

به نام خدا



بورس اوراق بهادار تهران (سهامی عام)

اجرای "دستورالعمل بازار ابزارهای مالی (مفید)" و تحولات بنیادین در بازارهای اوراق بهادار اتحادیه اروپا

ژان پیر کیسی و کارل لانو

Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)

معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار

مدیریت تحقیق و توسعه

مهر 1386

خلاصه

اغلب تحلیلهای انجام شده درباره دستورالعمل بازار ابزارهای مالی (مفید) در راستای چشم‌انداز نظارتی جدید بوده و بر ایجاد زیرساختهای پشتیبانی تکنولوژی اطلاعات، ارتقای سیستم‌ها و رعایت مقررات تمرکز داشته‌اند. نویسندگان این مقاله معتقدند تأثیرات اجرای این دستورالعمل از دو عامل استفاده از تکنولوژی اطلاعات و رعایت مقررات فراتر می‌رود. زیرا هماهنگی این دستورالعمل با قوانین نظارتی کشورهای عضو در زمینه تدوین مقررات اوراق بهادار، ساختار باز فراهم شده توسط مفید بویژه در انجام معاملات و گزارش‌دهی، باعث ایجاد تحولی عظیم در ساختارهای موجود بازار خواهد شد. برخی صاحب نظران معتقدند اجرای مفید کمتر از یک انقلاب نیست زیرا با اجرای این دستورالعمل، بانکها در برخی فعالیتهای مانند بورس‌ها عمل می‌کنند، بورسها نیز خدماتی را ارائه می‌کند که بیش از مفید در بازارهای خارج از بورس ارائه می‌شد، تمرکز اجرای سفارش خرید و فروش در بازارهایی که قبلاً تحت حاکمیت مقررات متمرکز بوده‌اند از بین می‌رود و اجرای آن به نهادهای صلاحیت‌دار واگذار می‌شود. علاوه بر این مفید نه تنها بر ساختار، عملیات روزانه و استراتژیهای کاری شرکتهای ارائه دهنده خدمات سرمایه‌گذاری اثر عمیقی خواهد داشت، بلکه مدیران دارایی و سایر واسطه‌های مالی نظیر کارگزاران، پردازش‌گران اطلاعات و ارائه دهندگان خدمات مالی و ... را نیز تحت تأثیر قرار خواهد داد. شمای کلی بازار و کارکردهای آن نیز تا حد زیادی تغییر می‌کند و شرکتهای ملزم می‌شوند به منظور حفظ موقعیت رقابتی خود به طور مستمر به بازسازی ساختار خود بپردازند.

این گزارش که به عنوان خلاصه‌ای از دیدگاه‌های مؤسسه "بازار سرمایه اتحادیه اروپا" منتشر شده است تصویری از چشم‌انداز اجتماعی بازار اوراق بهادار اتحادیه اروپا پس از اجرای مفید را ارائه می‌کند و بر پیش‌بینی‌های نگارندگان در مورد اثرات احتمالی اجرای مفید بر ساختار بازارها و نیز واکنش‌های استراتژیکی شرکتهای خدمات مالی متمرکز می‌شود.

اجرای "دستورالعمل بازار ابزارهای مالی (مفید)"¹ و تحولات بنیادین در بازارهای اوراق

بهادار اتحادیه اروپا

ژان پیر کیسی و کارل لانو

مترجم: مدیریت تحقیق و توسعه بورس تهران

خلاصه

در این گزارش که به عنوان خلاصه‌ای از دیدگاه‌های مؤسسه بازار سرمایه اتحادیه اروپا² منتشر شده است، تصویری از چشم‌انداز احتمالی بازار اوراق بهادار اتحادیه اروپا پس از اجرای مفید در بازارهای این اتحادیه ارائه می‌شود. اغلب تحلیل‌های انجام شده در مورد این دستورالعمل، پیرامون تغییرات کوتاه‌مدت و هزینه‌های تطبیق، به ویژه در مورد سرمایه‌گذاری‌های انجام شده بر روی تکنولوژی اطلاعات بوده است. اما این دستورالعمل نمایانگر تحول عظیمی در بازارهای اوراق بهادار اروپایی است که زمینه تغییرات ساختاری عمیق و باثباتی را فراهم آورده است. تمرکز اصلی این گزارش، بر ده مورد پیش‌بینی نگارندگان، به عنوان اثرات احتمالی اجرای مفید بر ساختارهای بازار و نیز واکنش‌های استراتژیکی احتمالی شرکت‌های خدمات مالی قرار دارد.

¹ . Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)

² . The European Capital Markets Institute (ECMI)

1. مقدمه

دستورالعمل بازار ابزارهای مالی (مفید) تاکنون به عنوان راهکاری برای رعایت مقررات و به کارگیری تکنولوژی اطلاعات توسط شرکت‌های خدمات مالی محسوب شده است. بنابراین، اغلب تحلیل‌های صورت گرفته در زمینه انطباق با این دستورالعمل و توسعه استراتژی‌های کاری در راستای چشم‌انداز نظارتی جدید، بر ایجاد زیرساخت‌های پشتیبان تکنولوژی اطلاعات و ارتقای سیستم‌ها تمرکز داشته‌اند. بر اساس نظرات مطرح شده در این مقاله، تاثیرات اجرای این دستورالعمل از تکنولوژی اطلاعات و میزان رعایت مقررات فراتر می‌رود. هماهنگی¹ بی‌نظیر در تدوین قوانین و مقررات بازارهای اوراق بهادار و ساختار باز فراهم شده توسط مفید، به ویژه در انجام معاملات و گزارش‌دهی، باعث ایجاد تحولی عظیم در ساختارهای موجود بازار خواهد شد.

به نقل از روزنامه لموند²: "اجرای مفید کمتر از یک انقلاب نیست: با اجرای این دستورالعمل، در برخی فعالیت‌ها، بانک‌ها همانند بورس‌ها عمل می‌کنند، بورس‌ها در انجام معاملات، خدماتی ارائه می‌کنند که پیش از آن در ساختار بازارهای خارج از بورس³ دیده شده است تا در چارچوب وظایف بازارهای رسمی سنتی و تمرکز اجرای سفارش‌های خرید و فروش در بازارهایی که قبلاً تحت حاکمیت مقررات متمرکز بوده‌اند، از بین می‌رود و اجرای آن به نهادهای صلاحیت‌دار واگذار می‌شود". مفید نه تنها بر ساختار، عملیات روزانه و استراتژی‌های کاری شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری—که

¹. منظور از هماهنگی در این مقاله، هماهنگی با قوانین نظارتی کشورهای عضو است.

². le monde a l'envers

³. OTC

تا حد زیادی تمایل به تمرکز دارند- اثر عمیقی خواهد داشت، بلکه سازمان، عملیات روزانه و استراتژی- های کاری بورس‌ها، مدیران دارایی و سایر واسطه‌های مالی نظیر کارگزاران، پردازش‌گران اطلاعات و تهیه‌کنندگان راه‌کارهای کسب و کار¹ را نیز تحت تاثیر قرار می‌دهد. احتمال می‌رود که شمای کلی بازار و کارکردهای آن نیز تا حد زیادی تغییر کند، به ویژه این که اجرای مفید، پدیده ایستایی نیست که یک بار مستلزم هزینه باشد، بلکه در چارچوب آن شرکت‌ها ملزم می‌شوند به منظور حفظ موقعیت رقابتی خود، به‌طور پیوسته به بازسازی ساختار خود بپردازند.

با توجه به این واقعیت، به نظر می‌رسد بررسی‌ها و تحلیل‌های صورت گرفته درباره اجرای راهبردی مفید ناکافی است، حتی اگر این تحلیل‌ها بسیار جامع و گسترده باشند، ما معتقد به چیزی بیش از آنچه که بازل II² در مورد بانک‌ها مطرح می‌کند، هستیم، زیرا تحولات ساختاری عمیقی در بازار انتظار می‌رود. ابهام در مورد موقعیت استراتژیک مشارکت‌کنندگان بازار در چشم‌انداز نظارتی جدید و واکنش آنها نسبت به تهدیدهای جدید، وضعیت موجود را دگرگون خواهد ساخت.

تغییر در وضعیت موجود همانند سایر تحولات، فراهم شدن فرصت مناسب برای کسانی است که از آمادگی لازم برخوردار هستند و برای افرادی که قادر به تطبیق خود با شرایط جدید نیستند، تهدید محسوب می‌شود. افراد آماده در نقش بازیگرانی هستند که در دنیای پس از اجرای مفید، جریان‌ات درآمدی بیشتری ایجاد خواهند کرد، سهم بازار را از افراد ناآماده می‌ربایند و رقابت خود را در حوزه‌هایی فراتر از حوزه‌های سنتی یعنی حوزه‌هایی که قبل از اجرای مفید امکان دسترسی به آن را نداشته‌اند یا برای آنها سودآور نبوده است، آغاز می‌کنند.

از سوی دیگر، افرادی که از آمادگی کمتری برخوردارند، بلافاصله پس از نوامبر 2007 خود را در رقابت با بازیگرانی می‌بینند که قبل از اجرای مفید حتی در شمار رقبای عادی آنها قرار نمی‌گرفته، یا رقابت اندکی با آنها داشته یا اصلاً رقابت نمی‌کرده‌اند.

1. Business Solutions Providers

2. Basel II: موافقتنامه شماره دو کمیته نظارت بر بانکداری که متشکل از نمایندگان بانکهای مرکزی گروه 10 است و مقر آن در شهر Basel سوئیس است

2. ده پیش‌بینی کلیدی در مورد اثرات اجرای مفید

مفید برخی از تغییرات مهم در بازارهای مالی اروپایی را که به دلیل پیشرفت‌های تکنولوژیکی و افزایش رقابت در مقررات خدمات مالی ناشی از جهانی شدن در جریان است، تشدید خواهد کرد. استفاده بیشتر از معاملات الکترونیکی، تسهیل فرایند بی واسطه و مستقیم معاملات، واسطه‌زایی مستمر فعالیت‌های کارگزاری از طریق دسترسی مستقیم به بازار و الگوریتم‌ها و "بورسی کردن"¹ بازارهای خارج از بورس را می‌توان نمونه‌هایی هر چند اندک از تغییرات ساختاری مداوم در بازارهای مالی دانست که توسط مفید تقویت و تسریع خواهند شد.

این دستورالعمل در مقایسه با دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری²، امکان دسترسی بیشتر به خدمات و محصولات تحت پوشش و نیز با وضع مقررات دقیق‌تر بر عملکرد بورس‌ها و شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری، هماهنگی بیشتری در زمینه خدمات سرمایه‌گذاری و معاملات اوراق بهادار در اتحادیه اروپا را فراهم می‌کند. اجرای مفید هم‌چنین می‌تواند به یکپارچگی بیشتر بازارهای سرمایه اروپایی بیانجامد، در عین حال بر ساختار و توسعه بازار نیز اثرات قابل ملاحظه‌ای خواهد داشت.

مفید به طور مستقیم چهار گروه مجزای فعال در صنعت خدمات مالی را تحت تاثیر قرار می‌دهد. این گروه‌ها عبارتند از: شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری (که در کشورهای مختلف، ساختارهای سازمانی نسبتاً متفاوتی دارند)، بورس‌ها و شبه بورس‌ها (سیستم‌های معاملاتی چندمنظوره³)، عرضه‌کنندگان اطلاعات، شرکت‌های تخصصی تکنولوژی اطلاعات و تهیه‌کنندگان برنامه‌های کسب و کار، بازارهای سهام، کالا و ابزارهای مشتق و تا حدودی بازارهای اوراق قرضه نیز از اجرای این دستورالعمل تاثیر می‌پذیرند. این امر بیانگر تغییرات و نکات مثبت مفید در مقایسه با دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری است. بنابراین، تحلیل ابتدا با بحث در مورد پیشرفت‌های عمده در بازارهای سرمایه

¹. Exchangisation

². Investment Services Directive (ISD)

³. Multilateral Trading Facilities – MTFs

اروپایی طی دهه اخیر و مطالعه اثرات دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری آغاز می‌شود. سپس با مرور نکات کلیدی مفید، مسائل ایجاد شده برای بازارها به دلیل اجرای این دستورالعمل مورد بررسی قرار می‌گیرد. در نهایت نیز دورنمایی از بازارهای اوراق بهادار اروپایی ارائه می‌شود. اگرچه تاکنون مقالات متعددی در مورد چگونگی آماده‌سازی برای اجرای مفید منتشر شده‌است، در مورد اثرات اجرای آن بر بازار و صنعت اوراق بهادار، بررسی‌های اندکی صورت گرفته است.

از دیدگاه مؤلفان، اجرای مفید تغییرات اساسی زیر را در پی خواهد داشت:

1. به دلیل هزینه‌های بالای تطبیق و پیچیدگی عملیاتی زیاد، افزایش ادغام در صنعت کارگزاری را به دنبال دارد اگر چه شرکت‌های کوچک‌تر به دلیل ارتباط نزدیک با مشتریان، همچنان جایگاه خود را حفظ خواهند کرد.

2. با وجود این که شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری و نهادهای معاملاتی چندمنظوره در نتیجه تمرکز زدایی معاملات می‌توانند در اجرای سفارش‌های خرید و فروش با بورس‌ها رقابت کنند، ولی انتظار می‌رود بورس‌ها به عنوان منبع اصلی نقدینگی و کشف قیمت باقی بمانند، اما در گزارش‌دهی معاملات و امور تسویه اوراق بهادار با رقابت بیشتری مواجه خواهند شد. علی‌رغم وجود این تصور غلط که در زمینه امور معاملاتی صرفاً رقابت بورس‌ها بیشتر با بازارسازان خواهد بود، رقابت با سایر بورس‌ها نیز افزایش خواهد یافت. از نظر مسائل پس از معاملات، برنامه هدف دو بانک مرکزی اروپا¹ - که مربوط به مقررات تسویه و پایاپای اوراق بهادار است - و آیین‌نامه اخلاق حرفه‌ای اتحادیه اروپا، بورس‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

3. بازارهای خارج از بورس نظام یافته‌تر از گذشته خواهند شد، بدین معنا که عدم شفافیت بازار و ملاحظات سهل‌گیرانه در زمینه اجرای سفارش‌ها در این بازارها به شدت کاهش خواهد یافت. از آنجا که بازارهای خارج از بورس شفاف‌تر، رقابتی‌تر و نظارت یافته‌تر می‌شوند، فاصله میان بازارهای خارج از بورس و بازارهای قانونمند بسیار کاهش می‌یابد.

¹ . ECB's Target II

4. معاملات الگوریتمی¹ قطعاً افزایش چشمگیری خواهند داشت. نیاز به جستجوی سریع قیمت‌هایی که از طریق حوزه‌های متعدد اجرای سفارش‌ها در دسترس قرار می‌گیرد، قبل از معامله و هم‌چنین ارزیابی کیفیت اجرای سفارش‌ها بعد از انجام، بطور هم‌زمان تقاضا برای برنامه‌های کاری نظیر الگوریتم‌ها را افزایش می‌دهد. به دلیل افزایش حوزه‌های اجرای سفارش‌ها، معامله‌گران بیش از گذشته به سیستم‌های هوشمند پیگیری سفارش‌ها به منظور ارائه بهترین راهکار اجرای سفارش (بهترین اجرا²)، اعتماد خواهند کرد.

5. حجم معاملات در نتیجه افزایش رقابت بین حوزه‌های اجرای سفارش و نیز افزایش شفافیت بازار، افزایش می‌یابد. رقابت بیشتر به معنای هزینه‌های معاملاتی کمتر است که منجر به افزایش حجم معاملات می‌شود. شفافیت بیشتر، به معنی اعتماد بیشتر به کیفیت فرآیند کشف قیمت به دلیل افزایش کارایی بازار است که باز به افزایش حجم معاملات می‌انجامد. هم‌چنین افزایش شفافیت منجر به تجزیه معاملات بلوکی به جریان‌های مستمری از سفارش‌های با حجم کمتر می‌شود، از این رو افزایش تأثیر معاملات عمده در بازار را به دنبال دارد.

6. ارتباطات و ویژگی اصلی دورنمای معاملات پس از مفید است که از طریق تقسیم نقدینگی در نتیجه تمرکززدایی معاملات مشخص می‌شود. ارتباطات، افزایش تلاش برای دستیابی به معیارهای مشترک به منظور فراهم کردن فرایند بدون واسطه در فضای معاملاتی رقابتی‌تر و پرشتاب و نیز به منظور تضمین انتقال یکپارچه سفارش و بازیابی داده‌ها را در تمامی مراحل فعالیت در محیط معاملاتی غیرمتمرکز ضرورت می‌بخشد.

7. ایجاد بازاری عظیم برای داده‌های بازار را می‌توان یکی از نتایج اجرای مفید دانست. در کشورهایی که مقررات آنها مبتنی بر تمرکز است، بورس محلی، تنها نهاد اجرایی بازار تلقی می‌شود. بدین معنی که عایدات داده‌های بازار لزوماً به این بورس‌ها تعلق می‌گیرد. هرچه نهادهای اجرایی بیشتر باشند، نیاز به

¹ Algorithmic trading

² Best execution : تعهد کارگزار در انجام سفارش مشتریان است به گونه‌ای که بهترین قیمت، بیشترین سرعت و بالاترین احتمال اجرا را به همراه داشته باشد

جمع‌آوری داده‌ها نیز بیشتر می‌گردد. مقررات سخت‌گیرانه در زمینه اجرا و مدیریت سفارش، انجام تحلیل‌های دقیق و مطمئن را در دوره‌های قبل و بعد از معامله الزامی می‌کند تا نهادی برای اجرا انتخاب شود که احتمال موفقیت زیادی در اجرای امور پیش از معاملات و آزمون‌های مربوط به کیفیت اجرا بعد از معامله داشته باشد.

8. در این دستورالعمل پاسخگویی شرکت‌های طرف خرید الزامی است. در اغلب تحلیل‌ها، اثرات اجرای مفید بر مؤسسات طرف فروش متمرکز شده است. طرف خرید نیز با چالش‌های مربوط به تضمین مدیریت کارای اطلاعات روبروست، زیرا داده‌های بازار احتمالاً پس از اجرای مفید به طور قابل ملاحظه-ای افزایش خواهند یافت. چالش اصلی، نظارت بر کیفیت عملیاتی است که شرکت‌های طرف خرید برای مشتریان خود انجام می‌دهند.

9. اگر چه مفاد این دستورالعمل از دستورالعمل‌های پیشین مفصل‌تر و هماهنگ‌تر است و کمیسیون اروپایی سعی کرده است راه‌های گریز را در اجرای دستورالعمل محدود کند، همان‌طور که در این دستورالعمل در بخش ضرورت شاخص‌های اولیه اشاره شده است، گلدپلاتینگ¹ همچنان ادامه خواهد یافت. علاوه بر این، قانون قراردادهای و حمایت از مصرف‌کننده نیز به صورت ملی باقی می‌ماند. بنابراین کمیسیون اروپایی در ماه‌های باقیمانده تا اجرای مفید، نقش کنترلی مهمی در تضمین اجرای صحیح و دقیق آن و برقراری مساوات خواهد داشت.

10. با توجه به ترتیبات و نظام سخت‌گیرانه حاکم بر مفید، جستجو برای نظامی راحت‌تر، مانند نظام حاکم بر دستورالعمل صندوق سرمایه‌گذاری² نیز دور از انتظار نیست، همچنین دستورالعمل‌های ملی نیز ممکن است مطرح شوند. از طرفی، مفید دستورالعملی همه‌جانبه است که قواعد آن قابلیت تعمیم به بخش‌های مرتبط نظیر مدیریت دارایی در دستورالعمل‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری را دارد.

¹ Goldplating: بخشی از قانون اتحادیه اروپا که مختص انگلستان است.

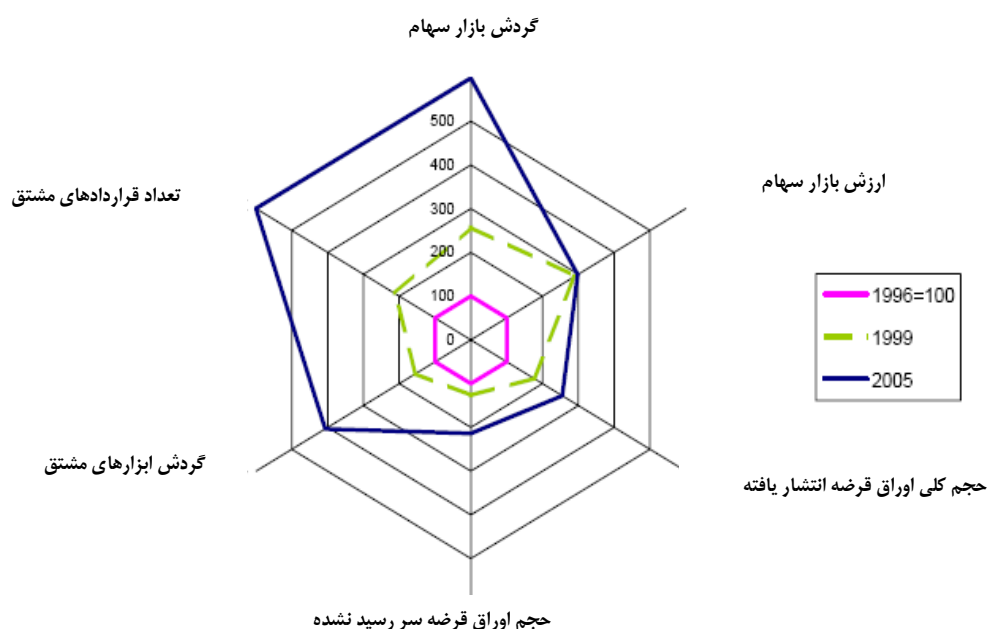
² Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities. الزامات سرمایه‌گذاری جمعی در مورد اوراق بهادار قابل انتقال

3. دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری و توسعه بازارهای سرمایه اروپایی

بازارهای سرمایه اروپایی در دهه گذشته شاهد تغییرات عمده‌ای بوده است. سیستم مالی اروپا از سیستم بانک-محور به سیستم بازار-محور تبدیل شده است. بر اساس برخی شاخص‌ها در این زمینه، اروپا حتی از آمریکا پیشی گرفته است. برای مثال، شاخص‌های اصلی بازار سهام اروپایی نسبت به شاخص‌های مشابه آمریکایی نوسان بیشتری دارند و انتشار اوراق بدهی شرکتی و تعداد و ارزش کل عرضه‌های اولیه در اروپا در سال 2005 از آمریکا بیشتر بوده است.

بعد از سال 1996 و پس از اجرای دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری تغییرات زیادی در بازار ایجاد شده است. به طوری که در نمودار 1 می‌توان مشاهده کرد، انتشار اوراق قرضه بیش از دو برابر، ارزش بازار سهام سه برابر و گردش بازار سهام و حجم کلی قراردادهای ابزارهای مشتق تا 6 برابر افزایش یافته است.

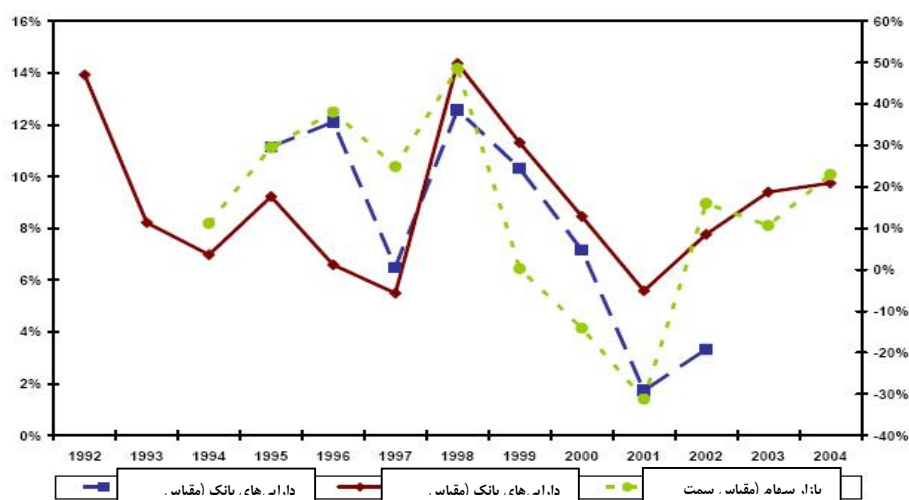
نمودار 1. رشد بازار اوراق بهادار اتحادیه اروپا 1996-2005



مأخذ: WFE, FESE, OECD, BIS و بورس‌های ابزارهای مشتق

بر اساس نمودار 2، رشد دارایی‌های مبتنی بر اوراق قرضه بیش از رشد دارایی‌های بانکی بوده که نشانه دیگری از حرکت به سمت سیستم بازار محور است. اگر چه رشد بازار اولیه ناشی از اجرای قانون ساربنز-آکسلی¹ در آمریکا و خصوصی‌سازی در مقیاس بزرگ در اتحادیه اروپا در سال 2005 است، در عین حال بیانگر این است که نظام تنظیمی و نظارتی اروپایی محدودکننده نیست.

نمودار 2. رشد بانک‌ها در مقایسه با رشد بازارهای اوراق بهادار در اتحادیه اروپا



مأخذ: *FESE, OECD, BIS* و کمیسیون اروپا

تشخیص این امر دشوار است که این پدیده با در نظر گرفتن سایر پیشرفت‌های ساده بازار، تا چه حد از نوآوری در مقررات ناشی می‌شود. رشد بازارهای مالی اروپا، در سایه تلاش‌های انجام شده برای ایجاد بازار کاملاً یکپارچه و نیز وجود شرایط مطلوب اقتصاد کلان در سطح جهانی، محقق شده است. اما بدون تردید ابتکارات سیاسی خاص در توسعه چشمگیر بازارهای مالی اتحادیه اروپا نقش داشته است، حقیقتی که شاید در سخنرانی‌های سیاسی کمتر مورد تاکید قرار گرفته است. اعتقاد ما این است که در درجه اول اتحادیه مالی اروپا² تاثیر مثبت قابل توجهی در این زمینه داشته است. معرفی یورو به عنوان

¹ Sarbanes-Oxley: Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002:

قانون حمایت از سرمایه‌گذار و اصلاحات حسابداری شرکت عمومی که در سال 2002 در ایالات متحده آمریکا به تصویب رسیده است.

² European Monetary Union(EMU)

پول واحد اتحادیه اروپا، باعث ایجاد یک منطقه با ثبات پولی و دارای نقدینگی بالا شده است و این امر شرایط بهتری برای ناشران و مدیران دارایی‌ها فراهم کرده است و موجب رقابت میان واسطه‌های مالی شده است. استفاده از یورو به عنوان واحد پولی اوراق قرضه بین‌المللی مؤید این مطلب است. از سال 2004، یورو گوی سبقت را از دلار، به عنوان پول اصلی مورد استفاده در اوراق بدهی بین‌المللی انتشار یافته، ربوده است و هم اکنون این واحد پولی حدود 46 درصد حجم کلی اوراق بدهی بین‌المللی سررسید نشده را (از تاریخ سپتامبر 2006) پوشش می‌دهد. در برنامه اجرایی خدمات مالی¹ که اجرای آن از سال 1999 آغاز شده است، بر افزایش آگاهی عموم درباره اهمیت بازار سرمایه واحد با کارکردهای مناسب تاکید شده است و معیارها و موازین پذیرفته شده بر اساس این برنامه-مانند دستورالعمل امیدنامه- که هم اکنون در حال اجرا هستند، بر خلاف انتظار، اثر منفی بر بازارهای مالی اروپا نداشته‌اند. دستورالعمل امیدنامه نظام هماهنگ‌تری را برای انتشار اوراق بهادار در بازارهای سرمایه اروپا فراهم آورده است و قوانین داخلی کشورهای عضو را به غیر از قوانین "غیر قابل عبور"² "نظیر قانون" بازارهای تخصصی اوراق بهادار³ " بورس سهام لندن یا بازار Euro-MTF بورس لوکزامبورگ را شامل می‌شود. بررسی دقیق‌تر تاثیرات دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که مقررات آزاد تابلوهای معاملاتی اتحادیه اروپا و نیز اعطای مجوز واحد برای خدمات کارگزاری در بازسازی و تجدید ساختار بازارهای اوراق بهادار اروپا مؤثر بوده است. موضوع اول (مقررات آزاد تابلوهای معاملاتی اتحادیه اروپا) به جهت‌گیری فعالیت‌های معاملاتی و نقدینگی به سوی بازار داخلی سهام پذیرفته شده منجر شده و بنابراین فرآیند شکل‌گیری قیمت را نیز بهبود بخشیده است. این موضوع را می‌توان به روشنی از کاهش تعداد شرکت‌های خارجی (شرکت‌هایی از دیگر کشورهای اتحادیه اروپا) پذیرفته شده در بورس‌های کشورهای عضو اتحادیه اروپا، تشخیص داد. موضوع دوم یعنی اعطای مجوز واحد به کارگزاران موجب افزایش رقابت در زمینه خدمات کارگزاری اوراق بهادار و باعث تقویت و توسعه این بخش شده است. بسیاری از کارگزاران خرد اروپایی به نهادهای بزرگتر به خصوص بانک‌های تجاری پیوسته‌اند و به صورت

¹ . Financial Service Action Plan (FSAP)

² . non-passportable

³ . Professional Securities Markets (PSM)

نهاد مستقل ادامه فعالیت نمی‌دهند. بر خلاف تصور، بیشترین منفعت از این تأثیرات عاید مخالف‌ترین کشور عضو در مذاکرات، یعنی انگلستان شده است. اگرچه در ارائه خدمات بین مرزی به مشتریان خرد، هماهنگی کافی در مقررات اداره کسب و کار¹ ایجاد نشده است، این مقررات، بازارهای عمده را از یکپارچه‌سازی و بانک‌های سرمایه‌گذاری را از تقویت عملیات خود در سطح اروپا، جز در تعداد معدودی از مراکز مالی، منع نکرده است.

برخی از این تغییرات قبل از اجرای دستور العمل خدمات سرمایه‌گذاری آغاز شده بود. رقابت بین بورس‌ها، با راه‌اندازی سیستم خودکار بین‌المللی پیشنهاد قیمت در بورس²، سیستم تابلو-محور پیشنهاد قیمت به ویژه برای سهام شرکت‌های غیر بریتانیایی که در سال 1985 توسط بورس لندن صورت گرفت، و برجیده شدن مقررات یا تحول عظیم³ بازار لندن در یکسال بعد از آن، آغاز شد. پس از این تحولات، به بورس لندن اجازه معامله بسیاری از سهام اروپایی داده شد. بورس‌های اروپایی در مقابل این اقدام، با بهبود سیستم‌های حراج خود و آزادسازی دسترسی به بازار و نحوه تعیین کارمزدها واکنش نشان دادند.

از معایب دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری می‌توان به عدم هماهنگی مقررات اداره کسب و کار و موقعیت ممتاز بورس‌هایی که به عنوان "بازارهای نظام‌مند" شناخته شده‌اند و در حال خصوصی‌سازی بودند، اشاره کرد.

4.4. اجرای مفید

اگر چه در ابتدا تصور می‌شد که کمیسیون اروپا درصدد تجدید نظری سخت‌گیرانه‌تر در دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری است، اما در نهایت، بازبینی اساسی را مدنظر قرار داد که به توسعه رویکرد

¹. Conduct of Business

². Stock Exchange Automated Quotation system (SEAQ)

³. Big Bang

لامفالوسی¹ منجر شد و راهی را نیز پیش روی تدوین قوانین ثانویه در قانون بازار اوراق بهادار اتحادیه اروپا گذاشت. اما کمیسیون اروپا تغییری در موارد اساسی دستورالعمل، نظیر نظارت بر بازارها و کارگزاران ایجاد نکرد.

تغییرات اساسی که با ارائه مفید ایجاد شده است، عبارتند از:

§ هماهنگ‌سازی مقررات مربوط به معاملات اوراق بهادار، شامل مقررات صریح در مورد بهترین اجرای معاملات، طبقه‌بندی مشتریان و گزارش‌دهی به آنان؛

§ ارائه مقرراتی در مورد حاکمیت داخلی² شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری که آنها را ملزم می‌کند تضاد منافع را کنترل کنند، حاکمیت مناسبی داشته باشند و تداوم خدمات آنها را تضمین کنند؛

§ لغو مقررات تمرکز در دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری که بر طبق آن کشورهای عضو، ملزم به انجام معاملات در بورس اصلی یا "بازارهای نظام‌مند" بودند؛

§ فراهم آوردن فرصت بیشتر برای شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری به منظور انجام معاملات داخلی، تحت عنوان "معامله‌گرهای سیستماتیک داخلی"³ برای معاملات خرد با توجه به الزامات شفاف‌سازی قبل و بعد از انجام معامله، یا وضع محدودیت‌های کمتر در این زمینه؛

§ اعطای گذرنامه به سیستم‌های معاملاتی چند منظوره، که توسط شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری یا بورس ایجاد می‌شوند؛

§ گسترش نظام اعطای گذرنامه جداگانه به سایر خدمات (مشاوره سرمایه‌گذاری و مدیریت دارایی‌های نامشهود) و برخی بازارهای دیگر (بازارهای مشتق کالا و سایر ابزارهای مشتق).

¹. Lamfalussy approach

رویکرد توسعه صنعت خدمات مالی که توسط اتحادیه اروپا استفاده می‌شود. این رویکرد در مارس 2001 توسط الکساندر لامفالوسی رئیس کمیته مشاوره اتحادیه اروپا مطرح شد که به 4 سطح تقسیم می‌شود که در هر سطح بر یک مرحله خاص اجرای قانون تمرکز دارد.

². Internal governance

³. Systematic Intra-naliser

مفید برای اولین بار چارچوب قانونی جامع برای اجرای سازماندهی شده معاملات سرمایه‌گذاران نه فقط از طریق بورس، بلکه بوسیله سیستم‌های معاملاتی و توسط شرکت‌های سرمایه‌گذاری تنظیم کرد. معامله‌گرهای داخلی سیستماتیک به شرکت سرمایه‌گذاری اطلاق می‌شود که بر پایه‌ای ساختار یافته، سیستماتیک و به دفعات از طریق حساب خود سفارش‌های مشتریان را در خارج از بازارهای نظام‌مند یا تسهیلات معاملاتی چند منظوره اجرا می‌کند.

جزیی‌نگری در مفید در مقایسه با دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری قابل توجه است. این مسئله تا حدی طبیعی به نظر می‌رسد، زیرا در مفید مقررات مربوط به اداره فعالیت که تا حد زیادی در دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری نادیده گرفته شده بود، هماهنگ شده است. البته اعتقاد ما بر این است که اتحادیه اروپا بیش از حد به حوزه هماهنگ‌سازی پرداخته است. مفید بیش از آنکه دستورالعملی کاملاً مبتنی بر اصول باشد، در برخی موارد مهم، مقررات محور است، به طوری که لاقلاً در برخی از بخش‌ها دستورالعملی با حداکثر هماهنگ‌سازی است. اگر مبنای مقایسه را تعداد کلمات بکارگرفته شده در هر دستورالعمل و شمولیت موازین اجرایی در نظر بگیریم، این دستورالعمل تقریباً پنج برابر گسترده‌تر از دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری است.

پیچیدگی مفید، به‌ویژه مقررات مربوط به کارگزار-معامله‌گران، اجرای به موقع تمامی مقررات آن را توسط کشورهای عضو و شرکت‌ها دشوار کرده است. از کشورهای عضو خواسته شد مقررات را تا 31 ژانویه 2007 اجرایی کنند، اما این مهلت توسط کمیسیون تا 1 نوامبر 2007 برای اجرای کامل مقررات تمدید شد. کمیسیون اروپا هشدار داده است که در پیگیری قانونی کشورهای عضو که به مقررات دستورالعمل در زمان مناسب و به نحو مطلوب عمل نکنند، برخورد سخت‌گیرانه خواهد داشت. به هر حال، به نظر می‌رسد برخی از کشورهای عضو نخواهند توانست به موقع دستورالعمل را اجرا کنند.

بر اساس اطلاعات ما، تحقیقات سیستماتیک زیادی در سطح شرکتی بر روی میزان آماده‌سازی برای اجرای مفید صورت نگرفته است. یک تحقیق گسترده در مورد شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری آلمان که توسط دانشگاه فرانکفورت در اوایل سال 2006 انجام شد، نشان داد که تنها 14 درصد از شرکت‌های مذکور با قوانین جدید کاملاً آشنایی داشته‌اند و فقط در حدود نیمی از آنها، ایجاد مقدمات داخلی لازم برای هماهنگی با مفید را شروع کرده‌اند. اکثر شرکت‌ها اجرای دستورالعمل را در سال 2007 - در بودجه خود نیز - پیش‌بینی کرده‌اند. در مطالعه موسسه KPMG¹ بر روی مؤسسات مالی اروپا که تقریباً در همان زمان انجام شد، تا حدودی به همان درجه از آمادگی شرکت‌ها (48

¹ . موسسه KPMG با ادغام دو شرکت مشاوره و حسابرسی Peat Marwick International و Klynveld Main Goerdeler در سال 1987 به وجود آمد و یکی از چهار موسسه بزرگ حسابرسی دنیا محسوب می‌شود.

درصد در نمونه 199 تایی) دست یافت و نتایج حاکی از این بود که تنها 29 درصد از شرکت‌های مورد بررسی، مدیر پروژه‌ای را بدین منظور انتخاب کرده‌اند. در پژوهشی که برای مقام ناظر خدمات مالی¹ انگلستان در تابستان 2006 انجام گرفت، همان نسبت از آماده‌سازی شرکت‌ها (امتیاز 4 از 10) حاصل شد.

یافته‌های جالب دو تحقیق اول این است که مفید در نگاه اول برنامه‌ای برای تطبیق با مقررات و به کارگیری تکنولوژی اطلاعات محسوب می‌شود. جالب توجه است که شرکت‌ها در به کارگیری استراتژی مفید در فعالیت‌های خود، تلاش اندکی انجام داده‌اند. این امر، پیام اصلی گزارش KMPG بود که نشان‌دهنده ناآگاهی شدید مدیریت ارشد شرکتها درباره نتایج استراتژیک مفید است. دانشگاه فرانکفورت در مطالعه خود به این نتیجه رسید که تنها 30 درصد از شرکت‌های مورد بررسی در مورد نتایج استراتژیک مفید اندیشیده‌اند و در این مورد نیز بیش از همه به "بهترین اجرا" اهمیت داده‌اند. درجه آگاهی، از یک کشور عضو به کشور دیگر متفاوت است و شاید از این واقعیت ناشی می‌شود که برخی مقام‌های ناظر ملی، نظیر بافین آلمان²، بازخورد کمی در مورد استراتژی نظارتی ملی، ماهیت، قلمرو و اثرات اجرای مفید به بازارهای خود داده‌اند. در مقابل، مقام ناظر خدمات مالی انگلستان بسیار آماده و شفاف بوده، و در اجرای ملی مفید در سطح ملی، همراه با مشاوره گسترده در صنعت، پیش از برنامه حرکت کرده است.

مطالعات صورت گرفته درباره هزینه‌های اجرای مفید برای بنگاه‌ها نتایج متفاوتی به دنبال داشته‌اند. در تحقیق دانشگاه فرانکفورت ارقام به نسبت کوچکی به دست آمده است که به اندازه شرکت‌ها بستگی دارد. در مورد بیشتر شرکت‌های مورد بررسی، انتظار می‌رود هزینه‌های تطبیق بین 500 هزار تا 1 میلیون یورو باشد. در 16 درصد شرکت‌ها برآورد می‌شود هزینه‌ها بین 1 میلیون تا 5 میلیون یورو بوده است و تنها برای 4 درصد از شرکت‌ها پیش‌بینی می‌شود که هزینه‌ها از 20 میلیون یورو فراتر رود.

¹. UK Financial Services Authority (FSA)

². German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin)

اجرای مقررات "بهترین اجرا"، مهم‌ترین عنصر هزینه محسوب می‌شود. از طرف دیگر، جی پی مورگان¹ در تحلیل اثرات مفید برآورد کرده است هزینه‌های اجرا برای مؤسسات بزرگ (به دلیل سرمایه‌گذاری در تکنولوژی اطلاعات و الزامات افشا) به 106 میلیون یورو می‌رسد و این رقم به‌نسبت برای مؤسسات کوچک، بزرگتر است. شرکت تکنولوژی وایو² برآورده کرده است که هزینه تطبیق بین 6 تا 36 میلیون دلار برای هر بنگاه خواهد بود که بانک‌های کوچک متحمل هزینه‌های بیشتری خواهند شد. در تحلیل هزینه/فایده مقام ناظر خدمات مالی انگلستان برآورد شده است که هزینه شرکت‌های معامله‌گر، تنها در ارتباط با مقررات انجام معاملات داخلی، بین 8 تا 40 میلیون پوند خواهد بود. در تحقیق دیگری که از طرف مقام ناظر خدمات مالی انگلستان انجام شده است، در مورد هزینه‌هایی که تنها یکبار تحقق می‌یابند، غیر از هزینه‌های انجام معاملات داخلی، برآورد شده است که این هزینه‌ها در شرکت‌های کوچک 90 هزار پوند، شرکت‌های متوسط 2/15 میلیون پوند و در شرکت‌های بزرگ 4/75 میلیون پوند خواهد بود.

با وجود تلاش‌های صورت گرفته توسط کمیسیون اروپا برای تضمین اجرای هماهنگ این دستورالعمل، انتظار می‌رود که "گلدپلاتینگ" همچنان ادامه داشته باشد. مقام ناظر خدمات مالی انگلستان که شاید پیشرفته‌ترین کشور در زمینه اجرای مفید باشد، از قبل اعلام کرده است که مقررات آنها در دو حوزه، پیشرفته‌تر از معادل آن در اتحادیه اروپاست. نخست، کیفیت اطلاعات بعد از معامله و سپس مقررات تحقیق. درباره کیفیت اطلاعات بعد از معامله، مقام ناظر خدمات مالی انگلستان نگران کاهش کیفیت داده‌های بازار به دلیل افزایش انعطاف‌پذیری و امکان انتخاب مجاری مجاز انتشار اطلاعات است. در نتیجه، این نهاد روشی پیشنهاد کرده است که بر اساس آن نهادهای صلاحیت‌دار متعهد، گزارش‌دهی معاملات را انجام می‌دهند. در مورد مقررات تحقیق، مقام مزبور مایل است همچنان مقررات خود را در مورد کارمزدهای معاملاتی کالاها و خدمات حفظ کند. سایر کشورهای عضو ممکن است در صورتی که در مورد برخی فعالیت‌های خاص که در مفید آورده شده است، مقرراتی نداشته باشند یا این که مقررات

¹ . JP Morgan

² . Vhayu

جاری آنها محدود باشد، در اجرای کامل مجموعه مقررات با مشکل روبرو شوند. مقام ناظر خدمات مالی فرانسه¹ در سند مشاوره اخیر خود در مورد بهترین اجرا عنوان کرده است که "الزامات بهترین اجرای مفید از مقررات موجود در آیین‌نامه عمومی خدمات مالی فرانسه بسیار دقیق‌تر است". بنابر این کمیسیون اروپا در ماه‌های آینده وظیفه سنگینی در دستیابی به اهداف مورد نظر به عهده دارد. در مورد معایب مفید نیز می‌توان گفت: علی‌رغم این که کمیسیون، دستورالعمل را تحت عنوان "دستور العمل مبتنی بر اصول" مورد تصویب قرار داده است، بخش‌هایی از آن همچنان مبتنی بر مقررات (مقررات محور) است، به خصوص مقررات مربوط به گزارش‌دهی معاملات، شفافیت بعد از انجام معامله و سایر مقرراتی که در سطح 2 مقررات آورده شده است. در همان زمان، برخی نهادهای ناظر مانند مقام ناظر خدمات مالی انگلستان که به اتخاذ مطلوب‌ترین رویکرد مبتنی بر اصول در وضع مقررات خود شناخته شده‌اند، بر اساس تحلیل مشکلات بازار سالم و ارزیابی اثرات نظارت، دریافتند که تدوین یک دستورالعمل دقیق برای اداره فعالیت‌ها دشوار به نظر می‌رسد. کتاب مربوط به مقررات مفید که توسط مقام ناظر خدمات مالی انگلستان تهیه شده است، بیش از 500 صفحه است.

5. تاثیرات بر بازار

در این مورد که مفید، شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری را بیش از سایر نهادهای مالی تحت تأثیر قرار خواهد داد و کمترین تأثیر بر بورس‌های موجود خواهد داشت، اتفاق نظر وجود دارد. به بیان مناسب‌تر، به احتمال بسیار زیاد در کوتاه مدت، اثرات مفید در شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری احساس می‌شود و در بلندمدت تأثیر آن بر بورس‌ها نیز مشخص خواهد شد. این امر به دلیل داخلی کردن معاملات توسط شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری و انتقال رقابت از نهادهای فعال در فعالیت‌های غیربورسی مانند عرضه‌کنندگان اطلاعات به بورس‌هاست به نحوی که الگوی سنتی فعالیت بورس‌های فعلی پرچالش‌تر از قبل می‌شود. همان طوری که شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات

¹. Autorité des Marchés Financiers(AMF)

سرمایه‌گذاری در ابتدا به طور مستقیم از طریق هزینه‌های مربوط به تطبیق با بهترین اجرای جدید، داخلی کردن سیستماتیک معاملات و الزامات گروه‌بندی (مجدد) مشتریان، تحت تأثیر مفید قرار خواهند گرفت، بورس‌ها نیز به طور غیر مستقیم از اجرای مفید تأثیر می‌پذیرند چون مواضع خود را در واکنش به تحرکات شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری و سایر مشارکت‌کنندگان بازار به طور اساسی تغییر خواهند داد. با وجود این، بورس‌ها می‌توانند در انتظار واکنش به تهدیدات ناشی از رقابت در بازار نباشند و بر اساس پیش‌بینی‌های خود با اتخاذ یک رویکرد پیشگیرانه¹ با واقعیت جدید برخورد کنند.

شایان ذکر است که به منظور هماهنگی با مفید تغییراتی اساسی در وضعیت بازیگران مالی بزرگ مشاهده شده است. علی‌رغم این‌که در طول دو سال گذشته، مفید به عنوان دشمنی فرض می‌شد که باید با آن مقابله شود، امروزه، بانک‌های بزرگ به آن با دید قرار گرفتن در قبال یک عمل انجام‌شده نگاه نمی‌کنند، بلکه مفید را فرصتی می‌دانند که باید از آن استفاده کنند. نباید این دستورالعمل را با توجه به هزینه‌های تحمیل‌شده ارزیابی کرد، بلکه می‌توان آن را منبع مهمی برای درآمدهای جدید نیز در نظر گرفت.

5-1 شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری

انتظار می‌رود که اجرای مفید موجب تسریع فرآیند ادغام در صنعت کارگزاری شود. این دیدگاه نه تنها در گزارش‌های تحلیل‌گران و مشاوران مطرح شده است، بلکه مقامات ناظر، نظیر مقام ناظر خدمات مالی انگلستان نیز آن را تأیید کرده‌اند. ارقام هزینه‌های اجرای مفید که در بالا نیز به آن اشاره شد، مؤید همین مطلب است. به علاوه، پیچیدگی روز افزون قانون‌گذاری و تطبیق‌های گسترده، بار سنگینی است که برای شرکت‌های کارگزاری کوچک که تعداد آنها تا یک دهه پیش در بسیاری از کشورهای اروپایی عضو اتحادیه بسیار زیاد بود، به سختی قابل تحمل است. مفید هم‌چنین تفاوت‌های بین بازیگران بزرگ

¹ . Aggressive Proactive Approach

و کوچک را بیشتر کرده است. شرکت‌های بزرگ، از زیرساخت‌های مورد نیاز برای تکنولوژی اطلاعات و ظرفیت‌های بیشتر برای اتخاذ واکنش مناسب در قبال مفید برخوردارند، در حالی که هزینه این امر برای شرکت‌های کوچک‌تر، بیشتر خواهد بود.

مطالعات انجام شده در مورد شرکت‌های کوچک در بازارهای آلمان و انگلستان (دانشگاه فرانکفورت و LECG) نشان می‌دهد که در مورد عامل هزینه نباید اغراق صورت گیرد و این ارقام بستگی به اندازه شرکت دارد. گزارش شده است که کارگزاران کوچک‌تر اظهار داشته‌اند که هم‌اکنون عملیات خود را در راستای بسیاری از مقررات دستورالعمل تغییر داده‌اند و موفق به ارائه "بهترین اجرا" شده‌اند. اجرای الزامات تعیین وضعیت مشتری برای شرکت‌های کوچک‌تر در مقایسه با شرکت‌های بزرگ‌تر بسیار آسان‌تر است و هم‌اکنون در حال اجرای آن هستند. زیرا آنها مشتریان خود را بهتر می‌شناسند و نیاز به نرم‌افزارهای کامپیوتری گران‌بها ندارند. از این رو، حتی اگر انتظار ادامه روند ادغام وجود داشته باشد، نهادهای با موقعیت ویژه با تمرکز بر روی مشتریان بزرگ می‌توانند به فعالیت خود ادامه دهند.

انتظار می‌رود که بازیگران بزرگ با هزینه‌های تطبیق زیادی مواجه شوند. بر اساس گزارشی که توسط تحلیل‌گران جی پی مورگان ارائه شده است، پیش‌بینی می‌شود که در نتیجه اجرای مفید ارزش بازار هشت بانک اصلی عمده اروپایی به میزان 19 میلیارد یورو کاسته خواهد شد. این کاهش ارزش بازار می‌تواند به دلیل افزایش رقابت (سودهای کمتر) و افزایش هزینه‌های اجرای ترتیبات گسترده مربوط به تعیین وضعیت مشتریان، شفافیت بیشتر و الزامات شدید مربوط به بهترین اجرا باشد که ناشی از اجرای دستورالعمل مذکور خواهد بود. تحلیل‌گران جی پی مورگان پیش‌بینی کرده‌اند که دستورالعمل بیش از همه، تهدیدی برای مدل بانکداری یکپارچه است که به موجب آن شبکه توزیع، بانکداری سرمایه‌گذاری را به دلیل واگذاری آن با هزینه کمتر به ارائه دهندگان خدمات مزبور، کمتر پشتیبانی مالی خواهد کرد. انتظار می‌رود کاهش حجم معاملات در بانکداری خصوصی (یعنی معاملات بانکداری خصوصی که در سیستم داخلی بانک سرمایه‌گذاری اجرا می‌شود) تا 20 درصد سپرده‌ها را کاهش دهد.

حال باید دید تا چه حد بانک‌ها به داخلی کردن معاملات خواهند پرداخت؟ به دلیل محدودیت‌های داخلی کردن معاملات و هزینه‌های اجرای آن برای بانک‌ها، داخلی کردن سیستماتیک معاملات، به همان نحو که در دستورالعمل تعریف شده است، محدود باقی خواهد ماند. در مطالعه جی پی مورگان برآورد شده است که صرفه‌جویی بالقوه حاصل از یک معامله داخلی تنها 2 درصد هزینه کلی معاملات است. نتیجه فوق بر این فرض استوار است که 20 درصد معاملات به صورت داخلی تسویه می‌شوند، در حالی که بیشتر بانک‌های بزرگ، امروزه حداکثر 5 درصد معاملات را به صورت داخلی تسویه می‌کنند. از این رو انتظار می‌رود که بورس‌ها به عنوان منبع اصلی نقدشوندگی سهام باقی بمانند. معاملاتی که مقررات معاملات سیستماتیک داخلی بر آنها حاکم است، به معاملات خرد 500 سهم مرغوب¹ محدود می‌شود و از این رو بانکی که با اندازه‌ای بزرگتر از اندازه بازار خرد معامله انجام می‌دهد، توسط مقررات مذکور محدود نمی‌شود.² اگر چه داخلی کردن معاملات پیش از این در بازارهایی نظیر آلمان و انگلستان انجام شده است، در کشورهای فرانسه، ایتالیا، اسپانیا و هلند اجرای آن مجاز نبوده یا به صورت محدود اجرا شده است. اگر پس از حذف مقررات تمرکز، بورس‌های مذکور با ناکارآمدی مواجه شوند یا درصد اخذ کارمزدهای گزافی باشند، به محض خاتمه امتیاز انحصاریشان، سهم بازار خود را در این کشورها از دست می‌دهند. صرف‌نظر از بورس‌هایی که در زمینه فعالیت‌های معاملاتی با چالش‌هایی مواجه‌اند، از این پس، بانک‌هایی که به انجام معاملات داخلی می‌پردازند، در زمینه ارائه اطلاعات معاملات به بورس‌ها به منظور انتشار آن، الزامی نخواهند داشت. بر اساس مقررات مفید، آنها مختارند که گزارش‌های آماری را از طریق یک سیستم معاملاتی چند منظوره یا، در صورت تمایل، به جای بورس به فروشندگان اطلاعات عرضه کنند.

پیچیدگی نظام تنظیمی و نظارتی به طور قطع شرکت‌ها را به سمت گزینه‌های جایگزین سوق خواهد داد. نظام حاکم بر شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری (اقداماتی در مورد سرمایه‌گذاری جمعی

¹ Blue Chip Shares

² الزامات داخلی کردن سیستماتیک، برای معاملاتی کاربرد دارد که از "سقف اندازه بازار استاندارد" (برای مثال متوسط ارزش معاملات خرد) کمتر است.

بر روی اوراق بهادار قابل تبدیل)¹، مصوب سال 2002، گواهی نامه واحدی را برای شرکت های مدیریت سرمایه گذاری ارائه کرد و باعث بسط نسخه اولیه UCITS مصوب سال 1985 شد. این دستورالعمل ارزشمند است، اگر چه نسبت به مفید گزینه محدود کننده تری است. بر اساس این دستورالعمل "گواهی نامه واحدی" در سطح جهانی به شرکت های اداره کننده صندوق ها اعطا می شود که با در دست داشتن آن می توانند به مدیریت صندوق های سرمایه گذاری، که "خدمت اصلی"² محسوب می شود، و نیز سایر اشکال مدیریت سبد سهام، نظیر صندوق های بازنشستگی برای اشخاص، مشاوره سرمایه گذاری، نگهداری اوراق بهادار و نظارت بر صندوق های سرمایه گذاری که خدمات فرعی تلقی می شوند، بپردازند. به هر حال، موضوعات اصلی مفید نظیر افزایش شفافیت، بهترین اجرا و تفکیک هزینه ها را می توان در نظام دستورالعمل UCITS که هم اکنون تحت بررسی است، وارد کرد. این که مفید کشورهای عضو را به ایجاد نظام های غیر قابل انتقال جدید، نظیر آنچه در دستورالعمل امیدنامه مصوب سال 2003 صورت گرفته است، سوق دهد یک احتمال است، اگر چه در این مرحله می تواند در حد تئوری باشد.

5-2 بورس ها

در نگاه اول تغییرات اعمال شده توسط مفید در بورس ها کمتر از شرکت های ارائه کننده خدمات سرمایه گذاری است. صرف نظر از الزامات حاکمیتی و سازمانی شدیدتر، نظام حاکم بر بورس ها در مقایسه با دستورالعمل خدمات سرمایه گذاری تفاوت چندانی نکرده است. پیشرفت های زیر اثر مستقیم مهمی بر بورس های اروپا خواهد گذاشت: 1- پیشی گرفتن بورس ها از نهادها و مجاری دیگر در حوزه اطلاعات معاملات

2- اثرات ابتکار عمل بانک مرکزی اروپا و اتحادیه اروپا. در زمینه امور تسویه معاملات، علاوه بر این گسترش بازار در صنعت شرکت های ارائه کننده خدمات سرمایه گذاری، که در بالا عنوان شد، و پیشی

¹. Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITs)

². Core Services

گرفتن از سیستم‌های معاملاتی چند منظوره که می‌توانند در زمینه جریان سفارش با بورس‌ها رقابت کنند، نیز قابل توجه است.

بورس‌ها از گذشته منبع اصلی و تقریباً انحصاری اطلاعات بازار بوده‌اند، زیرا توسط مقامات ناظر به عنوان مکان مرکزی انجام معاملات و گزارش‌دهی اطلاعات شناخته شده‌اند. با ساختار جدید، فرصت‌های زیادی برای شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری فراهم می‌شود که از جریان‌های درآمدی ایجاد شده عمدتاً از طریق سفارش‌های خود استفاده کنند. ارزش اطلاعات بازار مجموعه بازارهای اروپایی، در حدود 3/2 میلیارد یورو در سال برآورد شده است. این منبع درآمد قابل ملاحظه در دسترس شرکت‌های نوآور و سایر فعالان بازارهای مالی قرار گرفته است.

شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری در دریافت این منبع درآمد، آگاهانه عمل کرده‌اند. هم-اکنون یک گروه متشکل از 9 بانک سرمایه‌گذاری در لندن همکاری مشترک خود را تحت عنوان "Project Boat" به منظور کسب منابع درآمدی حاصل از اطلاعات معاملاتی که در آن شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری- و نه بورس‌ها- تامین‌کنندگان/تسهیل‌کنندگان نقدینگی بوده‌اند، آغاز کرده‌اند. قبل از مفید، شرکت‌های سرمایه‌گذاری به بورس‌ها کارمزدی برای ارائه گزارش معاملات فرابورس پرداخت می‌کردند تا بتوانند اطلاعات تلفیق‌شده را از پردازش‌گران اطلاعات خریداری کنند. این موقعیت فوق‌العاده، درآمدها و هزینه‌های جنبی شرکت‌های سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار داد. با گسترش سبک گزارش‌دهی، مفید بورس‌ها را متوجه منبع درآمدی مهمی کرده و فرصت ارزشمندی نیز برای شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری برای ورود به این عرصه فراهم آورده است. حتی تشکلهای خود انتظام نظیر انجمن بازارهای سرمایه بین‌المللی¹ با استفاده از ابزارها و تکنولوژی‌های موجود خود را برای بهره‌گیری از فرصت‌های درآمدی ایجاد شده تجهیز کرده‌اند.

امروزه درآمدهای حاصل از فروش اطلاعات معاملات در حدود 12 درصد درآمد 6 بورس بزرگ اروپاست. در مورد برخی بورس‌ها، این درصد بالاتر است، مثلاً برای بورس لندن به 32/3 درصد می‌رسد (در مورد

¹. International Capital Markets Association (ICMA)

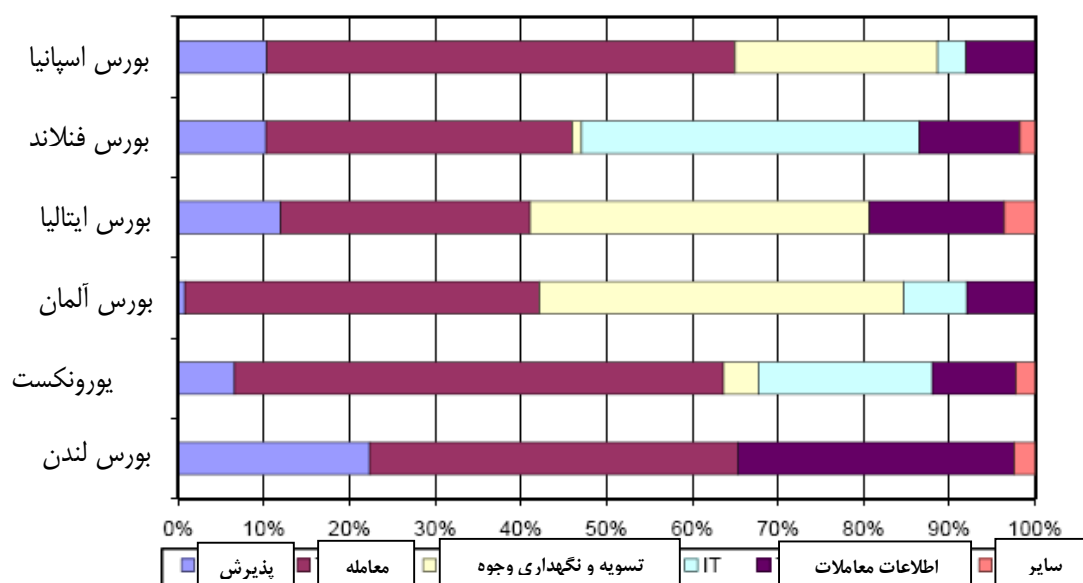
این بورس، رقم ارائه شده درآمدهای حاصل از اطلاعات مربوط به نظارت را نیز شامل می‌شود). اگر چه سودمندی اطلاعات معاملاتی جمع‌آوری شده توسط بورس‌ها، کاملاً به این مسئله وابسته است که تا چه حد این بورس‌ها منبع اصلی نقدشوندگی باشند، رقابت با نهادهای معاملاتی جدید یا با فروشندگان اطلاعات - که ناشی از "ساختار باز" در نظر گرفته شده در دستورالعمل برای اطلاعات بازار است - نحوه برخورد مستقیم بورس‌ها با این جریان‌های درآمدی را شکل می‌دهد. بنابراین، برآیند اثرات افزایش داخلی کردن معاملات توسط شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری یا افزایش معاملات سیستم‌های معاملاتی چند منظوره، تاثیر مستقیمی بر افزایش رقابت در مورد اطلاعات معاملاتی دارد که بورس‌ها جمع‌آوری کرده و عرضه می‌کنند.

کارمزدهای مشارکت‌کنندگان در بورس (تعرفه خدمات) با توجه به تعدد نهادهای صلاحیت‌دار معاملاتی و ساختار محیط معاملاتی داخلی کشورها تعیین می‌شود. کارمزدهای معاملاتی نیز به همین نحو به طور متوسط در حدود 45 درصد درآمد بزرگترین بورس سهام اروپاست. بورس‌ها نه تنها در معرض رقابت با فراهم‌کنندگان نقدینگی قرار دارند بلکه از سوی بورس‌های دیگری که حتی اوراق بهادار شرکت‌های مورد رقابت را پذیرش نکرده‌اند، تحت فشارند. برای مثال، بورس سوئیس یک "بخش حامی" در جولای 2005 راه‌اندازی کرده است که اعضای این بورس می‌توانند در این بخش سهام شرکت‌های خارجی را معامله کنند، حتی اگر این سهام در بورس سوئیس پذیرفته نشده باشند.

خطری که درآمدهای بورس‌ها را از سوی ارائه خدمات تسویه تهدید می‌کند، حداقل در مورد بورس‌هایی که به صورت عمودی ادغام شده‌اند، بیشتر است. براساس ماده 46 مفید باید تسهیلات تسویه و پایاپای به منظور دسترسی مستقیم به بازارهای قانونمند سایر کشورهای عضو فراهم شود. این ماده تغییر زیادی ایجاد نکرده است چون مقررات مشابهی نیز در دستورالعمل خدمات سرمایه‌گذاری وجود داشته است و بورس‌های مذکور در حال حاضر تسهیلات دسترسی مستقیم را فراهم آورده‌اند. به هر حال در این حد که مفید، داخلی کردن معاملات را مجاز می‌شمارد، می‌تواند منجر به انجام بیشتر امور تسویه در سیستم‌هایی غیر از سیستم‌های بورس‌ها شود. علاوه بر این، سیستم‌های معاملاتی چند منظوره با اخذ

یک گذرنامه اروپایی، در جایی که از لحاظ هزینه به صرفه‌تر باشد، می‌توانند به انجام امور تسویه پردازند. بورس‌های ادغام‌شده به صورت عمودی از برخی از این فشارها می‌توانند در امان باشند، زیرا سازماندهی تسویه در خارج از کشور ناشر اوراق بهادار به دلیل نیاز به تخصص در زمینه قوانین مالیاتی و شرکتی بومی دشوار خواهد بود.

نمودار 3- درآمدهای بورس‌های اروپا به تفکیک نوع فعالیت



• درآمدهای تسویه بورس آلمان در داخل درآمدهای معاملات آمده است و تفکیک آنها امکان‌پذیر نبود.

مأخذ: گزارش سالانه بورس‌ها در سال 2005

موضوع اساسی در امور تسویه، به تاثیر ابتکار عمل بانک مرکزی اروپا و اتحادیه اروپا در زمینه امور بعد از معاملات مربوط می‌شود. کمیسیون اروپا یک آیین‌نامه اخلاق حرفه‌ای برای ارائه‌دهندگان خدمات تسویه، به منظور افزایش شفافیت قیمت و بهبود سهولت دسترسی به سیستم‌های تسویه و پایاپای تنظیم کرده است. بر اساس این آیین‌نامه، فراهم کنندگان امور تسویه باید قیمت‌گذاری و حسابداری فعالیت‌های تسویه و پایاپای را تفکیک کنند. همچنین به شرکت‌های تسویه و پایاپای اجازه می‌دهد که خدمات خود را بر اساس یک سیستم اروپایی ارائه دهند. اگرچه آیین‌نامه هنوز اجرایی نشده است،

برخی اظهار داشته‌اند که اجرای آن، آغاز از بین رفتن مدل بورس‌های ادغام شده به صورت عمودی خواهد بود.

برای اظهار نظر در مورد اینکه ابتکار عمل بانک مرکزی اروپا، چه اثرات مهمی در بر خواهد داشت و تا چه حد احتمال دارد که فعالیت‌های فراهم‌کنندگان امور تسویه را تحت تاثیر قرار دهد، بسیار زود است. به طور کلی، بانک مرکزی اروپا صرفاً به انجام پایاپای در قبال وجوه بانک مرکزی برای اوراق قرضه دولتی مبتنی بر یورو و دارایی‌های واجد شرایط برای عملیات اعتباری سیستم یورو (در واقع تمامی اوراق بهادار مبتنی بر یورو) می‌پردازد و از مدیریت عملیات شرکتی اجتناب می‌کند. این نوآوری همانطور که بانک مرکزی اروپا اذعان کرده است، "نیاز به هرگونه سیستم تسویه دیگر برای معاملات اوراق بهادار مبتنی بر یورو در سطح سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار را از بین می‌برد". اگرچه ممکن است نهادهای تسویه و پایاپای محلی به ارائه خدمات الکترونیکی مربوط به تسویه تا انتهای هدف دوم برنامه اوراق بهادار ادامه دهند، هیچ توجیه فنی برای انجام این کار وجود ندارد. انحصار در تسویه اوراق بهادار مبتنی بر یورو، همانند بانک مرکزی اروپا، منجر به یکپارچگی فعالیت‌های بعد از بازار و بهره‌گیری از صرفه‌جویی‌های مقیاس می‌گردد. این ابتکار، به طور بالقوه اثرات منفی زیادی بر درآمد حاصل از پایاپای بورس‌های ادغام شده به صورت عمودی و سیستم‌های پایاپای اوراق قرضه دارد و به بانک‌ها نیز برای تجدیدنظر در ارتباطات خود با این نهادها به منظور انجام اقدامات شرکتی‌شان، که طی آن نهادهای امین در تلاش برای به‌دست آوردن سهم بازار هستند، یاری می‌رساند.

با این حال، بورس‌ها پس از اجرای مفید می‌توانند جریان‌ات درآمدی بیشتری، برای مثال در تکنولوژی اطلاعات و مشاوره ایجاد نمایند. به هر حال ممکن است متناقض به نظر برسد که بورس‌ها به فروش خدمات مربوط به انجام معاملات داخلی به بانک‌ها پردازند و از سوی دیگر سعی کنند داخلی‌سازی معاملات و فن‌آوری‌های وابسته به آن را کنترل نمایند. از آنجا که ممکن است بانک‌ها متخصص تکنولوژی اطلاعات داخلی نداشته باشند، تا به عنوان معامله‌گران داخلی ایفای نقش کنند، بخش

تکنولوژی اطلاعات بورس‌ها می‌توانند خدمات خود را به آنها ارائه کنند. گفته می‌شود که یورونکست بدین منظور مذاکره با بانک‌ها را آغاز کرده است.

بورس‌ها به منظور تسهیل اجرای معاملات دشوار و پیچیده که برای ورود به دفاتر ثبت سفارش الکترونیکی مناسب نیستند و کاربرانی نیز که خواهان انجام آن به صورت مذاکره‌ای و خارج از بازار هستند، می‌توانند سیستم‌های معاملاتی چندمنظوره ایجاد کنند که الزامات افشای اطلاعات مربوط به آن نسبت به معاملات داخل بورس کمتر است. بورس‌ها همچنین می‌توانند از مزیت الزامات مربوط به افزایش شفافیت معاملات در بازارهای خارج از بورس یا بورسی کردن بخش‌های معینی از بازار که تا پیش از این به صورت بازارهای خارج از بورس فعالیت می‌کرده‌اند، بهره‌مند شوند. این روند به روشنی در بازارهای اوراق قرضه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در حال پیشرفت است و برای بورس‌ها فرصت رقابت بیشتری نسبت به قبل فراهم می‌آورد.

پیش‌بینی تهدیدهای رقابتی ایجاد شده از سوی سیستم‌های معاملاتی چندمنظوره برای بورس‌ها، در این مرحله امری دشوار است. این مسأله بیشتر به واکنش بورس‌ها به اجرای مفید و توان آنها در افزایش بیشتر کارایی خود در چارچوب کاهش کارمزدها، بهبود فرآیندهای کشف قیمت و ایجاد زیرساخت‌های بهتر-که به عنوان مثال پیامد شکل‌گیری یورونکست است-بستگی دارد. بنابراین آیا این چالش‌ها از یکپارچگی بیشتر بورس‌ها حکایت می‌کند؟ بسیار حائز اهمیت است که در ماه‌ها و سال‌های آتی بتوان تعادلی واقعی بین یکپارچگی و رقابت، در بخشی که پیش از این از تمرکز زیادی برخوردار بوده است، به وجود آورد. چهار بورس بزرگ اتحادیه اروپا، 84 درصد از گردش سهام را کنترل می‌کنند و اگر پنج بورس بزرگ در نظر گرفته شود، این رقم به 93 درصد می‌رسد. سیستم‌های معاملاتی چند منظوره ابزار مناسبی برای جلوگیری از تمرکز بیش از حد بازارها، به نظر می‌رسند. همچنین این سیستم‌ها از مزیت رقابتی در بازارهای خاص یا بورس‌های بخشی نظیر بازار شرکت‌های نوپا و در حال رشد یا شرکت‌های با تکنولوژی برتر، یا در گزارش داده‌های معاملات، همان‌طور که پیش از این نیز اشاره شد، برخوردار هستند. بنابراین ضرورت دارد بورس‌های سنتی در ماه‌های آتی توجه بیشتری از خود نشان دهند.

بورس‌های اعضای جدید اتحادیه اروپا با مجموعه‌ای از چالش‌ها روبرو خواهند بود. بازارهای بزرگ مانند لهستان، جمهوری چک و مجارستان همگی از قواعد تمرکز برخوردارند. در صورتی که بانک‌های محلی آماده‌سازی خود را به عنوان معامله‌گرهای سیستماتیک داخلی با بیرون کشیدن نقدینگی آغاز کنند، این بورس‌ها با تهدید اندکی مواجه خواهند بود. البته ظرفیت بانک‌ها برای انجام این کار به دلیل منابع تکنولوژیکی کمیاب و دشواری غلبه بر مزیت پیشرو بودن بورس‌ها در فرهنگی که نقدینگی در آن همواره توسط بورس هدایت می‌شود، محدود است. تهدید اصلی برای این بورس‌ها، بیشتر از رقابت ایجاد شده از اجرای مفید با بورس‌های خارجی قدرتمند و بانک‌های خارجی بزرگ فعال در خارج از لندن یا فرانکفورت، ناشی می‌شود تا شرکت‌های داخلی بزرگ‌تر و با نقدینگی بیشتر. با این حال، این بورس‌ها از این مزیت برخوردارند که سرمایه‌گذاران اصلی آنها به طور قطع محلی خواهند بود و در اصل صندوق‌های بازنشستگی و سرمایه‌گذاری بزرگ و در حال رشد هستند که هم‌چنان با محدودیت‌های زیادی در سرمایه‌گذاری اوراق بهادار خارجی-مثلاً در نتیجه مقررات ارزی-روبرو هستند. از آنجا که نقدینگی در دست سرمایه‌گذاران بومی متمرکز است که هزینه‌های معاملاتی برای آنها در بورس محلی کمتر است، میزان تهدید محدود خواهد بود. با این حال، این امر به مرور زمان دستخوش تغییر می‌شود. در صورت وقوع این امر و متعاقب آن کاهش درآمدهای فروش اطلاعات، بورس‌های اصلی در کشورهای عضو جدید به منظور حفظ موقعیت خود ناگزیر به ادغام با بورس‌های بزرگ‌تر در دیگر کشورهای اروپایی خواهند شد.

5.3. شرکت‌های مشاور و ارائه‌دهندگان نرم‌افزار

به دلیل مفصل بودن مقررات اداره فعالیت در مفید، شرکت‌های طرف خرید ممکن است تصور کنند که لزوماً مؤسسات طرف فروش مدنظر الزامات مفید هستند. البته این تصور غلط است. به نظر می‌رسد عدم آگاهی زیادی در میان شرکت‌های طرف خرید که مفید درباره روش اداره کسب و کار آنها، الزامات

مهمی دارد، وجود داشته باشد. بر اساس مطالعه‌ای که اخیراً توسط شرکت مشاوره ریسک اد‌هک¹ (2006) انجام شده است، فقط 40 درصد از شرکت‌های طرف خرید برنامه‌ریزی کرده‌اند که بر روی ساختار و تکنولوژی‌های بهترین اجرا سالانه تا سقف 25000 یورو سرمایه‌گذاری کنند که عدم آمادگی قابل توجه شرکت‌های خریدار را در مورد مقابله با چالش‌های پس از اجرای مفید در زمینه شناسایی و انتخاب بهترین اجرا برای مشتریان خود نشان می‌دهد.

از آنجایی که تمامی مشارکت‌کنندگان بازار همسویی با چشم‌انداز معاملاتی بسیار پیچیده را هدف قرار داده‌اند، ارائه‌دهندگان نرم‌افزارها نیز همانند شرکت‌های حقوقی و مشاوره‌ای درصددند که در فهرست برندگان اصلی اجرای مفید قرار گیرند. معاملات الگوریتمی یکی از این برنامه‌هاست و بدین لحاظ، نشان‌دهنده یکی از روندهای در حال پیشرفت بازار است که پیش از این در این مقاله به آن اشاره شد و احتمال می‌رود که با اجرای مفید تقویت یا تسریع شود. افزایش مورد انتظار معاملات الگوریتمی به عرضه و تقاضا بستگی دارد.

از دید تقاضا، فشار بر شرکت‌ها برای اتکای بیشتر بر الگوریتم‌های بعد از اجرای مفید، از مقررات نظارتی مرتبط با الزامات اجرایی ناشی می‌گردد. مفید الزاماتی را بنا می‌گذارد که مطابق آن شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری ملزم به توسعه سیاست بهترین اجرا می‌شوند که این سیاست به منظور سنجش قابلیت‌های آن توسط شرکت ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری به صورت دوره‌ای مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. با این روش، مشتریان شرکت از معیارهای پیش‌بینی شده برای قضاوت در مورد "بهترین" بودن معامله اجرا شده آگاهی دارند و در نتیجه به شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری در موارد مشکوک برای پاسخگویی یاری می‌رسانند. سیستم‌های معاملاتی الگوریتمی به دو دلیل مطمئن‌ترین روش برای شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری به منظور تضمین اثربخشی سیاست بهترین اجرا به کار گرفته شده هستند. اول این که آنها قابلیت برنامه‌ریزی تنها در کسری از ثانیه، به منظور انجام معامله به بهترین قیمت بین تعداد زیادی نهادهای صلاحیت‌دار معاملاتی

¹ . EdHec Risk Advisory

را دارند؛ دوم این که، پارامترهای روشی که الگوریتم "بهترین" نتیجه را در چارچوب آن کسب می‌کند و نیز تعریف "بهترین" نتیجه (یعنی، قیمت/هزینه، سرعت اجرا، اثر بازار، یا هر ترکیب خطی این معیارها یا سایر معیارها) توسط توسعه‌دهندگان الگوریتم (و/یا معامله‌گران، بسته به انعطاف‌پذیری سیستم) تنظیم می‌شوند. سیستم‌های هوشمند پیگیری سفارش تنها به دنبال بهینه‌سازی الگوریتم مورد نظر هستند. الگوریتمی که مبتنی بر پارامترهای تنظیمی و از پیش تعیین شده باشد، به ارائه شفاف و واضح استراتژی اجرایی مدنظر شرکت می‌انجامد، به طوری که مشتریان شرکت در زمان لازم از معیارهای مورد استفاده در ارزیابی نهادهای صلاحیت‌دار معاملاتی و پیگیری سفارش‌ها آگاه می‌شوند. به طور همزمان، مشتریان می‌توانند در مورد نتایج اجرا از اطمینان بیشتری برخوردار شوند، زیرا الگوریتم با روشی از پیش تعیین شده و کاملاً مکانیکی به بهینه‌سازی می‌پردازد. سیستم‌های هوشمند، بر خلاف معامله‌گران واقعی، با تضاد منافع مواجه نیستند و غیر مغرضانه به انجام معاملات که تنها تابعی از ورودی‌هاست، اقدام می‌کند.

از دید عرضه، حجم زیاد داده‌های بازار که پیش از اجرای مفید امکان دسترسی به آنها وجود نداشت و مفید از طریق تعیین الزامات شفاف‌سازی بیشتر و افزایش نهادهای صلاحیت‌دار معاملاتی آنها را افزایش داده است، موجب پیشرفت و بهبود راه‌حل‌های الگوریتمی خواهد شد چون عملکرد این الگوریتم‌ها در اکثر موارد به حجم داده‌های موجود با کیفیت بالا بستگی دارد. افزایش داده‌های بازار موجب توسعه نسل‌های جدید الگوریتم‌ها شده و تقاضا برای آنها را در واکنش به نوآوری افزایش داده است.

الگوریتم‌های امروزی از نظر حجم برای درصد بالایی از معاملات مناسب نیستند. مطالعه‌ای که اخیراً بر روی شرکت‌های اروپایی خریدار صورت گرفته است، نشان می‌دهد که آنها صرفاً توان پاسخگویی 3 درصد از معاملات را دارند، 11 درصد نیز از طریق دسترسی مستقیم به بازار (به عنوان مثال سیستم‌های معامله‌گر-مشتری یا بنگاه-مشتری¹)، 17 درصد از طریق معاملات برنامه‌ای² و 69 درصد به صورت معاملات نقدی سنتی انجام می‌شوند. با وجود این درصدهای پایین، نرخ رشد معامله الگوریتمی زیاد

¹. Dealer to Client or B2C

². Programme Trading

بوده است و پیش‌بینی می‌شود که در چشم‌انداز پس از اجرای مفید افزایش قابل ملاحظه‌ای داشته باشد. در تحقیقی که اخیراً توسط آی.بی.ام.¹ انجام شده، ادعا شده است که 90 درصد معامله‌گران در اروپا تا سال 2015 شغل خود را از دست می‌دهند، اگرچه این رقم به نظر بسیار بالاست. با وجود این، ممکن است که با افزایش کیفیت، انعطاف‌پذیری و عملکرد الگوریتم‌ها، معامله‌اوراق بهادار با قابلیت نقدشوندگی در آینده به معامله‌گران انسانی کمتری نیاز داشته باشد.

با افزایش شفافیت بازار و سرعت اثرگذاری اطلاعات جدید بر افزایش قیمت‌ها، اثر بازاری معاملات بلوکی افزایش یافته است. به دلیل هزینه‌های فزاینده‌ای که شفافیت بر معاملات بلوکی تحمیل می‌کند، مشارکت‌کنندگان واجد شرایط و سرمایه‌گذاران نهادی که درصدد کسب موقعیت‌های بزرگ هستند، به سمت جستجوی منابع عظیم‌تر برای معاملات برنامه‌ای سوق داده شده‌اند که به منظور کاهش اثر بازار، بلوک‌های معاملاتی را به معاملات کوچک‌تر تجزیه می‌کنند. بنابراین مشاهده افت تدریجی در اندازه‌های معاملات در بورس‌های اروپایی پس از شفاف‌سازی بیشتر بازار امر تعجب‌آوری نیست.

در نهایت، از لحاظ اثرات کلی بر بازار، مزیت دیگر اجرا/پیگیری هوشمند سفارش (الگوریتمی یا مبتنی بر برنامه) افزایش احتمالی سرعت و کیفیت کشف قیمت و در نتیجه بهبود کارایی بازار است. انتظار می‌رود منافع مفید غیر از شرکت‌های طرف خرید، عاید تعدادی از ارائه‌دهندگان نرم‌افزار طرف فروش شود. این گروه شامل عرضه‌کنندگان اطلاعات و ادغام‌کنندگان/منتشرکنندگان اطلاعات، ارائه‌دهندگان نرم‌افزارهای ارتباطی، ارائه‌دهندگان مدیریت اطلاعات و سایر افرادی است که از بازار عظیمی که برای اطلاعات بازار از طریق اجرای مفید فراهم می‌آید، بهره‌مند خواهند شد.

6. چشم‌انداز

پیش‌بینی این که مفید در بازارهای اوراق بهادار اروپا رشد ده ساله دیگری را به ارمغان می‌آورد، دشوار به نظر می‌رسد. اما به طور قطع موجب افزایش رقابت در بازارهای اوراق بهادار می‌شود و فضای بازار را

¹ . International Business Machines

دستخوش تغییرات قابل ملاحظه‌ای می‌کند. می‌توان انتظار داشت که حجم معاملات در نتیجه ایجاد رقابت بیشتر بین نهادهای صلاحیت‌دار اجرایی و شفافیت بیشتر بازار افزایش یابد. از آنجا که بازارهای سرمایه اروپا بیش از پیش به سمت یکپارچگی می‌روند و ملیت شرکت‌ها، کم اهمیت‌تر می‌شود، بورس‌ها در معاملات سهام مرغوب در رقابت مستقیم‌تری قرار می‌گیرند. افزون بر آن، شیوه فعالیت آنها در زمینه اطلاعات معاملات و تسویه مورد چالش قرار خواهد گرفت.

الزامات اعمال شده بر شرکت‌های ارائه‌کننده خدمات سرمایه‌گذاری در ارائه بهترین اجرا و تفکیک کارمزدهای معاملات اوراق بهادار، علاوه بر سایر دستورالعمل‌های برنامه ارزیابی بخش مالی¹، اعتماد سرمایه‌گذاران خرد را جلب نموده و مشارکت آنان را در بازارهای اوراق بهادار افزایش خواهد داد. کارمزدهای معاملاتی کاهش یافته و افشای بیشتر اطلاعات بهبود می‌یابد.

¹ . Financial Sector Assessment Program(FSAP)