



شپه‌شکاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

مقاله

بازارسازان در بازارهای پیشرفته سرمایه یکی از ارکان مهم بازارها به شمار می‌آیند، در حالی که بازارسازی در بازارهای مالی ایران از مفاهیم نوظهور و نوپا قلمداد می‌شود. از آنجایی که در اختیار داشتن اقتصاد پویا و سالم، مستلزم وجود بازارهای مالی سالم است و در نظر داشتن این نکته که معامله‌گران از نقش محوری در بازارهای مالی برخوردار هستند، این گروه از فعالان بازار کانون توجه بسیاری از مطالعات قرار گرفته‌اند. حضور بازارساز به عنوان متعادل‌کننده یکی از الزامات در بسیاری از بورس‌های دنیا شناخته شده و در بازار

شبکه های بازارسازی و کارکرد آنها در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس

محمودرضا خواجه‌نصیری
محمودرضا مدیر روستا

سرمایه کشورهای در حال توسعه نیز طراحی مجدد ساختار و پذیرش بازسازی به منظور برخورداری از بازاری کارا و جذاب در سال‌های اخیر مورد توجه قرار گرفته است.

در این راستا مطالعات فراوانی انجام شده است، شواهد نشان می‌دهد که پیاده سازی شبکه‌های متشکل از بازارساز سبب بهبود شاخص‌های کیفی بازار همانند افزایش نقدشوندگی، پایین آمدن هزینه تراکنش‌ها و نظارت دامنه نوسان قیمت سهام خواهد شد. در بازارهای خارج از بورس که عمدتاً از شبکه‌های مبتنی بر مظنه گذاری بهره می‌برند، نقش و جایگاه محوری بازارسازان به علت نقدشوندگی پایین اوراق بهادار مشهودتر است؛ به طوری که در برخی کشورها از بازارهای خارج از بورس به عنوان بازارهای معامله گران آید می‌شود.

نقش کارگزار معامله گر در معاملات

وظیفه و نقش اصلی کارگزار معامله گران در بازار خارج از بورس بازسازی سهام پذیرفته



شده در بازار است. به علت عدم بهره‌گیری از سازوکار معمول در بورس‌ها برای کشف قیمت و تطابق سفارش‌های خرید و فروش در بازار خارج از بورس، بازارساز هر سهم وظیفه تامین

نقدینگی را برعهده دارد. فعالیت بازارسازان در بازار خارج از بورس بدین صورت است که در مقابل سفارش‌های خرید فروشنده و در مقابل سفارش‌های فروش به عنوان خریدار سهم مورد نظری نقشی می‌کنند. بدین ترتیب برای تمامی سفارش‌ها تم از خرید یا فروش، سفارش مقابلی برای اجرای معامله در قیمتی که تحت سازوکار ویژه‌ای و غالباً بدون نام و مشخصات، در قالب مذاکره بین خریداران و فروشندگان تعیین می‌شود، وجود خواهد داشت. به طور معمول بین قیمت‌های خرید و فروش بازارسازان تفاوت اندکی وجود دارد. این تفاوت قیمت به عنوان تضمین کننده دوام کارگزار معامله‌گرها و منبع درآمد آن‌ها از کسب و کار بازسازی در بازار خارج از بورس در نظر گرفته می‌شود. در واقع این میزان شکاف مابین قیمت‌های خرید و فروش، نمایانگر نقدینگی سهم نیز است؛ به طوری که کوچک بودن این فاصله نشان از قابلیت نقدینگی بیشتر سهم بوده و گسترش تفاوت قیمت حاکی از پایین بودن نقدینگی سهم و بالطبع تلاش بیشتر بازارساز برای فروش سهم است. ذکر این نکته نیز قابل توجه است که در صورت تقبل بازسازی یک سهم توسط کارگزار / معامله‌گر، وی موظف به ارائه قیمت خرید و فروش در قبایل سفارش‌های سرمایه‌گذاران خواهد بود.

نحوه قیمت گذاری

تمامی کارگزار / معامله‌گران باید از طریق پایانه کامپیوتری خود به بازسازی اوراق بهادار در بازار خارج از بورس اقدام کنند. رویه اعلان قیمت نیز بدین صورت است که، کارگزار / معامله‌گر قیمت‌های خرید و فروش یا مظنه‌های خود را در اختیار شبکه بازار قرار می‌دهد.

این رویه برای کلیه اوراق بهادار قابل اجرا است ولی بسته به شرایط، در مورد اوراق بهادار خاص مانند اوراق قرضه، روش‌های دیگر نیز قابلیت به کارگیری خواهد داشت. برای این منظور می‌توان از سازوکارهای یک معامله‌گری چند معامله‌گری⁴

- 4 - Spread
- 5 - Single-Dealer Mechanisms
- 6 - Multi-Dealer Mechanisms

- 1 - Volatility
- 2 - Quote-driven
- 3 - Dealer market

یاسازوکارهای بین معامله‌گران بهره‌گرفت. در بازارهای خارج از بورس به طور معمول مکان مشخصی برای اجتماع سرمایه‌گذاران و خریداران و فروشندگان حرفه‌ای وجود ندارد. معاملات خارج از بورس عمدتاً بین کارگزار / معامله‌گران که مظنه‌های خود را برای اوراق بهادار مورد علاقه به یکدیگر اعلان می‌کنند، صورت می‌گیرد.

کارگزار / معامله‌گران که بیشتر با

توجه به نقش آن‌ها در بازارها با عنوان

بازارساز شناخته می‌شوند، مظنه‌های خرید و

فروش خود را با امید کسب سود از تفاوت بین

قیمت‌های خرید و فروش اعلام می‌کنند. تعداد

بازارساز در هر یک از اوراق بهادار ممکن است

از یک تا چندین بازارساز متغیر باشد و این

به حجم معاملات و امکان کسب منفعت از

گردش زیاد خریدها و فروش‌ها بستگی دارد.

اطلاعات رد و بدل شده میان معامله‌گران

در شبکه ارتباطی در معرض دید عموم قرار

نمی‌گیرد. شبکه بین معامله‌گران به

صورت دو جانبه عمل می‌کند؛

بدین صورت که ارتباطات

بین دو طرف درگیر

معامله، یک بازارساز

بازارهای خارج از

بورس که عمدتاً از شبکه‌های مبتنی بر مظنه گذاری بهره می‌برند، نقش و جایگاه محوری بازارسازان به علت نقدشوندگی پایین اوراق بهادار مشهودتر است

وظیفه و نقش اصلی

کارگزار / معامله‌گران در بازار خارج از بورس بازسازی سهام پذیرفته شده در بازار است

کارگزار / معامله‌گر

به عنوان نماینده

سرمایه‌گذار یا از طرف

خود، معمولاً به صورت

خصوصی صورت می‌گیرد.

همچنین به علت خصوصی و دو جانبه بودن

شبکه و در جهت یافتن بهترین قیمت، کارگزار /

معامله‌گر خواهان اجرای سفارش سرمایه‌گذار نباید

مظنه سایر بازارسازان را نیز در نظر داشته باشد.

گزارش دهی معاملات

کارگزار / معامله‌گرانی که به معاملات اوراق بهادار و

به طور مشخص سهام خارج از بورس می‌پردازند،

ملزوم به گزارش دهی معاملات خود به بورس یا

کانون مربوط به فعالیت خود هستند. بر این اساس

7 - Inter-Dealer Mechanisms



سازوکارهای معاملاتی بر مبنای سفارش^۸ و مظنه

در یک تقسیم‌بندی کلی از سازوکار مورد استفاده در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس، این شبکه‌ها عمدتاً در دو دسته بر مبنای سفارش یا بر مبنای مظنه یا قیمت‌گذاری قرار می‌گیرند. تفاوت اصلی بین بازارهایی که از این دو سازوکار بهره می‌برند در نحوه نمایش سفارش‌ها و قیمت‌های خرید و فروش نهفته است. در بازارهایی که از سازوکار بر مبنای سفارش استفاده می‌کنند تمامی قیمت‌های خرید و فروش نمایش داده می‌شوند. این در حالی است که در بازارهای بر مبنای قیمت‌گذاری، توجه اصلی به قیمت‌های خرید و فروش بازارسازان و سایر مشارکت‌کنندگان معطوف می‌شود. البته باید خاطر نشان کرد که این تقسیم‌بندی بسیار کلی بوده و ممکن است بازارها ترکیبی از شبکه‌ها را تحت عنوان شبکه‌های هیبریدی^۹ مورد استفاده قرار دهند.

الف) شبکه‌های بر مبنای سفارش

در یک بازار بر مبنای سفارش، تمامی سفارش‌های خریداران و فروشندگان به همراه قیمت و حجم اوراق بهادار نمایش داده می‌شود. به عنوان نمونه اگر فردی سفارش ۱۰۰ سهم یک شرکت به

8 - Order driven Systems

9 - Hybrid Systems

است.

گزارش‌های ارسالی باید مولدی از جمله نماد سهام مورد معامله، تعداد سهام، قیمت معامله و علامتی نشان‌دهنده خرید، فروش و سایر موارد مربوط را در بر داشته باشند. در معاملاتی که کارگزار/معامله‌گر به عنوان نماینده سرمایه‌گذار شرکت می‌کند، تعداد و قیمت سهام بدون در نظر گرفتن حق کمیسیون باید در گزارش ذکر شده و در معاملات بین

خود کارگزار/معامله‌گر، هر یک از معاملات خرید و فروش در گزارشی جداگانه شامل قیمت و تعداد سهام ارسال می‌شود. علاوه بر قیمت گزارش شده، تعداد سهام درگیر معامله، قیمت‌های خرید و فروش به همراه اندازه نشان داده شده در شبکه اعلان قیمت بازار و همچنین هزینه‌های مربوط به اجرا و تسویه معامله نیز باید به نهاد مربوط ارسال شوند.

در بازارهای خارج از بورس به‌طور معمول مکان مشخصی برای اجتماع سرمایه‌گذاران و خریداران و فروشندگان حرفه‌ای وجود ندارد

تمامی اعضا باید از شبکه‌های ارسال الکترونیک برای گزارش دهی معاملات سهام استفاده کنند. به علت فعالیت کارگزار/معامله‌گر در بورس‌ها یا بازارهای خارج از بورس، در اولین گام آن‌ها موظف به پیروی از دستورالعمل‌های تعیین شده توسط بورس یا کانون مربوط هستند. کارگزار/معامله‌گر موظف است کلیه اطلاعات مربوط به قیمت‌های خرید، فروش و اندازه سفارشات را در اختیار نهاد ناظر بر فعالیت‌های خود قرار دهد. تمامی کارگزار/معامله‌گران

باید در مدت زمان خاصی پس از اجرای معامله در ساعات عادی فعالیت بازار، اطلاعات مربوط به آن را برای بورس، کانون یا نهادی که از سوی کانون مسئولیت دریافت و بررسی گزارش‌ها در بازار را بر عهده دارد، فراهم کنند. معاملات آن‌جام شده خارج از ساعات عادی توسط شبکه‌های معاملاتی جایگزین نیز باید در روز پس از آن‌جام آن به همراه زمان اجرای معامله برای نهادهای اشاره شده، ارسال شوند. اولویت گزارش دهی طرفین معامله، برای فروشنده خواهد بود. برای مثال در معامله بین دو کارگزار/معامله‌گر، وظیفه گزارش دهی بر عهده فروشنده اوراق بهادار

قیمت هر سهم ۳۰ دلار را به بازار اعلام کند، این سفارش در بازار به نمایش درآمده و افرادی که به این سطح از اطلاعات دسترسی دارند قادر به مشاهده آن خواهند بود. بهترین مزیتی که بازارهای استفاده کننده از این شبکه ها از آن سود می برند، شفافیت این شبکه است؛ بدین صورت که تمامی سفارش های خرید و فروش به همراه قیمت های آن ها در معرض دید عموم قرار دارند. در مقابل در این بازارها هیچگونه تضمینی برای اجرای

سفارش های با قیمت محدود، سفارش های به قیمت بازار ساده تر اجرا می شوند. سفارش های



سفارش ها وجود ندارد، در حالی که در بازارهای بر مبنای قیمت گذاری چنین تضمینی تا حدود زیادی وجود دارد.

الف-۱) مختصری در مورد سازوکار قیمت گذاری در یک بازار بر مبنای سفارش

پیش از معرفی بازارسازان و نحوه عملکرد آنان، به طور خلاصه سازوکار تعیین قیمت در یک بازار مبتنی بر سفارش بدون حضور بازارساز را بررسی می کنیم. ذکر این نکته ضروری است که در بازارهای مبتنی بر سفارش روش های گوناگونی مورد استفاده قرار می گیرد. در این قسمت سازوکار تعیین قیمت حراج مضاعف پیوسته (یکی از روش تعیین قیمت در بازارهای بر

مبنای سفارش) که به عنوان

یک سازوکار تعیین قیمت استاندارد در بازارهای

مالی پذیرفته شده است،

در بورس اوراق بهادار

توکيو بررسی می شود.

در چنین سیستمی،

عوامل یا کارگزاران

از سفارش های با قیمت

معین و سفارش های با قیمت

بازار برای آرایه دستور خود به بازار

استفاده می کنند. سفارش های با قیمت معین به

درخواست های فروش / خرید در قیمت معین یا

قیمت های بهتر از آن اشاره دارد. این سفارش ها

نشان دهنده پایین ترین / بالاترین قیمتی است که

سرمایه گذار در آن قیمت ها نسبت به فروش /

خرید تمایل دارد. در مقابل، سفارش های با قیمت

بازار به درخواست های مبنی بر خرید یا فروش

تعداد مشخصی سهام در بهترین قیمت موجود

در بازار اشاره دارد. بدیهی است که در مقایسه با

با قیمت محدود که در زمان قرار داده شدن در شبکه اجرایی شوند، در شبکه ثبت سفارش های محدود ذخیره شده و از این پس سفارش های با قیمت محدود خرید / فروش با عنوان قیمت های پیشنهادی یا اعلان قیمت خرید / فروش شناخته می شوند. تفاوت بین پایین ترین قیمت فروش و بالاترین قیمت خرید نیز به تفاوت بین قیمت خرید و فروش یا Spread، موسوم است.

سفارش های به قیمت بازار یا سفارش های قیمت محدود در سمت مقابل شبکه

ثبت سفارش مطابقت داده شده و با توجه به اولویت های زمانی و قیمتی اجرا می شوند.

زمانی که پیشنهاد های فروش یا خرید با سفارش های با قیمت محدود یا به قیمت

بازار وارد مطابقت داده می شوند، تراکنش آن جام گرفته باعث حذف پیشنهادها از شبکه می شود.

علاوه بر این، سفارش های با قیمت محدود با اعلان انصراف یا انقضا زمان مشخص شده نیز از شبکه حذف می شوند.

به عنوان نمونه ای از نحوه تعیین قیمت سهام، جدول (۱) تا (۳) بر اساس جزئیات بورس سهام

توکيو تنظیم شده است. مشاهده می شود که بهترین پیشنهاد خرید موجود برای ۳۳۰ سهم در قیمت

۱۷۸ دلار و بهترین قیمت فروش برای ۱۰۰۰ سهم در قیمت ۱۷۹ دلار موجود است. یک سفارش جدید با سفارش هایی که قبلا در شبکه قرار داده شده اند، مطابقت داده می شود. فرض کنید که یک

سفارش خرید به قیمت بازار برای ۱۰۰ سهم وارد شبکه می شود. این سفارش با یک سفارش فروش با بالاترین اولویت یعنی ۱۰۰۰ سهم به قیمت ۱۷۹ دلار مطابقت

داده می شود. بنابراین

۱۰۰ سهم با قیمت ۱۷۹

دلار خریداری شده و ۹۰۰

سهم در قیمت ۱۷۹ دلار در سمت

فروش شبکه باقی می ماند.

جدول (۱) حالت اولیه بازار

سفارش خرید	قیمت	سفارش فروش
	۱۸۰	۴۰۰
	۱۷۹	۱۰۰۰
۳۰۰	۱۷۸	
۴۰۰	۱۷۷	
۲۰۰۰	۱۷۶	

در ادامه فرض کنید مطابق جدول (۲)، سفارش

خرید ۱۰۰۰ سهم با قیمت مشخص ۱۸۰ دلار برای هر سهم در شبکه قرار داده می شود. این

سفارش نیز با سفارش فروش ۹۰۰ سهم باقیمانده در قیمت ۱۷۹ دلار مطابقت داده می شود. ۱۰۰

سهم باقیمانده نیز با پیشنهاد فروش ۴۰۰ سهم به قیمت ۱۸۰ دلار مطابقت داده می شود. در این

حالت وضعیت شبکه مطابق جدول (۳) بوده و قیمت کنونی در شبکه ۱۸۰ دلار است. البته باید توجه داشت که این تراکنش ها به صورت پیوسته آن جام می شوند.

جدول (۲) ورود سفارش خرید ۱۰۰۰ سهم

سفارش خرید	قیمت	سفارش فروش
	۱۸۰	۴۰۰
	۱۷۹	۹۰۰
۳۰۰	۱۷۸	
۴۰۰	۱۷۷	

جدول (۳) حالت نهایی بازار

کارگزار معامله گر
موظف است کلیه اطلاعات
مربوط به قیمت های خرید،
فروش و اندازه سفارشات را در
اختیار نهاد ناظر بر فعالیت های
خود قرار دهد

سفرش خرید	قیمت	سفرش فروش
	۱۸۰	۳۰۰
	۱۷۹	
۳۰۰	۱۷۸	
۴۰۰	۱۷۷	
۲۰۰۰	۱۷۶	

الف (۲- شبکه بازارسازی بر مبنای سفارش کلیه خریداران و فروشندگان بالقوه در بازارهایی که از این شبکه بهره می برد می توانند مستقیماً با یکدیگر مبادله و محدوده سفارش های خود که در برگرفته مظنه قیمت هاست، را اعلام کنند. محدوده سفارش های خرید و فروش در هر مقطع زمانی، ثبت سفارش به قیمت معین "نامیده می شود. در سازوکار بازارسازی متمرکز، بازارساز از اطلاعات انحصاری سفارش های بازار و محدوده سفارش های ثبت شده سود می برد. در این سازوکار تالار یا فضای فیزیکی مشخص وجود دارد و سفارش ها از طریق تالار یا به

گزارش های ارسالی باید مواردی از جمله نماد سهام مورد معامله، تعداد سهام، قیمت معامله و علامتی نشان دهنده خرید، فروش و سایر موارد مربوط را در بر داشته باشند

صورت الکترونیک ارائه می شوند. کارگزاران تالار در موقعیتی قرار دارند که سریع ترین اطلاعات بازار را دریافت داشته و به سرعت اقدام به پردازش تراکنش ها می کنند، بازارسازها در این شبکه تمایل به اعلام مظنه های قیمت به صورت پیوسته دارند؛ به صورتی که این مظنه ها منعکس کننده سفارش های به قیمت معین و تمایلات کارگزار تالار هستند. در نتیجه هنگامی که خرید و فروش اوراق بهادار از جدابیت لازم برخوردار نباشد، بازارسازها عرضه اوراق بهادار از حساب خود جهت بهبود نقدشوندگی را در پیش می گیرند. از جمله بورس هایی که از شبکه بازارسازی این چنین استفاده می کنند می توان از بورس نیویورک و بورس اوراق بهادار آلمان نام برد.

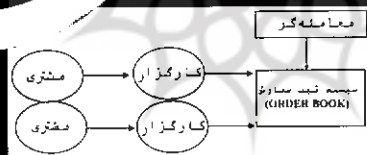
بازارسازها در شبکه غیر متمرکز بازارسازی، ملزم به ارائه سفارش مشخص برای خرید و فروش به صورت پیوسته از حساب خود با رعایت میزان تعیین شده از سوی بورس هستند. برخلاف شبکه متمرکز آن ها در مورد سفارش ها

10 - Limit order book
11 - Floor brokerage

و نحوه سفارش گذاری اطلاعات انحصاری ندارند و به بیان دیگر، حضور بازارسازها در بازار همگام با فعالیت سرمایه گذاران، موجب افزایش نقدشوندگی می شود. به عبارتی، بازارسازها با سرمایه گذاران در جریان سفارش گذاری رقابت می کنند. این شبکه در یورونکست (Euronext) و بورس اوراق (ISE) بورس اوراق بهادار ایتالیا به کار گرفته می شود (ASE) بهادار آتن انحصار اطلاعاتی و اعلام مداوم مظنه های قیمت که یک بازار منصفانه را شکل می دهند، از ویژگی های بازارسازان واحد در شبکه متمرکز است. این در حالی است که یک یا چند بازارساز در شبکه غیر متمرکز فقط به عنوان عرضه کنندگان نقدشوندگی سفارش هایی با قیمت معین و محدود به صورت پیوسته از حساب خود ارایه می کنند. حضور فیزیکی کارگزاران بازار دو شبکه تالاری و الکترونیک را از یکدیگر متمایز می کند.

شکل (۱) نحوه ارتباط

اعضای یک شبکه بر مبنای سفارش



ب) شبکه های بر مبنای مظنه گذاری در یک بازار بر مبنای مظنه گذاری، تنها پیشنهادات خرید و فروش بازارسازان و معامله گران نمایش داده می شود. در چنین بازاری بازارسازان قیمت های خرید و فروش را در زمان تمایل به معامله، به بازار ارسال می کنند. در بازاری که از شبکه معاملاتی بر مبنای مظنه گذاری استفاده می کند، سفارش ۱۰۰ سهم یک شرکت به قیمت ۲۰ دلار در بازار نشان داده نمی شود. در این حالت اگر بازارسازی برای سهم وجود داشته باشد، از سوی او قیمت خرید ۲۹.۵۰ و قیمت فروش ۳۰.۵۰ اعلام خواهد شد. در صورت وجود تعداد بیشتری بازارساز، به نسبت قیمت های خرید و فروش بیشتری اعلام خواهد شد. قیمت های اعلام شده از سوی بازارساز به این معنی است که امکان خرید سهم شرکت مزبور در قیمت ۳۰.۵۰ و فروش در قیمت ۲۹.۵۰ برای

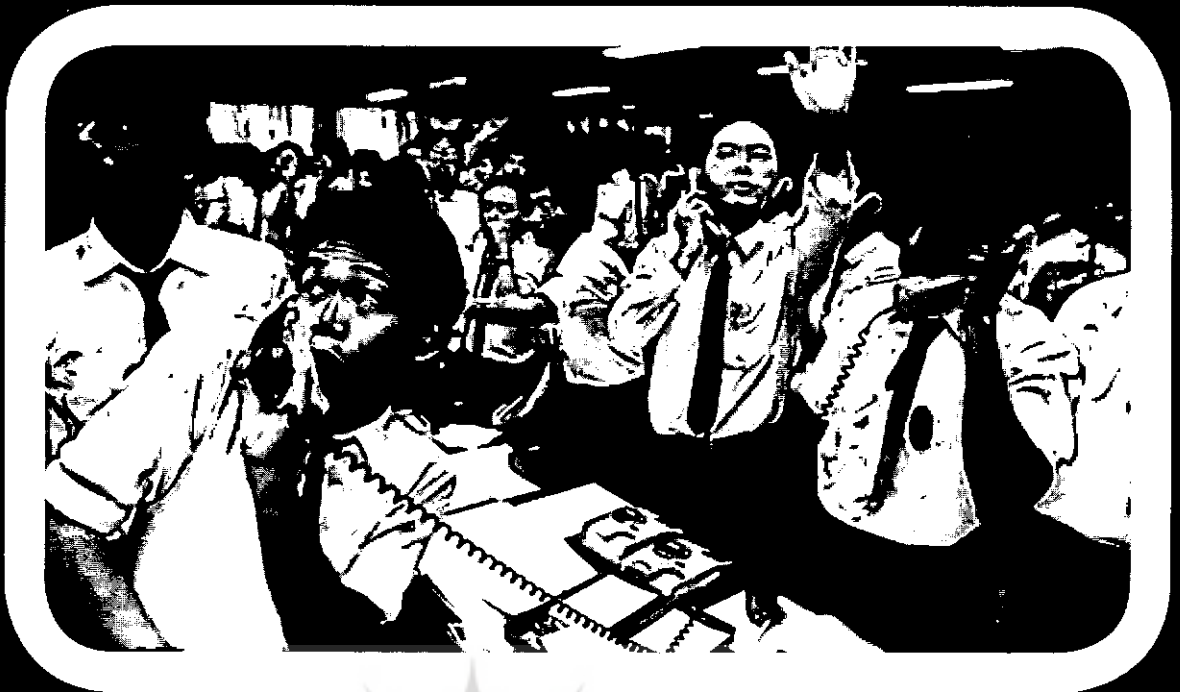
سایر معامله گران وجود دارد. البته باید توجه داشت که این قیمت ها برای زمان خاصی در بازار بوده و بر اساس عرضه و تقاضا در بازار قیمت های خرید و فروش نیز به طور مستمر تغییر می کنند. با وجود این که سفارش های فردی در بازار بر مبنای قیمت گذاری مشاهده نمی شود، بازارساز هر سهم سفارش مشتریان را از موجودی خود یا از طریق تطابق با سفارشی دیگر، اجرا می کند. مزیت اصلی این گونه بازار هانقدشوندگی موجود به واسطه حضور بازارسازان متعدد برای هر سهم است.

ب-۱) شبکه بازارسازی بر مبنای مظنه گذاری

در این شبکه سرمایه گذاران عام به طور مستقیم نمی توانند با یکدیگر به معامله بپردازند. در حقیقت خریداران و فروشندگان برای آن جام معامله مجبورند با یک بازارساز - یعنی کسی که از موجودی خود استفاده می کند - ارتباط داشته باشند. در شبکه های بر مبنای مظنه گذاری، به ازای هر شرکت بیش از یک بازارساز وجود دارد، که در قالب سفارش های مستمر، حجمی از سهام را در قیمت مشخصی برای خرید و یا فروش عرضه می کنند.

در یک شبکه بر مبنای مظنه گذاری، بازارسازها نقدشوندگی اوراق بهادار را موجب می شوند؛ چرا که مظنه یک سوی تراکنش ها به طور انحصاری از سوی آنها تعیین می شود. بازارسازها به طور همزمان با یکدیگر نیز برای رقابتی کردن عرضه و تقاضا رقابت می کنند تا از این طریق جریان سفارش های سرمایه گذاران عمومی را نیز جذب کنند. بازار NASDAQ و بورس اوراق بهادار لندن از این شبکه استفاده می کنند.

همان گونه که در شکل (۲) قابل مشاهده است، سفارش های مشتریان از طریق کارگزار به معامله گران ارجاع داده می شود. در صورتی که معامله گسر بازارسازی اوراق بهادار مورد نظر سرمایه گذار را، در اختیار داشته باشد، در صورت توانایی به آن جام سفارش مبادرت می کند. در غیر این صورت و از طریق شبکه بین معامله گران در صدد اجرای سفارش بر خواهد آمد. دسترسی



فعالیت می‌کنند؛ به عبارت دیگر درخواست خرید و فروش به علامت دریافتی از بازار و تراز موجودی بازار سازهایستگی دارد. بنابراین تمایل به مظنه‌گذاری گمراه‌کننده ممکن است بر فرآیند تعیین قیمت تأثیر منفی داشته باشد.^{۱۴}

ب-۳) قیمت‌گذاری خدمات معامله‌گران اوراق بهادار

بدون شک می‌توان یکی از مهم‌ترین عناصر بازارهای مالی را معامله‌گران دانست که به حساب خود به معامله اوراق بهادار می‌پردازند و از این طریق تسهیلات معامله‌ها بدون درنگ را برای سرمایه‌گذاران به ارمغان می‌آورند. معامله‌گران با قبول هزینه و مخاطره نگرانی از اوراق بهادار، هزینه‌های قطعی پرداختن به سفارش‌ها و هزینه‌هایی که به

علت دارا بودن اطلاعات افراد طرف معامله بر وی تحمیل می‌شود را نیز پذیرا هستند. در مقابل برای جبران این هزینه‌ها، معامله‌گر تنها قادر است به خرید و فروش اوراق بهادار در قیمت‌هایی بیشتر و کم‌تر از بنای حقیقی اوراق بهادار بپردازد. از این منظر، تفاوت معامله‌گران با

بهترین سفارش‌های خرید و فروش و کم‌ترین دامنه نوسان قیمت سهام در محدوده قیمت بازار مورد انتظار است. انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران هزینه‌های پایین‌تری را متحمل شوند. سرمایه‌گذاران اطمینان بیشتری برای اظهار مقاصد خود به معامله‌گران دارند.

❖ معایب:

نظارت انحصاری معامله‌گران بر

ابزارهای مالی که مبادله می‌کنند:

شواهدی وجود دارد که

نشان می‌دهد معامله‌گران

مظنه‌گذاری را به سود

خود انجام می‌دهند.

تحقیقی در بازار

نزدک^{۱۵} نشان داد که

بخشی از هزینه‌های

بالاتر معاملات در این

بازار مربوط به نظارت

مظنه‌گذاری توسط معامله‌گران

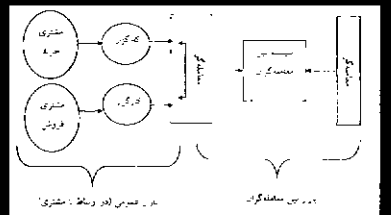
است.

تنبانی

از جمله معایب دیگر این شبکه، تنبانی معامله‌گران است. شواهد نشان می‌دهد معامله‌گران در طول روز تنها روی مظنه‌گذاری یک طرفه تراکنش،

به مظنه‌های سایر بازارسازان برای سرمایه‌گذاران مقدور نبوده و تنها بازارسازان قادر به استفاده از این سطح اطلاعات بازار هستند.

شکل (۲) نحوه ارتباط اعضا در یک شبکه بر مبنای مظنه‌گذاری



در ادامه با توجه به نقش مهم بازارسازان در بازارهای خارج از بورس و این نکته که در این بازارها معاملات اوراق بهادار توسط بازارسازان صورت می‌گیرد، به معرفی مزایا و معایب استفاده از این سازوکار پرداخته خواهد شد.

ب-۲) بررسی مزایا و معایب سازوکار بازارسازی بر مبنای مظنه‌گذاری

❖ مزایا:

این فرآیند مطلوب سرمایه‌گذاران نهادی^{۱۶} است؛ زیرا آن‌ها می‌توانند تراکنش‌های خود را با معامله‌گران مورد نظر (که قبلاً با آن‌ها تجربه کاری داشته‌اند) انجام دهند، یا آنکه با هزینه کم‌تری از چندین بازارساز استفاده کنند.

از آنجایی که بین معامله‌گران رقابت وجود دارد،

بازارسازها
در شبکه غیر متمرکز
بازارسازی، ملزم به ارائه
سفارش مشخص برای خرید
و فروش به صورت پیوسته از
حساب خود با رعایت میزان
تعیین شده از سوی بورس
هستند

14 - Barkley, 1997

13 - Christie, Shultz & Harris, 1994

12 - Institutional investor

کارگزاران، کارگزار / معامله‌گران را مشخص نموده است. در ادامه، با توجه به مفاد قانون جدید به همراه بهره‌گیری از قوانین و مقررات سایر کشورها مطالبی در مورد کارگزار / معامله‌گران گردآوری شده است.

مطابق بند (۱۴) از ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار



مصوب آذرماه ۱۳۸۴، کارگزار / معامله‌گر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آن‌ها و یا به نام و حساب خود معامله می‌کند. بر این اساس، کارگزار / معامله‌گران علاوه بر دارا بودن کلیه شرایط کارگزاران از توانایی معامله اوراق بهادار به نام و حساب خود نیز برخوردار هستند. این در حالی است که فعالیت بازارسازی در بازارهای اوراق بهادار منوط به دارا بودن مجوز کارگزار / معامله‌گری اوراق بهادار است. بند (۱۵) ماده (۱) بازار ساز را کارگزار / معامله‌گری که با اخذ مجوز لازم با تعهد به افزایش نقدشوندگی و تنظیم عرضه و تقاضای اوراق بهادار معین و تحدید دامنه نوسان قیمت آن، به داد و ستد آن اوراق می‌پردازد^۲ معرفی می‌کند.

در تمامی بخش‌های قانون، شرکت‌های کارگزار / معامله‌گر هم‌ردیف با کارگزاران در زمره نهادهای مالی قرار داشته و فعالیت آن‌ها منوط به ثبت نزد سازمان، عضویت در کانون مربوط و رعایت مقررات و دستورالعمل اجرایی آن‌ها است. بر اساس ماده (۲۸) قانون بازار اوراق بهادار، تأسیس بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس و نهادهای مالی منوط به ثبت نزد سازمان بوده و فعالیت آن‌ها تحت نظارت سازمان انجام می‌شود. ماده (۳۳) قانون تصریح می‌کند: «شروع به فعالیت کارگزاری، کارگزاری / معامله‌گری و بازارسازی به هر شکل و تحت هر عنوان، منوط به عضویت در کانون مربوط و رعایت مقررات این قانون و آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی آن است». ماده (۳۴) نیز فعالیت کارگزاری و کارگزاری / معامله‌گری و بازارسازی در هر بورس را موقوف به پذیرش در آن بورس، طبق دستورالعملی که به پیشنهاد بورس به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار می‌رسد، می‌داند. مطابق بندهای (۶) و (۷) ماده (۷) از قانون بازار اوراق بهادار، صدور، تعلیق و لغو مجوز تأسیس کانون‌ها و نهادهای مالی به همراه تصویب اساسنامه آن‌ها را بر عهده هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار نهاده است. هر شخصی که بدون رعایت

به معامله‌گرانی خواهد شد که به بازارسازی این اوراق اشتغال دارند. هزینه‌های اطلاعاتی نیز از آن‌جایی ناشی می‌شود که برخی سرمایه‌گذاران از اطلاعاتی برخوردار هستند که معامله‌گران به آن‌ها دسترسی ندارند و از این طریق می‌توانند از مظنه اعلام شده توسط معامله‌گر منتفع شوند.

جایگاه کارگزار / معامله‌گران در قانون بازار اوراق بهادار ایران

از آن‌جایی که کارگزار / معامله‌گران یکی از ارکان مهم و محوری بازارهای خارج از بورس محسوب می‌شوند، این بخش به معرفی، نحوه فعالیت، نحوه ثبت و پذیرش، نظارت و رسیدگی به اختلافات، اطلاع‌رسانی و سایر موارد مربوط به این دسته از نهادهای مالی در بازارهای اوراق بهادار اختصاص دارد. قانون جدید بازار اوراق بهادار مصوب آذر ماه ۱۳۸۴، نحوه فعالیت بازارهای اوراق بهادار اعم از بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس و هم‌چنین مشارکت‌کنندگان و اعضای آن‌ها از قبیل

کارگزارها در عدم پذیرش ریسک معامله و اکتفا کردن به کمیسیون معمول، آشکار می‌شود. معامله‌گران در راستای ارائه خدمات به سرمایه‌گذاران سه‌منوع هزینه‌های نگاه‌داری، هزینه‌های سفارش و هزینه‌های اطلاعات را متحمل می‌شوند. در تبیین هزینه نگاه‌داری می‌توان گفت که این هزینه از آن‌جایی ناشی می‌شود که معامله‌گران نیز مانند سایر سرمایه‌گذاران تمایل دارند بر تقو و ذخایر متنوعی را در اختیار داشته باشند. آن‌ها با در نظر داشتن مخاطره و بازده از ترجیحات خاص خود برخوردار هستند. درخواست‌های اولیه شده توسط سرمایه‌گذاران موجب می‌شود که معامله‌گر نگاه‌داری پرتفویی را تقبل کند که به لحاظ ترجیحات و متنوع‌سازی صحیح، بهینه نبوده و این یکی از هزینه‌هایی است که بر معامله‌گر تحمیل می‌شود. علاوه بر این معامله‌گر بابت هر تراکنش باید هزینه‌ای را پرداخت کند. عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات نهانی و معامله‌گران نیز سبب تحمیل هزینه دیگر

مقررات قانون تحت هر عنوان به فعالیت‌هایی از قبیل کارگزاری، کارگزار، معامله‌گری، بازارسازی که مستلزم اخذ مجوز است مبادرت کند یا خود را تحت هر یک از عناوین مزبور معرفی کند، به حبس

اتحصار اطلاعاتی و اعلام مداوم مظنه‌های قیمت که یک بازار متصفانه را شکل می‌دهند، از ویژگی‌های بازارسازان واحد در شبکه متمرکز است

تعزیری از یک ماه تا شش ماه یا به جزئی نقدی معادل یک تا سه برابر سود به دست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهد شد (بند (۱) ماده (۴۹)). علاوه بر موارد فوق، در ماده (۲۹) نهاد‌های مالی موضوع قانون موظفند صلاحیت حرفه‌ای اعضای هیأت مدیره و مدیران، حداقل سرمایه، موضوع فعالیت در اساسنامه، نحوه گزارش‌دهی و نوع گزارش‌های ویژه حسابرسی را به تایید سازمان بورس و اوراق بهادار برسانند.

تبصره ماده (۳۳) وظایف مربوط به کانون کارگزار/معامله‌گران و بازارسازان را از مانی که کانون آن‌ها تشکیل شده است را به سازمان بورس و اوراق بهادار محول کرده است. این وظیفه تا هنگامی که تعداد اعضای هر کانون به ۱۱ نرسیده بر عهده سازمان بوده و از آن پس، تشکیل کانون کارگزاران/معامله‌گران و بازارسازان الزامی است. در صورت بروز هر گونه تخلف هیأت مدیره بورس (بازار) به تخلفات انضباطی کارگزاران، کارگزار/

در این سازوکار تالار با فضای فیزیکی مشخص وجود دارد و سفارش‌ها از طریق تالار یا به صورت الکترونیک ارائه می‌شوند

معامله‌گران/بازارسازان/ناشران و سایر اعضای خود از هر یک از مقررات قانون با آیین‌نامه‌های ذی‌ربط طبق آیین‌نامه انضباطی خود رسیدگی می‌کند. رای بورس (بازار) به مدت یک ماه از تاریخ ابلاغ قابل تجدید نظر در سازمان است و رأی سازمان قطعی و لازم‌الاجرا است (ماده (۳۵) قانون بازار اوراق بهادار). به اختلافات بین کارگزاران، بازارسازان، کارگزار/معامله‌گران، مطابق ماده (۳۶) در صورت عدم سازش در کانون‌ها، توسط هیأت

داوری رسیدگی می‌شود. هم‌چنین، قانون با استناد به مجازات‌های مقرر قانون مجازات اسلامی مصوب ۱۳۷۶/۳/۶ تخلفات صورت گرفته توسط نهاد‌های مالی را نیز مد نظر قرار داده است. مطابق ماده (۴۸) در صورتی که کارگزاران، کارگزار/معامله‌گر، بازارساز و مشاور سرمایه‌گذاری که اسرار اشخاصی را که بر حسب وظیفه از آن‌ها مطلع شده یا در اختیار وی قرار دارد را بدون مجوز افشا نماید به مجازات‌های مقرر در ماده (۶۴۸) قانون مجازات اسلامی محکوم می‌شود. در ماده (۵۰) نیز کارگزار، کارگزار/معامله‌گر یا بازارسازی که اوراق بهادار و وجوهی را که برای انجام معامله به وی سپرده شده و وی موظف به نگاهداری آن در حساب‌های جداگانه است، برخلاف مقررات و به نفع خود یا دیگران مورد استفاده قرار دهد، به مجازات‌های مقرر در ماده (۶۷۴) قانون مجازات اسلامی محکوم خواهد شد. سازمان موظف است بورس‌ها، ناشران اوراق بهادار، کارگزاران، معامله‌گران، بازارسازان، مشاوران سرمایه‌گذاری و کلیه تشکلهای فعال در بازار سرمایه را ملزم نماید تا بر اساس استانداردهای حسابداری و حسابرسی ملی کشور، اطلاعات جامع فعالیت خود را انتشار دهند (ماده (۴۱) قانون بازار اوراق بهادار). پیش از آن در ماده (۳۹) الزام تهیه و ارائه گزارش‌های لازم به مراجع ذی‌ربط مطابق دستورالعمل ابلاغ شده سازمان توسط کارگزاران، کارگزار/

منابع و مأخذ:

خواجه نصیری، محمود رضا و فاطمه فتحی، "بازار گردانی؛ روش‌ها، چالش‌ها و سازوکارهای نظارتی پیشرو" نخستین همایش ملی بازار گردانی، بورس منطقه‌ای گیلان، پاییز ۱۳۸۴

"قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب مجلس شورای اسلامی، اول آذر ماه ۱۳۸۴

* Elis, Katrina, Rony Michaely and Maureen O' Hara, "The Making of a Dealer Market: From Entry to Equilibrium in the Trading of the Nasdaq Stocks". The Journal of Finance, Vol. 57, No. 5 (Oct., 2002), pp. 2289-2316

* O' Hara, Maureen and George S. Oldfield, "The Micro-economics of Market Making". The Journal of Financial and Qualitative Analysis, Vol. 21, No. 4 (Dec., 1986), pp. 361-376

* H. R. Stoll, "The Pricing of Security Dealer Services: An Empirical Study of Nasdaq Stocks". The Journal of Finance, Vol. 33, No. 4 (Sep., 1978), pp. 1153-1172

* M. Tinc, Seha, and Richard R. West, "Competition and the Pricing of Dealer Service in the Over-The-Counter Stock Market". The Journal of Financial and Qualitative Analysis, Vol. 7, No. 3 (Jun., 1972), pp. 1707-1727

* Killingworth, Robert, "Overview of financial markets & Bond market basics", Université d'ete SFT/La, Rochelle 10-12, Jun. 2002

* LeBaron, Blake and Ryuchi Yamamoto, "Long-Memory in an Order-Driven Market", October 13, 2006

معامله‌گران، بازارسازان و تشکلهای مشابه، گوشزد شده است. نص قانون در ماده (۲۸) به نحوه خروج نهاد‌های مالی از فعالیت پرداخته است: "در صورتی که کارگزار، کارگزار/معامله‌گر، بازارساز، مشاور سرمایه‌گذاری و سایر تشکلهای مشابه درخواست کناره‌گیری موقت یا دائم از فعالیت خود را داشته باشند، مراتب را به سازمان، کانون و نیز به بورس مربوط اعلام کرده و مجوز فعالیت خود را نزد کانون تودیع می‌کنند. تضمین‌ها و وثایق مربوط