



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

معاملات کارگزاران و کارکنان کارگزاری‌ها (مورد ایالات متحده)

تألیف

میثم حامدی
مجید کریمی



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

عنوان: معاملات کارگزاران و کارکنان کارگزاری‌ها (مورد ایالات متحده)

تهیه‌کنندگان: میثم حامدی، مجید کریمی

کد گزارش: ۲۰۱۷-۱۰-۹۵

تاریخ گزارش: دی ۹۵

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 می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

فهرست مطالب

۱	مقدمه
۱	انواع معاملات کارگزاری‌ها
۹	معاملات کارکنان کارگزاری‌ها
۱۴	پیش دستی در معاملات
۱۶	نمونه‌ای از سیاست‌های شرکت‌های کارگزاری برای تنظیم و نظارت بر معاملات کارکنان
۱۷	پیشنهادهایی برای معاملات کارکنان کارگزاران
۱۹	منابع

معاملات کارگزاران و کارکنان کارگزاری‌ها (مورد ایالات متحده)

نگارنده: میثم حامدی و مجید کریمی

مقدمه

صرفنظر از ساختار بورس، وقتی سرمایه‌گذاران می‌خواهند معامله‌ای صورت دهند باید به روشی، سفارش را با بورس در میان بگذارند. بانک‌های سرمایه‌گذاری (شرکت‌های تأمین سرمایه) و کارگزاران - معامله‌گران ارتباطات لازم را با بورس برقرار ساخته و سپس خدمات خود را به‌عنوان واسطی که سفارشات مشتریان را گرفته و آنها را در لیست سفارشات بورس ثبت می‌کند، به سرمایه‌گذاران عرضه می‌نمایند. معاملاتی که توسط کارگزار اجرا می‌شود، در یکی از سه ردهٔ روبرو دسته بندی می‌شود: ۱- نمایندگی (یا وکالتی)؛ ۲- اصل یا خویش‌فرما^۲؛ یا ۳- اختصاصی (یا مالکانه)^۳ که هر یک بیان‌کنندهٔ سفارشی است که در بورس ثبت می‌شود (حتی اگر برای دیگر فعالان بازار افشا نشود).

انواع معاملات کارگزاری‌ها

۱- سفارش نمایندگی

سفارش نمایندگی، سفارشی است که کارگزار در قبال کارمزدی مشخص، از جانب مشتری اقدام به خرید یا فروش سهام می‌کند. کارگزار ریسکی در قبال اجرای معامله نمی‌پذیرد اما ملزم است تا از رهنمودهای بهترین اجرای معامله^۴ تبعیت کند؛ این رهنمودها طراحی شده‌اند تا از مد نظر قرار گرفتن حداکثر منافع مشتری برای رسیدن به بالاترین کیفیت ممکن اجرای معامله از سوی کارگزار، اطمینان حاصل شود. ویژگی مهم اجرای وکالتی معامله این است که مشتری دقیقاً قیمت اجرا شده توسط کارگزار را دریافت می‌کند (معاملات مستقیماً بین حساب مشتری و بورس تسویه می‌شود). در شرایطی که مشتری از اجرای معامله رضایت نداشته باشد، کارگزار نمی‌تواند تعدیلی در قیمت ایجاد کند مگر آنکه از نرخ کمیسیون خود بکاهد. چنانچه کارگزار به قیمتی بالاتر از آنچه که درخواست مشتری بوده است سهام را به‌فروش رساند، کارگزار نمی‌تواند چیزی از مبلغ مازاد را اکتساب کند. معامله متعلق به مشتری است.

تنها شرایطی که کارگزار می‌تواند قیمت متفاوتی از آنچه اجرا نموده است را به مشتری اختصاص دهد، حالتی است که یک خطای قانونی^۵ در اجرا اتفاق افتاده باشد. به‌عنوان مثال، کارگزار فراموش کند تا سفارش را طوری ثبت کند که اجرای آن در طول روز پخش شود و در عوض، کل سفارش را در لحظات پایانی معاملات ثبت نماید. چنانچه قیمت اجرای معامله به‌اندازهٔ کافی مناسب باشد یا

¹ Agency

² Principal

³ Proprietary

⁴ Best Execution

⁵ Legitimate Error

نسبت به آنچه که می‌توانست در طی روز عاید سرمایه‌گذار نماید بسیار بهتر باشد، اصطلاحاً مشتری بار بیشتری^۱ را دریافت خواهد داشت (بار، قیمتی است که معامله اجرا شده است).

اما چنانچه قیمت اجرای معامله بسیار پایین‌تر از قیمت اجرایی باشد که می‌توانست در طول روز کسب شود، کارگزار معاملات اجرا شده در بورس را در یک حساب تعیین شده ویژه با عنوان حساب خطا^۲ ثبت می‌کند و سپس معامله مشتری را باتوجه به دستورالعمل‌ها، با قیمتی منصفانه در آن حساب ثبت خواهد نمود. معمولاً، هنگامی که معامله‌ای از طریق حساب خطا به اجرا در آید، یک فرم (برگه) خطا باید تکمیل شود که در آن شرحی از خطا، معامله‌گر و مشتری که دچار خطا شده‌اند، و مقدار زیان ارائه می‌شود. این برگه نگه‌داری می‌شود تا در هنگام درخواست بورس، به عنوان زنجیره عطف^۳ (در حسابرسی) ارائه شود (بورس‌های اوراق بهادار گه‌گاه به صورت تصادفی معاملات کارگزار را به منظور اطمینان از انطباق آنها با مقررات بورس مورد ارزیابی و نظارت قرار می‌دهند).

اگرچه الزام این است که منافع اقتصادی یک سفارش وکالتی مستقیماً به مشتری نهایی انتقال یابد، اما این الزام بدین معنی نیست که مشتری باید عواید هر معامله اجرا شده در بورس را دریافت دارد. ساختار حساب تهاتر^۴ به کارگزار اجازه می‌دهد تا فرایند ثبت سفارشات مشتری را کاملاً تسهیل نماید؛ به طوری که ابتدا اجرای تمام معاملات مشتریان در مقابل بورس را در حساب شرکت نگه‌داشته و سپس سهم هر مشتری را براساس میانگین قیمت تحقق یافته تخصیص خواهد نمود. اگرچه از لحاظ فنی اجرای معاملات در مقابل حساب کارگزار ثبت می‌شود نه حساب مشتری، اما ساختار حساب تهاتر به گونه‌ای است که نمی‌تواند موقعیتی را نگه‌داشته یا سود و زیانی بدست آورد. گذشته از ساده‌سازی عملیات، استفاده از حساب تهاتر برای مشتریان نیز دارای مزایایی است؛ زیرا این حساب به مشتریان اجازه می‌دهد تا یک سفارش واحد را ثبت نموده و سپس نسبت کل معاملات اجرا شده بین چندین حساب را طوری تخصیص دهند که هر حساب میانگین قیمت مشابه و یکسانی را دریافت دارد. به خصوص هنگامی که مشتری وجوهی را برای چندین سرمایه‌گذار مدیریت می‌کند، تخصیص یک قیمت واحد برای اجرای معامله در چندین حساب، سوء برداشت نسبت به رفتار ترجیحی نسبت به سرمایه‌گذاران را خواهد زدود.

یکی از گزینه‌های جایگزین اجرای سفارش نمایندگی، دسترسی مستقیم به بازار^۵ (DMA) است. بسیاری از کارگزاران پلتفرم‌هایی الکترونیکی فراهم می‌آورند که از آن طریق مشتریان می‌توانند از ارتباطات الکترونیکی کارگزار با بورس، برای اجرای مستقیم سفارشاتشان، بهره‌جویند. اگرچه اغلب کارگزاران یک خط اتصال معاملاتی که بر روی کامپیوتر مشتری نصب می‌شود فراهم می‌آورند، اما زمانی که چندین مشتری نیاز به یکپارچگی بیشتری در بین سیستم‌های داخلی خود دارند یا از استراتژی‌های الگوریتمی که به صورت خاصی طراحی شده‌اند و حجم سفارش بالایی را ایجاد می‌نمایند استفاده کنند، این خط اتصال چندان کفایت نخواهد داد. در چنین مواردی، مشتری یک اتصال الکترونیکی مستقیم به زیرساخت‌های الکترونیکی کارگزار در اختیار خواهد داشت تا سفارشات را از سیستم خود، مستقیماً به بورس ارسال نمایند؛ با در نظر گرفتن این نکته که این اتصال از طریق خطوط ارتباطی^۶ کارگزاران برقرار

¹ Superior Fill

² Error Account

³ Audit Trail

⁴ Wash Account

⁵ Direct Market Access

⁶ Pipes

خواهد شد. از آنجایی که معاملات از طریق DMA منجر به دخالت مستقیم کارگزار در معامله نمی‌شود (غیر از تلاش در جهت حفظ عملکرد مناسب سیستم‌ها و تسویه و پایاپای معاملات اجرا شده)، انجام معاملات از این طریق معمولاً هزینه کارمزد بسیار کمتری دارد. از انواع سفارش‌های نمایندگی می‌توان به اجرای سفارش به قیمت بازار یا قیمت معین، اجرای معامله براساس میانگین موزون حجمی قیمت^۱ (VWAP)، میانگین موزون زمانی قیمت^۲ (TWAP) و ... اشاره کرد.

۲- معامله اصل (خویش فرما)^۳

در کنار سفارش نمایندگی، نوع دیگری از سفارش مشتری وجود دارد که به آن معامله اصل یا خویش فرما اطلاق می‌شود. در این سفارش، بجای اجرای معامله از جانب مشتری، کارگزار به عنوان طرف مقابل معامله، در مقابل فروشنده نقش خریدار و در مقابل خریدار نقش فروشنده را با قیمتی که بر روی آن توافق حاصل شده، ایفا می‌کند.^۴ برای ایفای چنین نقشی، مشتری تمام ریسک اجرای معامله را به کارگزار که باید پس از ایفای نقش طرف مقابل معامله تلاش کند تا قیمتی مساوی یا بهتر از آنچه از مشتری دریافت داشته را از بازار حاصل نماید انتقال می‌دهد (کارگزار با فروش سهم مبلغی را دریافت می‌کند که باید همان سهم را (به قیمتی بالاتر یا پایین تر) مجدداً از بازار تأمین کند و با خرید سهم از مشتری باید خود، آن را در بازار به فروش رساند). در عمل سفارش خویش فرما (یا اصل) منجر به اجرای دو معامله می‌شود: معامله کارگزار با مشتری که باید به بورس به عنوان اجرای معامله در طبقات بالا یا درون کارگزاری (نه از طریق تالار بورس) گزارش شود؛ و سپس معامله کارگزار در بازار. از آنجایی که این معاملات نتیجه مستقیم سفارش مشتری است، معمولاً به معاملات خویش فرما، **معاملات تسهیل مشتری**^۵ اطلاق می‌شود که برخی از آنها از قرار زیر است:

- **قیمت یا هزینه ریسک**^۶: در ساده ترین حالت، مشتری تمایل دارد تا تعداد مشخصی از سهام را خریداری کند یا بفروشد بفروشد و از کارگزار قیمتی که حاضر است در طرف مقابل معامله قرار گیرد را درخواست می‌کند. کارگزار قیمتی را اعلام می‌کند و مشتری چند ثانیه وقت دارد تا قیمت را بپذیرد یا رد کند. این فرایند، فرایندی بسیار سریع است و در شرایطی که مشتری کند پاسخ دهد، کارگزار احتمالاً به اطلاع مشتری خواهد رساند که تعیین مجدد قیمت، چنانچه بازار در زمان تعلل مشتری در ارائه پاسخ نوساناتی داشته باشد، موضوعیت خواهد داشت. به طور کلی، قیمت‌ها یا هزینه‌های ریسک همواره بر روی خطوط مخابراتی تعیین می‌شوند (یعنی مشتری پشت تلفن قیمت را پرسیده و کارگزار در همان لحظه قیمت را اعلام می‌کند). مشتری ممکن است با درخواست از کارگزار مبنی بر تعیین قیمت پیشنهادی خرید ریسک (چنانچه فروشنده است) یا قیمت پیشنهادی فروش ریسک (چنانچه خریدار است)، نشان دهد که در کدام سوی بازار قرار دارد. رویکرد متحورانه تر مشتری می‌تواند درخواست از کارگزار مبنی بر ایجاد بازاری دوسره^۷ برای حجم مشخصی از سهام باشد. در چنین حالتی،

^۱ Volume Weighted Average Price

^۲ Time Weighted Average Price

^۳ Principal Trading

^۴ معاملات خویش فرما زمانی صورت می‌گیرد که کارگزاری سهمی را در بازار ثانویه خریداری نموده، آنها را برای بازه مشخصی از زمان نگه داشته و سپس آنها را می‌فروشد. لذا در سفارش خویش فرما برای خرید سهم، اجرای سفارش از سوی کارگزاری مستلزم وجود سهم نزد کارگزاری است.

^۵ Trade Facilitation

^۶ Risk Price

^۷ Two-Way Market

کارگزار باید هم قیمت پیشنهادی خرید و هم قیمت پیشنهادی فروش را که وی تمایل به معامله در این قیمت‌ها دارد را به مشتری اعلام نماید و مشتری باید بلافاصله (طی چند ثانیه) تصمیم بگیرد که آیا می‌خواهد در قیمت‌های اعلام شده معامله کند یا خیر. اگر تصمیم به معامله بگیرد، موافقت خود را به کارگزار اعلام نموده و مشخص می‌کند که خریدار است یا فروشنده.

بسیاری از مشتریان، نسبت به فاش شدن اطلاعات مربوط به موقعیت یا نیت آنها، با ترس از اینکه کارگزار ممکن است از آن اطلاعات بر علیه‌شان استفاده کند، حساسیت زیادی دارند. مزیت اعلان قیمت دوسره از سوی کارگزار این است که در صورتی که مشتری تصمیم بگیرد وارد معامله نشود، اطلاعات بسیار کمی را افشا نموده و کارگزار نسبت به نیت مشتری هیچگونه آگاهی ندارد (یعنی کارگزار نمی‌داند که مشتری قصد باز کردن یک موقعیت خرید یا فروش را داشت یا می‌خواست به موقعیت موجود بیافزاید یا به آن خاتمه دهد. همچنین این ادراک وجود دارد که با درخواست قیمت دوسره، مشتری کارگزار را به سمت تعیین قیمت متحورانه‌تری سوق می‌دهد. با اعلام قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش، کارگزار دامک قیمت خرید و فروشی را نشان می‌دهد (به کار می‌برد) که وی برای آن حجم سهام اعلام شده مناسب می‌پندارد. چنانچه کارگزار قیمت پیشنهادی خرید و فروش را خیلی محافظه‌کارانه تعیین کند (یعنی قیمت پیشنهادی خرید را بسیار پایین و قیمت پیشنهادی فروش را بسیار بالا تعیین کند)، دامک بین این دو آنقدر زیاد می‌شود که کارگزار را نامعقول جلوه خواهد داد.

معمولاً کارگزاران قیمت‌های ریسک متحورانه‌تری نسبت به آنچه که واقعاً می‌توانند در بازار حاصل کنند را به مشتریان‌شان پیشنهاد می‌دهند و زیان اندکی را در فروش (به قصد خروج از) موقعیت می‌پذیرند. اگرچه کارگزاران به دقت سودآوری معاملات با یک مشتری خاص را تحت نظر دارند، اما مقداری زیان در معامله ریسک قابل قبول در نظر گرفته شده و به‌عنوان بخشی از خدمات ارائه شده فرض می‌شود. در ازای قیمت‌گذاری متحورانه ریسک در صورت لزوم، مشتریان مقدار مشخصی از سفارشات نمایندگی بدون ریسک را به کارگزار واگذار می‌کنند که زیان ناشی از تعیین قیمت متحورانه ریسک را به کارگزار باز خواهد گرداند (یعنی تخفیف ارائه شده در معامله ریسک، موجب می‌شود تا مشتری آن کارگزاری را برای معاملات معمول خود نیز برگزیند).

به درصدی از کل مبالغ دلاری کمیسیون کارگزار که از طریق معامله ریسک به‌صورت زیان ثبت می‌شود، نسبت زیان^۱ اطلاق می‌شود و بسته به مشتری، معمولاً از حدود ۵ تا ۲۵ درصد متغیر است. مشتری کارگزاری نیز معمولاً بلافاصله پس از معامله ریسک، توافق می‌کند تا دیگر سفارشات خود را به‌صورت نمایندگی از طریق همان کارگزار به جریان اندازد. وقتی قیمت ریسک بین کارگزار و مشتری مورد توافق قرار گرفت، نیازی نیست تا معامله از طریق ثبت در فهرست مرکزی سفارشات بورس اجرا شود (یعنی نیاز به ثبت سفارش نیست)؛ چراکه خریدار و فروشنده از پیش یکدیگر را یافته‌اند. این نوع از معامله خارج از بورس^۲، خرید و فروش با کارگزار واحد یا کراس^۳ نامیده می‌شود. برای اینکه تمام فعالان براساس اطلاعات مشابهی معاملات خود را به اجرا درآورند، در اغلب کشورها اطلاعات مربوط به خرید و فروش با کارگزار واحد باید

¹ Loss Ratio

² Off-Exchange

³ Cross

گزارش شده و منتشر گردد؛ جزئیات معامله به بورس ارسال شده و مانند دیگر معاملات به صورت عمومی اطلاع رسانی می گردد. اگرچه معمولاً اطلاع رسانی این معامله با نشاندگی همراه است که حاکی از اجرای معامله در خارج از بورس می باشد.

قواعد خاص انتشار اطلاعات معاملات کراس از کشوری به کشور دیگر متفاوت است؛ در بازار برخی از کشورها با قوانین و مقررات سهل تر، انتشار اطلاعات اینگونه معاملات به هیچ عنوان الزامی نیست درحالی که در برخی دیگر از کشورها، ممنوعیت آشکاری درخصوص اجرای معامله در خارج از بورس وجود دارد. در برخی از کشورها، معامله کراس صرفاً اگر در دامک قیمت پیشنهادی خرید و فروش در بازار رسمی قرار داشته باشد امکانپذیر است. همچنین، رنگ و جلا دادن به تابلوی معاملات^۱ که عبارت است از انتشار گزارش معامله به قصد ایجاد اثری روانی در معاملات حقیقی، بدون اینکه معامله ای در کار باشد، در تمام بازارها ممنوعیت دارد. وقتی اطلاعات معامله منتشر شد، گزارش منتشر شده باید بیانگر تغییرات واقعی درخصوص مالک ذی نفع باشد (یعنی انتقال موقعیت بین دو دفتر معاملاتی یک کارگزار معامله گر مشابه، اطلاع رسانی نمی شود). معاملات پس و پیش^۲ بین دو کارگزاری (با این مضمون که من آن سهم را از تو خریداری می کنم و سپس تو آن را از من بخر) به قصد دستکاری قیمت یا ایجاد درکی غلط از فعالیت های کارگزاری، ممنوع است.

- **معامله بلوکی^۳:** اگرچه بسیاری از معاملات ریسک به صورت تلفنی قیمت گذاری می شوند اما مواردی وجود دارد که میزان (کمیت) سهامی که مشتری از کارگزار تقاضای تعیین قیمت پیشنهادی خرید آن را نموده است (مشتری قصد فروش سهم به صورت عمده دارد) به قدری بزرگ است که معامله گر برای تعیین قیمت، بر نقدینگی موجود در بازار (خروج از موقعیت اتخاذ شده توسط کارگزاری چه مدت به طول خواهد انجامید و اثر اجرای معامله در بازار، چه مقدار خواهد بود) کمتر اتکا می کند تا توانایی شرکت برای استفاده از شبکه مشتریان و تماس های خود برای یافتن خریدارانی که احتمالاً تمایل به خرید سهام دارند؛ به خصوص اگر به آن ها تخفیف جذابی نسبت به قیمت کنونی بازار ارائه داده شود. این نوع از معامله که به معامله بلوکی معروف است می تواند از جانب یک مشتری حقوقی (نهادی)، یک مالک خصوصی بزرگ، یا همان طور که در اغلب مواقع چنین اتفاق می افتد، از جانب خود شرکت (شرکت فروشنده) اتفاق افتد. معاملات بلوکی بیشتر برای تعیین قیمت پیشنهادی خرید (فروش سهم) از سوی کارگزار صورت می گیرند (اغلب مشتریان تمایل دارند تا به آرامی در موقعیت های خرید وارد شده و در نهایت برای خروج از آن موقعیت ها درخواست تعیین قیمت خرید از سوی کارگزار نمایند).

معاملات بلوکی ممکن است بسیار بزرگ باشند (اغلب صدها میلیون دلار). قیمت گذاری خاص هر معامله تابعی است از بسیاری عوامل مختلف شامل ارتباط کارگزاری با مشتری، اندازه بلوک، عملکرد اخیر سهم، هویت فروشنده و انگیزه وی (اگر معامله افشا می شود)، فضای کنونی بازار و اینکه آیا اخیراً بلوک دیگری، به خصوص از بخش یا صنعت مشابه که ممکن است ریسک پذیری مشتریان مشتاق بالقوه را به شدت کاهش دهد نیز معامله شده است یا خیر.

¹ Painting the Tape

² Back and Forth Trading

³ Block Trading

به‌طور کلی، کارگزار قیمتی را برای فروشنده تضمین می‌کند و سپس یکی از دو رویکرد زیر را برای فروش سهام به مشتریان پیش خواهد گرفت. یکی از گزینه‌های پیش روی شرکت کارگزاری این است که سهام را به مشتریان به قیمت ویژه‌ای که معمولاً تخفیف قابل توجهی نسبت به قیمت بازار دارد، جهت اغوای خریداران به مشارکت، پیشنهاد کند. این رویکرد، «اولین فرد ورودی، اولین کسی است که از فرصت استفاده خواهد کرد»^۱ نامیده شده است. با پیشنهاد یک معامله جذاب، برای مشتریان فوریت ایجاد شده و معاملات به سرعت تکمیل می‌گردد. گزینه دیگر، تعیین گستره‌ای است که در آن سهم فروخته خواهد شد و پیشنهاد مشارکت به مشتریان بر مبنای ایجاد یک لیست ثبت سفارش^۲ ارائه می‌گردد. در این رویکرد، مشتریان تمایل غیر الزام‌آور خود برای خرید سهم را ثبت می‌کنند (چه تعداد سهم تمایل دارند تا خریداری کنند و به چه قیمت) اما اعلام تمایل آنها بلافاصله تکمیل نخواهد شد. در عوض، کارگزار به تمام مشتریان فرصت می‌دهد تا سفارش‌ها خود را تا زمان مشخصی ثبت کنند و سپس معامله را بر مبنای سطح تقاضا، قیمت‌گذاری می‌نماید. در بلوکی که جذابیت زیادی دارد (به دلیل خوب بودن عملکرد سهم یا به دلیل تخفیف قابل توجه آن)، ممکن است سفارش‌ها بیشتری نسبت به تعداد سهم موجود ثبت شود و قیمت سهم در بالاترین سطح گستره تعیین شده قرار گیرد؛ به‌طوری‌که مشتریان درصدی از حجم مورد تقاضای خود را دریافت دارند.

حقیقت مهم درباره هر دو رویکرد این است که اگر تقاضای مشتری برای خرید کل بلوک کافی نباشد، کارگزار فرایند معامله را با مالکیت سهم به پایان خواهد رساند. ریسک اساسی در یک معامله بلوکی این است که برخلاف تعیین ریسک معمول در تعیین قیمت خرید از سوی کارگزار که صرفاً فروشنده می‌داند که کارگزار سهام را خریداری نموده است، در معامله بلوکی، کارگزار به تمام مشتریان خود اعلام نموده تا قیمت‌های پیشنهادی خود را ارائه نمایند. چنانچه معامله خوب پیش نرود، کل افراد فعال در وال استریت آگاه می‌شوند که کارگزار در موقعیت خرید بلوک بزرگی از سهام دچار مشکل شده و باید آنها را به فروش رساند. آگاهی فعالان وال استریت، کارگزار را در محاصره‌ای شدید قرار می‌دهد. با توجه به ریسک‌های زیادی که کارگزاری درگیر آنهاست، قیمت‌گذاری یک بلوک بزرگ به ارشدترین معامله‌گران و مدیران ریسک اوراق بهادار محدود خواهد شد تا از قیمت‌گذاری مناسب معامله اطمینان حاصل شود.

سفارشات نمایندگی در مقابل خویش‌فرما: تفاوت مهم بین سفارشات نمایندگی و خویش‌فرما این است که، اگرچه هر دو در واکنش به درخواست مشتری اجرا می‌شوند اما در سفارش نمایندگی، سفارشات با نام مشتری در بورس ثبت می‌شوند درحالی‌که در سفارش خویش‌فرما، سفارشات با عنوان شرکت (کارگزاری) به ثبت می‌رسند. تفاوت این دو سفارش صرفاً معنایی نیست؛ درجایی که هر دو دستور معادل به‌طور همزمان وارد بازار شوند، سفارش مشتری بر سفارش شرکت مقدم خواهد بود. نتیجه این تقدم این است که، در جایی که از طریق اجرای معامله به‌صورت خویش‌فرما امکان ارائه خدمات بهتری نسبت به سفارش نمایندگی وجود داشته باشد، کارگزار باید ابتدا اجازه مشتری را برای تبدیل سفارش نمایندگی به سفارش خویش‌فرما به‌دست آورد؛ چراکه تبدیل شناسه نوع سفارش از «نمایندگی» به «شرکت» از لحاظ فنی می‌تواند نقطه ضعفی در اجرای معامله محسوب شود. به‌عنوان مثال، یک سفارش MOC نمایندگی نمی‌تواند بدون رضایت مشتری به‌عنوان یک سفارش خویش‌فرمای حول قیمت پایانی معامله شود.

¹ First Come, First Served

² Book-Build Basis

۳- معاملات مالکانه یا اختصاصی^۱

آخرین نوع از معامله، معامله مالکانه یا اختصاصی است. این معامله سفارشی است که از سوی شرکت (کارگزاری، بانک سرمایه‌گذاری، صندوق پوششی و ...) در جهت منافع خود و با سرمایه شرکت اجرا شده و هیچگونه ارتباطی با مشتری ندارد. اغلب شرکت‌های بزرگ، بخش مخصوصی برای معاملات اختصاصی در اختیار دارند که مسئولیت سرمایه‌گذاری سرمایه شرکت را بر عهده دارد. به دلیل مسئولیت واگذار شده به این گروه‌ها برای سرمایه‌گذاری سرمایه شرکت، میزهای معاملات مالکانه یا اختصاصی (به کارمندان شرکت که معاملات اختصاصی را انجام می‌دهند اطلاق می‌شود) معمولاً تاحدودی منحصر به فرد در نظر گرفته شده و معامله‌گران از فعالیت‌های روزانه درحوزه ارائه خدمات به درخواست‌های مشتریان رها گردیده و می‌توانند اختصاصاً بر معاملات خود شرکت متمرکز شوند. به هر ترتیب، در سال‌های اخیر بر اغلب شرکت‌های وال استریت فشار قابل توجهی وارد شده تا میزان معاملات مالکانه که به‌صورت تعاملی اجرا می‌شوند را افزایش دهند. منطق این فشار ساده است: معامله‌گری که روز خود را به مطالعه نوسانات قیمت سهام، جریان‌ات اخبار، و تحقیقات مرتبط با سهام اختصاص داده و جریان معاملات بسیاری از مشتریان مختلف تحصیل کرده را مشاهده می‌کند، دیدگاه تخصصی بهتری برای پیش‌بینی نوسانات آتی قیمت سهامی که در معاملات مالکانه مورد داد و ستد قرار گرفته در اختیار خواهد داشت. چنانچه معامله‌گر مجاز باشد تا در حساب خود اتخاذ موقعیت نماید، وی باید قادر باشد تا این مزیت اطلاعاتی را به سود معاملاتی مبدل سازد.

هنگامی که این روند آغاز شد، تردید و نگرانی شدیدی از سوی مشتریان ابراز گردید؛ بسیاری از آنها احساس نمودند که چنانچه معامله‌گری که سفارشات مشتری را تسهیل می‌کند، اقدام به اجرای سفارشات خود نیز نماید، ممکن است منجر به زیان مشتری شود. این نگرانی‌ها عموماً حول موضوع پیش‌دستی^۲ متمرکز شدند که در آن معامله‌گر سفارش مشتری را دریافت کرده و سپس بر اساس انتظاری که از اجرای سفارش و اثر قابل توجه آن در بازار دارد، ابتدا در حساب خود به معاملاتی دست زند که از طریق نوساناتی که وی با اجرای سفارش مشتری ایجاد خواهد نمود، کسب منفعت نماید. تعجب آور نیست که چنین اقدامی غیرقانونی است.

در واقعیت، درباره نگرانی‌های مشتریان درخصوص معامله‌گرانی که در حساب خود نیز اتخاذ موقعیت می‌نمایند، بیش از اندازه اغراق و بزرگ‌نمایی شده است. اما برخی بر این عقیده‌اند که هیچ کارگزار و معامله‌گری به عمد موقعیتی را در مقابل سفارش مشتری اتخاذ نمی‌کند یا به‌طریق دیگری اجرای سفارش نمایندگی مشتری را در راستای منافع خود، دچار خسران نمی‌نماید. جدای از این واقعیت که اغلب راهبردهای کسب منفعت از دانش مشتریان غیرقانونی است، اما انجام چنین کاری از منظر تجاری، عملی غیرمعمول و ساده لوحانه است. بانک سرمایه‌گذاری (شرکت تأمین سرمایه‌ای) که از سفارشات مشتریان پیش‌دستی نموده، زیان کلانی را به واسطه از دست دادن اعتماد مشتریان متحمل خواهد شد که این عدم اعتماد می‌تواند کل کسب و کار بانک سرمایه‌گذاری را به خطر اندازد. سود اندکی که ممکن است از اتخاذ موقعیت در مقابل سفارش مشتری به‌دست آید، در برابر ریسک از دست رفتن وجهه و حق‌العمل دریافتی، بسیار ناچیز است. برای اطمینان از اینکه فشار بر روی معامله‌گران جهت کسب سود منجر به رفتاری نمی‌شود که با

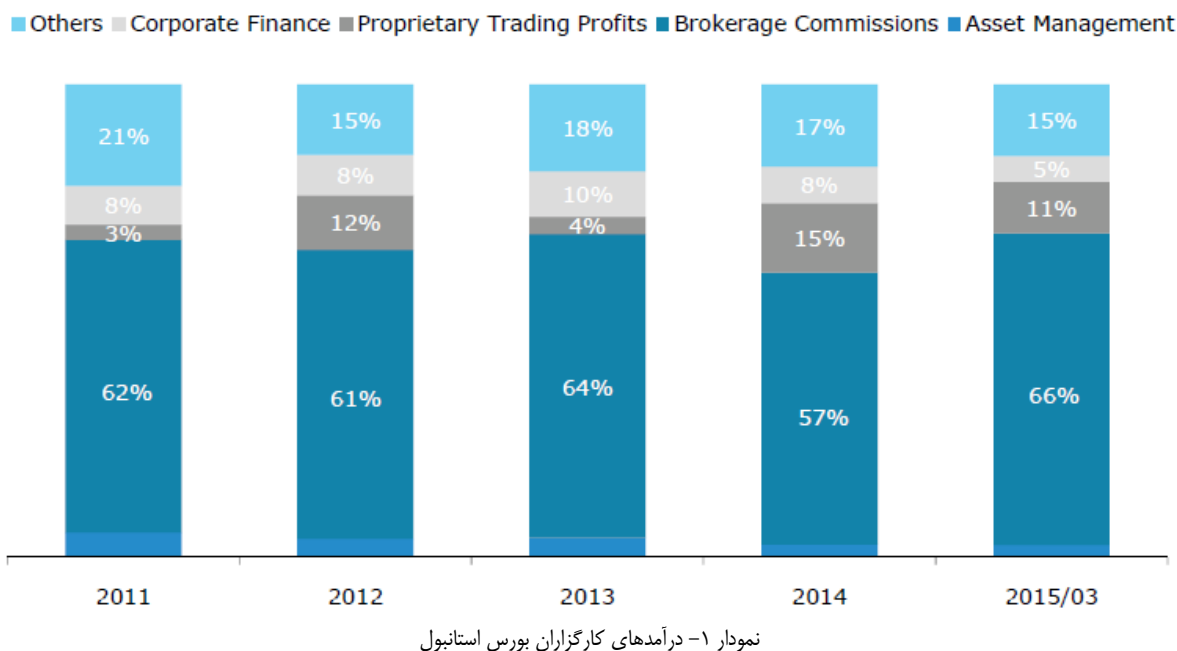
¹ Proprietary Trading

² Front Running

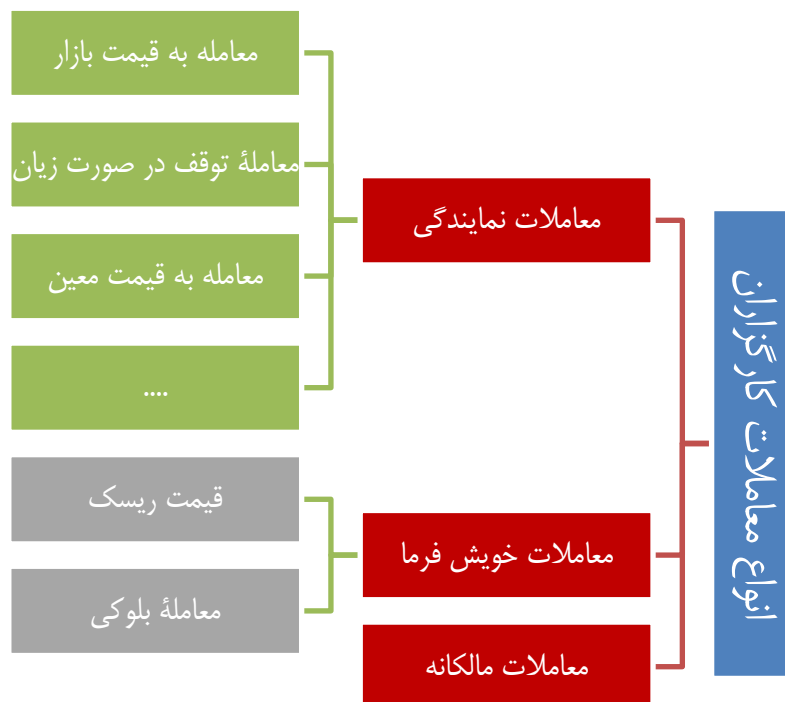
سیاست‌های شرکت در بهترین اجرای معامله و مدیریت منصفانه سفارشات همراستا نیست، شرکت به دقت معاملات مالکانه را رصد نموده و اقدامات مالکانه‌ای که در مقابل سفارش مشتری صورت گرفته است را بررسی نموده و هرگونه الگوی معاملاتی غیر معمول را مورد بازرسی قرار می‌دهد.

درحالی که نگرانی‌ها درخصوص اقدامات نامناسب کارگزار اغراق‌آمیز بوده است، دیدگاهی که سرمایه‌گذاران خرد آن را مطرح نموده‌اند نیز بر ابهام موضوع می‌افزاید. دیدگاه سرمایه‌گذاران خرد بر این نکته تأکید دارد که چنانچه کارگزار درمقابل مشتری معامله کند- یعنی وقتی مشتری تقاضای خرید دارد، کارگزار بفروشد و بالعکس- مشتری متضرر خواهد بود. این دیدگاه تا جایی پیش رفته است که برخی از کارگزاری‌های کوچک، برای جلب مشتری، ادعا می‌کنند که به دلیل اینکه هیچگاه در مقابل مشتریانشان معامله نمی‌کنند، خدمات بهتری ارائه می‌دهند. این بحث بی معنی است. اگر کارگزار تمایل دارد تا طرف مقابل سفارش نمایندگی مشتری را اتخاذ نماید (یعنی در مقابل مشتری معامله کند)، وی باید این کار را براساس رهنمودهای «بهترین قیمت اجرای معامله» صورت دهد که این رهنمودها وی را ملزم می‌کنند تا قیمتی را ارائه دهد که نسبت به قیمتی که در بازار وجود دارد بهتر باشد- یعنی از این طریق کارگزار صرفاً در جهت منافع مشتری عمل خواهد نمود.

لازم به ذکر است که قانون داد-فرانک که در سال ۲۰۰۹ به تصویب رسید، ذیل مقررات ولکر (Volcker Rule) انجام معاملات مالکانه برای بانک‌های تجاری و نهادهای زیر مجموعه آنها اعم از کارگزاری‌های زیر مجموعه را محدود نموده است (قوانین و مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار ناظر بر این امر است). فلسفه این کار منع انجام معاملات سفته‌بازانه از طریق سپرده‌های مردمی معرفی شده است. براساس بررسی به عمل آمده در بورس‌های مختلف، بورس لاهور پاکستان، بورس استانبول، بورس لندن و در اندازه بسیار کوچک در بورس مالزی، استفاده از معاملات مالکانه مجاز برشمرده شده است. به‌عنوان مثال، درآمدهای کارگزاران بورس استانبول از سال ۲۰۱۱ تا سه ماهه اول سال ۲۰۱۵، از سوی تاکاس بانک ترکیه براساس نمودار ۱ نشان داده شده است



در مجموع، انواع معاملات کارگزاران از منظر سفارش را می‌توان در نمودار ۲ خلاصه کرد به‌طوری که در دو حالت معاملات خویش‌فرما و معاملات مالکانه، امکان خرید و فروش کارگزار در حساب خود وجود دارد



معاملات کارکنان کارگزاری‌ها

جایگاه صنعت کارگزاری برای همگان در بازار سرمایه واضح و مشخص است. کارگزاران از نقش ویژه‌ای برخوردار هستند و اطلاعات بسیاری نیز در اختیار دارند. پیش از این در بالا به این سؤال پرداخته شد که آیا کارگزاری‌ها (به‌عنوان شخص حقوقی) مجاز به معامله در حساب خود هستند یا خیر. در این بخش از گزارش، این سؤال که آیا پرسنل و کارکنان کارگزاری نیز مجاز به معامله هستند یا خیر مورد بررسی قرار گرفته است. به‌عنوان یک پاسخ کلی، باید اذعان داشت که منعی برای معاملات کارکنان کارگزاری‌ها وجود ندارد گرچه محدودیت‌هایی برای ایشان در نظر گرفته شده است.

براساس پرسشی که از کارگزاری Scottrade در ایالات متحده توسط پژوهشگران این گزارش به عمل آمد، اذعان شد که کارگزاری‌ها به کارکنانشان اجازه می‌دهند تا در معاملات سهام، اوراق قرضه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ETFها، مشتقات و دیگر ابزارهای سرمایه‌گذاری وارد شوند. همچنین، در دیگر کشورها نیز، منع خاصی مبنی بر ورود به معاملات ابزارهای مالی وجود ندارد. این موضوع در انگلیس و ترکیه نیز بررسی شده است. از سوی دیگر، سیاست‌های داخلی شرکت و قوانین و مقررات نهاد ناظر و همچنین اصول اخلاقی وضع شده در بازار و شرکت‌ها، محدودیت‌هایی را برای کارکنان کارگزاران وضع نموده است. به‌عنوان مثال، کارکنان کارگزاری در ایالات متحده از ورود به معاملات عرضه اولیه سهام (IPO) منع شده‌اند. همچنین در کارگزاری‌ها دپارتمانی با

عنوان مدیریت انطباق^۱ ایجاد شده است که در آن معاملات معامله‌گران، مدیران، تحلیلگران و دیگر کارکنان کارگزاری رصد شده و از انطباق آن با قوانین و مقررات اطمینان حاصل می‌کند. اما قوانین و مقررات حول معاملات کارکنان کارگزاری را می‌توان از چند جنبه مورد بررسی قرارداد. براساس قوانین و مقررات تمامی کشورها، کارگزاری‌ها و کارکنانشان، دارای مسئولیت امانی (یا امانت داری)^۲ هستند. امانت‌دار، فرد یا نهادی است که به دیگری تعهد می‌دهد تا وظایف خود را با حسن نیت^۳ و ایجاد اعتماد^۴ انجام دهد. همچنین، براساس این مسئولیت، و ورود کارگزاران به عرصه مشاوره سرمایه‌گذاری، با کارکنان کارگزاری به‌عنوان مشاور نیز برخورد شده و در آمریکا تحت قوانین مشاوران سرمایه‌گذاری نیز هستند. این مسئولیت امانت‌داری غالب فضای قانونی مربوط به معاملات کارگزاران را شکل می‌دهد. موارد مقرراتی مرتبط با کارگزاران تحت عناوین ذیل قرار می‌گیرد:

۱- پیش‌دستی^۵؛

۲- معاملات نهانی^۶؛

۳- دست‌کاری قیمتی^۷؛ و در مجموع تقلب.

که بیش از هر چیزی دیگری، دو مورد اول برای کارکنان کارگزاری‌ها تاکنون مصداق داشته است. جرایمی که برای تخلف از هریک از این موارد وضع شده است، علاوه بر از دست رفتن وجهه و آبرو در بازار و اینکه فرد متخلف به دلیل تخلف از صنعت و بازار تردد می‌شود، جرایم نقدی و زندان است که در قوانین و مقررات پیش‌بینی گردیده است.

پیش از پرداختن به قوانین و مقررات حول کارکنان کارگزاری‌ها و همچنین محدودیت‌های معاملاتی ایشان، کارکنان و افراد وابسته به آنها باید تعریف شوند. افرادی که برای کارگزاران ثبت شده کار می‌کنند، «افراد وابسته»^۸ خوانده می‌شوند. براساس بخش 3(a)(18) دستورالعمل 15b7-1 کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، فرد وابسته کارگزاری عبارت است از هرگونه شریک، رئیس اداره، مدیر، مدیر شعب، یا کارکنان کارگزاری، به‌علاوه تمام افرادی که وظیفه مشابهی را انجام می‌دهند یا هر فرد کنترل کننده، کنترل شده یا تحت کنترل جاری کارگزاری. این افراد می‌توانند کارکنان، پیمانکار مستقل، یا دیگر افرادی باشند که برای کارگزاران کار می‌کنند (مانند تحلیلگران). این افراد در برخی مواقع «کارگزاران سهام»^۹ یا «نمایندگان ثبت شده»^{۱۰} نیز خوانده می‌شوند. اگرچه افراد وابسته نیازی نیست تا به‌طور مجزا توسط SEC یا FINRA ثبت شوند اما باید به‌طور مقتضی توسط کارگزاری ثبت شده نظارت شوند. براساس قوانین و مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)، کارگزاری‌ها ملزمند تا فعالیت‌های مرتبط با خرید و فروش اوراق بهادار افراد وابسته (اعم از کارکنان) را نظارت نمایند. کارگزاری‌ها ملزمند تا فرم U-4 را برای هر فرد وابسته‌ای که معاملات اوراق بهادار را در زمان استخدام یا زمانی که به‌عنوان فرد وابسته تحت تأثیر قرار خواهد داد، در یک نهاد خود انتظام (FINRA یا NASD)

¹ Compliance Department

² Fiduciary Responsibility

³ Good Faith

⁴ Trust

⁵ Front Running

⁶ Insider Trading

⁷ Manipulation

⁸ Associated Persons (AP)

⁹ Stock Brokers

¹⁰ Registered Representatives

پر نمایند. لذا می‌توان اذعان داشت که کارگزاری‌ها از منظر SEC و FINRA نسبت به نظارت بر کارکنانشان مسئولند و در صف اول نظارت بر ایشان قرار دارند. همچنین افراد ذینفع مرتبط به اشخاص وابسته چنین تعریف شده‌اند:

- ۱- همسر اشخاص وابسته؛
- ۲- فرزند شخص وابسته یا فرزند همسر شخص وابسته با این شرط که این فرزند با پدر و مادر در یک خانه زندگی می‌کند یا از لحاظ مالی به شخص مرتبط وابسته باشد؛
- ۳- هر یک از افراد دیگری که حساب آنها تحت کنترل شخص وابسته است؛
- ۴- هر یک از افرادی که تحت حمایت مالی شخص وابسته هستند.

کارگزاران نیز مانند دیگر فعالان بازار اوراق بهادار باید مفاد کلی «ضد تقلب»^۱ قانون اوراق بهادار را رعایت کنند. همچنین، کارگزاران کارگزاران باید الزامات بسیاری که برای حفظ استانداردهای عالی صنعت تعیین شده‌اند را نیز رعایت نمایند. برخی از این موارد عبارتند از:

الف- مفاد قانونی ضد تقلب (بخش 9(a), 10(b), 15(c)(1) و 2): مفاد ضد تقلب، تحریف یا حذف گمراه کننده حقایق اساسی، و اقدامات و اعمال فریبکارانه و جعلی در ارتباط با خرید و فروش اوراق بهادار را منع می‌کند. گرچه این مفاد قانونی عمده هستند و موارد بسیاری را در بر می‌گیرند، کمیسیون بورس و اوراق بهادار دستورالعمل‌ها، اقدامات و تفاسیری را در نظر گرفته که اقداماتی را تعریف می‌نماید که فریبکارانه، جعلی، کلاهبردانه یا کلاً غیرقانونی محسوب می‌شوند (مواردی نظیر دستورالعمل 10b-1 تا 10b-18، 15c1-1 تا 15c1-9، 15c2-1 تا 15c2-11، و دستورالعمل M. براین اساس، کارگزاران ملزمند تا فعالیت‌هایشان را به گونه‌ای تنظیم کنند که از چنین اقداماتی اجتناب شود.

۱- **وظیفه معامله منصفانه:** کارگزاران ملزمند تا معاملات مشتریان خود را به‌صورت منصفانه اجرا کنند. براساس این وظیفه، کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC)، از طریق صورت‌های تفسیری و اقدامات اجرایی، و دادگاه‌ها از طریق قوانین موردی، وظایف خاصی را بر عهده کارگزاران نهاده‌اند. از جمله این وظایف می‌توان به اجرای سریع سفارشات، افشای اطلاعات اساسی خاص (یعنی اطلاعاتی که مشتری به‌عنوان سرمایه‌گذار مهم و قابل توجه در نظر می‌گیرد)، دریافت هزینه‌های منطقی مرتبط با بازار خاصی که در آن سفارشات را اجرا می‌کند، و افشای کامل هرگونه تضاد منافع، اشاره نمود.

۲- **الزامات تناسب و شایستگی:** کارگزاران متعهدند تا صرفاً سرمایه‌گذاری‌ها یا راهبردهای کلی سرمایه‌گذاری را که برای مشتریان مناسبند پیشنهاد نمایند. مفهوم شایستگی و تناسب در دستورالعمل‌های خاص نهادهای خودانتظام مانند دستورالعمل NASD ۳۳۱۰ پدیدار شده و به‌عنوان تعهدی ذیل مفاد قانونی ضد تقلب در قوانین فدرال تفسیر شده است. براساس الزامات شایستگی و تناسب، کارگزار باید مبنایی منطقی و کافی برای هر یک از پیشنهادهایی که ارائه می‌کند داشته باشد. لذا، کارگزار متعهد است تا اطلاعات را بررسی کرده و اطلاعات کافی درباره اوراق بهاداری که توصیه می‌شود کسب کند.

¹ Antifraud

۳- **وظیفه بهترین اجرا:** وظیفه بهترین اجرا، که از مفاد مقررات ضدتقلب نشأت گرفته است، کارگزار را ملزم می‌کند تا در جستجوی کسب بهترین شرایط برای سفارشات مشتری خود باشد. دستورالعمل‌های نهادهای خود انتظام نیز بر این وظیفه تأکید دارد. به‌عنوان مثال اعضای FINRA باید تلاشی منطقی برای بهترین زمان بازار برای خرید و فروش اوراق برای مشتریان تعیین کنند.

۴- **دستورالعمل تأیید مشتری (دستورالعمل 10b-10 و دستورالعمل MSRB G-15):**

کارگزار باید برای تکمیل معامله، اطلاعات خاصی شامل موارد زیر را به مشتری ارائه کند:

- تاریخ، زمان، کد شناسایی، قیمت، و تعداد سهام؛
- نوع معامله و عواید حاصل از معامله؛
- منبع و مقدار پاداشی که شخص ثالث دریافت کرده یا دریافت خواهد کرد؛
- دیگر اطلاعات کلی و خاص.

۵- **افشای شرایط اعتباری (دستورالعمل 10b-16):** کارگزار باید در خرید اعتباری اوراق بهادار، مشتری را درباره شرایط اعتبار و وضعیت حساب وی، آگاه نماید. کارگزار موظف است تا رویه‌هایی برای افشای این اطلاعات پیش از تخصیص اعتبار به مشتری برای خرید اوراق بهادار، تعبیه نماید. کارگزار ملزم است تا این اطلاعات را در زمان گشایش حساب ارائه نماید و باید به مشتریان اعتباری، هر سه ماه صورت وضعیت حساب ارائه نماید.

۶- **محدودیت بر فروش استقراضی (قانون SHO):** قانون SHO کارگزار را ملزم می‌کند تا در فروش استقراضی دلایل منطقی بر امکان استقراض اوراق بهادار داشته باشد و اطمینان حاصل کند که این اوراق را می‌توان در سررسید، تحویل داد. دستور لوکیت (اتخاذ موقعیت در میز وام سهام) باید پیش از اجرایی شدن فروش استقراضی مستند شود.

۷- **معامله طی عرضه اوراق بهادار (قانون M):** قانون M جهت حمایت از یکپارچگی بازار معاملات اوراق بهادار به‌عنوان مکانیسم مستقل قیمت‌گذاری، حاکم بر فعالیت پذیرهنویسان، ناشران، و دیگر مشارکت‌کنندگان در ارتباط با عرضه اوراق بهادار طراحی شده است. مقررات این قانون با هدف جلوگیری از اثرگذاری افراد ذی‌نفع بر قیمت‌گذاری اوراق بهادار عرضه شده، به‌منظور تسهیل در توزیع اوراق، تصویب شده‌اند. از جمله مقررات این قانون می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- مقررۀ ۱۰۱ عموماً پذیرهنویسان، کارگزاران و دیگر مشارکت‌کنندگان در توزیع اوراق بهادار را از خرید یا تلاش برای ترغیب افراد به خرید هرگونه اوراق بهاداری که توزیع می‌شود، تا زمان محدودیت به اتمام رسد، منع می‌کند. دوره محدودیت از یک یا ۵ روز پیش از روز قیمت‌گذاری عرضه (بسته به حجم و ارزش اوراق عرضه شده و ارزش سهام آزاد ناشر) آغاز شده و با کامل شدن توزیع اوراق خاتمه می‌یابد (گرچه استثنایی در این میان وجود دارد).

- مقررۀ ۱۰۲ ناشر و دارندگان اوراق که فروشنده هستند، و همچنین خریداران وابسته به ناشر را از خرید یا تلاش برای ترغیب به خرید اوراق بهادار در زمان توزیع، در زمان محدودیت، منع می‌نماید.

۸- **محدودیت بر معاملات نهانی:** کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) و همچنین دادگاه، بخش 10(b) قانون بورس اوراق بهادار و مقررۀ 10b-5 را برای منع استفاده از اطلاعات غیرعمومی اساسی در خرید یا فروش اوراق بهادار، زمانی که استفاده از این اطلاعات منجر به نقض وظیفۀ اعتماد و امانت‌داری در مقابل شخص ثالث می‌شود، تفسیر نموده‌اند. بخش 15(f) قانون بورس اوراق بهادار، کارگزاری‌ها را ملزم می‌کند تا سیاست‌ها و رویه‌های مدون در اختیار داشته باشند تا از سوء استفاده کارکنانشان از اطلاعات نهانی، جلوگیری به عمل آید. کارگزاری‌ها از اقدامات زیر برای اجتناب از استفاده اطلاعات نهانی بهره می‌برند:

- آموزش کارکنان جهت آگاه‌سازی ایشان از محدودیت‌های وضع شده؛
- محدودیت‌های معاملاتی کارکنان؛
- محدودیت‌های فیزیکی؛
- ایزوله کردن دپارتمان‌های ویژه؛
- محدودیت معاملات مالکانه در بانک‌های سرمایه‌گذاری.

قانون حاکم بر معاملات نهانی، قانون معاملات نهانی و اجرائیان تقلب در اوراق بهادار^۱ مصوب سال ۱۹۸۸ است. در صورت کشف معاملات نهانی از سوی کمیسیون بورس و اوراق بهادار، جرایم ۱ میلیون دلاری یا جریمۀ ۳۰۰ درصدی سود حاصل شده اجرا می‌شود.

۹- **محدودیت بر معاملات خصوصی اوراق بهادار:** دستورالعمل NASD ۳۰۴۰ اظهار می‌دارد که «هیچ یک از افراد وابسته به یک کارگزاری نباید در هرگونه معاملۀ خصوصی اوراق بهادار مشارکت داشته باشد». در برخی موارد که در دستورالعمل این امر مجاز شمرده شده است، فرد وابسته باید مشارکت خود در چنین معاملۀ را به صورت کتبی به کارگزاری اعلام نماید.

ب- تحلیل‌گران و قانون AC: قانون AC (یا قانون گواهی تحلیلگر^۲) کارگزار و افراد وابسته به آن را ملزم می‌کند گزارش‌های تحلیلی منتشر شده از سوی آنها در برگیرندۀ تأییدیه‌ای باشد که نظرات اظهار شده در گزارش، دیدگاه‌های شخصی تحلیل‌گر است. همچنین، گزارش باید اینکه تحلیل‌گر برای اظهار این نظرات در گزارش مبلغی دریافت نموده است یا خیر، افشا شود. قانون AC برای تمام کارگزاران و همچنین تمام افراد وابسته به آنها که ذیل تعریف افراد «تحت پوشش» قرار می‌گیرند، اعمال می‌شود. مقررات مربوط به سازمان‌های خود انتظام (از جمله فینرا) محدودیت‌هایی بر جبران خدمات تحلیل‌گر، فعالیت‌ها معاملاتی شخصی، و درگیر شدن در فعالیت‌های بانکداری سرمایه‌گذاری منع نموده است.

^۱ Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act

^۲ Analyst Certification

ج- معامله اعضای بورس ها و کارگزاران (بخش 11(a)): کارگزاری که عضو بورس های ملی هستند، درخصوص معاملاتی که بر بورس ها اثرگذارند نیز مقررات مضاعفی را باید رعایت کنند. برای مثال، به استثنای شرایطی خاص، کارگزاران نمی توانند معاملاتی اثرگذار در حساب خودشان، در حساب افراد وابسته به خود، یا حساب هایی که کارکنان آنها مدیریت می کنند، انجام دهند.

ج- دستورالعمل ۳۲۱۰ فینرا: هیچ یک از اشخاص وابسته (کارکنان کارگزاری) نباید بدون موافقت مکتوب کارگزاری، در دیگر کارگزاری ها یا هر مؤسسه مالی دیگری که امکان انجام معامله از آن طریق باشد و فرد وابسته از آن منتفع شود، حساب باز کند.

مواردی که در بالا ذکر شد، عموم قوانین و مقررات پیرامون کارگزاران و کارکنان کارگزاری ها هستند. اما همانطور که پیش از این ذکر قوانین و مقررات کارکنان کارگزاری ها در چند حوزه باید مورد بررسی قرار گیرد که یکی از این موارد پیش دستی است. در زیر پیش دستی و مصادیق آن، به تفصیل مورد بررسی قرار گرفته است.

پیش دستی در معاملات

کسب درآمد حاصل از معاملات سهام، اختیار معامله و قراردادهای آتی که بر اساس اطلاع از معاملات گسترده و بلوکی پیش رو به دست می آید و بر قیمت اوراق بهادار تأثیر گذار است، موضوع معاملات پیش دستی می باشد. این نوع از معاملات بوسیله نهاد قانونگذار ممنوع بوده و تمامی معامله گران اجازه چنین معاملاتی را ندارند. کارگزاران به طور معمول به اطلاعات مربوط به سفارشات معامله گران دسترسی دارند. اگر آنها به صورت غیرقانونی از این اطلاعات برای معاملات شخصی خود و به منظور بیشینه کردن سود استفاده نمایند؛ در این صورت این اقدام شخص کارگزار به عنوان یک معامله پیش دستی شناخته می شود. فرایند پیش دستی بدین صورت است که کارگزاران به سفارشات مربوط به معاملات عمده قبل از اجرا دسترسی دارند که همین اطلاع می تواند وسیله سوء استفاده آنها را فراهم آورد. برای مثال اگر یک کارگزار از پیشنهاد خرید سهام شرکت XYZ آگاهی داشته باشد (خریدی که احتمالاً اثر قابل توجهی بر روی قیمت سهم خواهد داشت) و بر این اساس تعدادی از همان سهام XYZ را قبل از آنکه سفارش مشتری را اجرا کند، به حساب خود خریداری نماید، سفارش وی، مصداق معاملات پیش دستی خواهد بود.

قوانین و مقرراتی که بر اساس آن معاملات پیش دستی ممنوع و جرم محسوب می شوند دستورالعمل های شماره ۵۳۱۰، ۵۲۲۰ و ۵۲۷۰ قوانین و مقررات فینرا هستند. بر اساس دستورالعمل ۵۲۷۰، معاملات کارگزار بر روی سهم خاصی که معامله بلوکی می شود (قبل از اجرای معامله بلوکی) و معاملاتی که براساس اطلاعات نهانی منتشر نشده صورت می گیرند، تخلف محسوب می شوند. دستورالعمل ۵۳۲۰ نیز به تعویق انداختن سفارشات مشتری برای نفع حساب شخصی کارگزار را مصداق معاملات پیش دستی دانسته و این عمل را غیرقانونی می داند.

پیش دستان اطلاعات مربوط به معاملات دیگران که قصد بر انجام آن دارند را جمع آوری می نمایند و موفقیت آنها در انجام معامله قبل از کامل شدن معاملات دیگران است. پیش دستان اطلاعات خود را از منابع عمومی، پیش دستان دیگر و یا کارگزاران بدست می آورند. فعالان بازار به این دلیل که این افراد، پیشتاز معامله قبل از دیگران هستند آنها را پیش دست می نامند. راهبردهای مربوط به پیش دستی بر اساس نوع معامله گری که نسبت به آن پیشتاز می شوند متفاوتند. پیش دستان ممکن است نسبت به معامله گران فعال پیش دست باشند و یا ممکن است نسبت به معامله گران منفعل پیش دستی کنند. معامله گران فعال آنهایی هستند که تقاضای نقدینگی

دارند و معامله‌گران منفعل افرادی هستند که به عرضه نقدینگی می‌پردازند. پیش‌دستی در برخی مواقع اقدامی غیرقانونی و در موارد نادری، قانونی است. به عنوان مثال فرض کنید فرد الف برای یک کارگزاری بزرگ در تالار بورس قراردادهای آتی معامله می‌کند. فرد ب نیز به حساب شخصی خود در قراردادهای آتی کالا به معامله می‌پردازد. فرد الف و فرد ب سیگنال‌هایی به صورت محرمانه بین خودشان تعریف کرده‌اند که بر اساس آن فرد الف به فرد ب اطلاع می‌دهد که با یک سفارش خرید و یا فروش بزرگ نسبت به یک سهم خاص روبرو شده است. سیگنال‌هایی که بین این دو رد و بدل می‌شود کاملاً محرمانه است و فهم آن توسط شخص ثالث مشکل می‌نماید. وقتی فرد الف سیگنال‌های سفارش خرید سهم خاصی به حجم بالا را دریافت می‌کند آن را به صورت محرمانه به فرد ب منتقل می‌کند. بلافاصله فرد ب پیش‌دستی کرده و قبل از سفارش مشتری کارگزاری اقدام به خرید می‌کند. در این صورت از افزایش قیمت سود می‌برد و براساس توافقات داخلی بین الف و ب هر دو منتفع می‌شوند. برای سفارشات فروش نیز بر اساس سیگنال‌های تعریف شده و سفارشات دریافتی که آقای الف از آن مطلع می‌شود نیز عمل می‌گردد. برای اینکه از اینگونه معاملات غیرقانونی جلوگیری شود، شرکت‌های کارگزاری، مشتریان آنها و بورس‌ها باید به دقت به تغییرات قیمتی، قبل و بعد از سفارشات آنها حساس بوده و آن را رصد کنند و بوسیله الگوهای سیستماتیک به کشف پدیده معاملات پیش‌دستی بپردازند. البته توسعه سیستم‌های الکترونیکی که در بسیاری از بورس‌های دنیا در حال گسترش است، خود عاملی است که از فریکاری‌هایی همچون مثال ذکر شده جلوگیری می‌کند. تعریف الگوریتم‌هایی که حول معاملات بزرگ طراحی شده، یکی از ابزارهایی است که به کشف این پدیده مبادرت می‌ورزد.

در بسیاری از بازارها پیش‌دستی غیرقانونی است و دلیل آن به دست آوردن اطلاعات به صورت نادرست است. و بدست آوردن اطلاعات به روش ناصحیح زمانی است که نقض محرمانگی در اقدامات کارگزاران منجر شود و یا استراق سمعی نسبت به محرمانگی رخ دهد. البته باید توجه داشت که پیش‌دستی می‌تواند به صورت قانونی نیز تعریف گردد. در این صورت افشای اطلاعات سهواً رخ داده و این مسئله از نگاه قانون، بلا اشکال است. هر چند که باید دقت لازم در این موضوع نیز صورت گیرد. برای روشن شدن بحث به مثال زیر توجه کنید.

آقای الف و آقای ب مدت زمانی طولانی است که در بازار اختیار معامله به خرید و فروش می‌پردازند. اگرچه این دو با هم دوست نیستند ولی تجربه کار کردن در کنار یکدیگر باعث شده تا آشنایی نسبی نسبت به رفتار هم پیدا کنند. آقای الف به حساب شخصی خود معامله می‌کند و آقای ب برای کارگزاری. رفتار آقای ب در هنگام دریافت معامله خرید و فروش کاشف از چیزی نیست. اما تجربه کار کردن آقای الف در کنار ب باعث شده تا رفتار او را در هنگام دریافت معاملات با حجم بالا در هنگام خرید و فروش متوجه شود و به این وسیله به حدس درست در مورد معاملات کارگزاری برسد. البته این موضوع ناشی از ضعف آقای ب در هنگام دریافت سفارش معامله است. آقای الف این مسئله را متوجه شده و بر اساس آن راهبردهای خود را تعیین و تنظیم می‌کند. کار آقای الف قانونی است و پیش‌دستی او کار نادرستی از نظر قانون به حساب نمی‌آید (گرچه از منظر اخلاق کار درستی انجام نمی‌دهد).

گاهی اوقات پیش‌دستان اطلاعات خود در مورد سفارشات را زمانی بدست می‌آورند که کارگزار آنها برای تنظیم معاملات با آنها تماس می‌گیرد. کارگزاری که قصد ساماندهی به یک معامله بزرگ را دارند باید طرف دیگر سفارش معامله را تنظیم نمایند. در این حالت با مشتریان خود تماس می‌گیرند و با آنها در رابطه با طرف دوم معامله مذاکره می‌کنند. پیش‌دستان با زیرکی پی به یک معامله

سنگین در طرف اول می‌برند و در این صورت زودتر از اقدام کارگزاری پیش دستی کرده و وارد معامله می‌شوند (کارکنان کارگزاری از این مصادیق استفاده می‌کنند). در این اقدام پیش‌دستان ریسک به هم خوردن ارتباط با کارگزار خود را خواهند داشت که به این منظور سعی در مدیریت اقدامات معاملات پیش‌دستی خود می‌کنند. در این حالت کارگزاران نیز باید پیش‌دستان و راهبردهای آنها را شناخته و از اقدامی که باعث افشای این اطلاعات می‌شود جلوگیری به عمل آورند. به هر ترتیب، می‌توان اذعان داشت که در مجموع، هر آنچه استفاده از اطلاعات غیرعمومی است که جزو مصادیق معاملات نهانی قرار می‌گیرد، تخلف محسوب شده و دیگر مواردی که جزو مصادیق معاملات نهانی نیستند، تخلف محسوب نمی‌شوند.

باید توجه داشت که آنچه برای بازار مهم است حمایت از سرمایه‌گذاران، منصفانه و عادلانه بودن قیمت‌ها و اعتماد به بازار است که این موضوع باعث می‌شود، نهادهای ناظر که این وظایف را بر عهده دارند، نسبت به موضوع پیش‌دستی واکنش نشان دهند.

نمونه‌ای از سیاست‌های شرکت‌های کارگزاری برای تنظیم و نظارت بر معاملات کارکنان

همانطور که پیش از این اشاره شد، کارگزاری‌ها در صف اول نظارت بر کارکنانشان هستند و از منظر کمیسیون بورس و اوراق بهادار مسئول شناخته می‌شوند. به همین منظور، بسیاری از شرکت‌های کارگزاری، سیاست‌های سخت‌گیرانه‌ای را بر کارکنان خود وضع می‌کنند. در زیر به سیاست‌های بانک Mellon درخصوص معاملات کارکنان کارگزاری‌ها، مشاوران سرمایه‌گذاری و تمام افرادی که در شرکت تأمین سرمایه این بانک فعالیت دارند، اشاره شده است.

۱- مسئولیت مدنی

زمانی که کارکنان در موقعیتی قرار می‌گیرند که نسبت به مشتری مسئولیتی بر عهده دارند و کسب منافع شخصی در تضاد با امانتداری در حق اوست و او را با عدم انتفاع و یا ضرر مواجه می‌سازد، از انجام معامله شخصی منع می‌شوند. کارکنان باید بهترین تلاش خود را برای حفاظت از این حق انجام داده و در صورت مواجهه با خلاف آن از سوی سایر کارکنان، بلافاصله گزارش آن را به دفتر اخلاق و واحد تطبیق کارگزاری گزارش دهند.

۲- حفظ اطلاعات غیر عمومی و تطبیق با قانون اوراق بهادار

کارکنان برای انجام مسئولیت شغلی خود باید در تطبیق با الزامات قانونی و عملیاتی قانون اوراق بهادار باشند. کارکنان به عنوان یکی از اجزای شرکت، در صورت مواجهه با اطلاعاتی در مورد شرکت، مشتری و یا هرگونه اطلاعاتی که به دلایلی محرمانه تلقی می‌شوند، اجازه افشای اطلاعات را به هیچ عنوان در اختیار ندارند.

اما پس از اظهار سیاست‌های کلی، محدودیت‌های وضع شده بر کارکنان از قرار زیر است:

- ۱- فروش استقراضی برای کارکنان به طور کلی ممنوع است؛
- ۲- خرید و فروش اوراق بهادار در کوتاه مدت (کمتر از ۶۰ روز) ممنوع است؛
- ۳- معاملات اعتباری (خرید اعتباری و معامله بر روی حساب ودیعه) ممنوع است؛
- ۴- معاملات اختیار معامله برای کارکنان ممنوع است؛

۵- کارکنان باید از هرگونه ارتباط معاملاتی نامتعارف با مشتریان، اجتناب ورزند. همچنین کارکنان از هر اقدامی که مصداق دستکاری باشد پرهیزند؛

این موارد، شرایطی غیر از موارد قانونی است و محدودیت‌های مضاعفی است که خود شرکت کارگزاری بر کارکنانش وضع نموده است.

پیشنهادهایی برای معاملات کارکنان کارگزاران

بی‌شک برای اعطای مجوز به کارکنان کارگزاران برای انجام معامله، باید مواردی را مد نظر قرار داد. این موارد نباید استفاده از قوانین و مقررات بیش از حد باشد و نه قوانین و مقرراتی سهل‌انگارانه. در وهله اول، عنان زدن به افسار گیسختگی احتمالی اینگونه معاملات، باید ضامن عدم ایجاد تضاد منافع بین سرمایه‌گذاران و کارکنان کارگزاری‌ها باشد؛ به‌طوری که نفع سرمایه‌گذاران نسبت به نفع کارکنان کارگزاری‌ها رجحان داشته باشد. در وهله دوم، مقرراتی که وضع می‌شود باید ضامن جلوگیری از معاملات نهانی و همچنین تقلب (از انواع مختلف آن) باشد. و سوم اینکه، شرکت‌های کارگزاری نیز باید در زنجیره نظارت قرار گیرند و به‌عنوان اولین حلقه نظارت بر کارکنان محسوب شوند (نهاد ناظر در صورت کشف تخلف یا اقدامات غیرقانونی، کارگزاری‌ها را مسئول بدانند). بدین منظور در نظر گرفتن موارد زیر برای اعطای مجوز به کارکنان کارگزاری‌ها پیشنهاد می‌شود:

۱- شرکت‌های کارگزاری مظفند تا ضمن اتخاذ سیاست‌هایی داخلی برای معاملات کارکنان و افراد وابسته به آنها، بر روند معاملات مشتریان هر یک از کارکنان و معاملات کارکنان نظارت دقیقی داشته باشند و از بروز هرگونه تخلف در این زمینه ممانعت به عمل آورند؛

۲- در صورت بروز هرگونه تخلف از سوی کارکنان کارگزاری، تخلف صورت گرفته به سازمان بورس و اوراق بهادار اعلام شده و اقدامات تنبیهی از سوی کارگزاری اعمال شود؛

۳- شرکت‌های کارگزاری موظفند لیست کارکنان خود (و افراد وابسته) را در اختیار سازمان بورس و اوراق بهادار و همچنین در اختیار دیگر شرکت‌های کارگزاری قرار دهند تا در صورت افتتاح حساب در یک کارگزاری دیگر، قابلیت رصد معاملات فرد وجود داشته باشد و سازمان نیز قابلیت جلوگیری از تخلفات را محفوظ دارد؛

۴- کارکنان کارگزاری در صورت تمایل به افتتاح حساب در شرکت کارگزاری دیگر، موظفند این موضوع را به‌صورت کتبی به اطلاع شرکت کارگزاری که در آن فعالند برسانند و در صورت رضایت شرکت مبدأ، مبادرت به این امر ورزند؛

۵- معاملات در عرضه اولیه اوراق بهادار از سوی کارکنان کارگزاری‌ها ممنوع است؛

۶- جهت جلوگیری از اعمال سفته‌بازانه، حداقل مدت نگاه‌داشت سهام از سوی کارکنان کارگزاری‌ها، ۶۰ روز تعیین شود؛

۷- استفاده از قراردادهای اختیار سهام‌هایی که معاملات مشتریان کارگزار (به‌خصوص معاملات بلوکی) روی آنها صورت می‌گیرد برای کارکنان کارگزاری منع شود؛

۸- اعطای اعتبار از سوی کارگزاری مبدأ به کارکنان، در صورتی که رجحانی نسبت به دیگر مشتریان وجود نداشته باشد، بلا مانع است؛ اما کارگزاری موظف است در این خصوص تدابیر لازم را اتخاذ کند.

۹- کارکنان شرکت‌های کارگزاری موظفند تا هر ۶ ماه یکبار گزارش معاملات خود را در اختیار سازمان بورس و اوراق بهادار قرار دهند؛

۱۰- جهت پایش انطباق بر قوانین و مقررات، هر کارگزاری موظف است تا دپارتمان انطباقی داشته باشد که معاملات کارگزاران را رصد نموده و در صورت بروز تخلف به مدیر کارگزاری اعلام نماید؛

۱۱- جهت شفاف‌سازی بازار، افرادی که از اینگونه اطلاعات استفاده می‌کند افشا شوند تا ریسک شهرت هم برای کارمند کارگزاری و هم برای کارگزاری افزایش یابد. (نمونه کامل این افشاء در کشور فنلاند وجود دارد و این مسأله را حق سرمایه گذاران می‌داند.)

- 1- Harris, Larry; 2003, Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners, Oxford University Press.
- 2- Schmidt, Anatoly; 2011, Financial Markets and Trading: An Introduction to Market Microstructure and Trading Strategies, Wiley Finance.
- 3- Barnes, Paul; 2009, Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse, Gower Publication.
- 4- Ali, Paul; Gregoriou, Greg, 2009, Insider Trading: Global Developments and Analysis, CRC press.
- 5- Berkman, Henk; 2016, **Personal Trading by Employees of Financial Intermediaries**, University of Oklahoma
- 6- Poser, Norman; Fanto, James; 2007, Broker-Dealer Law and Regulation, Aspen Publishers.
- 7- FINRA, 2003, Personal Securities Transactions, Regulatory Notice.
- 8- Daniels, Teri , 2015, Personal Trading Activity of Associated Persons, FINRA Rule Book
- 9- TCMA, 2015, Turkish Capital Market.
- 10- SEC, 2008, Guide to Broker-Dealer Registration, Division of Trading and Markets
- 11- *Langevoort, Donald; 2010*, Brokers as Fiduciaries, Rand Corporation.
- 12- Opiela, Nancy; 2007, Front Running on the Front Burner, CFA Magazine.
- 13- Mayhew, Stewart; 2008, Conflicts of Interest among Market Intermediaries, U.S. Securities and Exchange Commission.
- 14- Steinberg, Marc; 2002, Insider Trading – A Comparative Perspective, the Securities Regulation Law Journal.
- 15- Laby, Arthur, 2004, Resolving Conflicts Of Duty In Fiduciary Relationships, the American University Law Review.