بـه سـه گـروه پوشش‌دهندگان ریسک[3]، سفته‌بازان[4] و آربیتراژگران[5] تقسیم می‌شوند. پوشش دهندگان ریسک با ورود به بازار آتی‌ها، قیمت دارایی پایه را در مقابل تغییرات تصادفی قیمت پوشش می‌دهنـد، یعنـی ریـسک تغییـرات نـامطلوب قیمـت را بـه حـداقل می‌رسانند. سفته‌بازان با خرید و فروش آتی‌ها صرفاً به دنبال کسب منفعت می‌روند. هرگاه این معامله‌گران احساس کنند که آتی‌ها زیر قیمت است، سریعاً به خرید آنها مبادرت کرده و برعکس هنگامی که قیمت آتی‌ها به نظرشان زیاد از حـد باشـد، سریعاً در موضع فروش قرار می‌گیرند. آربیتراژگران کسانی هستند که با انجام همزمان معاملات یعنی آربیتراژ، در دو یا چند بازار به دنبال کسب سودهای بدون ریسک‌اند. نکته اصلی در آربیتراژ این است که از عدم تـوازن قیمـت‌هـا بـین بازارهـای مختلف بهره‌برداری می‌شود.

معامله آتی‌های انرژی در سال ۱۹۸۷ آغاز گردید. در این سال نفت حرارتی[6] وارد بورس کالاها شـد. معاملـه آتـی‌هـای نفت خام در سال ۱۹۸۳ در ایالات متحده آغاز گردید و با سرعت رشد کرد. هم اکنون آتی‌های نفت خام، بنـزین و پروپـان فعال‌ترین قراردادها در بازار انرژی هستند. به هر حال باید توجه داشت کمتر از ۲ درصد این قراردادها بـه تحویـل فیزیکـی منجر می‌شوند.[۱۰] در واقع بازار آتی‌ها از نوع بازارهای کاغذی[7] است. معاملات کاغذی ضرورتاً به تحویـل فیزیکـی کـالا منجر نمی‌شود بلکه در اکثر موارد، قبل از تاریخ انقضای قرارداد، فروشنده یا خریدار با انجام معامله جبرانـی[8] از بـازار خـارج می‌شوند، بدین معنی که اگر معامله گری اسناد پیش خرید کالایی را دارد آنرا به معامله‌گر دیگـری کـه متقاضـی خریـد آن اسناد است می‌فروشد و با کسب سود یا تحمل زیان، موضع معاملاتی خود را در بـازار مـی‌بنـدد. در واقـع اسـتاندارد بـودن قراردادها سبب شده که بازار آتی‌ها از چنین امتیازی برخوردار باشد. در اینجا برای خروج از بازار لازم نیست با همان فـردی که قرارداد را از او خریده‌ایم، برای خروج از بازار معامله کنیم (معامله جبرانی) زیرا هر معامله‌گر در بازار آتی‌هـا در نهایـت بـا

1) Clearinghouse
2) margin account
3) Hedgers
4) Speculators
5) Arbitrageurs
6) heating oil
7) paper market
8) offsetting transaction

[Downloaded from necjournals.ir on 2026-11-20]

اتاق پایاپای طرف مقابل قرار می‌گیرد؛ در واقع مانند این است که خریدار از اتاق پایاپای خرید کرده و فروشنده نیز به اتـاق پایاپای فروخته است.

مقررات‌گذاری و نظارت بر آتی‌ها

برای اطمینان از سلامت معاملات آتی ها و حفظ حقوق معامله گران، این معاملات تحـت نظـارت یـک مقـام نـاظر و تنظیم‌کننده صورت می گیرد. به عنوان مثال، در آمریکا کمیسیون اوراق بهادار و بـورس (SEC)[1]، کـه در سـال ۱۹۳۴ بـه موجب قانون بورس اوراق بهادار (SEA)[2] این کشور ایجاد شد، مسئولیت حمایت از سـرمایه‌گـذاران و نظـارت بـر حـسن عملکرد بازار معاملات اوراق بهادار را بر عهده دارد. برطبق قانون مورد اشاره بانک مرکزی آمریکـا (فـدرال رزرو[3]) موظـف است که میزان ودیعه را برای معامله آتی‌ها و اختیارات تنظیم نماید. همچنین بانک مرکزی می‌تواند میزان اعتبـاراتی را کـه کارگزاران بورس اوراق بهادار و یا سایر دلالان برای معامله‌گران در بورس‌ها تأمین می‌کنند، کنترل و تنظیم نماید.

در کنار کمیسیون اوراق بهادار و بورس که به عنوان بالاترین مقام برای نظارت و تنظیم بـورس‌هـا در آمریکـا وظیفـه نظارت بر بازار اوراق بهادار و معامله اختیارات بر اوراق بهادار را برعهده دارد، کمیسیون معامله آتـی‌هـای کالاهـا بـه طـور خاص مسئولیت نظارت بر آتی‌ها و اختیارات را در این کشور بر عهده دارد. هدف اصلی از تأسیس این کمیسیون که از سال ۱۹۷۴ شروع به فعالیت کرده است، جلوگیری از دستکاری قیمت[4] و حفاظت از عوامل بازار و عموم مردم در مقابـل تقلـب و دستکاری قیمت و نیز ارتقای رقابت و باز بودن و سلامت مالی بازارهای اختیـارات و آتـی‌هاسـت. کمیـسیون همچنـین بـر فعالیت بنگاه‌ها و افرادی که نقش واسطه میان مشتریان و بازارها را ایفا می‌کنند، نظارت دارد.[۷]

قراردادهایی مورد تأیید این کمیسیون قرار می‌گیرند که اهداف اقتصادی مفیدی به دنبال داشته باشند بدین معنا که این قراردادها باید نیازهای پوشش‌دهندگان ریسک و نیز سفته‌بازان را تأمین نمایند. به علاوه، این کمیسیون موظف است نسبت به مطلع شدن همگان از قیمت‌ها و نیز ارائه گزارش موضع معاملاتی جاری[5] توسط معاملـه‌گـران، اطمینـان حاصـل نمایـد. همچنین، همه افرادی که در معاملات آتی‌ها خدمات خود را به عموم مردم ارائه مـی‌دهنـد، بایـد از ایـن کمیـسیون مجـوز دریافت کنند. سابقه این افراد توسط کمیسیون بررسی شده و آنها ملزم به داشتن حداقل سرمایه مطابق قـانون مـی باشـند. کمیسیون همچنین به شکایات عمومی رسیدگی کرده و نسبت به اتخاذ اقدامات انضباطی[6] علیه افراد مبادرت می‌نماید. این

1) Securities and Exchange Commission
2) Securities Exchange Act
3) Federal Reserve
4) Price Manipulation
5) outstanding position
6) disciplinary action

[Downloaded from necjournals.ir on 2026-11-20]

نهاد صلاحیت آن را دارد که بورس‌ها را به اتخاذ اقدامات انضباطی علیه اعضایی که قوانین بورس را نقض می‌کنند، مجبور نماید.[۶]

در سال ۱۹۸۱ کمیسیون معاملات آتی‌های کالاها مسئولیت ثبت معامله‌گران حرفه‌ای را به انجمن ملی آتی‌ها به عنوان یک نهاد خود تنظیم کننده[1] برای آتی‌ها واگذار نمود و مقررات گذاری توسط آن را به رسمیت شناخت. هدف این نهاد که از افراد فعال در صنعت آتی‌ها تشکیل می شود، جلوگیری از تقلب[2] و حصول اطمینان از حرکت صحیح بازار در راستای تأمین منافع عمومی است و می تواند ضمن نظارت بر معاملات و اتخاذ اقدامات انضباطی در وقت مقتضی به حل و فصل منازعات میان افراد و اعضاء بپردازد.

جلوگیری از دستکاری قیمت ها

در بازار آتی‌ها، هر چند سفته بازی یعنی خرید و فروش آتی‌ها توسط معامله‌گرانی که انتظار دارند از افزایش یا کاهش متعاقب قیمت‌ها سود ببرند، مجاز است اما معامله گران مجاز به تبانی با دیگران و یا کنترل عرضه نیستند. مقصود از دستکاری قیمت ها تلاش یا تبانی دو یا چند نفر برای بالا بردن یا پایین کشیدن معتنابه قیمت‌هاست.[۱]

به موجب قوانین اوراق بهادار در اغلب کشورها، دستکاری در قیمت آتی‌ها یا تلاش برای دستکاری آن ممنوع بوده و میتوان بر علیه آن اقامه دعوی کرد. به هر حال این دعوی در صورتی مسموع خواهد بود که اولاً ساختگی بودن قیمت[3] ثابت شود، ثانیاً نشان داده شود که خوانده سبب به وجود آمدن این قیمت ساختگی است (تسبیب)[4]، ثالثاً اثبات شود که خوانده قصد و اراده ایجاد قیمت‌های ساختگی را داشته است[5]. هرچند دادگاه‌ها، ساختگی بودن قیمت را شرط لازم (اما نه کافی) برای اثبات دستکاری در قیمت ها می دانند، ولی معیار مستحکم و قابل دفاعی برای اطمینان از ساختگی بودن قیمت وجود ندارد. اغلب از مقایسه روند قیمت‌ها و شناسایی انحراف‌های قابل توجه از روند قیمت‌ها در بازار آتی ها برای اثبات ساختگی بودن قیمت و غیرمعمول بودن افزایش قیمت‌ها استفاده می شود.[۸]

در یک تقسیم‌بندی کلی می توان دستکاری قیمت را به دو بخش دستکاری با استفاده از قدرت بازاری و دستکاری به شیوه تقلب تقسیم کرد. به عنوان مثال، پرونده برق کالیفرنیا که در آن یک معامله‌گر (عرضه‌کننده برق) به جرم فریب و اطلاع‌رسانی نادرست برای دستکاری بازار برق محکوم شد، نمونه ای از دستکاری به شیوه تقلب است. در این پرونده، معامله‌گر برای جلوگیری از زیان حاصل از خرید آتی‌ها و افزایش قیمت برق تلاش کرد اوضاع را به‌گونه‌ای نشان دهد که گویی کمبود برق وجود دارد. معامله گر متخلف در این پرونده کوشید تا با ایجاد خاموشی غیرضروری و انتشار شایعات و

1) Self-regulatory
2) Fraud
3) Price Artificiality
4) Causation
5) Intent

[Downloaded from necjournals.ir on 2026-11-20]

اطلاعات غلط در مورد میزان برق، افزایش قیمت را موجب شود. [۴] دستکاری قیمت با استفاده از قدرت بازاری به شیوه‌های مختلف از جمله "قبضه کردن بازار"[۱] ، "ایجاد مضیقه در بازار"[۲] و "تعیین قیمت تسویه"[۳] صورت می گیرد.[۴]

قبضه کردن بازار وضعیتی است که در آن یک یا چند بازیگر در بازار، کنترل عرضه قراردادهای فعال[۴] را به‌گونه‌ای به دست گیرند که خرید این قراردادها فقط با قیمت تعیین شده از سوی آن ها امکان‌پذیر باشد.[۱] برای قبضه کردن بازار، معمولاً بازیگران مسلط بر بازار که انحصار کالای فیزیکی را تا حد زیادی در اختیار دارند، اقدام به جمع کردن (خرید گسترده) قراردادهای فعال در بازار نموده و سپس در موضع فروشنده قرار می‌گیرند. متقاضیان خرید قراردادهای فعال که به علت ناتوانی از تحویل فیزیکی کالا در سررسید مقرر مجبور هستند با انجام معاملات خرید جبرانی از بازار خارج شوند، حاضر خواهند شد قراردادهای فعال عرضه شده توسط بازیگران مسلط بر بازار را در قیمت های تعیین شده از سوی آن ها خریداری کنند.[۵] به عنوان مثال، شعبه آمریکای شمالی شرکت BP در ۲۵ اکتبر ۲۰۰۷ به جرم دستکاری قیمت آتی‌های پروپان در معاملات آوریل ۲۰۰۳ و فوریه ۲۰۰۴ از سوی کمیسیون معاملات آتی‌های کالاها محکوم شد. اتهام این شرکت دستکاری قیمت‌ها با روش قبضه کردن بازار و کسب سود از طریق تحمیل قیمت‌های بسیار بالا به فعالان بازار بود. داستان از این قرار بود که باتوجه به نیاز فصلی به پروپان، این شرکت در یک ماه اقدام به خرید (تقریباً) همه قراردادهای آتی های پروپان موجود در بازار نموده و پس از مدتی با قرار گرفتن در موضع فروش[۵]، پروپان را به قیمت ساختگی و بسیار بالا فروخته بود.

به عنوان مثال دیگر می توان به اقامه دعوا از سوی کمیسیون معاملات آتی‌های کالاها در مارس ۲۰۰۳ برعلیه دو شرکت انرون و شیورلی[۶] اشاره کرد که در آن کمیسیون مدعی شد که این دو شرکت در ژوئیه ۲۰۰۱ با کمک حداقل یک معامله‌گر دیگر، اقدام به دستکاری قیمت گاز طبیعی در بازار اسپات هنری هاب[۷] نموده‌اند. این معاملات که از طریق سامانه تجارت الکترونیک انرون صورت می‌گرفته، تأثیر مستقیم و منفی بر آتی‌های هنری هاب در نایمکس[۸] داشته و قیمت‌های ساختگی به وجود آورده است. هنری هاب که از ۱۴ خط لوله گازی تشکیل شده که نزدیک ساحل لوئیزیانا به یکدیگر می‌رسند، یکی از مجاری ورودی اصلی گاز تولیدی بوده و انتقال گاز از طریق این مرکز مبادلاتی به بازارهای مختلف به

---

1) Market corner
2) Market squeeze
3) Marking the close
۱۰) open interest: تعداد قراردادهادیی است که سررسید معین دارند و در پایان یک روز کاری بورس هنوز فعال باقی مانده‌اند و می‌توان آنها را در روز کاری بعد معامله کرد. [۲]
5) Short position
6) Enron & Shiverly
7) Henry Hub
8) NYMEX: New York Mercantile Exchange

[Downloaded from necjournals.ir on 2026-11-20]

روانی بازار کمک می‌کند. در سال ۲۰۰۱ سامانه معامله‌گری انرون به عنوان سامانه غالب در بازار حضور داشته و همه فعالان بازار اسپات هنری هاب، برای دستیابی به اطلاعات قیمت‌گذاری بازار اسپات هنری هاب به این سامانه چشم می‌دوختند. براساس ادعای کمیسیون، معامله‌گران انرون در تاریخ ۱۹ ژوئیه ۲۰۰۱ با خرید مقدار بسیار زیاد و غیرمعمول گاز از بازار اسپات هنری هاب در مدت زمان بسیار کوتاه (حدود ۱۵ دقیقه)، باعث ایجاد قیمت ساختگی در بازار اسپات و بازار آتی‌های هنری هاب نایمکس در آگوست ۲۰۰۱ شدند. بدین ترتیب، انرون متهم شد به عنوان یک بازیگر غالب در بازار که تقریباً با داشتن بزرگترین سامانه معاملات در بازار اسپات هنری هاب، حدود ۴۰ درصد متوسط حجم معاملات روزانه را به خود اختصاص می داد، اقدام به خرید تعداد زیادی قرارداد آتی‌ها در مدت کوتاهی نموده و سپس با قرار گرفتن در موضع فروش خریدارانی را که یا می‌بایست کالا را به صورت فیزیکی تحویل داده یا با انجام معاملات خرید جبرانی ، از بازار خارج شوند، مجبور به خرید در قیمت‌های ساختگی بالا نمود. در خاتمه، انرون به پرداخت ۳۵ میلیون دلار جریمه از سوی کمیسیون معاملات آتی‌های کالاها محکوم شد. [۷]

ایجاد مضیقه در بازار، شکل نسبتاً ملایم تری از قبضه بازار است. [۱] در این حالت، هرچند تلاشی برای ایجاد انحصار در بازار کالای فیزیکی صورت نمی گیرد، اما عرضه‌کنندگان به دلایل دیگری بسیار اندک بوده و تعداد قراردادهای فعال در بازار آتی‌ها به میزان قابل توجهی از میزان عرضه فراتر رفته و لذا قیمت‌ها بالا می‌روند.[۴] مضیقه بازاری یکی از متداولترین شیوه های دستکاری قیمت در بازار برنت است. در این حالت، یک سفته‌باز (مثلاً یک شرکت تجاری) اقدام به انباشت محموله‌های فیزیکی و کاغذی برنت نموده تا آنها را به یکباره از بازار خارج نموده و با ایجاد کمبود ساختگی در عرضه، فعالان بازار را دچار ترس و وحشت نماید. بدین‌ترتیب، فروشندگان برنت ۱۵ روزه[۱] مجبور به خرید محموله‌های برنت برای انجام تعهدات خود شده و بسیاری از پالایشگران نیز مجبور می‌شوند برای پوشش نیازهای خود هر قیمتی را بپذیرند. همزمان، سفته بازان ایجادکننده مضیقه ممکن است اقدام به خرید بسته‌های مالی متعدد برنت در بازار آتی‌ها نموده و انتظارات تقاضا و در نتیجه قیمت برنت ر ا به طور ساختگی بالا ببرند. مثلاً در دریای شمال، با توجه به کوتاه بودن سفرهای دریایی (دو تا سه روزه) و عرضه مستمر نفت خام، بسیاری از پالایشگران محموله‌های خود را در لحظات آخر خریداری می‌کنند و به همین جهت در شرایط مضیقه بازاری چند روزه ، قیمت برنت ناگهان ۲ تا ۵ دلار در هربشکه افزایش می‌یابد. از سوی دیگر، باتوجه به اینکه برنت، به عنوان نفت شاخص برای بیش از ۶۰ درصد نفت خام‌های جهان عمل می‌کند، افزایش قیمت برنت باعث افزایش قیمت همه نفت خام‌های مرتبط با آن می‌شود. [۲]

روش سوم برای دستکاری قیمت آتی ها، مداخله از طریق تعیین قیمت تسویه می باشد. قیمت تسویه مبنای تسویه

۱) Brent 15- day Market: بازار برنت ۱۵ روزه، بزرگترین و مهمترین بازار کاغذی سلف نفت خام است. این بازار را ۱۵ روزه می‌خوانند زیرا که مطابق قرارداد، هر فروشنده‌ای موظف است در اخطاریه‌ای که برای بارگیری محموله نفت خود به خریدار می‌دهد، یک فرصت زمانی حداقل ۱۵ روزه را در نظر بگیرد.

[Downloaded from necjournals.ir on 2026-11-20]

حساب روزانه بوده و میزان سود و زیان معامله‌گران و تغییرات حساب ودیعه بر اساس آن تعیین می‌شود. چنانچه تغییرات قیمت آتی‌ها چندان زیاد نباشد، معمولاً قیمت آخرین معامله به عنوان قیمت تسویه تعیین می‌شود. اما چنانچه بازار آتی‌ها پس از چند ساعت رکود، ناگهان قبل از بسته شدن بورس، فعال شده و قیمت‌ها افزایش یا کاهش یابد، میانگین قیمت در معاملات پایانی بورس به عنوان قیمت تسویه مورد استفاده قرار می گیرد. در این روش دستکاری قیمت، معامله‌گر اقدام به خرید یا فروش تعداد زیادی قرارداد آتی‌ها درست پیش از بسته شدن بورس می‌نماید و بدین ترتیب قیمت تسویه آن روز را به صورت ساختگی تحت تأثیر قرار می‌دهد. این کار غالباً با کمک کامپیوترهای پرسرعت و الگوریتم‌های پیشرفته صورت می‌گیرد. یکی از پرونده‌های مهم در زمینه دستکاری قیمت‌ها از طریق قیمت تسویه، مربوط به شرکت هلدینگ اپتیور بی وی[1] است. کمیسیون معاملات آتی‌های کالاها در ۲۴ جولای ۲۰۰۸ این شرکت را به جرم تلاش برای دستکاری قیمت آتی‌های نفت خام شیرین سبک نایمکس، نفت حرارتی و گازوئیل بندر نیویورک در معاملات مربوط به مارس ۲۰۰۷ محکوم نمود. بر اساس این پرونده، شرکت هلدینگ اپتیور بی وی متهم شد با ایجاد قیمت‌های ساختگی طی یازده روز، با کاهش قیمت آتی‌ها در سه مورد و افزایش آن در دو مورد اقدام به دستکاری قیمت‌ها از روش تعیین قیمت تسویه کرده و حدود یک میلیون دلار از این طریق سود کسب کرده بود.[۷]

نتیجه‌گیری

آتی‌ها از مهمترین ابزارهای مشتقه هستند که به صورت قراردادهای استاندارد در بورس معامله می‌شوند. این قراردادها به شدت تحت کنترل و نظارت هستند و با بروز بحران مالی ۲۰۰۸، این نظارت‌ها شدیدتر و دقیق‌تر شده است. به عنوان مثال، کمیسیون معاملات آتی‌های کالاها به عنوان نهاد مقررات‌گذاری و نظارت بر معاملات آتی‌ها و اختیارات در ایالات متحده، اگرچه مأموریت‌های متنوعی دارد، اما در واقع هدف اصلی از تأسیس آن جلوگیری از دستکاری قیمت بوده است. هرچند این دستکاری به شکل‌های مختلفی صورت می گیرد، اما سه روش قبضه کردن بازار، ایجاد مضیقه در بازار و مداخله در تعیین قیمت تسویه بیشترین پرونده‌های قضایی را به خود اختصاص داده‌اند. نهادهای نظارتی در بازارهای بورس آتی ها به شدت با دستکاری قیمت‌ها مقابله می‌کنند. دستکاری قیمت در بازار آتی های انرژی تأثیرات بسیار شگرفی بر کل بازار جهانی انرژی دارد.

باتوجه به پیچیدگی مباحث و رشد روزافزون بازارهای مشتقات به ویژه آتی‌ها و آتی‌های انرژی، لزوم آشنایی فعالان عرصه انرژی بویژه اقتصاددانان و حقوق‌دانان با مباحث حقوقی این بازارها بسیار اهمیت دارد. آشنایی با ابعاد اقتصادی و حقوقی مفاهیمی همچون دستکاری قیمت، امکان تدوین مقررات کارآمد برای بازار بورس کشور را فراهم می آورد.

---

1) Optiver Holding BV

[Downloaded from necjournals.ir on 2026-11-20]

منابع

[1] Baer, Julius B. Commodity Exchanges and Futures Trading - Principles and Operating Methods, Baer Press, 2008

[2] Carollo, Salvatore, Understanding Oil Prices: A Guide to What Drives the Price of Oil in Today's Markets, John Wiley & Sons, 2012

[3] Durbin, Michael. All about Derivatives, the McGraw-Hill Companies, 2011.

[4] Hatch, Thomas B, Mahlum, Thomas, C. Defining market manipulation, Lessons from the commodity position limit rules, Futuresmag.com September 1, 2012

[5] Hatch, Thomas B, et al. Beyond Supply & Demand: Manipulation in the Commodities Markets, Bloomberg Finance L.P. in the Vol. 5, No. 13 edition of the Bloomberg Law Report, Securities Law

[6] Hull, John C., Options, Futures and Other Derivatives, 7th edition, Prentice Hall: 2008.

[7] http://www.cftc.gov.

[8] Pirrong, Stephen Criag, The Economics, Law and Public Policy of Market Power Manipulation, Springer, 1996.

[9] Rechtschaffen, Alan N., Capital markets, derivatives and the law, Oxford, 2009.

[10] Smith, Ernest E. et al. International Petroleum Transactions, Rocky Mountain Mineral Law Foundation; Third Edition, 2010.

[Downloaded from necjournals.ir on 2026-11-20]