



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی ماهیت کارگزار / معامله گر
و الزامات قانونی و مقرراتی
در کشورهای منتخب
و بازار سرمایه ایران

میشم حامدی
طاهره منزوی

خرداد ۱۴۰۲

سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

عنوان: بررسی ماهیت کارگزار/معامله‌گر و الزامات قانونی و مقرراتی در کشورهای منتخب و بازار سرمایه ایران

نویسندگان: میثم حامدی - طاهره منزوی

کد گزارش: ۱۴۰۲-۰۲-۲۰۲۳

تاریخ گزارش: خرداد ۱۴۰۲

این اثر در مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز است نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار. لذا استناد به این متن به‌عنوان نظرات سازمان بورس و اوراق بهادار فاقد وجهت حقوقی است. استفاده از این گزارش در سایر پژوهش‌ها، با ذکر منبع بلامانع است.

بررسی بایست کارگزار / معامله‌گر و الزامات قانونی و مقرراتی در کشورهای منتخب و بازار سرمایه ایران

میثم حامدی - طاهره منزوی

چکیده

قانون بازار اوراق بهادار، به ماهیت کارگزار و کارگزار / معامله‌گر در بند ۱۳ و ۱۴ ماده ۱ پرداخته است. براساس بند ۱۳، کارگزار شخص حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آن‌ها معامله می‌کند؛ بند ۱۴ نیز کارگزار / معامله‌گر را شخص حقوقی دانسته که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آن‌ها و یا به نام و حساب خود معامله می‌کند. اساساً بند ۱۳ و ۱۴ در مؤخره بند ۱۴ متفاوتند. در این راستا، به نظر می‌رسد، با حذف تعریف کارگزار از مقدمه بند ۱۴، به تعریف معامله‌گر خواهیم رسید. معامله‌گر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام و حساب خود معامله می‌کند. علی‌رغم تعریف ماهیت، چارچوب فعالیت کارگزار / معامله‌گر در قانون مشخص نشده و دو نهاد مالی تأمین سرمایه و بازارگردان نیز به‌عنوان کارگزار / معامله‌گر شناخته شده‌اند. همچنین، قانون در برخی از بندها و مواد، معامله‌گری را تشکّل هم رده کارگزاری و سایر نهادهای مالی در نظر گرفته است.

ابهامات موجود در قانون، موجب تدوین دستورالعمل «صدور مجوز کارگزار / معامله‌گری برای شرکت‌های کارگزاری و نحوه فعالیت آنها» شد که ابهامات این دستورالعمل نیز در حوزه فعالیت معامله‌گری پا برجاست به‌طوری که معامله‌گری، معامله بدون واسطه اوراق بهادار به نام و حساب خود تعریف شده است اما مشخص نیست بدون واسطه منظور بدون واسطه‌گری نهاد مالی است یا انجام معامله به‌عنوان طرف مقابل معامله و به‌صورت مستقیم مدنظر بوده است.

بررسی مقررات مربوط به کارگزار معامله‌گر در سایر کشورها نشان می‌دهد، ماهیت معامله‌گری و طرف مقابل معامله قرار گرفتن در آن‌ها تعریف شده و هر شخصی که فعل کارگزاری و معامله‌گری را توأمان انجام می‌دهد، به‌عنوان کارگزار / معامله‌گر شناخته می‌شود. در این گزارش ضمن بررسی مقررات و فرایندهای کشورهای ایالات متحده، ترکیه، مالزی، کنیا و غنا، قوانین و مقررات مرتبط با کارگزار / معامله‌گری مورد بررسی قرار گرفته و ظرفیت آن‌ها برای راه‌اندازی این ماهیت بررسی شده است. در پایان، پیشنهاد مجوز معامله‌گری، یا شناسایی نهاد مالی جدید در این عرصه، ارائه گردیده است.

کلمات کلیدی: کارگزار - معامله‌گر حرفه‌ای (دلال) - محل‌های معاملاتی - بازار خارج بورس.

معامله، مسئله جستجو و یافتن مشتری را همواره در پی دارد. خریداران باید فروشندگان را بیابند و فروشندگان نیز باید خریدارانی برای فروش دارایی خود بیابند. تمام افرادی که در بازار اقدام به معامله می‌کنند، تمایل به معامله در بهترین قیمت هستند. فروشندگان در پی خریدارانی هستند که به بالاترین قیمت دارایی را بخرند و خریداران در پی فروشندگانی هستند که به کمترین قیمت دارایی را می‌فروشند. علاوه بر قیمت، کمیت و اندازه معامله و یافتن افرادی که در همان اندازه معامله انجام دهند نیز اهمیت دارد. زمانی که اندازه معامله زیاد باشد، باید معامله‌گران بیشتری که تمایل دارند در قیمت‌های مطلوب معامله کنند، یافت.

بازار سرمایه نیز از مواجهه با این مسئله (یافتن معامله‌گران) مستثنی نیست. بورس‌ها و کارگزاری‌ها برای کمینه کردن هزینه‌های جستجوی خریدار و فروشنده و انجام معامله، بازارها را طراحی می‌کنند. معمولاً سازماندهی بازارها به صورتی است که هر کسی که قصد معامله دارد در یک مکان جمع شده و امکان معامله داشته باشد. جمع شدن در یک مکان این فرصت را به معامله‌گران می‌دهد تا افرادی که بهترین قیمت‌ها را ارائه می‌کنند بیابند. به صورت تاریخی و از دیرباز، بورس‌ها و کارگزاری‌ها، بازارها را در تالار معاملات فیزیکی سازماندهی می‌کرده‌اند. اما از سال ۲۰۰۰ تاکنون و با رایانه‌ای شدن معاملات و وجود اینترنت، نوآوری‌های متعددی در قبال مکان فیزیکی بازار بوجود آمده است. بازارهای الکترونیکی با کاهش هزینه‌های ارتباطات الکترونیکی که بسیار کاهش پیدا کرده توسعه یافته‌اند و قابلیت یافتن معامله‌گران بسیاری به وجود آمده است. غالب معامله‌گران تمایل به حضور در بازارهایی دارند که به خوبی ساختاردهی شده است؛ چراکه اکثر معامله‌گران در آنجا معامله انجام می‌دهند. همین توجه به بازارهای ساختار یافته، امکان ایجاد بازارهای جدید که سلیر معامله‌گران به آن جذب شوند را دشوار نموده است.

آنچه که در حول بازارها قابل بحث است، ساختار بازار و بازیگران اصلی بازار هستند. ساختار بازار^۱ مشتمل بر مقررات معاملاتی، سامانه‌های معاملاتی، سامانه‌های ارتباطاتی و افشای اطلاعات، و همچنین نحوه زمان‌دهی فیزیکی بازار است. ساختار بازار است که مشخص می‌کند، معامله‌گران چه کاری را می‌توانند انجام دهند و از چه مواردی می‌توانند مطلع گردند. متعاقباً ساختار بازار بر راهبردهای معاملاتی، قدرت ارتباطات میان معامله‌گران مختلف، و نهایتاً سودآوری معامله‌گران اثر دارد.

در کنار ساختار بازار، فعالان و بازیگران اصلی بازار نیز در نحوه معاملات و همچنین شکل‌گیری بازار نقش به سزایی دارند. معامله‌گران^۲ به صورت عام، اشخاصی هستند که معامله انجام می‌دهند. آن‌ها ممکن است خودشان معاملات را انجام دهند، اجازه دهند اشخاص دیگری اقدام به انجام معاملات برای آن‌ها کنند و یا برای دیگران معامله انجام دهند. فضای معامله‌گری در بازار، به معامله‌گران اختصاصی یا اصیل^۳ که به حساب خود معامله می‌کنند و کارگزاران که به نمایندگی یا وکالت از دیگران معامله انجام می‌دهند تقسیم می‌شود. کارگزاران در فضای بین‌المللی با عناوین دیگری نظیر معامله‌گران وکالتی یا معامله‌گران کارمزد^۴ نیز شناخته می‌شوند. اساساً معامله‌گران اختصاصی معاملات اصیل را انجام می‌دهند و کارگزاران معاملات نیابتی یا وکالتی.

معامله‌گران و بورس‌ها از سامانه‌های اجرای معاملات مختلفی استفاده می‌کنند. سامانه معاملات یا همان سامانه اجرای معاملات به نوعی شخصیت مفهومی بازار را نشان می‌دهد و متخصصان بازارها را مبتنی بر سامانه‌های اجرای سفارشاتشان دسته‌بندی می‌کنند. در

¹ Market Structure

² Traders

³ Proprietary Traders

⁴ Agency Traders or Commission Traders

دسته‌بندی کلان، بازارها به سه دستهٔ مظنه محور^۱، سفارش محور^۲ و بازارهای کارگزار محور^۳ تقسیم می‌شوند (مدل چندگانه نیز از ترکیب این موارد بوجود می‌آید). در بازارهایی که کاملاً مظنه محورند، دلالان (معامله‌گران حرفه‌ای)^۴ در هر معامله مشارکت دارند. هر کسی که قصد انجام معامله دارد ضرورتاً باید با یک معامله‌گر حرفه‌ای معامله انجام دهد. چه اینکه خود معامله‌گران یا دلالان وارد مذاکره شوند یا کارگزاران به نمایندگی از معامله‌گران اقدام به مذاکره با دلالان کنند، معاملات باید صرفاً با معامله‌گران حرفه‌ای انجام شود. معامله‌گران حرفه‌ای به‌صورت مداوم با یکدیگر معامله انجام می‌دهند اما عموم سرمایه‌گذاران نمی‌توانند با یکدیگر معامله کنند. به این نوع بازار، بازار معامله‌گران حرفه‌ای نیز اطلاق شده است چراکه دلالان تنها منبع نقدشوندگی محسوب می‌شوند. این نوع بازار بسیار رایج بوده و غالب بازارهای اوراق بدهی و ارز و بسیاری از بازارهای سهام، مظنه محور محسوب می‌شوند (در ایالات متحده هم نیز تا سال ۲۰۰۷، تمامی معاملات باید از طریق متخصصین انجام می‌شد). اغلب بازارهای دلالی یا معامله‌گری حرفه‌ای شبکه‌های غیررسمی از دلالان هستند که از طریق تلفن میان خودشان و مشتریان‌شان ارتباط برقرار می‌کنند (غالب معاملات خارج بورس از این نوع بازار است).

در بازارهای سفارش محور، خریداران و فروشندگان عموماً با یکدیگر و بدون مداخلهٔ دلالان معامله انجام می‌دهند. این بازارها دارای قواعد معاملاتی هستند که تمیزدهندهٔ چگونگی انجام معاملات مختلف است. بازارهایی که سفارش محور هستند، نظام سفارش‌گیری و تعیین قیمت دارند و غالباً بازارهای مبتنی بر حراج هستند. در بازارهای حراج محور، قواعد معاملاتی فرایندی که خریداران کمترین قیمت موجود و فروشندگان بیشتر قیمت موجود را می‌یابند مشخص می‌کنند که به این فرایند، فرایند کشف قیمت^۵ اطلاق شده است. در بازارهای سفارش محور، عموم معامله‌گران می‌توانند عرضه‌کننده یا جذب‌کنندهٔ نقدینگی^۶ باشند. معامله‌گرانی که نقدینگی عرضه می‌کنند شرایط معامله را تعیین می‌کنند و آن‌هایی که نقدینگی را جذب می‌کنند، شرایط معامله را می‌پذیرند. معامله‌گران حرفه‌ای نیز در بازارهای سفارش محور، مانند سایر معامله‌گران معامله انجام می‌دهند. در برخی از بازارهای سفارش محور، معامله‌گران حرفه‌ای غالباً نقدشوندگی در بازار را حاصل می‌کنند اما چون مزیت خاصی نسبت به سایر معامله‌گران ندارند و نمی‌توانند مشتریان خود را انتخاب کنند، به آن بازارها نیز بازارهای سفارش محور اطلاق شده است. این نوع بازار را می‌توان متداول‌ترین نوع بازار برشمرد و حتی در برخی از کشورهایی که امکان ایجاد سامانه‌های درون کارگزاری را داده‌اند، از سامانه‌های سفارش محور استفاده شده است.

در بازارهای کارگزار محور، کارگزار وظیفهٔ یافتن خریدار و فروشنده و اجرای معامله را بر عهده دارد. جستجوی طرف مقابل معامله زمانی آغاز می‌شود که مشتری کارگزار درخواست تکمیل سفارش از وی دارد. کارگزار جستجوی زیادی برای دریافت پیشنهادهای مختلف معامله انجام می‌دهد. این در حالی است که ممکن است برای اثر بازار نداشتن معامله، اندازهٔ معامله و قیمت مورد نظر مشتری نیز فاش نشود. وجه تمایز این نوع بازار، نقش کارگزار در یافتن نقدشوندگی مورد نظر مشتری است. این بازارها از نقدشوندگی پایین‌تری برخوردارند و غالباً معاملات بلوک در آن انجام می‌شود.

¹ Quote Driven

² Order Driven

³ Brokered Markets

⁴ Dealers

⁵ Price Discovery Process

⁶ Liquidity Maker or Taker

علی‌رغم تقسیم‌بندی فوق، بسیاری از بازارهای جهانی ترکیبی از انواع روش‌های جور کردن معاملات استفاده می‌کنند. به‌عنوان مثال، گرچه بورس نیویورک اساساً یک بازار سفارش محور است اما مقررات این بازار، بازارگردان‌های تعیین شده^۱ (DMMS) که معامله‌گران حرفه‌ای هستند را ملزم می‌کند تا در زمانی که نقدینگی از سوی عموم معامله‌گران تأمین نمی‌شود، نسبت به بازارسازی و تسهیل در نقدشوندگی بازار، اقدام کنند. بر این اساس، بورس نیویورک مؤلفه‌هایی از بازار مظنه محور را نیز دارد. بورس نزدیک نیز بر خلاف بورس نیویورک، اساساً یک بازار مظنه محور است و مقررات آن معامله‌گران حرفه‌ای را ملزم می‌کند تا نسبت به ارائه قیمت و در بسیاری مواقع جور کردن معاملات اقدام کنند. در هر دو بورس، از آنجایی که کارگزاران معاملات بزرگ و بلوک را انجام می‌دهند، ویژگی بازار کارگزار محور نیز وجود دارند.

جدول ۱ به‌صورت خلاصه وضعیت سیستم‌های اجرای معاملات را نشان داده است.

جدول ۱- خلاصه‌ای از وضعیت سامانه‌های اجرای سفارشات

نوع بازار	طبقه‌بندی	چه کسی نقدینگی ارائه می‌کند؟	چه کسی معاملات را تنظیم می‌کند؟	فروشنده‌گان جور شده چه کسانی هستند؟	نمونه‌های متداول
بازار معامله‌گران حرفه‌ای (دلان)	مظنه محور	معامله‌گران حرفه‌ای (دلان)	معامله‌گران حرفه‌ای (دلان)	مشتریان (یا کارگزاران آنها) معامله‌گران حرفه‌ای را انتخاب می‌کنند	بازارهای خارج بورس
حراج‌های شفاهی	سفارش محور	معامله‌گران حرفه‌ای (دلان) و عموم معامله‌گرانی که به قیمت معین معامله می‌کنند	عموم معامله‌گران	مقررات معاملاتی تنظیم‌کننده مذاکرات است	بازارهایی که دارایی تالار معاملات است (سهام و قراردادهای مشتقه)
سامانه‌های جور کردن معاملات	سفارش محور	عموم معامله‌گرانی که سفارشات به قیمت معین ارائه می‌کنند	کارگزاران و بورس‌ها	قواعد معاملاتی جور شدن سفارش‌ها را تعیین می‌کند	بورس‌های الکترونیک و سیستم‌های خودکار کارگزاری‌ها
بازارهای کارگزاری	کارگزار محور	عموم معامله‌گران	کارگزاران	کارگزاران عموم معامله‌گران را جور می‌کنند	معاملات بلوکی

منبع: بورس‌ها و معاملات: ریزساختارهای بازار برای فعالان

صنعت معاملات دارای دو سمت خرید و فروش^۲ است. سمت یا طرف خرید، مشتمل بر عموم معامله‌گرانی است که خدمات بورسی را خریداری می‌کنند. می‌توان ادعا نمود که نقدینگی یا ایجاد نقدشوندگی، مهم‌ترین خدمت در میان تمام خدمات بورسی است. نقدشوندگی توانایی معامله در زمانی است که سرمایه‌گذار قصد انجام معامله دارد. معامله‌گرانی که در سمت فروش قرار دارند، نقدشوندگی را به معامله‌گرانی که در سمت خرید هستند می‌فروشند. در ادبیات متعارف و بسیاری از کتب مالی، بخش زیادی به تعامل بین سمت خرید

¹ Designated Market Makers

² Sell Side/ Buy Side

و سمت فروش برای تعیین قیمت نقدشوندگی اختصاص داده شده است. آنچه از منظر این گزارش صاحب اهمیت است، سمت فروش است که معامله‌گران حرفه‌ای (دلالتان) و کارگزاران را که خدمات بورسی به سمت خرید ارائه می‌کنند را شامل می‌شود (بار دیگر باید توجه داشت که در ادبیات متعارف مالی، زمانی که از سمت یا طرف خرید یا فروش صحبت می‌شود، منظور خریداران و فروشندگان که در زمانی خریدار و در زمانی فروشنده هستند منظور نیست، بلکه منظور خریداران خدمات بورسی و فروشندگان خدمات بورسی است). معامله‌گران حرفه‌ای در زمانی که مشتریانشان قصد انجام معامله با آن‌ها دارند، معامله انجام می‌دهند و سود آن‌ها در خرید با قیمت کم و فروش به قیمت بالا است (معامله‌گران خود فروشنده و خریدار محسوب می‌شوند اما براساس توضیحی که در بالا بدان اشاره شد، سمت فروش محسوب می‌شوند. طلا فروش یا دلار فروشی را در نظر بگیرید که خود اقدام به خرید و فروش طلا یا دلار می‌کند و محل مراجعه مشتریان نیز هست. علی‌رغم خرید و فروش به‌صورت عمومی، نقدشوندگی کالای مد نظر (طلا یا دلار) در زمانی که خریداری وجود ندارد نیز بر عهده این تجار است).

در مقابل معامله‌گران حرفه‌ای، کارگزاران به‌نماینده‌گی یا به وکالت از طرف مشتریانشان معامله می‌کنند. کارگزاران معاملاتی را تنظیم می‌کنند که مشتریان آن‌ها با یافتن معامله‌گران دیگر و جور کردن آن‌ها با یکدیگر انجام می‌شود. کارگزار از دریافت کمیسیون در قبال تنظیم این نوع معاملات سود کسب می‌کند (نه از خرید به قیمت پایین و فروش به قیمت بالا). غالب شرکت‌هایی که در سمت فروش قرار دارند، معامله‌گرانی به خدمت می‌گیرند تا معاملات را هم دلالتی کند و هم کارگزاری نماید. در اصطلاح به این شرکت‌ها، کارگزار-معامله‌گر یا معامله‌گران دوگانه¹ اطلاق شده است.

بررسی ماهیت و فعالیت معامله‌گران حرفه‌ای (دلالتان)

در اذهان عمومی، دلالتان تجاری هستند که تلاش می‌کنند کالا یا دارایی را به قیمت ارزانتر خریداری کنند و با قدری افزایش قیمت آن، کالا یا دارایی را گرانتر بفروشند. معامله‌گران حرفه‌ای یا دلالتان بازار سرمایه نیز از این تعریف مستثنی نیستند. شناخت دلالت یا معامله‌گر حرفه‌ای کمک می‌کند تا ماهیت کارگزار-معامله‌گر بهتر شناخته شود. تاجر ممکن است دلالت یا توزیع‌کننده باشند. دلالتان از مشتریان یا عرضه‌کنندگان دارایی را خریداری می‌کنند و به مشتریان می‌فروشند اما توزیع‌کنندگان از عرضه‌کننده می‌خرند و به مشتریان می‌فروشند. معامله‌گران در لفظ عمومی زمانی به‌عنوان دلالت عمل می‌کنند که در قراردادهای انتشار اوراق بهادار، اقدام به بازارسازی نمایند. معامله‌گران زمانی توزیع‌کننده هستند که به شرکت‌ها کمک می‌کنند تا اوراق بهادار جدید خود را بفروشند یا به مشتریان کمک کنند تا بلوکی از دارایی‌های خود را واگذار کنند.

تمام معامله‌گران حرفه‌ای (دلالتان) صرف نظر از آنچه که معامله می‌کنند، با مشکلات مشابهی مواجهند. این افراد باید خودشان قیمت تعیین کنند، باید برای خدماتی که ارائه می‌کنند و برای جذب مشتری بازاریابی انجام دهند، باید مدیریت موجودی دارایی‌های خود را انجام دهند، و باید مراقب باشند تا با معامله‌گرانی که اطلاعات بیشتری دارند، معامله انجام ندهند. نسبت اهمیت این مشکلات، براساس آنچه دلالت معامله می‌کند متفاوت است. دلالتان در بازارهای مالی عرضه‌کننده نقدینگی به مشتریانشان که قصد معامله ابزارهای مالی را دارند، هستند. حضور دلالتان در بازار باعث می‌شود تا اشخاص مختلف زمانی که قصد معامله دارند، امکان معامله برای آن‌ها فراهم باشد. زمانی که دلالتان دارایی را خریداری می‌کنند، معمولاً نمی‌دانند که آن را به چه کسی می‌فروشند و به چه قیمتی آن دارایی را خواهند فروخت. اگر قیمت‌ها قبل از اینکه آن‌ها بتوانند دارایی بفروشند نزولی شود، زیان خواهند کرد. در طرف مقابل نیز آنچه را که

¹ Dual Trader

می‌فروشند، اطلاعاتی از قیمتی که همان دارایی را مجدد خریداری خواهند کرد، ندارند. این عدم آگاهی یا عدم اطمینان قیمتی، ریسک دلالی را بالا برده است. دلالان غالباً معامله‌گران منفعل محسوب می‌شوند. معامله‌گران منفعل^۱ زمانی که دیگران قصد معامله دارند، معامله می‌کنند و خودشان فعالانه در صحنه معاملات نیستند. از آنجایی که معامله‌گران منفعل زمان معامله خود را کنترل نمی‌کنند، باید دقت زیادی در نحوه ارائه سفارش خود برای انجام معامله و اینکه پیشنهاد انجام معامله را به چه کسی ارائه می‌دهند، به خرج دهند. دلالان باید زمانی که معامله انجام می‌دهند، اطمینان حاصل کنند که منفعت آن‌ها در معامله است و نه صرفاً منفعت مشتریان (برخلاف کارگزار که باید منفعت مشتری را بر منفعت خود ترجیح دهد).

دلالان، خدمات نقدشوندگی که ارائه می‌کنند (یعنی فوریت در انجام معامله) برای معامله‌گرانی که از صبر کمتری برخوردارند، دارای ارزش است. تفاوت قیمت خرید و فروش توسط دلالان از مشتریانی که صبر کمتری دارند، موجب ایجاد سود برای آن‌ها می‌شود. گرچه بسیاری از افراد در نوع معاملاتی که انجام می‌دهند، عملاً دلال محسوب می‌شوند اما برخی بورس‌ها، مقرراتی برای ثبت دلال یا معامله‌گر حرفه‌ای دارند و از آن‌ها انتظار می‌رود در شرایط خاص به واسطه حقوق ویژه‌ای که برای آن‌ها در نظر گرفته شده است، نقدشوندگی بازار را تضمین کنند. در مظنه‌گذاری، دلالان عموماً پیشنهادهای دو طرفه (هم قیمت خرید و هم فروش) را ارائه می‌کنند. این مهم در بازار طلا و ارز به تواتر قابل مشاهده است به‌طوری که تابلوی صرافی‌ها یا طلا فروشی‌ها هم قیمت خرید و هم قیمت فروش را نشان می‌دهد. علاوه بر این، ممکن است کارگزاری‌ها یا سایر دلالان از دیگر دلالان تقاضای قیمت کنند و مبتنی بر قیمت ارائه شده، معامله انجام دهند. دلالان به کرات در قیمت‌هایی بهتر از مظنه‌های عمومی معامله می‌کنند. لذا معامله‌گران به‌صورت عمومی با دلالان درباره بهترین قیمت ممکن، با دلالان مذاکره می‌کنند (در ادبیات محاوره‌ای این قیمت‌گیری به «آخرش چند می‌خوری یا می‌فروشی» تعبیر شده است). دلالان ممکن است قیمت‌های بهتری برای مشتریان خرد، برای مشتریانی که فعالیت‌های بیشتری دارند، و برای مشتریانی که معتقدند اطلاعات چندانی نسبت به مسائل بنیادی ندارند، ارائه کنند. بسیاری از معامله‌گران نهادی مستقیماً با دلالان (بدون مداخله کارگزار) وارد مذاکره می‌شوند. دلالان معمولاً برای انجام معامله با این مشتریان کارمزد دریافت نمی‌کنند اما در عوض، اجرت انجام معامله را در قیمت‌هایی که به مشتری ارائه می‌کنند در نظر می‌گیرند.

بسیاری از معامله‌گران و معامله‌گران نهادهای نیز از کارگزاران برای بازارهای دلالی استفاده می‌کنند. کار کارگزار کسب بهترین قیمت ممکن از دلال است. برای سفارش‌های خرد، منافع مذاکره فعال با دلالان نسبت به هزینه آن اندک است. در چنین حالتی، کارگزاران سفارشات را به دلالانی سوق می‌دهند که معتقدند غالباً ترکیبی از بهترین خدمات و بهارین قیمت‌ها را ارائه می‌کنند. اگر دلالان مد نظر کارگزار در حال حاضر مظنه قیمتی ارائه نکنند، کارگزار به دلال اصرار بر انجام معامله در بهترین مظنه می‌کند. در برخی از بازارها، کارگزاران ممکن است قیمت‌های بهتری نسبت به قیمت‌های تابلو دریافت کنند. سفارش‌هایی که قیمت معامله بیشتری نسبت به مظنه‌های ارائه شده داشته باشند، افزایش قیمت^۲ می‌خورند.

زمانی که معامله‌گران با تجربه‌تر با دلالان قیمت‌ها را مذاکره (یا چانه‌زنی) می‌کنند، معمولاً بدون اینکه اعلام کنند معامله آن‌ها در چه سمتی است، مظنه هر دو سمت (خرید و فروش) را مطالبه می‌کنند. چنانچه دامنگ (اسپرد) مظنه‌ها زیاد باشد، به دلال دیگری مراجعه می‌کنند یا معامله نمی‌کنند. به همین خاطر، دلالان از ارائه مظنه‌های متهورانه اجتناب می‌ورزند و دامنگ مظنه قیمتی را کمتر می‌کنند.

¹ Passive traders

² Price Improvement

در بازارهایی که تعداد دلالتان زیاد است، دلالتی که قصد سوء استفاده از معامله‌گرد را دارد و مظنه‌های پرت ارائه می‌کند، مشتری خود را از دست می‌دهد و ریسک شهرت زیادی را می‌پذیرد.

دلالتان باید جریان سفارشات^۱ را برای سودآور بودن فعالیتشان، به سمت خود جلب کنند. جریان سفارشات^۱ که به دلال ارائه می‌شود، جریانی از درخواست‌هایی است که معامله‌گران دیگر از دلال برای انجام معامله دارند. دلالتان جریان سفارشات را از طریق ارائه مظنه‌های متحورانه و اندازه سفارش بزرگ، ارائه خدمات با کیفیت ولی ارزان، انجام تبلیغات، بازاریابی، و خرید سفارشات، جلب می‌کنند. برخی از دلالتان، جریان سفارشات را از کارگزاری‌ها خریداری می‌کنند. اصطلاح «پرداخت در مقابل جریان سفارشات^۲» در برخی از بورس‌ها به ویژه بورس‌های ایالات متحده متداول است (گرچه برخی مسائل نظارتی را نیز در پی دارد). دلالتانی که برای جریان سفارشات پرداختی انجام می‌دهند عموماً سفارشات به قیمت بازار^۳ را خریداری می‌کنند. در ایالات متحده، پرداخت‌های مربوط به جریان سفارشات، ۱ سنت به ازای هر سهم به صورت میانگین است. در برخی مواقع، ارائه جریان سفارشات، به صورت غیرنقدی و در قبال ارائه خدمات یا تبادل دوطرفه جریان سفارشات بین کارگزار-معامله‌گران انجام می‌شود.

همانطور که در بالا توضیح داده شد، دلال یا معامله‌گرد حرفه‌ای، ضرورتاً از طریق ارائه سفارش‌های دو طرفه بر روی سامانه معاملات فعالیت نکرده و به نوعی قابلیت انجام معامله خارج از بورس را دارد (منظور بازار OTC نیست بلکه سهام موجود در بازارهای اصلی قابلیت معامله خارج از بورس را دارد. به این نوع معاملات Off-Exchnage اطلاق شده و براساس آمار، بیش از ۴۵ درصد معاملات در ایالات متحده، خارج از بورس انجام می‌شود). به همین منظور، شناسایی محل‌های معاملاتی از اهمیت زیادی برخوردار است.

محل‌های معاملاتی^۴

معاملات ابزارهای مالی به صورت سنتی در بورس یا بازار OTC صورت می‌گرفته است؛ بورس به عنوان بازار ساختاریافته با قوانین و مقررات مشخص و بازار OTC بازاری تقریباً بدون ساختار معین و قوانین و مقرراتی که روابط اطراف معاملات را در بر گیرد. اما از دهه ۲۰۰۰ و با ورود فناوری‌های نوین در بازارهای مالی، دیگر صرفاً بورس‌ها و بازارهای OTC تنها محل‌های معاملاتی برای سرمایه‌گذاران محسوب نمی‌شوند. استفاده از ظرفیت‌های کارگزار-معامله‌گران و همچنین امکان استفاده از فناوری‌هایی که جایگزین بورس هستند (یا به عنوان بورس‌های کوچک فعال هستند) با قوانین و مقررات مربوط به خود، باعث شده که بسیاری از معاملات در خارج از بورس (Off-Exchange) انجام شود به طوری که براساس آمار منتشر شده از سوی بورس شیکاگو، در ایالات متحده، نزدیک به ۵۰ درصد از معاملات در سال ۲۰۲۰ خارج از بورس انجام شده است. بوجود آمدن سامانه‌های معاملاتی جایگزین (ATSS)، شبکه‌های ارتباطی الکترونیکی (ECNs)، و معاملات درون کارگزاری‌ها در ایالات متحده و همچنین بوجود آمدن سامانه‌های معاملاتی جایگزین (MTFs) در اروپا، گستردگی محل انجام معاملات را باعث شده است.

اساساً تنوع در محل‌های معاملاتی به دلالتان اجازه می‌دهد در مکان‌های مختلف معامله کنند و از نوعی آربیتراژ قیمتی یا مقرراتی بهره برند. در اروپا چهار دسته محل معاملاتی در میفید II شناسایی شده است که از قرار زیر هستند:

¹ Order Flow

² Payment for Order Flow

³ Market Orders

⁴ Trading Venues

(۱) بازارهای تنظیم شده^۱؛

(۲) سامانه معاملات سازمان دهی شده^۲؛

(۳) سامانه معاملات درون کارگزاری^۳؛

(۴) سامانه معاملات چند جانبه^۴.

بازارهای تنظیم شده (RM)، سامانه معاملات چند جانبه (MTF) و سامانه معاملات سازمان دهی شده (OTF)، انجام معاملات چند جانبه را سازمان دهی می کنند (به این مفهوم که در این محل های معاملاتی، معاملات فی ما بین بیش از ۳ نفر صورت می پذیرد) و تابع مقررات مشابهی هستند. در حالی که معاملات صورت گرفته در SI ها، به صورت دوگانه (بین دو نفر) و در فضای کارگزاری یا بین کارگزاری، که می تواند معاملات در بازار ساختار نیافته (OTC) را نیز شامل شود، انجام می پذیرند. تمامی اپراتورهای RM، MTF و OTF ملزم به ثبت نزد یک نهاد ناظر هستند. این اپراتورها پس از اخذ مجوز از نهاد ذی ربط، مشمول برخی الزامات سازمانی و نظارتی در بازار می شوند. همچنین، علیرغم اینکه SI ها، به منظور انجام معاملات، در فضای معاملاتی خارج از بورس و با حجم بالا طراحی شده اند، ولی مشمول مقرراتی مشابه با مقررات سایر محل های معاملاتی (ولی با سختگیری بسیار کمتر) هستند. هرچند برای فضای معاملاتی در بازار ساختار نیافته (OTC)، همچنان چارچوب مقرراتی خاصی در نظر گرفته نشده است.

در ایالات متحده نیز بر اساس قانون 300(a) از سری مقررات سامانه های معاملاتی جایگزین (ATS)^۵، هر نهاد، شخص یا گروهی از اشخاص یا سیستمی که بازار یا زیرساختی برای گردآوری خریداران و فروشندگان اوراق بهادار و تسهیل عملیات خرید و فروش فراهم آورده و یا عملیات معمول انجام شده توسط بورس ها را انجام دهد، به عنوان یک ATS یا یک سامانه معاملاتی جایگزین تلقی می گردد. به عبارتی، ATS یک بستر معاملاتی در کنار بازارهای بورس سنتی است که در راستای نقدشوندگی بیشتر و سریعتر و همچنین بهبود سرعت، ظرفیت و کارایی کارکردهای معاملاتی عمل می کند. امکان ارائه انواع مختلف سفارشات، تسهیل فرایند کشف قیمت، سیستم های جور کردن معاملات، پروتکل های تعامل سفارشات^۶، سفارشی سازی پارامترهای معاملاتی، اجرای معاملات و از جمله ویژگی های این بستر معاملاتی است. همچنین، در سال های اخیر اهمیت این بسترها بویژه در حوزه معاملات برخی ابزارهای مالی مانند اوراق بهادار دولتی بیش از پیش افزایش یافته است.

مسئله دوگانه توسط کارگزار - معامله گر

کارگزار - معامله گر (معامله گر دوگانه)، شخصی است که هم به عنوان کارگزار و هم به عنوان معامله گر فعالیت می کند. زمانی که به عنوان دلال یا معامله گر حرفه ای، معامله انجام می دهد، به حساب خود خرید یا فروش انجام می دهد و در زمانی که به عنوان کارگزار اقدام می کند، به حساب دیگران خرید و فروش انجام می دهد.

معامله گران دوگانه، غالباً با مسئله غیرقابل اجتناب تعارض منافع مواجهند. تعارض متناقض زمانی مشهودتر است که از سامانه های جور شدن سفارش های درون کارگزاری استفاده شود. کارگزار معامله گر زمانی معاملات را درونی می کند که طرف مقابل سفارشات مشتریان

¹ Regulated Markets

² Organized Trading Facilities

³ Systematic Internaliser

⁴ Multilateral Trading Facilities

⁵ Alternative Trading System Regulation

⁶ Order interaction Protocols

خود قرار گیرد یا با سایر مشتریان خود کارگزاری معاملات را جور کند. زمانی که سفارش خرید مشتری درونی می‌شود، کارگزار معامله‌گر قیمت فروش بالاتر می‌خواهد و مشتری وی قیمت کمتر برای وی مطلوب است؛ در سمت مقابل، وقتی سفارش مشتری، سفارش فروش است، مشتری بیشترین قیمت ممکن را طلب می‌کند و کارگزار-معامله‌گر کمترین قیمت را قصد دارد (از منظر وکیل و اصیل قرار گرفتن کارگزار معامله‌گر و وجود تعارض منافع، موضوع از منظر فقهی نیز قابل بررسی است). این دو تعارض هیچگاه بایکدیگر وفق نداشته و اساساً مطلوب مشتری با مطلوب کارگزار-معامله‌گر همراستا نیست.

کارگزار-معامله‌گران تعارض منافع دیگری را نیز مواجهند به‌طوری که چنانچه مشتری و کارگزار-معامله‌گر در یک سمت معامله باشند، تقدم و تأخیر معامله برای مشتری و کارگزار-معامله‌گر اهمیت دارد. لذا چنانچه کارگزار-معامله‌گر سفارش خود را زودتر از مشتری صورت دهد، دچار پیش‌دستی در معامله^۱ خواهد شد. گرچه در بلند مدت، مشتری از این نوع نهاد مالی که پیش‌دستی انجام می‌دهد فاصله خواهد گرفت و ریسک شهرت برای کارگزار-معامله‌گر وجود دارد اما در کوتاه مدت، تعارض منافع کارگزار-معامله‌گر می‌تواند برای مشتری مسئله ساز باشد.

بازارهای بسیاری معامله‌گران دوگانه را تنظیم کرده و مقررات خاصی به دلیل وجود تعارض منافع برای آن‌ها دارند. در ایالات متحده، مقررات کارگزار-معامله‌گران را از طرف مقابل مشتریان قرار گرفتن در سفارشات نمایندگی^۲، منع می‌نماید و کارگزار باید این نوع سفارشات را به سایر مشتریان ارائه نماید. علاوه بر این، چنانچه کارگزار-معامله‌گر و مشتری در یک سمت معامله هستند، وی ملزم است تا ابتدا سفارش مشتری را انجام دهد و سپس سفارش خود را اجرایی کند. در برخی بازارها، فعالیت معامله‌گر دوگانه (کارگزار-معامله‌گر) ممنوع است و معامله‌گران یا باید صرفاً برای حساب خود معامله کنند یا صرفاً برای حساب دیگران معامله انجام دهند. لازم به ذکر است، منع فعالیت معامله‌گران دوگانه برای بازارهای کوچک، نقدشوندگی بازار را دچار تهدید می‌کند.

اساساً معامله‌گران (و کارگزار معامله‌گران) بازارساز محسوب می‌شوند و انجام معاملات با اندازه کوچک را تسهیل می‌کنند. معامله‌گران الگوریتمی و معامله‌گران با بسامد بالا^۳ نیز معامله‌گرانی هستند که چیز زیادی درباره طرف مقابل خود یا حتی ارزش‌های بنیادی ابزار مورد معامله نمی‌دانند.

کارگزار معامله‌گر در قوانین و مقررات

همانطور که پیش از این نیز بدان اشاره شد، کارگزار-معامله‌گر یک نهاد مالی مجزای از کارگزار یا معامله‌گر نیست و هر کارگزاری که معامله‌گر نیز محسوب شود، بدان کارگزار معامله‌گر اطلاق شده است. در بسیاری از کشورها دلالی (یا معامله‌گری حرفه‌ای) به‌عنوان یک مجوز تعریف شده و دلال نیز شخص تحت نظارت محسوب می‌شود. بر این اساس، در کشورهای مورد بررسی، تمامی مقررات مربوط به کارگزار و معامله‌گر به‌صورت مجزا بر شخصی که کارگزار-معامله‌گر محسوب می‌شود نیز بار شده است. در ادامه گزارش به مقررات حول این ماهیت پرداخته شده است.

مجوز معامله‌گری و کارگزاری در مالزی

¹ Front Running

² Agency Orders

³ High Frequency Traders

براساس قانون خدمات و بازار سرمایه (CMSA) مصوب سال ۲۰۰۷، کمیسیون اوراق بهادار مالزی از یک نظام تک مجوزی برای خدمات مالی و اعطای مجوز به نهادهای مالی بهره می‌برد. تمامی خدمات مالی در قالب مجوز «خدمات بازار سرمایه (CMSL)»^۱ و «نماینده خدمات بازار سرمایه (CMSRL)»^۲ قابل اعطا است.

مجوز اول به نهاد مالی برای انجام یک یا چند فعل تنظیم شده (نیاز به اخذ مجوز) و مجوز دوم برای انجام فعالیت از سوی نماینده نهاد مالی برای انجام یک یا چند فعل نیازمند اخذ مجوز است. براساس قانون، صرفاً افرادی که یکی از مجوزهای بالا را اخذ نمایند می‌توانند در بازار سرمایه برای ارائه خدمات مالی اقدام نمایند.

فعالیت‌های مجاز تحت مجوز به نهادهای مالی عبارتند از:

۱- معامله اوراق بهادار (دلالی اوراق بهادار)؛

۲- معامله‌گری مشتقات (دلالی مشتقات)؛

۳- تسویه اوراق بهادار یا مشتقات؛

۴- مدیریت صندوق؛

۵- معامله‌گری صندوق‌ها/ طرح‌های بازنشتگی؛

۶- مشاوره عرضه،

۷- مشاوره سرمایه‌گذاری؛

۸- برنامه‌ریزی مالی.

امکان دریافت مجوز معامله اوراق بهادار به شرکت‌های تأمین سرمایه و کارگزاری‌ها داده شده است. از جمله مقررات مربوط به این نهادها می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

۱- **شرکت‌های تأمین سرمایه:** سرمایه ۵۰۰ میلیون رینگیت برای شرکت‌هایی که در یک گروه بانکی نیستند و رعایت مقررات و الزامات کفایت سرمایه؛

۲- **شرکت‌های کارگزاری جهانی** (که از ترکیب بیش از سه شرکت کارگزاری ایجاد شده اند): ۱۰۰ میلیون رینگیت سرمایه پرداخت شده، ۱۰۰ میلیون آورده نقدی سهامداران (مؤسسين)، و نسبت کفایت سرمایه ۱,۲؛

۳- **عموم شرکت‌های کارگزاری:** ۲۰ میلیون رینگیت سرمایه پرداخت شده، ۲۰ میلیون آورده نقدی سهامداران (مؤسسين)، و نسبت کفایت سرمایه ۱,۲؛

در مالزی، معامله (دلالی) هرگونه اوراق بهادار شامل واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیازمند اخذ مجوز است و کارکنان یا نمایندگان نهادهای مالی نیز باید مجوز نمایندگی اخذ نمایند. لازم به ذکر است، متناسب و متنظر با مجوزهای ارائه شده، گواهی‌نامه حرفه‌ای نیز تدبیر شده است.

کارگزار معامله‌گر در قوانین نهاد ناظر ترکیه

¹ Capital market Services Licence

² Capital market Services Representative Licence

ماده ۳۷ قانون بازار سرمایه کشور ترکیه، خدمات و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ترکیه را چنین بر شمرده است:

- ۱- دریافت و ارسال سفارشات مرتبط با ابزارهای بازار سرمایه؛
 - ۲- اجرای سفارشات مرتبط با ابزارهای بازار سرمایه به نام و حساب مشتری یا به نام خود و به حساب مشتری؛
 - ۳- معامله به حساب خود؛
 - ۴- مدیریت سبد؛
 - ۵- مشاور سرمایه‌گذاری؛
 - ۶- تعهدپذیره‌نویسی ابزارهای بازار سرمایه مبتنی بر تعهدات شرکت؛
 - ۷- عرضه ابزارهای مالی بدون تعهد شرکت؛
 - ۸- مدیریت سامانه‌های معاملاتی چندگانه (MTF) و بازارهای تنظیم شده که بورس نیستند (اما رفتاری شبیه بورس دارند)؛
 - ۹- نگهداری و مدیریت اجرایی ابزارها بازار سرمایه به نام مشتری و خدمات امانت‌داری پرتفو؛
 - ۱۰- اجرای سایر فعالیت‌ها یا ارائه سایر خدماتی که توسط نهاد ناظر تعیین می‌شود.
- براساس ماده ۳۹ قانون، انجام تمامی فعالیت‌های فوق‌الذکر، نیازمند اخذ مجوز از نهاد ناظر است. در کنار تعریف قانونی، «دستورالعمل اصول مربوط به ارائه خدمات سرمایه‌گذاری، فعالیت‌ها و خدمات فرعی» به شرایط معامله به حساب خود پرداخته است. ماده ۲۱ این دستورالعمل اظهار می‌دارد: «معامله به حساب خود یعنی در رأس فعالیت‌های مربوط به اجرای سفارشات، نهاد مالی در اجرای سفارشات خرید یا فروش مشتریان درخصوص ابزارهای بازار سرمایه، طرف مقابل معامله قرار گیرد.» براساس ماده ۲۲ این دستورالعمل، معامله به حساب خود با اخذ مجوز از نهاد ناظر بازار سرمایه، صرفاً از سوی نهادهای زیر امکانپذیر است:
- الف) نهادهای مالی فعال در معاملات ابزارهای مالی؛
- ب) بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت‌های تأمین سرمایه) و بانک‌های توسعه‌ای برای معاملات ابزارهای مالی غیر از معاملات اهرمی؛
- ج) توسط بانک‌ها (به غیر از بانک سرمایه‌گذاری و بانک‌های توسعه‌ای) بر روی ابزارهای مالی به استثنای سهام، معاملات اهرمی، و ابزارهای مشتقه مبتنی بر سهام یا شاخص‌های سهام.
- ماده ۲۴ دستورالعمل، اصول مربوط به ارائه خدمات مبتنی بر معاملات به حساب خود را از قرار زیر بر شمرده است:
- ۱- نهادهای مالی باید سفارشات مشتری را مطابق سیاست اجرای سفارشات خود و اصول تنظیم شده در چارچوب قراردادی، دریافت نموده و اجرا کند و متعهد به اجرای سفارشات مشتری به بهترین شکل ممکن و اجرای تعهدات وکیل باشد؛
 - ۲- قیمت‌هایی اجرای معاملات باید همراستا با شرایط عمومی بازار و مبتنی بر ارزش منصفانه تعیین شود؛
 - ۳- عموم سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذارانی که به‌عنوان سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در بازار فعالند، مجاز به انجام معاملاتی که موجب تجمل زیان بیش از وثیقه سپرده شده نزد نهاد مالی دارند (در معاملات اهرمی) نیستند.
 - ۴- نهادهای مالی دارای مجوز برای انجام معامله به حساب خود باید به‌صورت روزانه جزئیات تراکنش‌های روز قبل خود را به نهاد تسویه گزارش کنند.
- براساس بررسی صورت گرفته، نهاد مستقلی به‌عنوان کارگزار-معامله‌گر در مقررات ترکیه تعریف نشده و صرفاً کارگزار و معامله به حساب خود، در مقررات تعریف شده است.

ثبت کارگزار و معامله‌گر

در بازار سرمایه کنیا علاوه بر مجوز کارگزاری (معامله به حساب مشتریان)، مجوز معامله‌گری (معامله به حساب خود) نیز توسط نهاد ناظر بازار سرمایه کنیا (CMA^۱) ارائه می‌شود. مطابق با مستند مقررات و رویه‌های بازار کنیا^۲ (۲۰۱۶)، معامله‌گران افرادی هستند که به خرید، فروش، معامله، پذیره نویسی یا خرده‌فروشی اوراق بهادار به عنوان اصل (از طرف خودشان) اشتغال دارند. همچنین، معامله‌گران مجاز اوراق بهادار^۳ یا به عنوان بانک‌هایی هستند که مطابق قانون بانکداری دارای مجوز بوده یا مؤسسات مالی تأیید شده توسط نهاد ناظر برای معامله اوراق بهادار با درآمد ثابت پذیرش شده در بورس یا شرکت‌های تأمین سرمایه هستند. علاوه بر این، معامله‌گران مجاز موظفند به عنوان بازارگردان و معامله‌گران در این بخش از بازار عمل کرده، به عمق‌بخشی به بازار اوراق با درآمد ثابت کمک نموده، معاملات و نقدینگی در بازار اوراق با درآمد ثابت را افزایش داده و ریسک طرف مقابل را به حداقل برسانند.

همچنین، بر اساس دستورالعمل اعطای مجوز (۲۰۰۲)، اشخاص متقاضی مجوز معامله‌گری باید:

- بانک دارای مجوز طبق قانون بانکداری باشد؛
 - شرکت تأمین سرمایه یا مدیر صندوق باشد؛
 - شرکت بیمه دارای مجوز طبق قانون بیمه باشد؛
 - هر شخص دیگری که الزامات مربوطه را برآورده نموده و مورد تأیید نهاد ناظر باشد.
- همچنین، در دستورالعمل مذکور، شرایط درخواست مجوز کارگزاری و معامله‌گری به صورت مشترک آورده شده و موارد وجود تفاوت، صراحتاً عنوان شده است. بر این اساس، متقاضی مجوز باید درخواست‌نامه خود را به همراه مدارک و مستندات به شرح زیر به CMA ارائه دهد:

- گواهی تأسیس شرکت؛
- اساسنامه شرکت؛
- صورت‌های مالی حسابرسی نشده برای دوره سال حسابداری که زودتر از شش ماه قبل از تاریخ درخواست به پایان نرسیده باشد و صورت‌های مالی حسابرسی شده برای دو سال قبل (در صورت لزوم)؛
- طرح تجاری شرکت شامل جزئیات زیر:
 - ساختار مدیریتی؛
 - مدیران، از جمله یک یا چند مدیر اجرایی و صلاحیت‌های آن‌ها، آدرس و جزئیات سایر مدیران؛
 - ساختار سهامداری که باید افشاکننده این موضوع باشد که آیا هر یک از سهامداران نقش اجرایی برای نظارت بر عملیات روزانه کسب‌وکار خواهند داشت یا خیر؛
 - ساختار سهامداری معامله‌گر؛

¹ Capital Markets Authority

² Legal and Regulatory Framework

³ Authorised Securities Dealer

- گواهی سرمایه پرداخت شده حداقل پنجاه میلیون شیلینگ در خصوص کارگزار و بیست میلیون شیلینگ در خصوص معامله‌گر؛
 - صلاحیت، تجربه و تخصص مدیر اجرایی که باید برای اداره مؤثر کسب‌وکار یک کارگزار یا معامله‌گر مرتبط باشد؛
 - صلاحیت‌های پرسنل کلیدی؛
 - پیش‌بینی‌های مالی برای سه سال آینده؛
 - سیستم‌ها و فناوری اطلاعاتی و نحوه دسترسی به شبکه معاملاتی با رعایت الزامات معاملات، تسویه و پایاپای و تحویل در بازاری که متقاضی قصد فعالیت معاملاتی در آن را دارد؛
 - معرفی یک مرجع بانکی و دو مرجع کسب‌وکاری؛
 - محل پیشنهادی مناسب و مجهز برای ارائه خدمات رضایت‌بخش به مشتریان در زمینه فعالیت متقاضی یا ارائه شواهد قابل قبول به CMA مبنی بر اینکه چنین مکان‌هایی در دسترس خواهند بود؛
 - کارکنان حرفه‌ای در زمینه فعالیت متقاضی یا ارائه شواهد قابل قبول به CMA مبنی بر اینکه چنین کارکنانی در دسترس خواهند بود؛
 - حسابرس مستقل پیشنهادی؛
 - اظهاریه‌ای مبنی بر اینکه هیچ شخصی دارای منافع مستقیم یا غیرمستقیم در بیش از یک شرکت تجاری بورس اوراق بهادار نیست.
 - کلیه معامله‌گران باید واجد معیارهای شایستگی و تناسب باشند؛
 - متقاضی باید یکی از دو مورد زیر را انجام دهد:
 - یک میلیون و پانصد هزار شیلینگ یا مبلغی بالاتر را به بورس یا یک سپرده‌گذاری مرکزی که ممکن است توسط نهاد ناظر و با در نظر گرفتن وضعیت مالی و سوابق تسویه متقاضی تعیین شود، تسلیم نماید؛
 - ارائه ضمانت یا وثیقه به بورس اوراق بهادار یا سپرده‌گذاری مرکزی به شکلی قابل قبول یا تأیید شده توسط مرجعی که متقاضی، درخواست فعالیت معاملاتی در بازار مربوط به آن را دارد.
 - صلاحیت مجوز معامله‌گری باید محدود به نهادهایی شود که وجوهی را برای سرمایه‌گذاری به عنوان اصل^۱ در معاملات اوراق بهادار متعهد می‌شوند؛
 - یک معامله‌گر مجاز که قصد دارد به عنوان مشارکت‌کننده در معاملات بورس اوراق بهادار پذیرفته شود، باید نامه‌ای از بورس مربوطه که متقاضی فعالیت معاملاتی در آن است مبنی بر لزوم پذیرفته شدن متقاضی در بورس اوراق بهادار پس از اخذ تأیید نهاد ناظر، ارسال کند.
- ### الزامات مالی معامله‌گران
- میزان وجوه نقد سهامداران (سرمایه و ذخایر پرداخت شده) در هیچ زمانی در طول دوره مجوز نباید کمتر از بیست میلیون شیلینگ باشد؛

¹ Principals

- یک معامله‌گر باید حداقل بیست میلیون شیلینگ سرمایه به صورت نقد یا سبد اوراق بهادار، یا هر مقدار بالاتری که ممکن است توسط نهاد مرجع مشخص شود، کنار گذارد. بجز مورد زیر:
- در صورتی که معامله‌گر توسط یک کارگزار بورس از طریق یک شرکت فرعی حمایت شود، حداقل سرمایه متعهد به انجام معاملات توسط شرکت فرعی نباید کمتر از پنج میلیون شیلینگ به صورت نقدی یا سبد اوراق بهادار به ارزش بازار، یا هر مقدار بالاتری که ممکن است توسط نهاد مرجع مشخص شود، باشد.
- یک معامله‌گر باید معادل سی میلیون شیلینگ یا هشت درصد از کل بدهی‌های خود، هر کدام که بیشتر باشد، سرمایه نقدی داشته باشد؛
- ترکیب سبد سرمایه‌گذاری معامله‌گر باید معادل حداقل میانگین ماهانه پنجاه درصد در اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس و مابقی آن در اوراق بهادار با درآمد ثابت باشد؛
- حداقل به طور متوسط بیست و پنج درصد از سبد اوراق بهادار نگهداری شده توسط یک معامله‌گر باید هر سه ماه یکبار و هفتاد و پنج درصد از سبد، هر دوازده ماه یکبار ارزش‌گذاری شود؛
- هر یک از اوراق بهادار نگهداری شده توسط یک معامله‌گر باید حداقل هر هجده ماه یک بار ارزش‌گذاری شود.

الزامات کارکردی معامله‌گران

- یک معامله‌گر دارای مجوز باید:
- بتواند در بازاری که عضو آن است، علاوه بر معامله به حساب خود، به حساب دیگران نیز معامله نماید؛
- رویه‌ها و سیستم‌های عملیاتی، معاملاتی و تسویه برای به حداقل رساندن ریسک تسویه، ریسک طرف مقابل و مدیریت تضاد منافع، لازم است را اجرا کند؛
- با الزامات پذیرش در بورس اوراق بهادار پذیرنده خود انطباق داشته باشد.
- یک معامله‌گر دارای مجوز باید سوابق معاملات روزانه خود شامل نوع اوراق بهادار؛ ارزش معامله؛ طرف‌های مقابل و ماهیت حساب را ثبت و نگهداری نماید.

الزامات گزارشگری

- یک معامله‌گر دارای مجوز باید در مورد کلیه معاملات خود، اعم از اینکه در بورس مورد تأیید معامله شده باشد یا نباشد، گزارشات زیر را به نهاد ناظر ارائه دهد:
- گزارشات و حساب‌های ماهانه ظرف پانزده روز از پایان هر ماه تقویمی؛
- گزارشات و حساب‌های فصلی ظرف پانزده روز از پایان هر فصل تقویمی؛
- گزارشات و حساب‌های نیم‌ساله ظرف سی روز پس از پایان هر نیم‌سال؛
- حساب‌های سالانه حسابرسی شده ظرف سه ماه پس از پایان سال مالی معامله‌گر (۳۱ دسامبر هر سال)؛
- صورت مالی منطبق با الزامات افشا.
- معامله‌گر موظف است سایر اشکال صورت‌های مالی که ممکن است توسط نهاد ناظر درخواست شود را ارائه نماید؛

- گزارشات ارائه شده توسط معامله‌گر باید مشتمل بر انواع اوراق بهادار، ارزش کل اوراق بهادار معامله شده بر حسب خرید و فروش در دوره مربوطه و متوسط بازده ارزش کل اوراق بهادار معامله شده در دوره مربوطه باشد؛
- معامله‌گران باید صورت‌های مالی زیر را حداقل در دو روزنامه با تیراژ سراسری منتشر کنند:
 - صورت‌های مالی حسابرسی نشده شش ماهه ظرف دو ماه پس از پایان نیمه اول سال مالی؛
 - صورت‌های مالی حسابرسی شده تمام سال ظرف سه ماه پس از پایان سال مالی.

الزامات مربوط به جبران خسارت سرمایه‌گذاران

- هر معامله‌گر فعال در حوزه معاملات بورس باید مبلغی تحت عنوان کمک به صندوق جبران خسارت که هر از چندگاهی توسط نهاد ناظر تعیین می‌شود، پرداخت نماید؛
- هر گاه سرمایه‌گذار به دلیل کوتاهی کارگزار، معامله‌گر یا شرکت تأمین سرمایه در انجام معاملات، متحمل ضرر مالی شده و در صورتیکه خسارت او از محل ضمانت بانکی یا اوراق بهادار به وثیقه گذاشته شده نزد بورس یا سپرده‌گذاری مرکزی یا صندوق جبران خسارت بورس محل فعالیت کارگزار، معامله‌گر یا شرکت تأمین سرمایه جبران نشود، سرمایه‌گذار باید معادل زیان خالص خود، از نهاد ناظر درخواست غرامت از صندوق جبران خسارت به صورت نقدی یا اوراق بهادار نماید.
- زیان خالص برای سرمایه‌گذار حداکثر باید پنجاه هزار شیلینگ در نظر گرفته شود.

کارگزار معامله‌گر در قوانین نهاد ناظر غنا

در بازار سرمایه غنا، کارگزاران - معامله‌گران به عنوان یکی از اشخاص فعال در بازار شناخته شده که نیازمند اخذ مجوز فعالیت هستند. مطابق با بند ۵ بخش ۱۳۵ قانون بازار اوراق بهادار غنا^۱ (۲۰۱۶)، کارگزار - معامله‌گر می‌تواند خدمات مشاوره سرمایه‌گذاری ارائه دهد. همچنین، فعالیت کارگزاران - معامله‌گران به موجب قانون بیشتر در بازارهای خارج بورس (OTC) تعریف شده و بدین منظور باید مجوز فعالیت در بازار مذکور را از نهاد ناظر بازار سرمایه غنا^۲ (SEC) اخذ نمایند. مطابق با دستورالعمل بازار خارج بورس^۳ غنا (۲۰۲۲)، بازار خارج بورس یک بستر معاملاتی مستقل است که در آن معاملات خارج بورس به شیوه‌ای منصفانه و شفاف انجام می‌شود و کلیه شرکت‌ها، نهادهای قانونی، مراجع دولتی محلی و هر سازمان دیگری که اوراق بهادار را برای عموم منتشر کرده اما قصد عرضه اوراق بهادار خود در بورس‌های ملی تأییدشده را ندارد، می‌تواند اوراق خود را در بازار خارج بورس عرضه نمایند. کلیه نقل و انتقالات و خرید و فروش اوراق بهادار یک شرکت سهامی عام باید از طریق معامله‌گران مجاز اوراق بهادار انجام شود. از سوی دیگر، کلیه کارگزاران - معامله‌گران متقاضی فعالیت در این بازار باید ثبت شوند. همچنین، معامله‌گران اوراق بهادار باید نام، نشانی، خدمات ارائه شده خود و نیز نام نمایندگان مجاز خود را در بازار خارج بورس ثبت کنند. در صورت پایان یافتن عضویت نیز، اطلاعات مربوطه باید همراه با تاریخ پایان عضویت نزد بازار خارج بورس ثبت شده و کلیه اطلاعات مذکور باید همواره برای بازرسی توسط SEC در دسترس باشد. علاوه بر این، کارگزاران - معامله‌گران مجاز اوراق بهادار باید نقل و انتقالات و خرید یا فروش اوراق بهادار بازار خارج بورس، را به سپرده‌گذاری اوراق بهادار گزارش کنند.

¹ Securities Industry Act, 2016, Act 929

² Securities and Exchange Commission Ghana

³ Securities Industry (Over-The-Counter Market) Guidelines

الزامات قراردادی

- کارگزار- معامله‌گر باید با افرادی که به نمایندگی از آن‌ها معاملات خرید و فروش را در قالب روال عادی بازار انجام می‌دهد، قراردادی منعقد نماید؛
- در شرایطی که معامله خارج از روال عادی بازار انجام شود، کارگزار- معامله‌گر باید هم با افرادی که به نمایندگی از آن‌ها معاملات خرید و فروش را می‌دهد و هم با افرادی که وارد معامله می‌شود، قراردادی منعقد نماید؛
- در شرایطی که معامله خارج از روال عادی بازار انجام شود، کارگزار- معامله‌گر باید به عنوان اصیل، با افرادی که وارد معامله می‌شود قراردادی منعقد نماید؛
- قرارداد ارائه شده توسط کارگزار- معامله‌گر باید شامل موارد زیر باشد:
 - نام و نحوه فعالیت کارگزار- معامله‌گر و آدرس محل اصلی کسب و کار آن؛
 - در شرایطی که کارگزار- معامله‌گر به عنوان اصیل با شخصی که دارای مجوز کارگزار- معامله‌گری نیست معامله کند، بیانیه‌ای مبنی بر این موضوع باید در قرارداد ذکر شود؛
 - روز انجام معامله و در صورتیکه معامله در خارج از روال عادی بازار انجام نشده باشد، بیانیه‌ای مبنی بر این موضوع؛
 - تعداد یا مقدار و شرح اوراق بهادار موضوع قرارداد؛
 - قیمت هر واحد اوراق بهادار،
 - کلیه مبالغ مانند هزینه‌های قابل پرداخت، عوارض، مالیات‌ها و ... ؛
 - در صورتیکه قرار است مبلغی در رابطه با حق منفعت خریداری شده یا فروخته شده اوراق بهادار از مبلغ تسویه اضافه یا کسر شود، مقدار و ماهیت سود.

الزامات افشای منافع در اوراق بهادار

- در صورتی که کارگزار- معامله‌گر یا نماینده و اشخاص مرتبط با او مکاتباتی انجام دهد که در آن، صراحتاً یا ضمنی، در مورد اوراق بهادار یا گروهی از اوراق بهادار توصیه‌ای ارائه داده باشد، آن شخص باید بیانیه مختصری مشتمل بر موارد زیر افشا نماید:
 - ماهیت هرگونه منافع مستقیم و غیرمستقیم در اوراق بهادار مذکور یا گروهی از اوراق بهادار در تاریخ ارسال مکاتبات مذکور؛ یا
 - هرگونه منافع مستقیم و غیرمستقیم در تحصیل یا واگذاری اوراق بهادار مذکور یا گروهی از اوراق بهادار موجود در آن بخش در تاریخ ارسال مکاتبات مذکور.
- همچنین، شخصی که قرارداد پذیرهنویسی در خصوص اوراق بهادار فوق‌الذکر منعقد کرده است، در تحصیل یا واگذاری آن اوراق بهادار ذینفع تلقی می‌شود.
- کارگزار- معامله‌گر یا نماینده و اشخاص مرتبط با او نباید اوراق بهادار تحت قرارداد پذیرهنویسی یا پذیرهنویسی فرعی را در طی نود روز پس از بسته شدن پیشنهاد، در خارج از روال عادی بازار برای فروش عرضه کند یا در خصوص آن اوراق توصیه‌ای

ارائه کند، مگر اینکه توصیه مذکور به همراه بیانیهای جهت افشای این موضوع بوده و علاوه بر این، توصیه باید به امضای مدیر اجرایی کارگزار- معامله گر نیز برسد؛

- هر کارگزار- معامله گری که این الزامات را رعایت نکند، مرتکب تخلف شده و در صورت محکومیت به جزای نقدی حداقل دویست و پنجاه واحد و حداکثر پانصد واحد یا به حبس بین دو تا سه سال یا هر دو محکوم می شود.

الزامات معامله به عنوان اصیل

- کارگزار- معامله گر نباید به عنوان اصیل (از طرف خود، اشخاص مرتبط با خود، شرکتی که در آن دارای منافع کنترلی است، شرکتی که در آن مجموع منافع کارگزار- معامله گر و مدیران شرکت تشکیل دهنده منافع کنترلی باشد) هیچ گونه اوراق بهاداری را با شخصی که کارگزار- معامله گر نیست معامله کند، مگر اینکه ابتدا کارگزار- معامله گر به شخصی که با او معامله می کند اطلاع دهد که به عنوان یک اصیل و نه به عنوان یک نماینده¹ عمل می کند (در صورتیکه کارگزار- معامله گر عضو بورس بوده و حجم معامله کمتر از ۱۰۰ سهم باشد، از این بند معاف است)؛
- در شرایط بند فوق الذکر، این موضوع که کارگزار- معامله گر به عنوان یک اصیل و نه به عنوان یک نماینده طرف معامله است، باید در قرارداد فی مابین ذکر شود؛
- در صورتی که کارگزار- معامله گر دو بند فوق الذکر را رعایت نکند، طرف مقابل می تواند در صورتی که اوراق بهادار واگذار نشده باشد، قرارداد را فسخ کند. خطاریه کتبی فسخ حداکثر باید ظرف ۳۰ روز پس از انعقاد قرارداد، به کارگزار- معامله گر ارائه شود.

الزامات اولویت سفارشات مشتریان

- کارگزار- معامله گر نباید، در صورتی که مشتری غیرمرتبط با کارگزار- معامله گر، به او دستور خرید یا فروش اوراق بهادار هم طبقه را داده باشد و کارگزار- معامله گر این سفارش را انجام نداده باشد، به عنوان اصیل یا به نمایندگی از شخصی که با او مرتبط است، وارد معامله خرید یا فروش آن اوراق بهادار شود؛
- کارگزار- معامله گر ناقض بند فوق الذکر، مرتکب تخلف شده و در صورت محکومیت، به جزای نقدی بین صد تا صد و پنجاه واحد یا حداقل شش ماه حبس یا هر دو محکوم می شود؛
- الزام مربوط به بند اول، در صورتی اعمال نمی شود که مشتری شرایط خاصی را برای خرید یا فروش اوراق بهادار مشخص کرده باشد که کارگزار- معامله گر قادر به خرید یا فروش اوراق تحت آن شرایط نباشد.

الزامات مدیریت نقدینگی مشتری توسط کارگزار- معامله گر

- در صورتی که مشتری پولی را نزد یک کارگزار- معامله گر سپرده گذاری نماید، آن کارگزار- معامله گر باید:
 - حداکثر تا یک روز بعد، وجه را به حساب امانی نزد یک بانک واریز کند و حساب نباید حاوی پولی غیر از پول سپرده شده مذکور باشد؛
 - در قالب فرم های مشخص شده، به مشتری سندی را ارائه دهد که شرایط و ضوابط سپرده گذاری و پذیرش آن، از جمله هدف و نحوه استفاده از پول توسط کارگزار- معامله گر را مشخص کند؛

¹ Agent

- تا زمانی که مشتری اظهارنامه کتبی مبنی بر دریافت سند فوق‌الذکر را به کارگزار-معامله‌گر بدهد، پول را در حساب بانکی نگه دارد؛
- از پول مشتری فقط برای اهداف و به روشی که در سند مذکور آورده شده و به موافقت کتبی مشتری رسیده، استفاده کند.

سایر الزامات

- یک معامله‌گر اوراق بهادار باید از مفاد دستورالعمل رفتار کسب‌وکاری در صنعت اوراق بهادار^۱ (۲۰۲۰) و هر یک از قوانین مربوطه پیروی کند؛
- معامله‌گران هم باید با الزامات مشخص شده در دستورالعمل اخذ مجوز^۲ (۲۰۲۰) و هم با قوانین موجود در دستورالعمل بازار خارج بورس مطابقت داشته باشند؛
- کارگزار-معامله‌گر نباید به منظور توانمندسازی یا کمک به شخصی برای خرید اوراق بهادار (به استثنای معاملات مارجین) اعتبار بدون وثیقه بدهد؛
- کارگزار-معامله‌گر باید از انطباق عملکرد خود با مفاد قانون مبارزه با پولشویی (۲۰۰۸)، قانون ضدتروریسم (۲۰۰۸) و مقررات ذیل آن‌ها اطمینان حاصل کند.

تخلفات معامله‌گران

- معامله‌گر اوراق بهادار برای هرگونه تخلف یا رفتار غیرحرفه‌ای در بازار خارج بورس مستحق اخراج، تعلیق یا پرداخت جریمه خواهد بود؛
- معامله‌گر اوراق بهادار در شرایط زیر مجرم تلقی می‌شود:
 - کلاهبرداری او ثابت شود و صلاحیت خود برای معامله در بازار خارج بورس را از دست دهد؛
 - مفاد هر یک از قوانین مربوط به فعالیت‌های کاری خود یا قوانین بازار خارج بورس را نقض کرده باشد یا به هر یک از متصدیان بازار خارج بورس که قوانین مربوطه را نقض کرده‌اند، کمک کرده باشد؛
 - ثابت شود که در بازار خارج بورس به شکلی بی‌نظم، غیرقابل قبول یا نادرست عمل کرده یا عمداً مانع فعالیت بازار مذکور شده است؛
 - از هرگونه اطلاعیه، اخطار یا تصمیم نهادهای حاکمیتی یا هر شخص دیگری که نماینده مجاز آن است، سرپیچی نموده یا در اجرای آن‌ها کوتاهی کند؛
 - از ارائه دفاتر، صورت‌های مالی حسابرسی شده، مستندات یا اوراقی که ممکن است مورد نیاز بازار خارج بورس باشد، خودداری یا کوتاهی کند؛
 - کارمزدها و هزینه‌های تعیین شده توسط SEC را در زمان مقرر و مطابق با درخواست‌های بازار خارج بورس نپردازد؛
 - مرتکب هر فعل یا ترک فعل خلاف دیگری شود.

¹ Securities Industry (Conduct of Business) Guidelines

² Securities Industry (Licensing) Guidelines

- یک معامله گر اوراق بهادار در شرایط زیر مجرم تلقی می شود:
- ارتباط کاری و معامله با متصدیان متخلف بازار خارج بورس؛
- معامله اوراق بهاداری که مجاز به معامله در بازار خارج بورس نیستند؛
- سایر رفتارهای غیرحرفه ای که ممکن است توسط SEC تعیین شود.

کارگزار - معامله گر در قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران

بند ۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، اولین جایی است که به لفظ معامله گر اشاره شده است. بر اساس این بند، «بورس اوراق بهادار بازاری متشکل و خودانتظام است که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و یا معامله گران طبق مقررات این قانون، مورد داد و ستد قرار می گیرد». بند ۵ همین ماده نیز، در تعریف کانون، کانون معامله گران را به عنوان یکی از کانون ها بر شمرده است: «کانون های کارگزاران، معامله گران، بازارگردانان، مشاوران، ناشران، سرمایه گذاران و سایر مجامع مشابه، تشکلهای خودانتظامی است که به منظور تنظیم روابط بین اشخاصی که طبق این قانون به فعالیت در بازار اوراق بهادار اشتغال دارند». ماده ۴۱ قانون نیز اظهار می دارد، سازمان موظف است بورسها، ناشران اوراق بهادار، کارگزاران، معامله گران، بازارگردانان، مشاوران سرمایه گذاری 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. این ماده حکایت از آن دارد که قانونگذار، معامله گران را در کنار سایر تشکلهای فعال در بازار سرمایه دیده است. سؤالی که مطرح می شود این است که با توجه به شناسایی ماهیت معامله گر در قانون، تعریف معامله گر یا معامله گری چیست؟! متأسفانه قانون در این عرصه سکوت نموده و تعریفی از معامله گر یا معامله گری ارائه نداده است.

در بند ۱۳ و ۱۴ ماده قانون، قانونگذار تلاش نموده تا تعریفی از کارگزار و کارگزار/معامله گر ارائه دهد:

بند ۱۳ - کارگزار: شخص حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آنها معامله می کند؛

بند ۱۴ - کارگزار / معامله گر: شخص حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آنها و یا به نام و حساب خود معامله می کند.

اساساً بند ۱۳ و ۱۴ در مؤخره بند ۱۴ متفاوتند. در این راستا، به نظر می رسد، با حذف تعریف کارگزار از مقدمه بند ۱۴، به تعریف معامله گر خواهیم رسید: معامله گر شخص حقوقی است که اوراق بهادار را به نام و حساب خود معامله می کند.

لفظ معامله گر و کارگزار/معامله گر در سایر مواد و بندهای قانون از قرار جدول ۲ ذکر گردیده است:

جدول ۲- مواد و بندهای قانون بازار درخصوص معامله گر و کارگزار/معامله گر	
بند ۱۵ ماده ۱	بازارگردان: کارگزار/معامله گری است 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 می پردازد.
بند ۱۸ ماده ۱	شرکت تأمین سرمایه: شرکتی است که به عنوان واسطه بین ناشر اوراق بهادار و عامه سرمایه گذاران فعالیت میکند و می تواند فعالیت های کارگزاری، <u>معامله گری</u> ، بازار گردانی، مشاوره، سید گردانی، پذیره نویسی، تعهدپذیره نویسی و فعالیت های مشابه را با اخذ مجوز از «سازمان» انجام دهد.

بند ۲۱ ماده ۱	نهادهای مالی: منظور نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادارند که از آن جمله میتوان به کارگزاران، کارگزاران/معامله‌گران، بازار گردانان، مشاوران سرمایه‌گذاری، مؤسسات رتبه بندی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های بازنشستگی اشاره کرد.
ماده ۳۳	شروع به فعالیت کارگزاری، کارگزاری/معامله‌گری و بازارگردانی به هر شکل و تحت هر عنوان، منوط به عضویت در کانون مربوط و رعایت مقررات این قانون و آئین نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی آن است. تبصره: تا زمانیکه کانون، کارگزاران/معامله‌گران و بازارگردانان تشکیل نشده است، وظایف مربوط به آن کانون را سازمان انجام می‌دهد. هنگامی که تعداد اعضای کانون در سطح کشور به یازده نفر رسید، تشکیل کانون، کارگزاران/معامله‌گران و بازارگردانان الزامی است.
ماده ۳۴	فعالیت کارگزاری و کارگزاری/معامله‌گری و بازارگردانی در هر بورس موکول به پذیرش در آن بورس طبق دستورالعملی است که به پیشنهاد بورس به تأیید سازمان می‌رسد.
ماده ۳۵	هیأت مدیره بورس به تخلفات انضباطی کارگزاران، کارگزار/معامله‌گران، بازارگردانان، ناشران و سایر اعضای خود از هر یک از مقررات این قانون یا آئین نامه‌های ذی‌ربط طبق آئین نامه انضباطی خود رسیدگی می‌نماید. رأی بورس به مدت یک ماه از تاریخ ابلاغ قابل تجدید نظر در سازمان می‌باشد. رأی سازمان قطعی و لازم‌الاجراء می‌باشد.
ماده ۳۶	اختلافات بین کارگزاران، بازارگردانان، کارگزار/معامله‌گران، مشاوران سرمایه‌گذاری، ناشران، سرمایه‌گذاران و سایر اشخاص ذی‌ربط ناشی از فعالیت حرفه‌ای آنها، در صورت عدم سازش در کانون‌ها توسط هیأت داوری رسیدگی می‌شود.
ماده ۳۸	در صورتی که کارگزار، کارگزار/معامله‌گر، بازارگردان، 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 نموده و مجوز فعالیت خود را نزد کانون تودیع می‌نمایند. تضمین‌ها و وثایق مربوط تا تعیین تکلیف معاملات انجام شده و سایر تعهدات آنها به قوت خود باقی خواهد ماند. قسمت اخیر این ماده نسبت به کارگزاران، کارگزار/معامله‌گران، بازارگردانان، مشاوران سرمایه‌گذاری و سایر تشکلهای مشابه که عضویت آنها بر اساس ماده (۳۵) این قانون تعلیق یا لغو می‌شود، نیز مجری است.
ماده ۳۹	کارگزاران، کارگزار/معامله‌گران، بازارگردانان، مشاوران سرمایه‌گذاری و سایر تشکلهای مشابه ملزمند طبق دستورالعملی که توسط سازمان تنظیم و ابلاغ می‌شود، گزارش‌های لازم را تهیه و به مراجع ذی‌ربط تسلیم نمایند.
ماده ۴۸	کارگزار، کارگزار/معامله‌گر، بازارگردان و مشاور سرمایه‌گذاری که اسرار اشخاصی را که برحسب وظیفه از آنها مطلع شده یا در اختیار وی قرار دارد، بدون مجوز افشاء نماید، به مجازات‌های مقرر در ماده (۶۴۸) قانون مجازات اسلامی مصوب ۶/۳/۱۳۷۵ محکوم خواهد شد.
بند ۱ ماده ۴۹	اشخاص زیر به حبس تعزیری از یک ماه تا شش ماه یا جزای نقدی معادل یک تا سه برابر سود بدست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهند شد: ۱- هر شخصی که بدون رعایت مقررات این قانون تحت هر عنوان به فعالیت‌هایی از قبیل کارگزاری، کارگزار/معامله‌گری، یا بازارگردانی که مستلزم اخذ مجوز است مبادرت نماید یا خود را تحت هر یک از عناوین مزبور معرفی کند.
ماده ۵۰	کارگزار، کارگزار/معامله‌گر یا بازارگردانی که اوراق بهادار و وجوهی را که برای انجام معامله به وی سپرده شده و وی موظف به نگهداری آن در حساب‌های جداگانه است، بر خلاف مقررات و به نفع خود یا دیگران مورد استفاده قرار دهد، به مجازات‌های مقرر در ماده (۶۷۴) قانون مجازات اسلامی مصوب ۶/۳/۱۳۷۵ محکوم خواهد شد.
ماده ۵۳	کارگزاران، کارگزاران/معامله‌گران، بازارگردانان و سایر فعالان بازار اوراق بهادار مکلفند ظرف شش ماه از تشکیل سازمان نسبت به ایجاد کانون خود پس از تصویب اساسنامه آن اقدام کنند.

همانطور که مشاهده می‌شود، ماهیت معامله‌گر و کارگزار/معامله‌گر در قانون چندان مشخص نشده است. غیر از تعریفی مبهم از این تشکل، به موارد دیگر اشاره‌ای نگردیده است. به‌منظور پوشش این ضعف، دستورالعمل صدور مجوز کارگزار/معامله‌گری برای

شرکت‌های کارگزاری در سال ۱۳۹۸ به تصویب هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار رسید. اساس این دستورالعمل، کارگزار/ معامله‌گری را نوعی مجوز فعالیت در نظر گرفته است که به شرکت‌های کارگزاری متقاضی اعطا می‌شود؛ به‌نوعی کارگزار که فعل کارگزاری را انجام می‌دهد و معامله‌گری را مجوز می‌گیرد. بند ۲ ماده ۱ این دستورالعمل به تعریف متقاضی پرداخته است: «**متقاضی**: شرکت کارگزاری است که مطابق با مفاد این دستورالعمل، تقاضای دریافت مجوز فعالیت کارگزار/ معامله‌گری را به سازمان ارائه می‌کند.» این درحالی است که براساس بند ۱۵ و بند ۱۸ قانون بازار، بازارگردان و شرکت تأمین سرمایه نیز امکان انجام فعل کارگزار/ معامله‌گری و معامله‌گری را دارند. بند ۴ نیز تعریفی نامشخص از کارگزار/ معامله‌گر ارائه نموده و صرفاً تأکیدی بر این داشته که کارگزار/ معامله‌گر، ضرورتاً کارگزار است.

بند ۳ ماده ۱ این دستورالعمل نیز به تعریف معامله‌گری مبادرت ورزیده است: «**معامله‌گری**: معامله بدون واسطه اوراق بهادار به نام و حساب خود است.» در این میان مشخص نیست منظور از بدون واسطه چیست! بدون واسطه اگر منظور نهاد مالی (منظور کارگزاری) است که این جمله را بی معنی می‌کند؛ چراکه این مجوز به کارگزاری اعطا شده و یعنی به کارگزار اجازه داده شده است بدون استفاده از کارگزار دیگر مستقیماً از بازار خرید و فروش نماید. اما اگر بدون واسطه یعنی بدون نیاز به مراجعه به بورس و کارگزار/ معامله‌گر می‌تواند به‌صورت مستقیم اقدام به خرید و فروش سهام نماید، در اینجا کارگزار/ معامله‌گر ویژگی بازار خارج بورس گرفته و می‌تواند خارج از بورس اما در چارچوب‌های معین شده از سوی سازمان به این مهم مبادرت ورزد. چنانچه حالت دوم مد نظر باشد، نکته مغفول مانده از دستورالعمل، چارچوب فعالیت کارگزار/ معامله‌گر است. بررسی کلیت دستورالعمل (گرچه با ابهاماتی!) نشان می‌دهد که مقررات‌گذار مورد اول را هدف قرار داده است یا اساساً هدف از تدوین این دستورالعمل مشخص نبوده است.

ماده ۲ بر این نکته تأکید دارد که کارگزار/ معامله‌گری یک مجوز فعالیت است. سایر بندهای این ماده نیز مواردی را به‌عنوان شروط اخذ مجوز فعالیت اشاره نموده است که با توجه به عدم تعیین ماهیت ابتدایی که عرض شد، معلوم نیست این شروط از کارایی لازم برخوردارند یا خیر.

ماده ۳ ابراز می‌دارد: «کارگزار/ معامله‌گر با رعایت قوانین و مقررات، مجاز به فعالیت معامله‌گری در اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس به جز اوراق بهادار مشتقه مبتنی بر اوراق بهادار یا کالا می‌باشد. معامله‌گری در سایر اوراق بهادار قابل معامله در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس با کسب مجوز از سازمان امکان پذیر است.» این ماده نیز در سایه ابهام موجود درخصوص فعالیت معامله‌گری (اینکه بدون واسطه یعنی چی) بی اثر است. تبصره این ماده نیز صرفاً برای رفع مشکل بازارگردانی ذکر شده است. بند ۲ ماده ۴ دستورالعمل صراحت بیشتری داشته و اظهار می‌دارد: «کارگزار/ معامله‌گران می‌توانند با رعایت قوانین و مقررات حداکثر تا هفتاد درصد حقوق مالکانه شرکت کارگزاری (طبق آخرین صورت‌های مالی حسابرسی شده مصوب مجمع) پس از کسر سود نقدی تصویب شده، در موارد تعیین شده در این دستورالعمل سرمایه‌گذاری نمایند.» این بند به‌نظر صراحت در منظور از کارگزار/ معامله‌گری دارد و آن اجازه سرمایه‌گذاری تا ۷۰ درصد حقوق مالکانه از سوی شرکت است. موارد تعیین شده در دستورالعمل نیز در ماده ۳ ذکر شده است.

بند ۵ ماده ۴، ابهام دیگری را به فعالیت کارگزار/ معامله‌گری افزوده است. این بند اظهار می‌دارد: «کارگزار/ معامله‌گر مکلف است برای ارسال سفارشات خود از سامانه ثبت سفارش مورد تأیید سازمان استفاده نماید. سفارش‌های کارگزار/ معامله‌گر باید قبل از اجرا در این سامانه ثبت گردد و سامانه باید قابلیت رهگیری سفارش‌ها تا معاملات و بر عکس را داشته باشد.» آیا منظور از این بند سامانه ثبت سفارشات فعلی کارگزاری است که باید به تأیید سازمان برسد یا اینکه یک سامانه مجزا صرفاً برای ثبت سفارش‌های کارگزاری است؟!

بررسی تمام مواد ذکر شده حکایت از آن دارد که مقصود مقررات گذار از کارگزار/ معامله گر با آنچه در ادبیات بین المللی مطرح است تفاوت های زیادی دارد. لذا برای اینکه فعل معامله گری و کارگزار/ معامله گری در بازار کشور، منطبق بر نرم های بین المللی باشد، باید رویه های دیگری را مد نظر قرار داد.

گزینه های ممکن برای راه اندازی کارگزار/ معامله گر در بازار سرمایه

برای بررسی گزینه های ممکن جهت راه اندازی خدمت کارگزار/ معامله گری در بازار سرمایه، برخلاف مفروض دستورالعمل فوق الذکر، فرض بر این است که کارگزار/ معامله گر شخصی حقوقی است که امکان ارائه خدمات کارگزاری و معامله گری را توأمان داشته باشد. علاوه بر اینف معامله گری فعلی است که شخص حقوقی می تواند علاوه بر معامله در بازار به حساب خود، طرف مقابل اشخاص نیز قرار گیرد و به نوعی معامله خارج بورس انجام دهد. در این راستا، امکان برگزیدن راهکارهای زیر وجود دارد:

تعریف معامله گر به عنوان یک نهاد مالی جدید: همانطور که پیش از این ذکر شد، به نظر می رسد قانون، معامله گر و معامله گری را تشکّل و فعالیتی هم راستا با کارگزار و کارگزاری در نظر گرفته است. به همین منظور قابلیت تعریف معامله گر به عنوان یکی از نهادهای مالی جدید به تصویب شورا وجود دارد. فعل معامله گری، فعل انجام معامله به حساب خود است و دارنده مجوز معامله گری می تواند به عنوان بازار خارج بورس، خرید و فروش ابزارهای مالی را به عنوان شخص مقابل معامله انجام دهد. کارگزاران فعلی نیز می توانند مجوز معامله گری را دریافت نموده و علاوه بر انجام فعل کارگزاری، معامله گری را توأمان انجام داده و به عنوان کارگزار/ معامله گر شناخته شوند؛

تعریف کارگزار معامله گر به عنوان یک نهاد مالی جدید: کشورهای مختلف در تعیین کارگزاران، انواع مختلفی از کارگزار را مجوز می دهند. کارگزاران اولیه، کارگزاران معرف، کارگزاران با تخفیف، کارگزاران الکترونیک و کارگزاران با خدمات کامل. گرچه این موارد شقوق کارگزاری است، می توان هر یک را نوع جدیدی از مجوز نهاد مالی نیز دانست. لذا امکان تعریف یک نهاد مالی جدید به عنوان کارگزار/ معامله گر وجود دارد به طوری که این نهاد مالی، هر دو اقدام کارگزاری و معامله گری را با تعاریف مشخص انجام می دهد. اساساً وابسته کردن کارگزار/ معامله گری به نهادهای مالی فعلی (به خصوص کارگزاری) به صورتی که سایر اشخاص امکان انجام فعل کارگزار/ معامله گری را نداشته باشند درست نیست و باید قابلیت انجام این فعل توسط متقاضیان متفاوت را داد؛

تعریف مجوز فعالیت معامله گری برای نهادهای مالی: همانطور که اشاره شد، براساس قانون نیز شرکتهای تأمین سرمایه و بازارگردان ها نیز قابلیت انجام فعل معامله گری را داشته و اساساً کارگزار معامله گر محسوب می شوند. مجوز فعالیت کارگزار معامله گری با همان تعریف طرف مقابل معامله قرار گرفتن می تواند به عنوان یک مجوز فعالیت برای تمام نهادهای مالی مد نظر قرار داده شود و سه نهاد کارگزاری، تأمین سرمایه و بازارگردان به عنوان کارگزار/ معامله گر یا صرفاً معامله گر در نظر گرفته شوند. در این راستا نه تنها لازم است معیارهای اخذ مجوز فعالیت برای محدودسازی نهادهای مالی باید مد نظر قرار داده شود بلکه ضرورتاً نحوه انجام معاملات توسط معامله گر یا کارگزار/ معامله گر نیز باید مورد توجه قرار گیرد.

در نهایت باید به بند ب ماده ۳۶ قانون احکام دائمی برنامه های توسعه کشور نیز توجه کرد که «معاملات اوراق بهادار ثبت شده در سازمان فقط در بورسها و بازارهای خارج از بورس دارای مجوز و با رعایت مقررات معاملاتی هر یک از آنها حسب مورد امکان پذیر است و معامله اوراق بهادار مذکور بدون رعایت ترتیبات فوق فاقد اعتبار است.» لذا برای اعطای مجوز در هر قالبی برای کارگزار معامله گر، بهتر است تعریف فعل به نحوی صورت گیرد که امکان طرف مقابل قرار گرفتن برای کارگزار/ معامله گر فراهم باشد و یا از

شورا برای اشخاصی که کارگزار/ معامله‌گر هستند، درخصوص مجوز بازار خارج بورس صورت گیرد. در مجموع پیشنهاد می‌شود، دستورالعمل کارگزار/ معامله‌گری با مختصات این گزارش، به تصویب شورای عالی بورس رسد.