

آسیب‌شناسی بازارگردانی در بازار سرمایه‌ی ایران

با بررسی تطبیقی روش‌های بازارگردانی در بورس‌های دنیا



بورس اوراق بهادار تهران

معاونت توسعه

مدیریت تحقیق و توسعه

دی‌ماه ۱۳۹۵

بورس اوراق بهادار تهران
مدیریت تحقیق و توسعه
شناسنامه سند

عنوان: آسیب‌شناسی بازارگردانی در بازار سرمایه‌ی ایران با بررسی تطبیقی روش‌های بازارگردانی در بورس‌های دنیا

تهیه کننده: احسان عسکری فیروزجایی - حسین پیرایش شیرازی نژاد - مریم بینا باجی

تاریخ تهیه: دی‌ماه ۱۳۹۵

تاریخ انتشار: دی‌ماه ۱۳۹۵

شماره ویراست: اول

فهرست

- ۱ پیشگفتار
- ۳ فصل اول: سازوکارهای بازارگردانی در بورس‌های منتخب دنیا
- ۶ ۱- سازوکارهای بازارگردانی در بازارهای اوراق بهادار
- ۶ ۱-۱ انواع سازوکارهای بازارگردانی
- ۹ ۲-۱ ساختار سازوکار بازارگردانی در بورس‌های توسعه‌یافته‌ی دنیا
- ۱۰ ۳-۱ تعهدات و امتیازات بازارگردانان در هر یک از سازوکارهای بازارگردانی
- ۱۱ ۴-۱ مزایا و معایب انواع سازوکارهای بازارگردانی
- ۱۴ ۵-۱ اجرای سازوکارهای بازارگردانی در بازارهای نوظهور
- ۱۹ ۲- روش‌های بازارگردانی بورس وین
- ۲۰ ۱-۲ بخش‌بندی بازار در بورس وین
- ۲۲ ۲-۲ الزامات بازارگردان ویژه و بازارگردان در بورس وین
- ۲۵ ۳-۲ بازارگردان ویژه
- ۲۶ ۴-۲ تعدیل تعهدات مظنه‌دهی بازارگردان ویژه
- ۲۶ ۵-۲ رویه‌ی برگزاری مناقصه برای انتخاب بازارگردان ویژه
- ۲۸ ۶-۲ مزایای بازارگردان و بازارگردان ویژه در بورس وین
- ۳۱ ۷-۲ استعفای بازارگردان یا بازارگردان ویژه از ایفای وظایف تعیین‌شده
- ۳۲ ۸-۲ تعهدات نقدکننده در روش حراج
- ۳۴ ۳- سازوکارهای بازارگردانی در بورس نیویورک
- ۳۴ ۱-۳ بازارگردان منتخب
- ۳۵ ۱-۳-۱ ثبت و الزامات سرمایه‌ای بازارگردان منتخب و واحدهای بازارگردانی منتخب
- ۳۷ ۱-۳-۲ الزامات بازارگردان منتخب کمکی
- ۳۸ ۱-۳-۳ تخصیص و بازتخصیص اوراق بهادار
- ۴۲ ۱-۳-۴ معاملات و مسئولیت‌های بازارگردانان منتخب
- ۴۳ ۱-۳-۵ الگوریتم‌های واحد بازارگردان منتخب
- ۴۳ ۱-۳-۶ آموزش اعضا
- ۴۴ ۲-۳ نقدکنندگان تکمیلی
- ۴۸ ۱-۳-۲-۱ تخصیص اوراق بهادار تأمین‌کننده تکمیلی نقدشوندگی
- ۴۸ ۲-۳-۲-۲ جریمه‌های تنبیهی نقدکننده‌ی تکمیلی
- ۴۹ ۳-۳ برنامه تأمین نقدشوندگی سفارشات خرد
- ۵۳ ۱-۳-۳-۱ وظایف نقدکننده‌ی سفارشات خرد

- ۳-۲- اولویت و تخصیص سفارش‌های بهبود قیمت سفارشات خرد ۵۵
- ۴- سازوکار بازارگردانی در بورس سهام فرانکفورت ۵۶
- ۴-۱- حامی منتخب در سامانه معاملات زترا ۵۶
- ۴-۲- الزام به حضور حامی منتخب برای مرحله‌ی معاملات پیوسته ۵۷
- ۴-۳- معیار نقدشوندگی زترا ۵۹
- ۴-۴- حداقل الزامات فعالیت به عنوان حامی منتخب در سامانه زترا ۶۰
- ۴-۵- پارامترهای معاملاتی تعریف شده برای طبقات نقدشوندگی ۶۰
- ۴-۵-۱- حداکثر دامنه مظنه ۶۱
- ۴-۵-۲- حداقل حجم مظنه ۶۲
- ۴-۵-۳- پارامتر زمان واکنش (پاسخ) ۶۳
- ۴-۶- قوانین مشارکت ۶۵
- ۴-۷- رتبه‌بندی ۶۷
- ۴-۸- گزارش‌های عملکرد و رتبه‌بندی ۶۹
- ۵- سازوکار بازارگردانی در بورس یورکس ۷۱
- ۵-۱- سازوکار معاملات ۷۱
- ۵-۲- سازوکارهای بازارگردانی اختیار معامله و قراردادهای آتی ۷۳
- ۵-۲-۱- بازارگردانی عادی در اختیار معامله سهام و شاخص سهام ۷۴
- ۵-۲-۲- بازارگردانی دائمی در اختیار معامله سهام و شاخص سهام ۷۵
- ۵-۲-۳- بازارگردانی پیشرفته در اختیار معامله سهام و شاخص سهام ۷۵
- ۵-۲-۴- تخفیف‌های کارمزدی بورس یورکس ۷۶
- ۵-۲-۵- بازارگردان منتخب در قراردادهای آتی ۷۶
- ۶- درآمد و عوامل مؤثر بر سود بازارگردانان ۷۹
- ۶-۱- الزامات و ریسک‌های بازارگردانی ۸۰
- ۶-۲- مشوق‌ها و مزیت‌های بازارگردانان در بورس‌های اوراق بهادار منتخب ۸۴
- ۶-۲-۱- بورس نیویورک ۸۵
- ۶-۲-۲- بورس نزدک ۸۶
- ۶-۲-۳- بورس بتس ۸۷
- ۶-۲-۴- برنامه‌ها و طرح‌های تشویقی بازارگردانان محصولات قابل معامله ۹۳
- فصل دوم: بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران** ۹۹
- ۱- صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی در بورس تهران ۱۰۱
- ۲- بازارگردانی صندوقهای سرمایه‌گذاری قابل معامله ۱۵۶

۱۵۷	۱-۲- نقش بازارگردانان در صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله
۱۵۷	۲-۲- بررسی عملکرد بازارگردانان فعال در صندوق‌های قابل معامله در بازار سرمایه ایران
۱۷۰	فصل سوم: مشکلات صنعت بازارگردانی در بازار سرمایه ایران
۱۷۷	خلاصه
۱۸۲	منابع



پیشگفتار

در بورس اوراق بهادار مانند هر بازار رقابتی، قیمت دارایی‌های مالی توسط عرضه و تقاضای سرمایه‌گذاران تعیین می‌شود. وجود عرضه و تقاضای زیاد در بازار موجب بهبود نقدشوندگی دارایی‌ها می‌شود. از نگاه فعالان و متخصصان بازارهای مالی، نقدشوندگی یکی از اصول مهم بازار کارا به حساب می‌آید. هرچه اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به خرید یا فروش یک دارایی در هر لحظه از زمان، بیشتر باشد (یعنی نقدشوندگی بالاتر و نوسان‌پذیری کمتر داشته باشد)، آمادگی آن‌ها برای سرمایه‌گذاری در آن دارایی بیشتر خواهد بود. در حقیقت احتمال معامله‌ی دارایی‌هایی که نقدشوندگی کمتری دارند، به دلیل عدم وجود موقعیت‌های خرید و فروش، محدود می‌شود. به همین دلیل تداوم معاملات نیاز به فراهم آوردن نقدشوندگی به طور پیوسته دارد. عدم تعادل در دو سوی عرضه و تقاضا در بازارهای اوراق بهادار نوسان‌پذیری قیمت‌ها را افزایش و در نتیجه کیفیت بازار را کاهش می‌دهد. این موضوع می‌تواند به سرمایه‌های فعالان بازار اوراق بهادار خسارت‌های در خور توجهی وارد کند.

نقدشوندگی سهام در بازارهای اوراق بهادار علاوه بر سرمایه‌گذاران، برای شرکت‌های ناشر و بورس‌ها نیز از اهمیت درخور توجهی برخوردار است. با افزایش نقدشوندگی در بازار سهام، ناشران پذیرفته‌شده از مزیت‌هایی مانند تسهیل در تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه‌ی جدید (از محل آورده‌ی سهامداران) و کسب تخفیف‌های مالیاتی بهره‌مند شوند. بورس‌ها نیز با افزایش میزان نقدشوندگی اوراق بهادار پذیرفته‌شده، علاوه بر بهره‌مندی از مزیت افزایش حجم و ارزش معاملات و جذب سرمایه‌گذاری‌های خارجی، در زمان بروز بحران‌های مالی و نوسانات قیمتی اوراق بهادار، با مشکلات کمتری روبه‌رو می‌شوند. دو مشکل اصلی که بورس‌های اوراق بهادار کشورهای در حال توسعه و نوظهور با آن مواجه هستند، کمبود سرمایه و نقدشوندگی اندک است. یکی از روش‌های متداول افزایش نقدشوندگی و کاهش نوسان‌پذیری قیمت سهام در بازارهای مالی، استفاده از سازوکارهای بازارگردانی است. بازارگردانان با عناوین مختلفی مانند بازارگردان، بازارگردان منتخب، حامی منتخب، نقدکننده‌ی تکمیلی و غیره، مطابق با وظایف و اختیارات تصریح‌شده در قوانین و مقررات بورس‌ها فعالیت می‌کنند اما وجه مشترک آن‌ها نتایج کارکردشان یعنی تقویت و بهبود کیفیت بازار است. بازارگردانان در انجام تعهد خود مبنی بر ایجاد بازاری منصفانه^۱، منظم و پیوسته^۲ و جلوگیری از بروز عدم تعادل در سفارشات، از نوسانات شدید قیمتی جلوگیری کرده و نقدشوندگی را افزایش می‌دهند. بنابراین تعیین یا تغییر جهت قیمت اوراق بهادار توسط سازوکار بازار و نیروهای عرضه و تقاضا انجام می‌شود و بازارگردان بدون دخالت در شکل‌گیری نوسان‌های قیمتی، صرفاً به افزایش نقدشوندگی و کاهش هزینه‌های معاملاتی یاری می‌رساند و زمینه‌ی تغییرات قیمت ابزارهای مالی را متناسب با حجم عرضه و تقاضای بازار فراهم می‌کند. بورس‌ها معمولاً برای تشویق نهادهای مالی برای مشارکت در بازارگردانی مشوق‌های اقتصادی و غیراقتصادی مانند ارایه‌ی تخفیف در کارمزدهای معاملاتی، اعطای اعتبار، بازگشایی معاملات در مرحله‌ی حراج، رؤیت سفارشات بازار، اولویت اجرای سفارش و امثال آن ارایه می‌کنند. در مقابل

¹ Fairness and Orderly Market

² Continuous Market



شرط دریافت مشوق‌های مالی توسط بازارگردانان منوط به رعایت مقررات و الزامات بازارگردانی است. معمولاً الزامات بازارگردانی در پارامترهایی مانند حداکثر دامنه بین مظنه‌های پیشنهادی خرید و فروش، حداقل اندازه سفارش، حداقل حجم معاملات روزانه، حداقل زمان حضور مظنه‌ها، حداقل سفارش انباشته تعیین می‌شود.

این گزارش در سه فصل، به بررسی سازوکارهای بازارگردانی در بورس‌های منتخب کشورهای توسعه‌یافته، بررسی آماری عملکرد بازارگردان‌های فعال در واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله و عملکرد صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی و در نهایت آسیب‌شناسی صنعت بازارگردانی در بازار اوراق بهادار ایران می‌پردازد. در فصل اول انواع سازوکارهای بازارگردانی اوراق بهادار و ویژگی‌های هر یک با بهره‌گیری از مطالعات و پژوهش‌های انجام‌شده، ارائه شده است. علاوه‌براین، سازوکارهای بازارگردانی، الزامات و تعهدات بازارگردانان، مشوق‌های ارائه‌شده به بازارگردانان و سایر موضوعات بااهمیت در بورس‌های توسعه‌یافته منتخب شامل بورس وین، بورس نیویورک، بورس فرانکفورت و بورس مشتقات یورکس مورد مطالعه و بررسی قرار گرفته است. در فصل دوم گزارش نیز وضعیت فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران در سهام، واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس و اوراق با درآمد ثابت و همچنین الزامات و عملکرد بازارگردانان فعال مورد مطالعه قرار گرفته است. در فصل پایانی نیز آسیب‌ها و مشکلات فعالیت بازارگردانی در بازار سرمایه ایران که نتیجه بررسی‌های آماری، دریافت نظرات خبرگان بازار و نتایج جلسات هم‌اندیشی با نهادهای مالی فعال در صنعت بازارگردانی است، ارائه شده است.



فصل اول

سازوکارهای بازارگردانی در بورس‌های منتخب دنیا



مقدمه

بورس‌های اوراق بهادار با توجه به ویژگی‌های ساختاری بازار و میزان توسعه‌یافتگی اقدام به بکارگیری سازوکارهای بازارگردانی مختلف می‌کنند. تحقیقات سال ۲۰۰۳ میلادی وسترهولم و همکاران نشان می‌دهد که نقدشوندگی و حجم معاملات روزانه پایین، مشکل اصلی بازارهای نوظهور است و استقرار سازوکار بازارگردانی به کاهش نوسان‌پذیری قیمت‌ها و هزینه‌های معاملات و افزایش حجم و ارزش معاملات منتهی می‌شود. در این تحقیق بر اساس مشخصات ساختار معاملاتی، سازوکارهای بازارگردانی به چهار گروه سازوکار بازارگردانی (معامله‌گر) در بازار الکترونیک مظنه‌محور، سازوکار متمرکز بازارگردانی در بازار تالار معاملاتی سفارش‌محور، سازوکار متمرکز بازارگردانی در بازار الکترونیک سفارش‌محور و سازوکار غیرمتمرکز بازارگردانی در بازار الکترونیک سفارش‌محور تقسیم شده و ویژگی‌های هر یک از آن‌ها ارایه شده است.

در این بخش، سازوکارهای بازارگردانی بورس‌های وین، نیویورک، دویچه بورس و یورکس مورد مطالعه قرار گرفته است. بورس وین برای افزایش کیفیت بازار از چندین نوع بازارگردان با عناوین و وظایف متفاوت مانند بازارگردان ویژه، بازارگردان و نقدکننده‌ی حراج بهره می‌برد. در این بورس سیستم بازارگردان ویژه با معرفی وظایف کارگزاری جدید و با هدف افزایش نقدشوندگی در بازار به عنوان مکمل سازوکار بازارگردانی فعالیت می‌کند. وظیفه‌ی اصلی بازارگردان ویژه، ایجاد موقعیت‌های خرید و فروش ثابت و رقابت‌پذیر در سامانه‌ی معاملات در کنار بازارگردانان است. سیستم بازارگردان ویژه به عنوان مکمل سازوکار بازارگردانی با معرفی وظایف کارگزاری جدید و با هدف افزایش نقدشوندگی در بازار معرفی شده و فعالیت می‌کند. در اوراق بهاداری که به مدل حراج معامله می‌شوند، عضو فراهم‌کننده‌ی نقدشوندگی حراج مظنه‌های خرید و فروش خود را به عنوان نوعی بازارگردان بورس وین وارد سامانه‌ی معاملات می‌کند.

بورس نیویورک با هدف بهبود عملکرد و افزایش کیفیت و رقابت در بازار از بازارگردان منتخب (DMM) که جایگزین بازارگردان ویژه شده است، بهره می‌برد. در قوانین بورس نیویورک علاوه بر بازارگردان منتخب، استفاده از بازارگردان منتخب کمکی، نقدکنندگان تکمیلی و نقدکنندگان تکمیلی سفارشات خرد با هدف افزایش نقدشوندگی نیز پیش‌بینی شده است. بورس نیویورک دو نوع حراج برگزار می‌کند که در هر یک از آن‌ها، بازارگردانان مختلفی حضور دارند. حراج حضوری توسط بازارگردانان منتخب مدیریت می‌شود و حراج کاملاً خودکار که شامل مظنه‌های الگوریتمی بازارگردان‌های منتخب و سایر اعضا هستند. حفظ نظم و منصفانه‌بودن بازار، بهبود قیمت‌ها، تطبیق سفارشات ورودی و حداقل کردن تأخیر در اجرای سفارشات از وظایف تعریف‌شده‌ی بازارگردان منتخب در بورس نیویورک است. نقدکنندگان تکمیلی نیز به عنوان اعضای الکترونیکی با حجم فعالیت بالا بازارگردانی می‌کنند و مشوق‌های مالی برای افزایش نقدشوندگی در بورس نیویورک در اختیار دارند. آن‌ها نقش مکمل در بهبود نقدشوندگی بازار داشته و در رقابت با سایر مظنه‌گذاران فعالیت می‌کنند. نقدکنندگان تکمیلی صرفاً می‌توانند با حساب اختصاصی خود معامله کنند و معامله برای مشتریان عام یا به‌صورت نمایندگی مجاز نیست. دسترسی به اطلاعات معاملات و بازار برای نقدکنندگان تکمیلی و سایر معامله‌گران



بورس یکسان است. یک ناشر می‌تواند چندین تأمین‌کننده‌ی تکمیلی نقدشوندگی داشته باشد. نقدکنندگان تکمیلی سفارشات خرد به بهبود قیمت سفارشات خرد سرمایه‌گذاران حقیقی در اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بورس کمک می‌کنند. برنامه تأمین نقدشوندگی سفارشات خرد، نقدکننده‌ها را ملزم می‌کند تا با حداقل تغییر، قیمت بهترین پیشنهاد خرید و فروش محفوظ را بهبود دهند.

همچنین در این فصل، سازوکار بازارگردانی دویچه بورس آلمان مورد بررسی قرار گرفته است. در سازوکار معاملات زترا که توسط بورس فرانکفورت به عنوان بازوی اجرایی دویچه بورس اداره می‌شود، از سازوکار بازارگردانی حامی منتخب استفاده می‌شود. وظیفه‌ی حامی منتخب ارائه‌ی مظنه‌های واقعی در دو سوی عرضه و تقاضا بوده که عمدتاً برای سهامی با نقدشوندگی پایین در معاملات پیوسته و حراج است. آمادگی حامی منتخب برای ارائه‌ی مظنه، توانایی سرمایه‌گذار در خرید یا فروش سهام شرکت مذکور را در هر زمان از معاملات تضمین می‌کند و از این‌رو نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهد. این موضوع به بهبود معاملات کمک کرده و بدین وسیله جذابیت سهام را افزایش می‌دهد. در این بورس معیارهای نقدشوندگی بازارگردانان توسط بورس فرانکفورت تعریف شده و رتبه‌بندی بازارگردانان فعال برای بهره‌مندی از مزایای تشویقی صورت می‌گیرد. حامیان منتخب بایستی حداقل الزامات مربوط به پارامترهای معاملاتی نظیر حداکثر دامنه‌ی مظنه، حداقل اندازه‌ی مظنه، پارامترهای زمان واکنش و قوانین مشارکت را برای بهره‌مندی از مزایای تشویقی رعایت کنند. این الزامات به کیفیت و مشارکت در معاملات پیوسته و حراج مربوط می‌شود.

از دیگر بورس‌های بررسی‌شده در این گزارش، بورس یورکس به عنوان بزرگترین بورس مشتقات اروپا و زیرمجموعه دویچه بورس است. معاملات این بورس کاملاً الکترونیکی بوده و مشارکت‌کنندگان در بازار از ۷۰۰ نقطه مختلف در سراسر جهان به یورکس متصل می‌شوند. در این بورس که بازارگردانان منتخب، عادی و دائمی بر روی ابزارهای مشتقه شامل اختیار معامله‌ها و قراردادهای آتی فعالیت می‌کنند، معامله‌گران طرف مقابل معامله‌ی خود را نمی‌شناسد چون طرف معامله همیشه بخش پایپای یورکس است. بازارگردان‌های اختیار معامله یورکس، مجوز ارسال مظنه را در سه طرح بازارگردان عادی، دائمی و پیشرفته‌ی قراردادهای اختیار معامله در اختیار دارند. به علاوه، این بورس در راستای افزایش نقدشوندگی، بازارگردانان منتخب را برای انتخاب قراردادهای آتی و بازارگردانی آن‌ها تشویق می‌کند.

بازارگردانان ممکن است در شرایط خاصی از بازار با توجه به ریسک‌ها و الزامات متعهدشده، متحمل زیان شوند. عموماً برای جبران این زیان‌ها که به واسطه‌ی اجرای وظایف و الزامات بازارگردانی به بار می‌آید، از سازوکارهایی مانند تخفیف‌های مالی، پاداش‌های مالی، قدرت در بازار، دسترسی به دفتر سفارش‌های محدود و بازنگری در وظایف و الزامات آن‌ها بهره گرفته می‌شود.

در بخش پایانی، درآمدهای بازارگردانی و عوامل مؤثر بر سود بازارگردانان در بورس‌های آمریکایی نیویورک، نزدک و بتس مورد مطالعه قرار گرفته است. بورس‌های مورد مطالعه، با بررسی حجم معاملات و میزان رعایت الزامات و ایفای تعهدات بازارگردانی، انواع مشوق‌های مالی و غیرمالی را ارائه می‌دهند.



۱- سازوکارهای بازارگردانی در بازارهای اوراق بهادار

بازارگردانی در تعریف عمومی به فعالیتی اطلاق می‌شود که بر اساس آن نهاد مالی به عنوان بازارگردان با کسب مجوز از مراجع ذیصلاح، مظنه‌های پیشنهادی خرید و فروش خود را با هدف بهبود نقدشوندگی ابزارهای مالی در دو سوی عرضه و تقاضا قرار می‌دهد. پیاده‌سازی سازوکارهای بازارگردانی علاوه بر افزایش نقدشوندگی، کیفیت بازار سرمایه را به طور درخور توجهی توسعه می‌دهد. هم‌چنین، فعالیت بازارگردانی هزینه‌های معاملات و نوسان‌پذیری را کاهش داده و گردش مالی روزانه‌ی اوراق بهادار پذیرفته‌شده را افزایش می‌دهد.

قانون‌گذاران و ناظران بازارهای مالی نوظهور در زمان بررسی روش پیاده‌سازی و اجرای سازوکارهای بازارگردانی باید به برخی از فاکتور بااهمیت شامل ساختار فعلی بورس و هزینه‌های ساختاردهی مجدد آن، احساس سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی نسبت به بورس، اندازه‌ی بازار نوظهور و امثال آن توجه کنند. این فاکتورها حاصل مطالعاتی است که برای پیاده‌سازی فعالیت بازارگردانی در بازارهای اوراق بهادار انجام شده است. نتایج برخی مطالعات انجام‌شده بر روی حجم معاملات، دامنه‌ی مظنه و نقدشوندگی (عمق بازار) در بورس‌های اروپایی نشان می‌دهد استقرار سازوکار بازارگردانی، نقدشوندگی ابزارهای مالی را بهبود داده و در نتیجه‌ی آن حجم معاملات افزایش و دامنه مظنه کاهش یافته است. هم‌چنین بهبود نقدشوندگی برای آن دسته از سهامی که دارای نقدشوندگی کمتری داشته‌اند، بزرگتر بود.

۱-۱- انواع سازوکارهای بازارگردانی

مطالعات انجام شده توسط وسترهولم و همکاران^۱ بر روی ۳۲ بورس نشان می‌دهد مشکل اصلی بازارهای نوظهور و در حال توسعه، نقدشوندگی و گردش مالی روزانه پایین بوده و وجود سازوکار بازارگردانی موجب کاهش در نوسان‌پذیری قیمت و هزینه‌های معاملات می‌شود. وسترهولم در مطالعات خود بر اساس مشخصات ساختار معاملاتی، سازوکارهای بازارگردانی را در ۴ گروه تقسیم کرد که در ادامه مورد اشاره قرار می‌گیرد:

• سازوکار بازارگردانی (معامله‌گر) در بازار الکترونیک مظنه‌محور^۲

به طور کلی در این بازارها سرمایه‌گذاران معمولی نمی‌توانند به طور مستقیم با یکدیگر معامله کنند. اگر سرمایه‌گذار قصد خرید یا فروش داشته باشد باید با یک بازارگردان (معامله‌گر) مرتبط شود. منظور از معامله‌گر شخصی است که به حساب خود معامله می‌کند.

برای هر شرکت ناشر در سازوکار بازارگردانی مظنه‌محور، بیش از یک بازارگردان وجود دارد که پیوسته برای خرید و فروش تعداد مشخصی سهم در قیمتی مشخص، مظنه وارد بازار می‌کند. در سازوکار مظنه‌محور، بازارگردانان به واسطه انحصاری که با مظنه‌های خود در دو طرف معامله ایجاد می‌کنند، نقدشوندگی بازار را فراهم می‌کنند. "بورس نزدک و بورس لندن" از جمله بازارهایی هستند که از این سازوکار استفاده می‌کنند.

¹ Westerholm et al., 2003

² Market-making (Dealer) System in a Quote-Driven, Electronic Market



• سازوکار متمرکز بازارگردانی در بازار تالار معاملاتی سفارش محور^۱

در این بازار تمامی خریداران و فروشندگان بالقوه مستقیماً با هم وارد معامله می‌شوند و سفارش‌های محدود^۲ خود را با ارائه‌ی مظنه وارد سامانه می‌کنند. مجموع تمامی سفارش‌های محدود خرید و فروش در هر زمان را دفتر سفارش محدود^۳ می‌گویند. در سازوکار متمرکز بازارگردانی تنها یک بازارگردان برای هر ابزار مالی وجود داشته و اطلاعات انحصاری دفتر سفارش‌های محدود و دفتر سفارش‌های بازار^۴ را در اختیار خود دارد.

در این سازوکار تمامی سفارش‌ها (شامل سفارش‌های بازار و محدود) به بازارگردان منتقل می‌شود و انتشار اطلاعات سفارش‌ها به سایر مشارکت‌کنندگان بازار نیز صرفاً بر عهده‌ی بازارگردان قرار دارد و مشارکت‌کننده‌ی دیگری نمی‌تواند به صورت لحظه‌ای دفتر سفارش و یا روند سفارش‌ها را مشاهده کند.

در سازوکار متمرکز بازارگردانی، تالار وجود دارد که بازارگردانان در آن مستقر شده و با سفارش‌هایی که به صورت الکترونیکی یا از سوی کارگزاران تالار در اختیار آن‌ها قرار می‌گیرد، به داد و ستد می‌پردازند. کارگزاران در تالار حاضر می‌شوند تا با سرعت بیشتری به اطلاعات بازار دسترسی پیدا کرده و بدون واسطه به معامله بپردازند. بازارگردانان موظف هستند به طور پیوسته اعلام مظنه کنند و تنها در شرایط اضطراری یعنی زمانی که تمایل به معامله در یکی از طرفین بازار وجود نداشته باشد، به حساب خود معامله کرده و نقدشوندگی فراهم می‌کنند. این حالت غالباً زمانی رخ می‌دهد که تفاوت لحظه‌ای میان عرضه و تقاضا بوجود آید و منجر به درخواست مداخله بازارگردان به منظور ارایه‌ی قیمت تعادلی^۵ شود. از جمله بازارهایی که سازوکار بازارگردان متمرکز در آن استفاده می‌شود بورس نیویورک و دویچه بورس آلمان است.

• سازوکار متمرکز بازارگردانی در بازار الکترونیک سفارش محور^۶

این سازوکار بازارگردانی مشابه سازوکار متمرکز بازارگردانی تالار معاملاتی سفارش محور است که در آن بازارگردان در دو نقش انحصاری معامله‌گر (دلال) عرضه و تقاضا و نقدکننده‌ی لازم در زمان مقتضی فعالیت می‌کند. تنها تفاوت اصلی این است که در این سازوکار هیچ بازار فیزیکی و یا کارگزار تالار وجود ندارد. چنین سازوکاری در بورس سهام آمستردام قبل از پیوستن آن به یورنکست وجود داشته است.

• سازوکار غیرمتمرکز بازارگردانی در بازار الکترونیک سفارش محور^۷

^۱ Centralized Market-making System in an Order-driven, Floor-based Market

^۲ Limit Order

^۳ Limit order book: سفارش بازار با هدف اجرا در اسرع وقت ثبت می‌شوند. این سفارش‌ها معامله در لحظه و به قیمت (اولین قیمت - قیمت لحظه) بازار است. در سفارش محدود هدف اجرای معامله به قیمت اعلام شده (تعیین شده) و یا قیمت بهتر از آن است. اولویت در سفارش بازار اجرای سفارش است در حالی که در سفارش محدود اولویت قیمت اجرای سفارش است.

^۴ Market order

^۵ Equilibrium Price

^۶ Centralized Market-making System in an Order-driven Electronic Market

^۷ Centralized Market-making System in an Order-driven Electronic Market



در این سازوکار هر شرکت ناشر می‌تواند بیش از یک بازارگردان داشته باشد. بازارگردانان به طور پیوسته مظنه‌های خرید یا فروش با قیمت محدود را به حساب خود و براساس قوانین مقداری از پیش تعیین‌شده توسط بورس وارد سامانه می‌کنند. برخلاف سازوکار متمرکز، بازارگردان سازوکار غیرمتمرکز هیچ اطلاعات انحصاری نسبت به سایر مشارکت‌کنندگان بازار در خصوص سفارش‌های ثبت شده یا دفتر سفارش محدود ندارند. به عبارت دیگر در این سازوکار بازارگردانان با سرمایه‌گذاران رقابت می‌کنند و انتظار می‌رود حضور بازارگردانان در این سازوکار موجب افزایش نقدشوندگی از سوی سرمایه‌گذاران بازار شود. این سازوکار بازارگردانی در بورس‌هایی نظیر یورونکست، ایتالیا و آتن استفاده می‌شود.

سازوکار مظنه‌محور به‌طور بنیادی با سازوکار سفارش‌محور تفاوت دارد. بازارگردانان در سازوکار مظنه‌محور صرفاً به رقابت در میان خود می‌پردازند، در حالی که در سازوکار سفارش‌محور عموم سرمایه‌گذاران، فضای رقابت اصلی میان سفارش‌ها را ایجاد می‌کنند.

تعداد بازارگردانان و نقش آن‌ها در بازار، وجه افتراق سازوکار متمرکز و غیرمتمرکز است. وجود یک بازارگردان واحد برای هر شرکت ناشر، برخورداری از انحصار اطلاعات و اعلام پیوسته‌ی مظنه (که یک بازار منصفانه و منظم را نشان می‌دهد) از مشخصه‌های سازوکار متمرکز است. در حالی که در سازوکار غیرمتمرکز یک یا چند بازارگردان می‌توانند به طور پیوسته به حساب خود ثبت سفارش کنند. وجه تمایز میان دو سازوکار متمرکز بازارگردانی تالار و الکترونیک، حضور کارگزاران تالار است. وجوه تشابه و تمایز چهار سازوکار بازارگردانی به شرح جدول زیر است:

جدول ۱: شباهت‌ها و تفاوت‌های میان انواع سازوکارهای بازارگردانی

سازوکار معامله‌گر در بازار الکترونیک مظنه‌محور	سازوکار غیرمتمرکز بازارگردانی سفارش‌محور در بازار الکترونیک	سازوکار متمرکز بازارگردانی سفارش‌محور در بازار الکترونیک
بازارگردانان برای جذب جریان سرمایه‌ی سرمایه‌گذاران باهم رقابت می‌کنند. در این سازوکار سرمایه‌گذاران قادر به انجام معامله با یکدیگر نیستند و معامله‌گران که از حساب (موجودی) خود برای انجام معاملات استفاده می‌کنند طرفین معاملات (خریداران و فروشندگان) را تشکیل می‌دهند.	تشابه تمامی سازوکارهای بازارگردانی در بازارهای سفارش‌محور این است که بازارگردانان با سرمایه‌گذاران عام رقابت می‌کنند و سرمایه‌گذاران با ثبت سفارش در دفتر سفارش‌های محدود در کنار بازارگردانان به ایجاد نقدشوندگی در بازار کمک می‌کنند. در سازوکارهای سفارش‌محور هر دو سوی یک معامله عموماً سرمایه‌گذاران هستند که از طریق کارگزاران با سازوکار ثبت الکترونیکی سفارش داد و ستد می‌کنند.	تنها یک بازارگردان برای هر ابزار در مقام مدیر و دلال معاملات فعالیت می‌کند. مظنه‌هایی که بازارگردان سازوکار متمرکز وارد سازوکار می‌کند نمایانگر بهترین سفارش‌های دفتر سفارش هستند. بازارگردان تنها زمانی وارد معامله به حساب شخصی خود می‌شود که نقدشوندگی دفتر سفارش مناسب نباشد. مقرراتی که بازارگردان باید رعایت کند طریقه ایجاد بازار منظم
یک یا چند بازارگردان به‌طور مرتب به حساب خود به ثبت سفارش می‌پردازند- تنها مقرراتی که بازارگردانان باید رعایت کنند قوانین کمی مربوط به حداقل حجم		



و منصفانه در زمان اعلام مظنه های عرضه و تقاضای سرمایه- گذاران را توصیف می کند.	سفارش (اندازه مظنه) و حداکثر دامنه مظنه است.
تالار مکانی فیزیکی است که کارگزاران تالار با سرعت بیشتر و بدون آشکار ساختن مقاصد خود برای عموم می توانند به مذاکره و معامله بپردازند. بازارگردان، دلال سفارشات کارگزاران تالار هستند.	در سازوکار بازار الکترونیک هیچ تالار و در نتیجه کارگزار تالار که در کنار بازارگردان نقش ایفاکنند وجود ندارند. تمامی سفارشها به صورت الکترونیک بر سازوکار دفتر سفارش بازارگردانان درج می- شود. بازارگردان مدیریت معاملات (مطابقت دادن دو طرف عرضه و تقاضا) را برعهده دارد.

۱-۲- ساختار سازوکار بازارگردانی در بورس های توسعه یافته دنیا

سازوکار بازارگردانی در بورس های کشورهای توسعه یافته تا حدودی متفاوت از یکدیگر هستند. جدول زیر طبقه بندی ساختار بازار در هفت بورس اصلی دنیا را نشان می دهد که هر کدام نوعی از سازوکار بازارگردانی را استفاده کرده اند. بازارگردانی که با عنوان معامله گر شناخته می شود قیمت های سفارش خرید و فروش و تعداد سهمی که تمایل به خرید دارند (اندازه و قیمت سفارشها) را ارسال می کنند. عموم سرمایه گذاران صرفاً اجازه معامله با این گروه را دارند. زمانی که بازارگردانان دفتر سفارش را انحصاراً در اختیار دارند و قیمت ها و سفارش های برتر عرضه و تقاضا را اعلام می کنند بازارگردانان متمرکز هستند. در این ساختار اگر بازارگردانان بخواهند به حساب خود معامله کنند باید مظنه ای ارائه شده ای آن ها از برترین سفارش بهتر باشد و یا بر عمق بازار در قیمت جدید بیافزاید. در تالار، بازارگردانان صرفاً نقش متمرکز دارند و باید به مدیریت دفتر سفارش و کارگزاران تالار بپردازند. بازارگردانان غیرمتمرکز مشابه سرمایه گذار مستقلی عمل می کنند که دائماً به ثبت مظنه های عرضه و تقاضا در محدوده ی مقررات تعیین شده می پردازند.

جدول ۲: طبقه بندی ساختار بازار در برخی از بورس های منتخب دنیا

نام بازار	بازار الکترونیک مظنه محور	بازار الکترونیک سفارش محور	
		غیرمتمرکز	متمرکز
بورس نیویورک	-	-	-
نزدک	معامله گر	-	-
بورس لندن	معامله گر	-	-
دویچه بورس	-	حامی منتخب	کارگزاران رسمی بورس



-	-	انیماتور ^۱	-	بورس پاریس
-	هوکن ^۲	-	-	بورس سهام آمستردام
-	-	فراهم‌آورنده نقدشوندگی	-	یورونکست (فرانسه، هلند، بلغارستان، پرتغال)
-	-	بازارگردان ویژه	-	بورس سهام ایتالیا
-	-	بازارگردان	-	بورس سهام آتن

توجه: بورس پاریس و آمستردام در پاییز ۲۰۰۱ به یورونکست ملحق شده‌اند و اطلاعات این جدول مربوط به وضعیت آنها پیش از ادغام است.

۱-۳- تعهدات و امتیازات بازارگردانان در هر یک از سازوکارهای بازارگردانی

مشخصه‌هایی که در زمان ساختاردهی مجدد بازارهای نوظهور باید توسط قانون‌گذاران بررسی شود شامل تعهدات و امتیازات بازارگردان در هر سازوکار بازارگردانی، منافع و نحوه‌ی محاسبه‌ی هر یک از این منافع در هر سازوکار است. این ویژگی‌ها عناصر مهمی در کارایی سازوکار بازارگردانی هستند.

• سازوکار بازارگردانی متمرکز

در سازوکار بازارگردانی متمرکز (بورس نیویورک و دویچه بورس آلمان) بازارگردانان موظف هستند به‌طور مرتب مظنه‌های عرضه و تقاضا بهترین سفارش خرید یا فروش دفتر سفارش (سفارش‌های الکترونیک) و سفارش‌های کارگزاران تالار (منعکس‌کننده تمایلات بازار) را اعلام کنند.

به‌علاوه هر زمان که عدم تعادل میان عرضه و تقاضا وجود داشته باشد بازارگردانان وارد عمل شده و با اعلام مظنه‌های خرید و فروش به حساب خود، نقدشوندگی مورد نیاز را فراهم می‌کنند. همانطور که در قانون ۱۰۴ بورس نیویورک تعریف شده است، نقش بازارگردانان در این ساختار ایجاد یک بازار منظم و منصفانه است؛ در همین راستا بازارگردانان متعهد می‌شوند طرف دوم معامله‌ای قرار گیرند که با ورود سفارش مربوط به آن ممکن است بازار به صورت موقت نوسانات قیمتی بسیار بالایی تجربه کند که نشان‌دهنده‌ی قیمت واقعی سهم نخواهد بود.

در پایان، بازارگردانان سازوکار متمرکز مسئول اعلام قیمت گشایش در ابتدا هر حراج معاملاتی هستند. این موضوع با سازوکار دفتر سفارش محض^۳ که در آن قیمت گشایش براساس یک الگوریتم ساده که حجم معامله را حداکثر می‌کند است در تضاد می‌باشد.

بازارگردانان سازوکار متمرکز اطلاعات انحصاری از دفتر سفارش محدود دارند. موقعیت منحصرأ به فرد آنها در تالار بورس امکان مشاهده تمامی سفارش‌هایی که به صورت الکترونیکی وارد سازوکار می‌شوند و مقاصد معاملاتی کارگزار تالار

¹ Animateurs

² Hoekman

³ Pure order book System

را می‌دهد. علاوه بر این بازارگردانان از پرداخت هرگونه کارمزد بابت معاملات خود معاف هستند. در نهایت بازارگردانان سازوکار متمرکز می‌توانند برای تمامی سفارشهایی که از سوی کارگزاران تالار دریافت می‌کنند کارمزد تعیین کنند.

• سازوکار بازارگردانی غیرمتمرکز

اخیراً در بازارهایی که از سازوکار بازارگردانی غیرمتمرکز استفاده می‌کنند (بورس یورونکست، بازار زترا آلمان، بورس ایتالیا و بورس آتن) بازارگردانان موظف هستند به طور پیوسته با ثبت سفارش به حساب خود به خرید یا فروش پردازند. این سفارش‌ها، مظنه‌های اصلی عرضه و تقاضا نامیده می‌شوند و از قوانین کمی و فرمول محاسباتی تعیین شده پیروی می‌کنند. علاوه بر قوانین کمیت، در برخی از بورس‌ها مانند بورس ایتالیا ممکن است بازارگردانان موظف باشند سرمایه‌گذاران را از وضعیت مالی شرکت‌های تحت پوشش خود در گزارش‌های شش‌ماهه و یا مطابق برنامه‌ی منظم سالانه مطلع سازند.

در سازوکار بازارگردانی غیرمتمرکز، بازارگردانان هزینه‌ای بابت معاملات نمی‌پردازند. همچنین، آن‌ها مجازند موجودی سهام نزد خود را از طرف سهامداران عمده شرکت ناشر یا براساس مکانیزم بازار به تعادل بازگردانند (مانند یورنکس و بورس آتن). علاوه بر این، بازارگردانان سازوکار غیرمتمرکز می‌توانند به اطلاعات خاص شرکت مورد حمایت خود دسترسی داشته باشند.

علاوه بر تعهدات و جرائم احتمالی، شواهد نشان می‌دهد عایدات سه سازوکار بازارگردانی متمرکز، نیمه‌متمرکز و معامله‌گر متفاوت است. خصوصاً برای دو سازوکار متمرکز و مظنه‌محور، عایدی بازارگردان عمدتاً به معاملات میان روز مرتبط است و منافع اصلی عمدتاً از تغییرات روزانه‌ی موجودی سهام بازارگردانان بعلاوه‌ی تغییر روزانه‌ی وجوه نقد آن‌ها که ناشی از معاملات حساب خود بازارگردان است حاصل می‌شود. از سایر عایدات بازارگردانان سازوکار متمرکز و سازوکار مظنه‌محور، کمیسیون کارگزاران تالار و کمیسیون دفتر سفارش محدود است.

در سازوکار غیرمتمرکز بازارگردانی برخلاف دو سازوکار دیگر، عایدات بازارگردانان به‌طور عمده از وجوهی است که در قرارداد میان بازارگردان و ناشر تعیین شده است. در این سازوکار، عایدات معاملاتی تراکنش‌های بین روز با توجه به نبود اطلاعات انحصاری از دفتر سفارش‌های محدود به نظر ناچیز می‌آید.

۴-۱- مزایا و معایب انواع سازوکارهای بازارگردانی

مقایسه‌ی تطبیقی سازوکارهای متفاوت بازارگردانی و شناسایی مزایا و معایب اصلی استقرار هر یک از آن‌ها در این بخش ارائه شده است:

• سازوکار بازارگردانی در بازارهای الکترونیک مظنه‌محور (معامله‌گری)



این سازوکار به دلیل دسترسی بازارگردان به جریان سفارش‌ها، مزیت‌های را به همراه داشته و عموماً مورد توجه سرمایه‌گذاران نهادی است زیرا برای آن‌ها چه در صورت داشتن قرارداد با یک کارگزار و چه در صورت همکاری با چندین معامله‌گر، کمترین هزینه را تحمیل می‌کند.

علاوه بر این، به دلیل رقابت میان معامله‌گران بر سر جذب سفارش‌ها، آن‌ها به طور پیوسته به دنبال اطلاعات جدید و کامل‌تر از شرکت‌ها و قیمت واقعی بازار سهام هستند. در نتیجه، در طول روز معاملاتی، قیمت معامله در اطراف قیمت بازار نوسان کمتری دارد و دامنه‌ی مظنه بهتر خواهد بود. به علاوه، انتظار می‌رود در این سازوکار سرمایه‌گذاران هزینه‌های معاملاتی کمتری بپردازند. به‌طور کلی سرمایه‌گذاران برای اعلام مقاصد معاملاتی خود به معامله‌گرانی اعتماد می‌کنند که در کشف بهتر قیمت، قابلیت بالاتری دارند.

در مقابل، یکی از معایب اصلی این سازوکار، کنترل انحصاری بازارگردان این سازوکار بر قیمت ابزارهایی است که معامله می‌کنند. با توجه به این‌که آن‌ها همواره در دو سوی هر معامله قرار دارند، بخش عمده‌ای از سفارش‌ها توسط آن‌ها صورت می‌گیرد. شواهد نشان می‌دهد که این نوع بازارگردانان به عنوان معامله‌گر مظنه‌هایی را اعلام می‌کنند که منافع بیشتری برای آنها دارد. برخی مطالعات نشان داده است که هزینه‌های معاملاتی بالاتر در بازار نزدیک (سازوکار بازارگردانی مظنه‌محور) نوعاً به خاطر کنترل انحصاری بازارگردان معامله‌گر بر مظنه‌ها و قیمت‌ها است.

یکی دیگر از معایب سازوکار معامله‌گری تبانی است که در میان معامله‌گران مشاهده می‌شود. این تبانی ممکن است منجر به این شود که بازارگردان به علل مختلف نظیر ایجاد تعادل در موجودی خود بر روی ابزار خاص و دارا بودن اطلاعات نهانی روی آن ابزار، در طول یک روز معاملاتی صرفاً روی یک طرف معامله تمرکز کنند. از همین رو ممکن این اقدام، تأثیرات منفی بر روند کشف قیمت داشته باشد.

• سازوکار بازارگردان متمرکز در بازار سفارش‌محور (تالار معاملات)

به طور خاص این سازوکار برای سرمایه‌گذاران نهادی که قادر به انجام معاملات عمده با بهره‌گیری از مهارت‌های کارگزاران تالار هستند، جذابیت دارد. کارگزاران تالار می‌توانند بر روی یک سفارش کار کنند. آنها این توانایی و دانش را در اختیار دارند تا قیمت‌های رقابت‌پذیر برای مشتریان نهادی فراهم کنند، بدون آن‌که قصد خود را برای عموم آشکار کرده یا موجب اختلال و نوسان‌های قیمتی قابل توجه شوند.

گزارش‌های منتشرشده از معاملات تالار بورس نیویورک نشان می‌دهد اگرچه تعداد معاملات انجام‌شده توسط کارگزاران تالار در مقایسه با سفارش‌های الکترونیک اندک است، ولی حجم این معاملات بیش از ۶۰٪ حجم معاملات روزانه‌ی تالار را در برمی‌گیرد.

یکی دیگر از مزیت‌های این سازوکار، هزینه‌های معاملاتی نسبتاً اندک آن است. این واقعیت که "انتظار می‌رود بازارگردانان هنگامی که دامنه‌ی میان عرضه و تقاضای سفارش‌های سرمایه‌گذاران بسیار زیاد است وارد بازار شده و به افزایش نقدشوندگی بازار کمک کنند،" موجب کاهش هزینه‌های معاملات نسبت به بازاری که دفتر سفارش محض دارد



می‌شود. علاوه بر این، تعاملات روزانه بازارگردانان و کارگزاران تالار، ریسک بازارگردانان را در راستای حفظ بازار منصفانه و منظم کاهش می‌دهد.

نتایج مطالعات انجام شده بر روی سازوکار بازارگردانی متمرکز در بورس اوراق بهادار آلمان (دویچه بورس) نشان می‌دهد وجود بازارگردانان در دوره‌ی حراج، هزینه‌های معاملاتی را به حداقل می‌رساند. همچنین نتایج نشان می‌دهد بازارگردانان در زمان تغییر دوره‌های معاملاتی میان دو فاز حراج و معاملات پیوسته، قیمت‌ها را روان ساخته و بدین ترتیب نوسان‌ها کاهش می‌یابد.

همان‌طور که پیش از این اشاره شد سازوکار متمرکز بازارگردانی ارتباط منحصر به فردی میان بازارگردان (بازارگردان ویژه) و کارگزاران تالار ایجاد می‌کند. این چنین ساختاری منجر به انتشار سریع‌تر اطلاعات در میان مشارکت‌کنندگان و فعالان بازار می‌شود.

سازوکار بازارگردان متمرکز در بازار سفارش محور معایبی نیز دارد. یکی از معایب اصلی آن شفافیت پایین در مقایسه با سازوکارهای مظنه‌محور و غیرمتمرکز است. موقعیت مرکزی بازارگردان ویژه به آنها امکان می‌دهد اطلاعات منحصر به فردی از بازار به دلیل مشاهده‌ی مستمر دو طرف عرضه و تقاضا کسب کنند. این دسترسی ممکن است به عملکرد غیرمنصفانه‌ی بازارگردانان منتهی شده و اتهام "فرار به جلو"¹ مطرح شود. فرار رو به جلو یعنی زمانی که بازارگردان عدم توازن عرضه و تقاضا را در دفتر سفارش محدود مشاهده می‌کند، در جهت غالب دفتر سفارش حرکت کرده و سفارش‌های خود را در طرفی وارد سامانه می‌کند که بعد از اجرا، روند قیمت سهم در جهت دلخواه (یا منفعت) بازارگردان حرکت کند. در سازوکار متمرکز، بازارگردانان ویژه می‌توانند سفارش فرار به جلو خود را خیلی زودتر از سفارش‌های دیگر وارد سازوکار کنند و با توجه به مزیت نداشتن کارمزد هزینه‌ای هم نمی‌پردازند.

یکی دیگر از معایب این سازوکار از این واقعیت ناشی می‌شود که بازارگردانان در سازوکار متمرکز باید نظم و منصفانه بودن بازار را حفظ کنند. آن‌ها موظف‌اند تغییرات قیمت معاملات را در هنگام وقوع یا احتمال نوسانات بزرگ قیمت، هموار سازند. برای تطبیق با این ریسک‌ها، بازارگردانان مظنه‌دهی را در جهت مورد علاقه خود ادامه می‌دهند تا بتوانند موقعیت خود را متعادل کنند. این رفتار، اختلال قابل توجهی در فرآیند کشف قیمت ایجاد کرده و به طور موقت قیمت واقعی بازار را مخفی می‌کند.

در مطالعه‌ای که در همین زمینه بر روی دویچه بورس صورت گرفته است نشان می‌دهد سهم سازوکار غیرمتمرکز زترا در کشف قیمت نسبت به سازوکار دویچه بورس به عنوان سازوکار متمرکز، بسیار بیشتر است.

• سازوکار بازارگردانی غیرمتمرکز در بازار الکترونیک سفارش محور

یکی از مهمترین مزایای این سازوکار، شفافیت دفتر سفارش محدود برای تمامی فعالان بازار است. در بازارهایی که غیرمتمرکز هستند، دفتر سفارش محدود تقریباً به صورت یکسان برای تمامی سرمایه‌گذاران و بازارگردانان قابل رؤیت

¹ Front run



است. از این‌رو هیچ اطلاعات انحصاری از جریان سفارش‌ها در اختیار هیچ یک از طرفین وجود ندارد. این میزان شفافیت موجب کاهش هزینه‌های معاملاتی به ویژه برای سرمایه‌گذارانی که اطلاعات نهانی ندارند، می‌شود. همچنین از آنجایی که بازارگردانان باید به طور مستمر سفارش‌های محدود خرید و فروش به حساب خود را وارد سامانه کنند، نقدشوندگی لازم به طور مرتب فراهم شده و زمینه‌ی رقابت منصفانه و برابر آن‌ها و سایر سرمایه‌گذاران مهیا می‌شود.

این سازوکار به دلیل دانش بیشتر بازارگردانان از بازار و امکان معامله بدون وقفه آن‌ها، در مقابل دو سازوکار بازارگردانی متمرکز و مظنه‌محور که سفارش‌های محدود از سوی سرمایه‌گذاران عام به طور مستقیم وارد رقابت با سفارش‌های بازارگردانان نمی‌شود، قرار می‌گیرد.

به دلیل این که وظایف بازارگردان در سازوکار غیرمتمرکز براساس قوانین، از پیش تعیین شده است و صحت مظنه‌ها به صورت الکترونیکی فرموله و کنترل می‌شود، نظارت بر بازارگردان در این سازوکار کم‌هزینه‌تر است. علاوه‌براین، دسترسی بازارگردان به بازار در سازوکار غیرمتمرکز، از طریق سامانه معاملات و مشابه با سایر سرمایه‌گذاران است و هیچ دخالت انسانی یا تکنیکی (فناوری) اضافی برای پایش عملکرد بازارگردانی نیاز نیست.

از معایب سازوکار مذکور این است که بکارگیری آن الزاماً به ایجاد نقدشوندگی مازاد در بازار نمی‌انجامد و در عمل بازارگردان می‌تواند با ایجاد سفارش‌های خرید و فروش که غیررقابتی است، از معامله سرباز بزند. البته این موضوع صرفاً زمانی روی می‌دهد که حداقل نقدشوندگی ممکن برای یک سهم در آن لحظه مناسب باشند.

در واقع استقرار سازوکار بازارگردانی غیرمتمرکز بر بهبود نقدشوندگی سهامی که گردش مالی پایینی دارند اثر داشته و بر نقدشوندگی سهام با معاملات بالا (یا نقدشونده) تاثیری ندارد.

علاوه‌براین سرمایه‌گذاران نهادی به این دلیل که نمی‌توانند مقاصد معاملاتی خود را پنهان کنند، این سازوکار را برای معاملات خود جذاب نمی‌دانند زیرا در این سازوکار هر تلاشی برای معاملات با حجم بالا نوسانات ناخواسته موقت قیمت را به همراه دارد.

۱-۵- اجرای سازوکارهای بازارگردانی در بازارهای نوظهور

بازارهای مالی نوظهور برای افزایش نقدشوندگی اوراق بهادار پذیرفته شده به مانند بازارهای توسعه یافته از سازوکارهای متعدد بازارگردانی استفاده می‌کنند. قانون‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان بازارهای نوظهور در راستای پیاده‌سازی این سازوکارها باید برخی از فاکتورهای تأثیرگذار بر نحوه‌ی اجرا و کارکرد بازارگردان را مورد ملاحظه و بررسی قرار دهند. در ادامه برخی از این فاکتورها مورد اشاره قرار می‌گیرد:

• هزینه‌ها و چالش‌های اجرای یک سازوکار بازارگردانی در بازارهای نوظهور

در شرایط جاری بازارهای نوظهور، حجم معاملات و نقدشوندگی اوراق بهادار به علت عمق کم بازار پایین است و از این‌رو نوسان‌های قیمتی قابل توجه بوده و تمایل سرمایه‌گذاران حقوقی داخلی و خارجی به بازار سرمایه بسیار اندک است. این مشکلات نشان می‌دهد بازارهای نوظهور در تعیین قیمت سهام کارآمدی پایینی دارند. حضور بازارگردانان مختلف در



بازار می‌تواند اثرات مثبتی برای سرمایه‌گذاران، شرکت‌های پذیرش شده و بورس داشته باشد. با توجه به این‌که بازارگردانان موظف به ثبت سفارش‌های خرید و فروش به حساب خود در سامانه هستند، بهبود نقدشوندگی به عنوان یکی از مهمترین منافع بازارگردانی، فراهم می‌شود. از آنجا که سفارش‌های بازارگردان براساس قواعد تعیین‌کننده‌ی حداکثر دامنه‌ی مظنه و در برخی موارد عمق بازار، تنظیم شده‌اند، انتظار می‌رود فعالیت‌های آن‌ها اثرات مثبتی بر نوسانات قیمت و هزینه‌های معاملات داشته باشد.

انتظار می‌رود با معرفی یک سازوکار بازارگردانی (از میان سازوکارهای موجود شامل معامله‌گر، متمرکز و غیرمتمرکز) در بازار نوظهور، شرایط فعلی بهبود یابد. لازم به ذکر است فرآیند اجرای هر سازوکار بازارگردانی با توجه به مشخصات و ویژگی‌های آن‌ها، با هزینه‌ها و چالش‌های مشخصی همراه است. فاکتورهایی که نوع و میزان چالش‌های پیش‌رو در اجرای سازوکار بازارگردانی را تعیین می‌کنند عبارتند از:

- ساختار فعلی بورس‌ها و هزینه‌های طراحی ساختار جدید؛
- علاقه‌ی سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی به فعالیت در بورس؛
- ساختار بازار در کشورهایی که میزبان سرمایه‌گذاری‌های عظیم خارجی هستند (شرکت‌های میزبان سرمایه‌گذاری خارجی هدف)؛
- اندازه‌ی بازار نوظهور.

در ادامه به بررسی تأثیر هر یک از این فاکتورها بر فرآیند اجرای سازوکار بازارگردانی می‌پردازیم.

• ساختار فعلی بورس‌ها و هزینه‌های طراحی ساختار جدید

اغلب بازارهای نوظهور در حال حاضر از سازوکار دفتر سفارش محدود محض استفاده می‌کنند. در این سازوکار تمامی سفارشات (اعم از سفارش‌های بازار و محدود) به صورت الکترونیکی از طریق ترمینال‌های معاملاتی کارگزاران وارد سامانه می‌شود. بهترین سفارش‌های محدود خرید و فروش در دفتر سفارش به طور خودکار به عنوان قیمت (مظنه) معامله در نظر گرفته شده و سفارش‌های بازار هر طرف در همین قیمت‌ها معامله می‌شوند.

از میان سه سازوکار بازارگردانی، سازوکاری که کمترین هزینه اجرا در بازارهای نوظهور را از نظر تکنیکی، سخت‌افزاری و نیروی انسانی دارد سازوکار غیرمتمرکز بازارگردانی است، زیرا غیر از بخش نظارت، این سازوکار مستلزم یک ترمینال اضافی برای هر بازارگردان منتخب است. واحد نظارت موظف است نقدشوندگی فراهم شده از سوی بازارگردان منتخب را پایش کند تا از ایفای تعهدات و انطباق عملکرد وی با الزامات تعیین‌شده بورس اطمینان حاصل کند.

در مقابل، سازوکار بازارگردانی مظنه‌محور بسیار پرهزینه‌تر است. اجرای این سازوکار به ترمینال‌های معاملاتی متعدد برای معامله‌گران در کنار شبکه ارتباط الکترونیک میان سرمایه‌گذاران، کارگزاران و معامله‌گران و در نتیجه به سرمایه‌ی بیشتر نیاز دارد. اجرای سازوکار متمرکز بازارگردانی مستلزم تدارک نیروی انسانی و مکانی به عنوان تالار و مجهز به ترمینال‌های معاملاتی برای بازارگردانان و کارگزاران تالار است. علاوه بر این، برای نظارت بر کارگزاران تالار و



بازارگردانان، به سازوکار نظارت مناسب از سوی بورس نیز نیاز است. بنابراین مناسب‌ترین سازوکار از نظر سهولت اجرا و هزینه‌ها، سازوکار غیرمتمرکز بازارگردانی است. به طور خلاصه، هزینه‌های بالقوه اجرای سازوکار بازارگردانی غیرمتمرکز در بازار نوظهوری که از سازوکار دفتر سفارش محدود الکترونیکی برای انجام معاملات استفاده می‌کند، حداقل است.

• تمایل سرمایه‌گذاران به فعالیت در بورس

عدم اطمینان سرمایه‌گذاران در بازارهای نوظهور می‌تواند ناشی از کمبود سطح دانش و تجربه باشد. در چنین شرایطی سرمایه‌گذاران بر این باورند با ورود به بازار، شرکت‌ها و تحلیلگران فعال، آن‌ها را فریب می‌دهند. در سازوکارهای بازارگردانی متمرکز و مظنه‌محور، بازارگردانان بواسطه‌ی جایگاه ویژه در مشاهده‌ی دفتر سفارش‌های محدود و مقاصد معاملاتی کارگزاران تالار نسبت به جهت معاملات بازار، دانش انحصاری دارند. علاوه بر این، موقعیت بازارگردانان، امکان انجام معامله بدون هیچ وقفه زمانی به آنها می‌دهد. این احتمال وجود دارد که این دانش انحصاری و امکان معامله آنی منجر به بدگمانی بیشتر سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه شود و اجرای یک سازوکار بازارگردانی به جای بهبود نقدشوندگی و جذب سرمایه بیشتر اثر عکس داشته باشد.

اتهامات اخیر مربوط به استفاده شخصی بازارگردانان از اطلاعات نهانی و تبانی آن‌ها و همچنین این واقعیت که سود بازارگردانان از معاملات بین روز حاصل می‌شود، یقیناً توجه‌ی سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی مردد کنونی را به خود جلب می‌کند.

سازوکار بازارگردانی غیرمتمرکز بهترین گزینه برای رفع بی‌علاقگی سرمایه‌گذاران به معاملات بورس است. در این سازوکار، بازارگردانان هیچ اطلاعاتی بیشتر از سرمایه‌گذار متوسط عام ندارند و منافع آنها (که معادل مبلغ ثابتی است که از سوی ناشر با توجه به قرارداد میان ناشر و بازارگردان پرداخت می‌شود) از پیش تعیین شده است و از معاملات ناشی نمی‌شود.

در نتیجه به نظر می‌رسد به دلیل شفافیت سازوکار بازارگردانی غیرمتمرکز بکارگیری این سازوکار در بازارهای نوظهور سازوکار خوبی برای افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار است.

همچنین قانون‌گذاران باید به طور واضح قوانین و مقررات حاکم بر فعالیت بازارگردانان را برای عموم بیان کنند. آنان باید وجهه‌ای مثبت از واحد نظارت ارائه دهند با این مضمون که این واحد به طور کامل فعالیت‌های بازارگردانان را رصد می‌کند.

بازگشت اعتماد سرمایه‌گذاران مستلزم تنظیم مقررات مستدل و واضح و اجرای یکسان آن در موضوعاتی نظیر ممنوعیت معاملات نهانی و حفاظت از حقوق سهامداران اقلیت است که به افشای به موقع اطلاعات شرکت، تنظیم ادغام و تملک و حاکمیت شرکتی نیاز دارد.

• ساختار بازار در کشورهای میزبان سرمایه‌های خارجی هدف



فاکتور سومی که بازارهای نوظهور باید به آن توجه کنند طبیعت و موقعیت سرمایه‌گذاران خارجی است که قانون‌گذاران به دنبال جذب آنها هستند.

به طور خاص هزینه‌های معاملاتی بالا و بازارهای سرمایه نوظهور عوامل بازدارنده برای سرمایه‌گذاری خارجی محسوب می‌شود، در حالی که بازارهای بزرگ‌تر و بازارهایی که نرخ گردش بالاتری دارد سرمایه‌های خارجی بیشتری جذب می‌کنند. بنابراین به نظر می‌رسد نقدشوندگی یکی از فاکتورهای مهم برای سرمایه‌گذاران خارجی است. از سوی دیگر تشابه میان بازار نوظهور و کشور مبداء سرمایه‌گذاری خارجی تاثیر مؤثری در جذب سرمایه‌گذاری خارجی دارد که به علت آشنایی سرمایه‌گذاران با ساختار معاملات است.

در نتیجه، قانون‌گذاران بازارهای نوظهور باید کشورهای مبداء سرمایه‌گذاری خارجی خود را پیش از اجرای هرگونه سازوکار بازارگردانی مشخص کنند. تصمیم‌گیری درباره اینکه کدام سازوکار بازارگردانی استفاده شود بر شناخت و اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی تاثیرات بااهمیتی می‌گذارد.

• اندازه‌ی بازار نوظهور

نتایج بررسی‌ها نشان می‌دهد به طور متوسط ارزش بازار در بورس‌هایی که از سازوکار متمرکز بازارگردانی یا سازوکار بازارگردانی مظنه‌محور استفاده کرده‌اند در مقایسه با بازارهایی که از سازوکار غیرمتمرکز بازارگردانی پیروی می‌کنند، بسیار بزرگتر است. به طور خاص، سازوکارهای متمرکز با ویژگی‌هایی مانند وجود مکان فیزیکی تالار، کارگزاران، بازارگردانان و سفارش‌های الکترونیک، قابل انطباق‌تر با بازارهای بزرگ به نظر می‌رسند.

به طور مشابه برای سازوکارهای مظنه‌محور باید حداقل ۳ معامله‌گر در هر لحظه از زمان برای هر ابزار مالی (یا حتی ۵ معامله‌گر برای شرکت‌های تازه پذیرش‌شده) وجود داشته باشد. علت آن است که برای عملکرد کارآمد بازارهای مظنه‌محور به سطح بالایی از رقابت نیاز است. همچنین سازوکار بازارگردانی مظنه‌محور به بازارهایی با اندازه بزرگ نیاز دارد که در آن‌ها شرکت‌های بزرگ که تمایلات میان روز تمامی مشارکت‌کنندگان مورد نیاز بازار را فراهم می‌کنند، حضور دارند.

بازارهای نوظهور معمولاً تعداد شرکت‌های پذیرش شده کمتر و ارزش بازار کوچکتر دارند. تنها سازوکار بازارگردانی که به راحتی با اندازه این بازارهای منطبق می‌شود، سازوکار غیرمتمرکز است. مسلماً مشکلات مربوط به ریسک مدیریت موجودی در بازارهای کوچک و بخصوص غیرنقدشونده بدون در نظر گرفتن ساختار بازارگردانی بیشتر است. به طور خاص سازوکار بازارگردانی غیرمتمرکز در سایه یک قرارداد مناسب میان ناشر و بازارگردانان می‌تواند با تمامی این ریسک‌ها مطابقت یابد. سهامداران عمده می‌توانند با فراهم کردن موجودی مورد نیاز بازارگردانان، ریسک آن‌ها را کاهش دهند. در دو سازوکار دیگر بازارگردانی توازن موجودی بازارگردانان تنها از طریق مکانیزم بازار حاصل می‌شود. به طور کلی، اندازه بازار نوظهور در تصمیم‌گیری برای انتخاب سازوکار بازارگردانی مناسب اهمیت دارد.

• بازارگردانان بالقوه



مسئولین بازارهای نوظهور با اجرای هر یک از سه سازوکار بازارگردانی یادشده می‌توانند نقدشوندگی را در بازارهای خود بهبود داده و سرمایه‌ها را جذب کنند. فارغ از انتخاب و پیاده‌سازی نوع سازوکار بازارگردانی، بازارگردانان به علت ریسک بالا، تمایلی به فعالیت بر روی سهام با نقدشوندگی اندک ندارند.

به طور مشابه شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازوکارهای غیرمتمرکز، ایده‌ی بکارگیری بازارگردانان برای ایجاد نقدشوندگی را به دلیل افزایش در هزینه‌ها جذاب نمی‌دانند. به نظر می‌رسد که مسئولین بورس‌ها در بازارهای نوظهور باید تمامی مشارکت‌کنندگان بازار را از ریسک‌ها و منافع اجرای هر یک از سازوکارهای بازارگردانی مطلع سازند. به طور خاص شرکت‌های کارگزاری که معمولاً وظایف بازارگردانان را تقبل می‌کنند باید سرمایه‌ی درگیر در هر سازوکار و منافع حاصل از آن را مشخص سازند.

علاوه بر این، مسئولین بورس و ناشران برای کاهش ترس اولیه می‌توانند مشوق‌هایی ارائه دهند. به طور مثال، در سازوکار غیرمتمرکز بازارگردانی سهامداران عمده می‌توانند موجودی مورد نیاز برای فعالیت بازارگردانی را فراهم کنند. علاوه بر این، بورس می‌تواند هزینه‌ی مربوط به درج سفارش‌های محدود را با ایجاد امکان فروش استقرایی برای بازارگردانان کاهش دهد. این امتیازات باید به گونه‌ای موثر باشد که کارگزاران را مجاب به قبول وظایف بازارگردانی کند. در بسیاری از بازارهای اوراق بهادار توسعه‌یافته سازوکارهای متعدد بازارگردانی وجود دارد. نتایج پژوهش انجام شده بر روی ۳۰ بورس از سراسر دنیا نشان می‌دهد که اکثریت کشورها به جای داشتن دفتر سفارش الکترونیکی محدود و محض از میان سه سازوکار بازارگردانی یادشده در این بخش یکی را انتخاب می‌کنند. این سازوکارها عبارتند از سازوکار بازارگردانی مظنه‌محور (نزدک و بورس لندن)، سازوکار متمرکز بازارگردانی سفارش محور تالار (دویچه بورس و بورس نیویورک) و سازوکار غیرمتمرکز بازارگردانی در بازار سفارش محور (یورونکس، زترا، بورس آتن و بورس ایتالیا).

نتایج مطالعات و پژوهش‌های انجام‌شده نشان می‌دهد کمبود عرضه‌ی سرمایه و نبود نقدشوندگی دو مشکل اصلی بازارهای نوظهور است. قانون‌گذاران این کشورها برای تغییر ساختار فعلی بازار به بازاری کارا تر و جذاب‌تر از دید سرمایه‌گذاران خارجی باید یکی از سه ساختار بازارگردانی یادشده را پیاده‌سازی کنند. قانون‌گذاران به منظور اجرای مناسب‌ترین سازوکار بازارگردانی و کاهش هزینه‌های اضافی و جلوگیری از واکنش‌های منفی سرمایه‌گذاران، باید مجموعه‌ای از فاکتورها را در تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند. این فاکتورها شامل ساختار کنونی بازار اوراق بهادار و هزینه تغییر ساختار، تمایلات کنونی سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی به بورس، ساختار بازار کشورهای هدف سرمایه‌های خارجی و نهایتاً اندازه بازار نوظهور است.

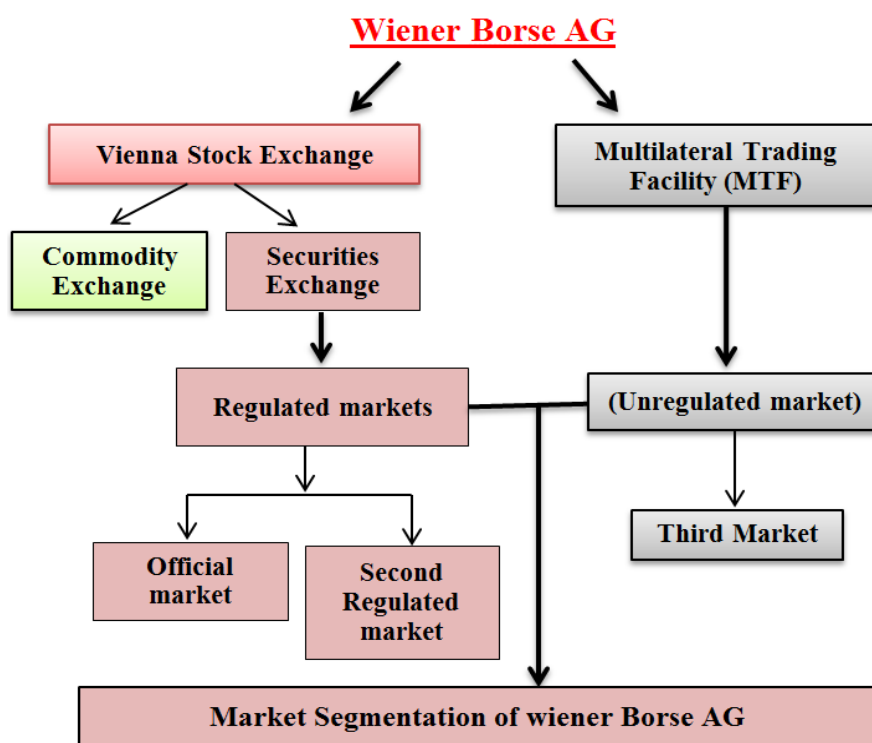
پس از بررسی کلی و اجمالی انواع سازوکارهای متداول بازارگردانی در دنیا، سازوکارهای بازارگردانی بورس‌های منتخب در ادامه ارایه می‌شود.

۲- روش‌های بازارگردانی بورس وین

بازار بورس وین نخستین بازار بورس اوراق بهادار اروپای شرقی بوده و به‌عنوان یکی از قدیمی‌ترین بازارهای بورس جهان محسوب می‌شود. بورس وین به‌عنوان تنها بورس اتریش در سال ۱۷۷۱ میلادی به منظور انجام معاملات اوراق قرضه‌ی دولت راه‌اندازی شد. براساس قانون مصوب جولای ۲۰۰۷ میلادی عملیات بازار متشکل^۱ و بازار غیرمتشکل^۲ یا سیستم معاملات چندجانبه^۳ در این بورس تفکیک شد. بورس وین شامل دو بورس اوراق بهادار و کالا است. بخش متشکل بورس اوراق بهادار شامل دو بازار رسمی^۴ و بازار دوم^۵ است. بخش غیرمتشکل بورس وین به بازار سوم^۶ معروف است که معاملات آن از طریق سیستم معاملات چندجانبه انجام می‌شود. شرکت‌ها هنگام پذیرش در بورس وین، باید در یکی از طبقات بازارهای متشکل (رسمی و دوم) یا غیر متشکل (بازار سوم) طبقه‌بندی و سپس وارد بازار می‌شوند. رسم توضیحی شماره ۱ از بازارهای بورس وین را به تفکیک نشان می‌دهد.

رسم توضیحی ۱: بازارهای تعریف‌شده در بورس وین مطابق با قانون مصوب سال ۲۰۰۷ میلادی

نمایی از ساختار بازارهای بورس وین



¹ Regulated Market

² Unregulated Market

³ Multilateral Trading Facility (MTF)

⁴ Official Market

⁵ Second Regulated Market

⁶ Third Market

۲-۱- بخش‌بندی بازار در بورس وین

بخش‌بندی بازار، ابزارهای مالی قابل معامله در بورس وین را مطابق معیارهای مشخص در بخش‌های مختلف تخصیص می‌دهد. در پذیرش ابزارهای مالی قابل معامله در بازار متشکل (رسمی یا دوم) یا سیستم معاملات چندجانبه (بازار سوم) به بخش‌بندی بازار توجه نمی‌شود. بخش‌بندی می‌تواند بر اساس معیارهای مختلفی مانند نوع بازار (رسمی، بازار دوم و بازار سوم)، نوع ابزار مالی (سهام، اوراق مشارکت، اوراق قرضه، گواهی‌ها و غیره)، الزامات گزارشگری و کیفیت افشای اطلاعات، فراهم کردن نقدشوندگی (بازارگردان ویژه، بازارگردان و غیره) و سامانه‌ی معاملاتی و نوع معاملات انجام شود. جدول زیر نمایی از طبقه‌بندی بازار را در بورس وین نشان می‌دهد که بر اساس ابزارهای مالی قابل دادوستد تعریف شده است.

رسم توضیحی 2: طبقه‌بندی بورس وین بر حسب ابزارهای مورد دادوستد و نحوه انجام معاملات در هر بازار





بورس وین چهار بازار بر اساس ابزارهای مالی قابل معامله تعریف کرده است. این بازارها شامل بازار سهام، اوراق قرضه، محصولات ساختاریافته^۱ و سایر اوراق بهادار^۲ می‌باشد. بازار سهام خود به سه بازار برتر^۳، بازار میانه^۴ و بازار استاندارد^۵ تقسیم می‌شود که معاملات در دو بازار میانه و استاندارد هم به صورت پیوسته و هم حراج تک قیمتی انجام می‌شود. در بازار اوراق قرضه بورس وین، معاملات اوراق منتشره‌ی بخش عمومی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار برتر و بازار استاندارد و اوراق بخش مالی به دو صورت پیوسته و حراج تک قیمتی دادوستد می‌شود.

بورس وین برای افزایش نقدشوندگی و بهبود کیفیت بازار از سازوکارهای بازارگردانی متعددی بهره می‌برد. در بازارهای مختلف، نهادهای مالی متفاوتی به افزایش نقدشوندگی در بازار کمک می‌کنند. این نهادها تحت عناوین بازارگردان ویژه^۶، بازارگردان^۷ و نقدکننده‌ی حراج^۸ فعالیت می‌کنند. حضور بازارگردان ویژه برای افزایش نقدشوندگی تنها در بازار برتر بورس وین امکان‌پذیر است. وظیفه‌ی اصلی بازارگردان ویژه در بازار برتر ایجاد موقعیت‌های خرید و فروش به طور پیوسته و رقابت‌پذیر در سامانه‌ی معاملات است. در بازار برتر امکان فعالیت بازارگردانان وجود دارد ولی حضور آن‌ها الزامی نیست. در بخش معاملات پیوسته بازار سهام و بازار اوراق قرضه حضور بازارگردان الزامی است. در بخش معاملات حراج بازار میانه حضور نقدکننده‌ی حراج الزامی است ولی برای معاملات حراج بازار استاندارد این الزام وجود ندارد و حضور بازارگردان اختیاری است. در معاملات واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله حضور بازارگردان الزامی نیست و صرفاً از سوی بورس توصیه می‌شود. همچنین نقدشوندگی لازم برای بازار گواهی‌ها و وارانته‌ها از سوی ناشر آن‌ها فراهم می‌شود.

در بورس وین، بازارگردان و بازارگردان ویژه موظف به ورود مظنه‌های خرید و فروش در طول معاملات پیوسته بر اساس پارامترهای حداقل اندازه‌ی سفارش و حداکثر دامنه‌ی مظنه بر اساس طبقات نقدشوندگی از پیش تعیین‌شده هستند. نقدکننده‌ی حراج همان‌طور که از نام آن مشخص است در مراحل حراج تک قیمتی مشارکت داشته و در راستای افزایش نقدشوندگی و کمک به فرآیند کشف قیمت، مظنه‌های پیشنهادی خود را وارد بازار می‌کند. هر یک از این روش‌های بازارگردانی الزامات و شرایط مشخصی دارند که در ادامه به تفصیل به آن‌ها پرداخته شده است.

¹ Structured Products

² Other Securities

³ Prime Market

⁴ Mid Market

⁵ Standard Market

⁶ Specialist

⁷ Market Maker

⁸ Auction Liquidity Provider



۲-۲- الزامات بازارگردان ویژه و بازارگردان در بورس وین

در یک بازه‌ی زمانی معین از معاملات پیوسته، بازارگردان ویژه و بازارگردان ملزم به ارائه مظنه‌های خرید و فروش مطابق با دو شرط «حداقل اندازه سفارش» و «حداکثر دامنه مظنه بین عرضه و تقاضا» در هر دو سوی عرضه و تقاضا هستند.

بازارگردان ملزم به رعایت مقررات تعیین‌شده توسط بورس وین شامل بازه‌ی زمانی ارائه مظنه‌ها، حداکثر دامنه‌ی مظنه بین عرضه و تقاضا و حداقل اندازه‌ی سفارش است. حداکثر دامنه‌ی مظنه و حداقل اندازه سفارش بر اساس طبقه‌ی نقدشوندگی تخصیص داده شده به سهم تعیین می‌شود. طبقه‌بندی نقدشوندگی سهام توسط شرکت مجری بورس^۱ تعریف می‌شود. تخصیص سهام در این گروه‌ها پیش از مناقصه^۲ بازارگردانی سهام انجام می‌شود و یک‌سال معتبر است. در شرایط استثنا (به عنوان مثال افت شدید شناور آزاد) این امکان وجود دارد که شرکت مجری بورس طبقه‌ی نقدشوندگی یک ابزار را در طول سال تغییر دهد.

جدول زیر الزامات مربوط به حداقل اندازه سفارش‌ها و حداکثر دامنه‌ی مظنه بین عرضه و تقاضا که بازارگردانان در بورس وین باید آن‌ها را مطابق با بخش‌بندی بازار و طبقه‌های نقدشوندگی رعایت کنند، ارائه می‌دهد.

جدول ۳: الزامات بازارگردانی برای رعایت حداقل حجم سفارش و حداکثر دامنه مظنه براساس بخش‌بندی بازار و طبقه نقدشوندگی

بازارگردان		طبقه نقدشوندگی	بخش بازار
حداقل اندازه سفارش	حداکثر دامنه مظنه		
۴۰ هزار یورو	۰/۷۵٪	LQ1	سهام/گواهی سپرده اتریشی ^۳ بازار اول
۳۰ هزار یورو	۱٪	LQ2	
۲۰ هزار یورو	۱/۵٪	LQ3	
۱۰ هزار یورو	۲٪	LQ4	
۱۰ هزار یورو	۳٪	LQ5	
۱۰ هزار یورو	۴٪	LQ6	سهام یا اوراق گواهی سپرده اتریشی بازار پیوسته دوم، بازار پیوسته استاندارد و بازار پیوسته سایر اوراق
۱۰ هزار یورو	۵٪	LQ7	اوراق‌بهداری که به مدل حراج با حضور نقدکننده‌ی معامله می‌شوند تمامی سهام حراج بازار دوم و برخی از سهام حراج بازار استاندارد و حراج بازار سایر اوراق بهادار

حداقل اندازه سفارش در یک مظنه، به صورت سه‌ماه یکبار و بر اساس مبلغی از پیش تعیین‌شده به یورو، محاسبه می‌شود. این حداقل، بر اساس آخرین قیمت ابزار مالی در روز قبل از آخرین روز معاملاتی سه‌ماهه و مبلغ از پیش تعیین‌شده که به یورو است، محاسبه می‌شود و در آن روز برای سه‌ماهه بعد اعلام می‌شود. در صورت تعدیل قیمت به

¹ The Exchange Operating Company

² Tender

³ Austrian Depository Certificate (ADC)



واسطه اقداماتی نظیر افزایش سرمایه، حداقل اندازه سفارش بازارگردان نیز متناسب با آن تغییر می‌کند. هر چند این احتمال وجود دارد که در شرایط خاص تعدیل حداقل اندازه سفارش صورت نگیرد.

جدول زیر الزامات بازارگردان را برای سهامی که در بخش بازار سهام به صورت پیوسته معامله می‌شوند، نشان می‌دهد:

جدول ۴: الزامات بازارگردان در بخش های مختلف بازار سهام بورس وین

بخش بازار	دوره مورد قبول برای ارائه مظنه	حداکثر دامنه مظنه	حداقل اندازه سفارش																				
بازار اول	به طور متوسط، ۸۰ درصد از بازه رصد در طول یک ماه تقویمی؛ بازه‌ی زمانی رصد بین ۹ تا ۱۷:۳۳	محاسبه به صورت سالانه متناظر با یک دوره فعالیت بازارگردان ویژه <table border="1"> <tr><td>LQ1</td><td>٪۰/۷۵</td></tr> <tr><td>LQ2</td><td>٪۱</td></tr> <tr><td>LQ3</td><td>٪۱/۵</td></tr> <tr><td>LQ4</td><td>٪۲</td></tr> <tr><td>LQ5</td><td>٪۳</td></tr> </table> بر اساس نسبت قیمت مظنه ^۱ خرید به قیمت مظنه فروش محاسبه می‌شود. برای سهام با ارزش بازاری پایین این درصدها تعدیل می‌شود.	LQ1	٪۰/۷۵	LQ2	٪۱	LQ3	٪۱/۵	LQ4	٪۲	LQ5	٪۳	تعدیل سه ماهه براساس قیمت پایانی روز قبل از آخرین روز معاملاتی که در مبلغ تعیین شده به یورو برای هر طبقه نقدشوندگی لحاظ می‌شود. تعداد ورقه به دست آمده هر طبقه نقدشوندگی حداقل باید ۵۰ عدد باشد و در گرد کردن سایر ارقام نیز ۵۰ عدد لحاظ می‌شود. مبلغ تعیین شده حداقل اندازه سفارش برای طبقات مختلف به شرح زیر است (به یورو): <table border="1"> <tr><td>LQ1</td><td>۴۰,۰۰۰</td></tr> <tr><td>LQ2</td><td>۳۰,۰۰۰</td></tr> <tr><td>LQ3</td><td>۲۰,۰۰۰</td></tr> <tr><td>LQ4</td><td>۱۰,۰۰۰</td></tr> <tr><td>LQ5</td><td>۱۰,۰۰۰</td></tr> </table>	LQ1	۴۰,۰۰۰	LQ2	۳۰,۰۰۰	LQ3	۲۰,۰۰۰	LQ4	۱۰,۰۰۰	LQ5	۱۰,۰۰۰
LQ1	٪۰/۷۵																						
LQ2	٪۱																						
LQ3	٪۱/۵																						
LQ4	٪۲																						
LQ5	٪۳																						
LQ1	۴۰,۰۰۰																						
LQ2	۳۰,۰۰۰																						
LQ3	۲۰,۰۰۰																						
LQ4	۱۰,۰۰۰																						
LQ5	۱۰,۰۰۰																						
بازار پیوسته دوم	به طور متوسط، ۸۰ درصد از بازه رصد در طول یک ماه تقویمی؛ بازه زمانی رصد بین ۹ تا ۱۷:۳۳	۴ درصد ثابت بر اساس نسبت قیمت مظنه خرید به قیمت مظنه فروش محاسبه می‌شود. برای سهام با ارزش بازاری پایین این درصدها تعدیل می‌شود.	تعدیل سه ماهه براساس قیمت پایانی روز قبل از آخرین روز معاملاتی که در مبلغ ۱۰,۰۰۰ یورو لحاظ می‌شود. تعداد ورقه به دست آمده حداقل باید ۵۰ و حداکثر ۵۰۰۰ عدد باشد و در گرد کردن ارقام نیز ۵۰ عدد لحاظ می‌شود.																				
بازار پیوسته استاندارد	به طور متوسط، ۸۰ درصد از بازه رصد در طول یک ماه تقویمی بازه زمانی رصد ۹ تا ۱۷:۳۳ ساعت	۴ درصد ثابت بر اساس نسبت قیمت مظنه خرید به قیمت مظنه فروش محاسبه می‌شود. برای سهام با ارزش بازاری پایین این درصدها تعدیل می‌شود.	تعدیل سه ماهه براساس قیمت پایانی روز قبل از آخرین روز معاملاتی که در مبلغ ۱۰,۰۰۰ یورو لحاظ می‌شود. تعداد ورقه به دست آمده حداقل باید ۵۰ و حداکثر ۵,۰۰۰ عدد باشد و در گرد کردن ارقام نیز ۵۰ عدد لحاظ می‌شود.																				

¹ Buy Limit



محاسبه حداکثر دامنه مظنه

برای تمامی سهام بازار اصلی، محاسبه‌ی حداکثر دامنه مظنه بر پایه‌ی طبقه‌بندی سهام در گروه‌های نقدشوندگی مختلف صورت می‌گیرد.

جدول ۵: حداکثر دامنه مظنه بر اساس طبقه‌بندی نقدشوندگی سهام

طبقه نقدشوندگی	حداکثر دامنه مظنه
LQ1	٪۰/۷۵
LQ2	٪ ۱
LQ3	٪ ۱/۵
LQ4	٪ ۲
LQ5	٪۳

روش برآورد حداکثر دامنه مظنه به شرح فرمول زیر است:

$$M \text{ (Mean Value)} + W \text{ (turnover)} + X \text{ (Vola)} + Y \text{ (Cap. FF)} + Z \text{ (Unwinding Period)}$$

M (Mean Value): میانگین دامنه‌ی مظنه بازار در سه ماه گذشته؛

W (turnover): متوسط ارزش معاملات روزانه طبقه متعاقب با نمای بازار ATX؛

X (Vola): نوسان روزانه طبقه (معیار ریسک)؛

Y (Cap. FF): ارزش بازار شناور آزاد طبقه (ارزش بازار * ضریب شناور آزاد) به عنوان معیاری از رابطه میان بازار و تمایل سرمایه‌گذاران حقوقی؛

Z (Unwinding Period): دوره رصد طبقه به عنوان معیار معامله‌پذیری.

تعدیل مداوم حداکثر دامنه مظنه

اگر قیمت در سه روز متوالی همواره ۵ یورو باشد مقدار مطلق^۱ منطبق با درصد مربوطه به قیمت ۵ یورو، به عنوان حداکثر دامنه مظنه مانند جدول زیر ثابت می‌شود. اگر قیمت در سه روز متوالی همواره ۱ یورو باشد حداکثر دامنه مظنه برابر با مقدار مطلق ثابتی خواهد بود که در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۶: تعدیل مداوم حداکثر دامنه مظنه

دامنه نسبی	٪۰/۷۵	٪۱	٪۱/۵	٪۲	٪۳	٪۴	٪۵
دامنه مطلق برای قیمت کمتر و مساوی ۵ یورو	۰،۰۸ یورو	۰،۱۰ یورو	۰،۱۰ یورو	۰،۱۰ یورو	۰،۱۵ یورو	۰،۲۰ یورو	۰،۲۵ یورو
دامنه ثابت برای قیمت کمتر از یک یورو	۰،۱۰ یورو	۰،۱۰ یورو	۰،۱۰ یورو	۰،۱۰ یورو	۰،۱۰ یورو	۰،۱۰ یورو	۰،۱۰ یورو

¹ Absolute Value



طبقات نقدشوندگی یک تا پنج مربوط به بازار برتر هستند.

طبقه نقدشوندگی شش بازار میانی پیوسته بعلاوه بازار استاندارد پیوسته و بازار پیوسته سایر اوراق بهادار است.

طبقه نقدشوندگی هفتم حراج بازار میانی بعلاوه حراج بازار استاندارد و حراج بازار سایر اوراق بهادار است.

اگر قیمت در سه روز معاملاتی متوالی بالاتر از ۵ یورو باشد حداکثر شکاف مجدداً یک درصد ثابت خواهد شد.

۲-۳- بازارگردان ویژه

بازارگردان ویژه نوع خاصی از بازارگردان است که از طریق رقابت برای هریک از سهام بازار اصلی انتخاب می‌شود. شریک معاملاتی^۱ که بهترین پیشنهاد (در زمینه حداقل اندازه سفارش و حداکثر دامنه مظنه) را در رقابت ارائه دهد به عنوان بازارگردان ویژه منصوب می‌شود. برای هر ابزار مالی فقط یک بازارگردان ویژه انتخاب و فرآیند برگزاری رقابت برای هر سال اجرا می‌شود.

بازارگردان ویژه موظف است در طول این دوره (یک‌سال) به تعهدات اعلام‌شده‌ی خود در رقابت (حداقل اندازه سفارش و حداکثر دامنه مظنه) پایبند باشد. برای شرکت در رقابت، حداقل الزام برای حداکثر دامنه مظنه برابر با تعهدات فعلی بازارگردانان است و حداقل الزام برای حداقل اندازه سفارش نیز توسط شرکت مجری بورس و بر اساس طبقه‌بندی نقدشوندگی تعیین می‌شود.

در عرضه‌ی اولیه عمومی یا ورود به بازار اول، زمانی که سهمی در روز اول عرضه در بازار اصلی یا بازار دوم پذیرفته می‌شود «متعهد پذیرهنویس^۲» حق بالقوه برای پذیرفتن وظیفه بازارگردان ویژه را دارد. همچنین بانک یادشده می‌تواند به نفع معامله‌گر دیگری از این حق چشم‌پوشی کند. سه ماه پس از شروع معاملات، به شرط آن‌که در این سه ماه درخواست پذیرش به عنوان بازارگردان ویژه برای سهم مذکور از طرف یکی از معامله‌گران ارائه شود و همچنین حداقل سه ماه از تاریخ مناقصه‌ی بعدی سهم باقی مانده باشد، جلسه رقابت برای انتخاب بازارگردان ویژه برگزار می‌شود که در آن از تمامی بازارگردانان و متخصصین دعوت به عمل می‌آید. اگر زمان باقی‌مانده کمتر از ۳ ماه باشد، بانک ناشر مسئولیت و وظایف بازارگردان ویژه را برعهده دارد. اگر امکان انتخاب بانک عامل به عنوان بازارگردان ویژه نبود پیش از شروع معامله در بازار اولیه رقابت به منظور تعیین بازارگردان ویژه برای سهم مورد نظر برگزار می‌شود.

¹ Trading Participant

² Issuing bank



جدول ۷: الزامات حداقل اندازه سفارش و حداکثر دامنه مظنه بازارگردان و بازارگردان ویژه

بازارگردان ویژه		بازارگردان		طبقه نقدشوندگی
حداقل مورد نیاز برای پیشنهاد ارائه شده در رقابت		حداقل اندازه سفارش		
حداقل اندازه سفارش	حداکثر دامنه مظنه	حداقل اندازه سفارش	حداکثر دامنه مظنه	
۱۲۰ هزار یورو (ضریب ۳)	٪۰/۷۵	۴۰ هزار یورو	٪۰/۷۵	LQ1
۹۰ هزار یورو (ضریب ۳)	٪۱	۳۰ هزار یورو	٪۱	LQ2
۴۰ هزار یورو (ضریب ۲)	٪۱/۵	۲۰ هزار یورو	٪۱/۵	LQ3
۱۵ هزار یورو (ضریب ۱/۵)	٪۲	۱۰ هزار یورو	٪۲	LQ4
۱۰ هزار یورو (ضریب ۱)	٪۳	۱۰ هزار یورو	٪۳	LQ5

۲-۴- تعدیل تعهدات مظنه‌دهی بازارگردان ویژه

به دلیل اینکه در دوره‌ی زمانی یک‌ساله هیچ تعدیل منظمی در طبقه‌بندی نقدشوندگی وجود ندارد، بنابراین تعدیل دوره‌ای برای حداکثر شکاف قیمت و حداقل اندازه سفارش به یورو برای بازارگردان و بازارگردان ویژه نیز وجود ندارد. صرفاً در شرایط استثنایی (مانند کاهش بسیار زیاد شناور آزاد) شرکت مجری بورس ممکن است طبقه‌ی نقدشوندگی ابزارها را در طول یک دوره‌ی فعالیت بازارگردان ویژه تغییر دهد. با تعدیل الزامات مظنه‌دهی برای بازارگردانان، تعهدات بازارگردان ویژه نیز براساس رابطه‌ی میان الزامات مظنه بازارگردان ویژه و بازارگردان تعدیل می‌شود.

تعدیل حداقل اندازه‌ی سفارش یک مظنه بر اساس تعداد سهم به صورت فصلی و بر مبنای مبلغ از پیش تعیین‌شده حداقل اندازه سفارش که به یورو ارائه شده و آخرین قیمت ابزار مالی مورد نظر در روز قبل از آخرین روز معاملاتی سه ماهه محاسبه می‌شود و در روز قبل از آخرین روز معاملاتی سه ماهه اعلام می‌شود. در صورت ضرورت (مثلاً تغییر در سرمایه) حداقل اندازه سفارش بازارگردان در هر مظنه در سه‌ماهه جاری با توجه به یک قیمت ثابت با عنوان قیمت مرجع مشخص شده و در اطلاعیه‌ی مجزا اعلام خواهد شد. در شرایط خاصی از بازار این امکان وجود دارد که از تعدیل حداقل اندازه سفارش بازارگردان خودداری شود.

در مواقعی که حداکثر دامنه مظنه با یک مقدار مطلق تعدیل شود، حداکثر شکاف قیمت بازارگردان ویژه به صورت درصدی و بر اساس رابطه میان حداکثر شکاف قیمت بازارگردان و بازارگردان ویژه تعدیل می‌شود.

۲-۵- رویه‌ی برگزاری مناقصه برای انتخاب بازارگردان ویژه

رویه‌ی برگزاری مناقصه یا رقابت برای انتخاب شریک معاملاتی که قرار است وظایف بازارگردان ویژه را بر عهده بگیرد، برای تمامی سهام/گواهی سپرده اتریشی پذیرفته شده در بازار رسمی، بازار دوم و بازار اصلی نمایش داده می‌شود. این رقابت برای تمامی موارد یادشده برگزار می‌شود.

اعضای واجد شرایط در مناقصه، اعضای معاملاتی هستند که در آغاز هر مناقصه به عنوان بازارگردان یا بازارگردان ویژه معاملات پیوسته سهام/گواهی سپرده اتریشی (بازار اصلی، بازار پیوسته دوم، بازار پیوسته استاندارد و بازار پیوسته سایر



اوراق) فعالیت دارند. شرکت‌کنندگانی که برای یک سهم مشخص بهترین پیشنهاد را در مناقصه ارائه دهند یا پیشنهاد آنها از میان چندین پیشنهاد متعدد برابر انتخاب شود، موظف به انعقاد قرارداد به عنوان بازارگردان ویژه برای سهم مورد نظر و با توجه به شرایط پیشنهادی خود (حداقل اندازه سفارش و حداکثر دامنه مظنه اعلام شده در پیشنهاد) هستند. این قرارداد جایگزین تمامی تعهدات بازارگردانی شریک مذکور در دوره‌ی قرارداد بازارگردانی سهم مورد نظر می‌شود. اعضای که در مناقصه بازارگردان ویژه یک سهم مشخص شرکت می‌کنند در صورتی که بازارگردان آن سهم نباشند باید نسبت به دریافت مجوز بازارگردانی آن سهم اقدام کنند.

اجرای فرآیند مناقصه، بررسی پیشنهادات ارسال شده و تکمیل فرآیند مناقصه بر عهده‌ی شرکت مجری بورس وین است. شرکت مجری بورس همچنین مراحل پیشرفت مناقصه و مهلت‌های ارسال را اعلام می‌کند. متقاضیان باید پیشنهاد خود را قبل از پایان مهلت تعیین شده ارسال کنند و شرکت مجری بورس پیشنهادات ارسال شده را تا پیش از آخرین مهلت ارسال باز نمی‌کند. بورس اوراق بهادار وین برای تعیین بازارگردان ویژه برای تمامی سهام پذیرفته شده به صورت سالانه مناقصه برگزار می‌کند و هر بازارگردان ویژه برای دوره‌ی زمانی یک‌ساله تعیین می‌شود.

تمامی پیشنهادهای ارسالی شرکت‌کنندگان در مناقصه باید با حداقل الزامات تعیین شده توسط شرکت مجری بورس مطابقت داشته باشد. ضرایبی که حداقل اندازه سفارش بازارگردان ویژه را نسبت به بازارگردان متمایز می‌کند فاکتورها (مقادیر) از پیش تعیین شده توسط بورس وین است. حداقل الزامات مربوط به حداکثر دامنه مظنه با تعهدات بازارگردان مطابقت دارد و حداقل الزامات برای حداقل اندازه سفارش براساس طبقه نقدشوندگی مشخص می‌شود.

جدول ۸: معیارهای ارائه شده برای حداقل اندازه سفارش و حداکثر دامنه مظنه

معیارهای ارائه شده برای حداکثر دامنه مظنه	معیارهای ارائه شده برای حداقل اندازه سفارش
حداقل الزامات یا حداقل الزامات منهای کسر یک صدم درصد یا مضاربی از یک صدم درصد	حداقل الزامات یا حداقل الزامات بعلاوه مبلغ مازاد ۱۰۰ یورو یا مضاربی از ۱۰۰ یورو
مثال برای سهام با نقدینگی سطح اول: ۰/۷۵٪ یا ۰/۷۴٪ یا ۰/۷۳٪ یا درصد	مثال برای سهام با نقدینگی سطح اول: ۱۲۰،۰۰۰ یا ۱۲۰،۱۰۰ یا ۱۲۰،۲۰۰ یا... یورو

در اولین نوبت از مناقصه صرفاً مناقصه بر پایه حداکثر شکاف قیمت صورت می‌گیرد و حداقل اندازه هر سفارش برای بازارگردان ویژه توسط شرکت مجری بورس از پیش تعیین می‌شود (فاکتور ضربدر حداقل اندازه سفارش بازارگردان طبقه نقدشوندگی مورد نظر).

در دو حالت می‌توان پیشنهاد دریافت شده را تغییر داد:

- حالت اول این است که در دور اول مناقصه چندین پیشنهاد برتر یا برابر وجود داشته باشد:



✓ اگر پس از مناقصه‌ی اولیه، بهترین پیشنهادهای ارسالی برای یک سهم مشخص برابر باشند. از اعضای معاملاتی خواسته می‌شود که در یک بازه زمانی مشخص پیشنهادهای خود را تعدیل کنند و در اولین دور مناقصه پس از آن بهترین پیشنهاد ارائه شده برای حداکثر شکاف قیمت معتبر خواهد بود.

✓ اگر پس از تعدیل پیشنهادها همچنان نتوان بازارگردان ویژه را انتخاب کرد (پیشنهادها برتر برابر وجود داشته باشد)، اندازه سفارش مطرح می‌شود و پیشنهادی که بیشترین حداقل اندازه سفارش را ارائه داده باشد برنده مناقصه است.

▪ حالت دوم زمانی است که هیچ پیشنهاد معتبری برای سهم مورد نظر ارائه نشده باشد:

✓ در این حالت مجدداً از تمامی اعضای معاملاتی برای ارائه پیشنهاد معتبر دعوت می‌شود.

✓ اگر همچنان پس از دعوت مجدد پیشنهادی ارائه نشود یا پیشنهادهای ارائه شده معتبر نباشد، سهام مربوطه به بخش پایین تری از بازار منتقل می‌شود.

در دور دوم مناقصه، مناقصه صرفاً براساس حداقل اندازه سفارش صورت می‌گیرد. پیشنهادهای ارائه شده در این مرحله باید با حداقل الزامات مشخص شده توسط شرکت مجری بورس مطابقت داشته و یا با مضربی از ۱۰۰ یورو بیشتر از آن باشد. تمام پیشنهادهای مناسب که در زمان معین شده ارائه شود در مناقصه شرکت داده می‌شود. شرکت‌کنندگانی که به تنهایی بهترین پیشنهاد را در مناقصه ارائه دهند به عنوان بازارگردان ویژه آن سهم برگزیده می‌شوند.

ویژگی‌های بهترین پیشنهاد:

▪ کمترین درصد پیشنهاد شده در مورد حداکثر شکاف قیمت (اولین دور مناقصه)؛

▪ بالاترین مبلغ پیشنهادی به یورو در مورد حداقل اندازه سفارش‌ها (دور دوم مناقصه - دعوت بعدی)

۲-۶- مزایای بازارگردان و بازارگردان ویژه در بورس وین

• کارمزد معاملات

معامله‌گرانی که نقش بازارگردان یک سهم را قبول می‌کنند از مزایای کاهش کارمزد معاملات بهره می‌برند. علاوه بر این بازارگردان (ویژه) بازار اول هیچ کارمزد معامله‌ای برای بازارگردانی سهمی که بازارگردان آن است، پرداخت نمی‌کند. این قانون برای معاملات بازارگردان ویژه که از طریق حساب بازارگردانی انجام می‌شود اعمال می‌شود. از نظر فنی بر روی معاملات انجام شده طول هر ماه کارمزد محاسبه می‌شود اما در ابتدای ماه بعد این کارمزدها به حساب بازارگردان (بازارگردان ویژه) برگشت داده می‌شود.

• پاداش

بازارگردانی که در بازار اول به تعهدات تصریح‌شده خود مطابق قرارداد عمل کند، درصدی از خالص عایدات حاصل از کارمزد تمامی معاملاتش (اعم از معاملات واسطه‌گری^۱ و معاملات به حساب کارگزاری^۲) آن سهم را به عنوان پاداش دریافت می‌کند.

^۱ Agent Transaction Fee

^۲ Principal Transaction: معاملاتی که شرکت کارگزاری به حساب خود و برای کسب سود از افزایش قیمت سهام انجام می‌دهد.



این درصد در ابتدای ماه برای دوره رصد^۱ پیش‌رو (بعدی) محاسبه می‌شود. برای این منظور حجم مبالغ معاملات بازارگردان ویژه در مقابل معاملات واسطه‌گری و معاملات شخصی کارگزاری برآورد می‌شود. حجم سهام بر اساس درصدهای زیر محاسبه می‌شود.

جدول ۹: جدول درصد پاداش بازارگردان ویژه در بازار نقد

مبنا	درصد	گروه
حجم مبالغ معاملات بازارگردان ویژه در مقابل معاملات واسطه‌گری و شخصی کارگزاری مشمول کارمزد است.	امتیاز پایه = ۲	سهام شاخص ATX Five
	امتیاز پایه = ۴	سهام شاخص ATX (بجز شاخص ATX five)
	امتیاز پایه = ۶	سهامی که در بازار اصلی پذیرفته شده است (بجز سهام شاخص ATX)

کارمزدهای معاملاتی در گروه‌های فوق با استفاده از امتیازات پایه محاسبه می‌شود هر امتیاز پایه نشان‌دهنده یک ده هزارم حجم هر معامله در هر طرف به یورو است. روز اول معاملاتی ماه رصد، تاریخ پایان گروه‌بندی یک ابزار در گروه‌های فوق است.

• اعانه‌ی ناشر^۲

ناشر این اختیار را دارد که به اعضای معاملاتی که قرار است بازارگردان یا بازارگردان ویژه سهام وی باشد کمک مالی^۳ داشته باشد. با توجه به این که این مبلغ به صورت داوطلبانه پرداخت می‌شود، بورس وین میزان آن را تعیین نمی‌کند. میزان اجرای تعهدات توسط بازارگردان و بازارگردان ویژه بر روی یک سهم مشخص توسط نهاد مسئول و در رسانه‌های زیر منتشر می‌شود:

- وب سایت بورس وین؛
- روزنامه الکترونیکی بورس وین با نام ای‌مانیتور^۴.

عملکرد بازارگردانان و بازارگردانان ویژه به طور دائمی به منظور اطمینان از اجرای تعهدات اعلام‌شده در مناقصه پایش می‌شود. نظارت بر بازارگردانان و بازارگردانان ویژه به صورت روزانه و پسین^۵ (یا نظارت عطف به‌ماسبق) صورت می‌گیرد. یعنی، در پایان هر روز معاملاتی نتایج ضریب عملکرد در قالب گزارش آماده و در روز معاملاتی بعد برای بازارگردانان و بازارگردانان ویژه ارسال می‌شود. در طول روز نیز ممکن است پیام‌های مربوط به اجرای تعهدات از طرف شرکت مجری بورس ارسال شود.

¹ Observation Period

² Issuer Contribution

³ Financial Contribution

⁴ E-Monitor

⁵ Ex post



اگر شاخص ATX^۱ در مقایسه با قیمت پایانی روز قبل $+۳/-$ درصد نوسان داشته باشد، تنظیم فوری بازار اجرا خواهد شد. در تنظیم فوری بازار، تعهدات بازارگردانان و بازارگردانان ویژه‌ی سهام (و اوراق گواهی) بخش بازار اول، بازار پیوسته دوم^۲، بازار پیوسته استاندارد^۳ و بازار پیوسته سایر اوراق‌بهدار توسط بورس وین لغو شده و برای آن روز معاملاتی مشخص، تعهدی در نظر گرفته نمی‌شود.

در مواردی که بازارگردانان و بازارگردانان ویژه به تعهدات خود عمل نکنند، شرکت مجری بورس محرومیت‌هایی را اعمال می‌کند که در شرایط بسیار سخت‌گیرانه این احتمال وجود دارد که به ابطال مجوز بازارگردانی بازارگردان ویژه منتهی شود. بنابراین در صورت عدم ایفای تعهدات، محدودیت‌ها و محرومیت‌هایی در بخش‌های مختلف بازار برای فعالیت اعمال می‌شود.

با وجود این‌که بازارگردان ویژه نوع خاصی از بازارگردان محسوب می‌شود ولی برای تشخیص پایبندی به تعهدات مظنه‌دهی برای هر دو، روش یکسانی به کار گرفته می‌شود:

- اگر شریک معاملاتی که وظایف بازارگردان ویژه یا بازارگردان را قبول می‌کند، در طول یک ماه حداقل ۸۰ درصد از تعهدات مظنه‌دهی خود (حداقل اندازه سفارش و حداکثر شکاف قیمت) را در طول دوره رصد روزانه، ایفا کند، به عنوان شریکی که به تعهدات خود عمل کرده است شناخته می‌شود. دوره‌ی رصد روزانه، بازه زمانی ۹ تا ۱۷:۳۳ است.
- اگر در طول یک ماه بازارگردان ویژه موفق به اجرای تعهداتش نشود، بورس وین اختیار دارد که مبالغ پاداش مربوط به عایدات کارمزد معاملات شخصی بازارگردان ویژه را پس بگیرد (پاداشی که به بازارگردان ویژه پرداخت می‌شود).
- اگر بازارگردان ویژه به طور مکرر در ایفای تعهدات خود قصور کند، بورس وین این اختیار را دارد که آن شریک را از بازارگردانی سهم مربوطه برکنار کرده و مناقصه جدیدی را برای تعیین بازارگردان ویژه آن سهم برگزار کند. شریک مورد نظر بایستی تا پایان مراحل مناقصه و تعیین شریک جدید هم‌چنان به وظایف و تعهدات خود به عنوان بازارگردان ویژه سهم عمل کند.

بازارگردان ویژه عزل شده اجازه شرکت در مناقصه جدید را ندارد. اگر نتوان بازارگردان ویژه‌ی دیگری برای ورقه‌بهدار مورد نظر پیدا کرد، ممکن است ورقه‌ی بهادار مربوطه به بخش بازاری پایین‌تر منتقل شود.

مثال اول:

دوره‌ی رصد (آوریل ۲۰۱۵) ۲۱ روز است. دوره‌ی جریمه^۴ در هر روز معاملاتی از ۹ صبح تا ۱۷:۳۳ بعد از ظهر است. (۸ ساعت و ۳۳ دقیقه معادل ۵۱۳ دقیقه).

^۱ Vienna Stock Exchange Austrian Traded Index (ATX)

^۲ Mid Market Continuous

^۳ Standard Market Continuous

^۴ Penalty period



بنابراین بازارگردان یا بازارگردان ویژه زمانی به تعهدات خود عمل کرده است که تعهدات مظنه‌دهی را حداقل برای ۸۶۱۸ دقیقه (۵۱۳ دقیقه * ۸۰٪ / ۲۱ روز) در ماه مورد نظر اجرا نماید.

مثال دوم:

ورقه سهام XY در بازار اول پذیرش شده است. به جز بانک A که وظیفه بازارگردان ویژه این سهم را قبول کرده است هیچ شریک معاملاتی دیگری تمایل به بازارگردانی آن را ندارد. بانک A به دلیل عدم انجام تعهدات مظنه‌دهی از سمت بازارگردان ویژه سهم مذکور حذف و مناقصه برای تعیین بازارگردان ویژه جدید برگزار می‌شود. اگر مناقصه جدید به تعیین بازارگردان ویژه جدید ختم نشود ورقه سهم XY به بخش بازار حراج استاندارد^۱ تنزل می‌یابد.

۷-۲- استعفای بازارگردان یا بازارگردان ویژه از ایفای وظایف تعیین شده

لغو تعهدات بازارگردانی در پایان ماه و با اطلاع رسانی یک ماه قبل از آن ممکن است. تعهدات بازارگردان تا پایان زمان اعلام شده همچنان الزام‌آور است.

بازارگردان ویژه ملزم به انجام وظایف خود برای دوره‌ی زمانی یک ساله است. اگر در طول این بازه زمانی شرایط غیرقابل پیش‌بینی رخ دهد، شریک معاملاتی باید درخواست استعفای خود از سمت بازارگردان ویژه را آماده و علت آن را اعلام کند. اگر بورس وین درخواست فوق را تأیید کند:

- ابتدا، اگر امکان ارزیابی عضوی که به تنهایی بالاترین پیشنهاد مناقصه ارائه شده را بعد از متخصص بازارگردانی کنونی دارد، وجود داشته باشد، این عضو حق بالقوه تقبل وظیفه بازارگردان ویژه بر اساس محتویات پیشنهاد خود در مناقصه را برای زمان باقی مانده تا پایان دوره یکساله دارد.
- در غیر این صورت برای تعیین بازارگردان ویژه جدید، مجدداً مناقصه برگزار می‌شود.
- شرکتی که قبل از موعد مقرر از وظیفه بازارگردان ویژه خود استعفا می‌دهد با محرومیت‌های زیر مواجه می‌شود:
 - هزینه‌های بازارگردانی برای دوره‌ی رصد قبلی لحاظ (یا شارژ) می‌شود؛
 - از شرکت در مناقصه بعدی آن سهم منع می‌شود.

در مواقعی که تعهدات بازارگردان به دلیل استعفا باطل شود و بازارگردان مورد نظر نتواند تا پایان دوره‌ی اعلام شده به تعهدات بازارگردانی خود متعهد باشد، شرکت مجری بورس باید به صورت عطف به ماسبق، کارمزدهای معاملات انجام شده سهم مورد نظر از طریق حساب بازارگردانی در بازه‌ی زمانی سه ماه قبل از تاریخ اعلام ابطال تعهدات بازارگردانی را جمع‌آوری و برای آن فاکتور صادر کند.

همچنین، در حالتی که تعهدات بازارگردان ویژه به دلیل استعفا باطل شود و بازارگردان ویژه مورد نظر نتواند تا پایان دوره‌ی اعلام شده به تعهدات بازارگردانی خود متعهد باشد، شرکت مجری بورس باید به صورت عطف به ماسبق،

^۱ Standard market auction



کارمزدهای معاملات انجام شده سهم موردنظر از طریق حساب بازارگردانی ویژه در بازه‌ی زمانی سه ماه قبل از تاریخ اعلام ابطال تعهدات بازارگردانی ویژه را جمع‌آوری و برای آن فاکتور صادر کند. در موارد خاص شرکت مجری بورس ممکن است از صدور فاکتور به صورت عطف به ماسبق کارمزد معاملات خودداری کند. این موارد شامل ادغام شرکت‌های اعضای معاملاتی، درماندگی مالی^۱ شرکت پذیرفته‌شده یا شرکتی که سهام آن رادر اختیار دارد و تصاحب همراه با لغو پذیرش شرکت ناشر از بورس است.

۲-۸- تعهدات نقدکننده در روش حراج

نقدکننده نوعی از بازارگردان در بورس وین است که به عنوان بهبوددهنده‌ی نقدشوندگی در اوراق بهاداری که به شکل حراج تک‌قیمتی معامله می‌شوند، حضور دارد. در واقع این نوع از معاملات تحت عنوان حراج به وسیله‌ی نقدکننده^۲ در قوانین بورس وین آمده است. این سیستم افزایش نقدشوندگی برای اوراق بهادار قابل‌معامله در سیستم معاملات الکترونیکی زترا^۳ با روش حراج تک‌قیمتی در سال ۲۰۰۲ میلادی راه‌اندازی شده است. در سال ۲۰۰۷ میلادی، این سیستم بازارگردانی برای اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بخش حراج بازار میانی بورس وین الزامی شده است.

عضو معاملاتی که موافقت خود را برای ایفای نقش نقدکننده برای اوراق بهادار مشخص اعلام می‌کند موظف است مظنه‌های خود را در طول مرحله سفارش‌گیری (پیش‌گشایش) وارد سامانه کرده و تا زمان کشف قیمت آن را حفظ کند. نقدکننده می‌تواند مظنه خود را در هر زمان در طول دوره‌ی پیش‌گشایش اصلاح یا تغییر دهد. حداقل اندازه سفارش‌های واردشده توسط نقدکننده به قیمت ابزار مالی بستگی دارد و به صورت فصلی بازنگری می‌شود. حداکثر شکاف بین مظنه‌های خرید و فروش نقدکننده برای تمامی ابزارها ۵ درصد است. البته با توجه به قیمت ابزار مالی، بورس می‌تواند حداکثر شکاف بین مظنه‌ها را به صورت یورو تعیین کند.

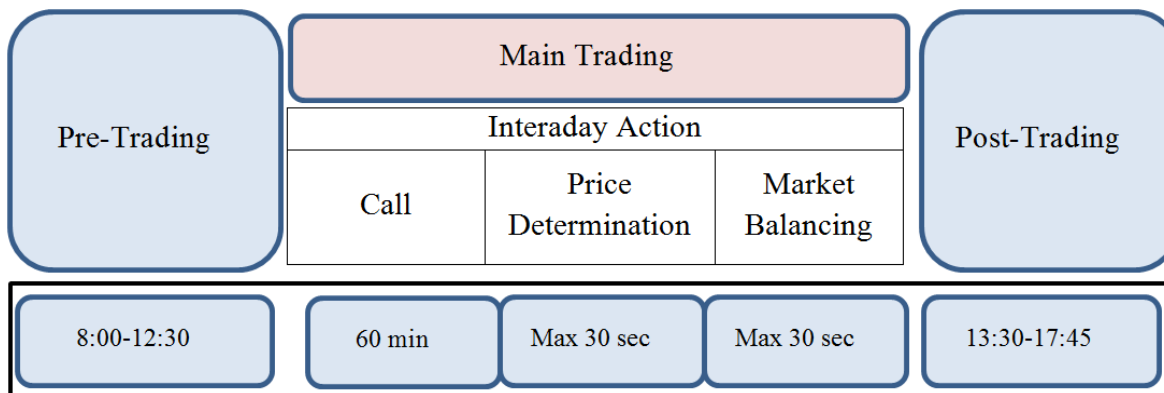
علاوه‌براین، دفتر سفارش برای سهامی که از تعهدات نقدکننده بهره‌مند نیستند به طور محدود باز بوده و سفارش‌گیری در آن‌ها به طور پیوسته انجام نمی‌شود. اما برای سهامی که از خدمات نقدکننده استفاده می‌کنند، دفتر سفارش در طول زمان حراج کاملاً باز است.

صرفنظر از تعهدات نقدشوندگی، ساعت معاملات در بخش‌های حراج بازار میانی، حراج بازار استاندارد و حراج سایر اوراق بهادار، یکسان است. مرحله‌ی اصلی معاملات این بخش‌ها از ساعت ۱۲:۳۰ تا ۱۳:۳۰ است. شکل زیر ساعت معاملات را در بخش حراج نشان می‌دهد.

¹ Insolvency

² Auction with Liquidity Providers

³ Xetra®



اجرای تعهدات توسط نقدکننده در طول دوره‌ی بازارگردانی به طور پیوسته نظارت و کنترل می‌شود. اگر وی در اجرای تعهدات خود مطابق مقررات ناتوان باشد، ممکن است علاوه بر از دست دادن حق فعالیت، دفتر سفارش وی نیز بسته شده و امکان فعالیت در سایر اوراق بهادار را نیز از دست بدهد. عضو معاملاتی بوس وین که تعهدات نقدکننده را پذیرفته است باید در طول یک ماه تقویمی حداقل ۸۰ درصد از تعهدات مظنه‌گذاری (حداقل اندازه و حداکثر شکاف) را رعایت کرده باشد. این بررسی به صورت روزانه از سوی بورس انجام می‌گیرد. دوره‌ی مورد بررسی از مرحله سفارش‌گیری (call) حراج تک قیمتی در ۱۲:۳۰ آغاز و تا پایان حراج ادامه دارد.

در دو حالت تعهدات نقدکننده لغو می‌شود: اول، کناره‌گیری نقدکننده از ایفای تعهدات و دوم، خاتمه مجوز فعالیت در هر بخش از بورس وین. کناره‌گیری از ایفای تعهدات بازارگردانی یا خاتمه مجوز فعالیت عضو بورس، در پایان ماه و با اعلام آن به بورس در ماه پیش از آن امکان‌پذیر است.



۳- سازوکارهای بازارگردانی در بورس نیویورک

بورس نیویورک که در سال ۱۸۱۷ میلادی راه‌اندازی شد، برای افزایش کیفیت بازار از سازوکارهای مختلف بازارگردانی استفاده می‌کند. این سازوکارها شامل بازارگردان منتخب^۱، بازارگردان منتخب کمکی، نقدکننده‌ی تکمیلی و نقدکننده‌ی سفارشات خرد است که در ادامه هر کدام مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۳-۱- بازارگردان منتخب

در گذشته بورس نیویورک برای بهبود نقدشوندگی بازار از بازارگردان ویژه^۲ استفاده می‌کرد. در حال حاضر نیز این بورس با هدف بهبود و ارتقای عملکرد، کیفیت و رقابت در بازارهای NYSE و NYSE MKT^۳، بازارگردان منتخب را جایگزین بازارگردان ویژه کرده است.

بورس نیویورک دو نوع حراج شامل حراج حضوری یا فیزیکی^۴ که توسط بازارگردانان منتخب مدیریت می‌شوند و حراج کاملاً خودکار که شامل مظنه‌های الگوریتمی بازارگردانان منتخب و سایر اعضا است، برگزار می‌کند. بازارگردانان منتخب وظایفی به شرح زیر دارند:

- حفظ نظم و منصفانه‌بودن^۵ بازار در سهام تعیین شده که بر اساس آن بازارگردانان منتخب باید در زمان‌های معین، مظنه با بهترین قیمت خرید و فروش ملی^۶ را وارد سامانه کنند. آن‌ها موظف هستند در طول زمان معاملات، آغاز و پایان آن و همچنین هنگامی که تعادل در قیمت‌ها وجود نداشته و نوسان قیمت‌ها بالا است، فرایند کشف قیمت را تسهیل کنند.
- بهبود قیمت‌ها^۷ و تطبیق سفارشات ورودی بر اساس سرمایه تعهدشده برنامه‌ریزی شده^۸ که به دفتر نمایش^۱ بورس نیویورک اضافه شده است.

^۱ Designated Market Maker (DMM): در یک واحد بازارگردانی منتخب به شخصی اطلاق می‌شود که توسط بورس برای فعالیت در جایگاه بازارگردان منتخب مجاز شناخته شده است.

^۲ Specialist

^۳ NYSE MKT: بورس اوراق بهاداری است که برای حمایت از شرکت‌های جوان، با رشد بالا و سرمایه کم تأسیس شده است.

^۴ Physical Auction

^۵ Fair and Orderly: این دو ویژگی بازاری است که در آن تعادل بین عرضه و تقاضا وجود دارد؛ به عبارت دیگر بازار در حال تعادل است. در این گونه بازارها نوسانات کم بوده و قیمت بازاری به ارزش واقعی نزدیک است.

^۶ National Best Bid and Offer (NBBO)

^۷ Price Improvement: به موقعیتی گفته می‌شود که در آن بازارگردان سفارشی با قیمتی بهتر از قیمت بهترین سفارش خرید و فروش داخلی وارد سازوکار می‌کند. برای یک سفارش خرید بهبود قیمتی به معنای ارسال سفارشی با قیمتی کمتر از قیمت بهترین سفارش خرید و فروش داخلی و برای یک سفارش فروش ارسال سفارش با قیمتی بیشتر از قیمت بهترین سفارش خرید و فروش داخلی است.

^۸ Capital Commitment Schedule: بازارگردان منتخب می‌تواند در هر یک از اوراق بهاداری که در آن ثبت شده با استفاده از سازوکارهای بورس مجموعه‌ای از سفارش‌ها را بگذارد تا در برابر سفارشات ورودی به صورت خودکار اجرا شوند. طبق تعریفی که در قانون بورس نیویورک برای این عبارت آورده شده است سرمایه تعهد شده برنامه‌ریزی شده به صورت تعهد واحد بازارگردان منتخب برای معامله تعداد مشخصی سهم در قیمت‌های معین در واکنش به سفارش‌های ورودی بزرگ‌تر از یک گرد فال تعریف می‌شود.

- حداقل کردن تأخیر در اجرای سفارشات از دیگر وظایف بازارگردان منتخب در بورس نیویورک است. بازارگردانان منتخب و الگوریتم‌های معاملاتی آن‌ها در رؤیت سفارش‌ها اولویت ندارند و به همین دلیل مانند سایر مشارکت‌کنندگان به رقابت می‌پردازند. برای آن که رقابت در بازار منصفانه باشد بورس سیاستی را اعمال کرده که طبق آن هیچ‌یک از فعالان بازار مزیتی در رؤیت سفارش‌ها نداشته باشند. جدول زیر مقایسه‌ای از وظایف و کارکردهای بازارگردان ویژه (قدیمی) را در مقایسه با بازارگردان منتخب (جدید) ارائه کرده است.

جدول ۱۰: مقایسه میان بازارگردان ویژه (سازوکار قدیم) و بازارگردان منتخب (سازوکار جدید)

وظیفه معاملاتی	بازارگردان ویژه	بازارگردان منتخب
اولویت	به تمام سفارشات	برابر است
تعهدات	تعهدات مثبت ^۳ و منفی ^۴	تعهدات مثبت
تکنولوژی	S-quotes, SAPI	CCS ^۵
اقتصادی	مشوق‌های اقتصادی	مشوق‌های اقتصادی منوط به ایجاد نقدشوندگی

۳-۱-۱- ثبت و الزامات سرمایه‌ای بازارگردان منتخب و واحدهای بازارگردانی منتخب^۶

سازمان عضو^۷ تا زمانی که به عنوان واحد بازارگردان منتخب توسط بورس در ورقه‌ی بهادار مشخصی ثبت نشده و مجوز ایفای نقش واحد بازارگردانی منتخب را کسب نکرده باشد، مجاز نیست به‌عنوان واحد بازارگردان منتخب فعالیت کند (سازمان عضو پس از دریافت مجوز فعالیت بازارگردان منتخب به عنوان واحد بازارگردان منتخب شناخته می‌شود و

^۱ Display Book: ابزار ردیابی دقیقی است که در بورس‌ها جهت نمایش و ثبت اطلاعات سفارش‌های بازار بر اساس نوع سفارش‌ها، قیمت، زمان و مقدار برای یک ورقه‌ی بهادار مشخص بکار برده می‌شود. بازارگردان‌ها برای هر یک از اوراق بهاداری که معامله می‌کنند دفتر نمایش خود را دارند.

^۲ Agency: نمایندگی رابطه‌ی بین سرمایه‌گذار و نماینده وی در رابطه با معاملاتی که با فرد ثالث انجام می‌شود. لازم به ذکر است اعطای مجوز معاملات نمایندگی به بازارگردان ویژه غالباً تضاد منافع ایجاد می‌کند که خطر بالقوه‌ای برای بروز تبعیض در حق مشتریان بازارگردان ویژه است که در قانون بازارگردان منتخب اصلاح شد.

^۳ Affirmative Obligation: طبق تعریف بورس نیویورک در قوانین مرتبط با بازارگردانی این عبارت به معنای تعهد بازارگردان برای ورود سفارش به سامانه در زمان‌هایی است که بازار دو طرفه نبوده و سفارش‌های سرمایه‌گذاران به‌صورت عادی منطبق نشوند.

^۴ Negative Obligation: به معنای منع بازارگردان از معامله به حساب شرکت بازارگردان در زمان‌هایی است که بازار دو طرفه نبوده و سفارش‌های سرمایه‌گذاران برای منطبق شدن سفارش‌های به‌صورت عادی کفایت کند.

^۵ Addition of Capital Commitment Schedule

^۶ Designated Market Maker Unit (DMM Unit): سازمان عضو است که تمام الزامات مقرر در قوانین مربوطه را داشته است.

^۷ عبارت سازمان عضو به کارگزاران یا کارگزار - معامله‌گرانی اطلاق می‌شود که عضو مرجع ناظر صنعت مالی (FINRA) و یا سایر بورس‌های ثبت شده در ایالات متحده هستند. سازمان عضو باید همواره عضو FINRA باشد. این قانون شامل افراد حقیقی مجاز ثبت شده که دارای مجوز هستند و به‌صورت مستقیم در معاملات سالان معاملاتی بورس یا هرگونه تسهیلات معاملاتی حضور دارند نیز می‌شود.



این عبارت طبق قانون معادل سازمان عضو بازارگردان منتخب است. بنابراین سازمان عضو علاوه بر کسب مجوز فعالیت بازارگردانی، برای بازارگردانی هر ورقه‌ی بهادار باید به صورت مجزا از بورس مجوز بگیرد).

برای ثبت به عنوان واحد بازارگردان منتخب، سازمان عضو باید درخواست خود را به صورت مکتوب به بورس ارایه کند. در بررسی درخواست بازارگردانی، توانایی سازمان عضو برای انجام فعالیت بازارگردانی، سرمایه‌ی کافی و سایر پارامترهایی که در مقررات بورس تصریح شده است، در نظر گرفته می‌شوند. پس از بررسی، درخواست یادشده می‌تواند توسط واحد حقوقی بورس تأیید یا رد شود. عضوی که در گذشته صلاحیت وی به‌عنوان بازارگردان ویژه تأیید شده است می‌تواند فعالیت‌های خود را به‌عنوان واحد بازارگردان منتخب بدون نیاز به ارسال درخواست به بورس ادامه دهد. قبل از ثبت شخص به‌عنوان بازارگردان منتخب^۱، وی باید عضو بورس بوده و آزمون مربوط به بازارگردانی بورس را با موفقیت گذرانده باشد. درخواست برای شرکت در آزمون باید به واحد حقوقی بورس ارسال شود. عضوی که در گذشته برای انجام بازارگردانی ویژه تأیید صلاحیت شده است می‌تواند بدون گذراندن آزمون یادشده، به‌عنوان بازارگردان منتخب فعالیت کند.

بازارگردان‌های منتخب مجاز هستند فعالیت‌های تجاری نظیر ورود سفارشات و مظنه‌ها به حساب واحد بازارگردان منتخب انجام دهند. بازارگردانان منتخب صرفاً می‌توانند فعالیت‌های تجاری مربوط به واحد بازارگردان منتخب را به نمایندگی از وی انجام دهند. به‌عنوان پیش‌شرط در ثبت شرکت عضو برای بازارگردانی یک یا چند ورقه‌ی بهادار، بورس می‌تواند در هر زمان از واحد بازارگردان منتخب بخواهد تا به‌عنوان یک معامله‌گر خرده سهام (پاره فال)^۲ در اوراق بهادار متعهد شده تحت قوانین بورس عمل کند. تمامی واحدهای بازارگردان منتخب در بورس باید کارمزد ثبت تعیین‌شده توسط بورس را پرداخت کنند.

مطابق الزامات سرمایه‌ای بازارگردان منتخب، تمامی واحدهای بازارگردان منتخب موظف هستند همواره حداقل خالص دارایی‌های نقد^۳ خود را برابر یا بیش از یک میلیون دلار یا ۱۲۵،۰۰۰ دلار به ازای هر یک دهم درصد ارزش دلاری حجم معاملاتی بورس^۴ (هر کدام که بزرگ‌تر بود) برای هر یک از اوراق بهاداری که واحد بازارگردان منتخب برای آن ثبت شده، حفظ کنند.

^۱ Designated Market Maker: فردی است که مسئول فعالیت‌های بازارگردانی در واحد بازارگردان منتخب است.

^۲ Odd-Lot Dealer: این عبارت تحت عنوانی مانند معامله‌گر خرد یا تعداد غیرمعمول معامله نیز در متون فارسی ارایه شده و برای بیان معاملات زیر صد سهم به کار می‌رود. در اکثر بازارها سهام به‌صورت دسته‌های صدتایی (Round Lot) معامله می‌شوند. بنابراین اگر در موردی ۱۰۲۳ برگ سهام معامله شود، آن معامله از ده دسته صدتایی و یک خرده معامله ۲۳ سهمی تشکیل می‌شود.

^۳ Net Liquid Assets: خالص دارایی‌های نقد به‌صورت حاصل جمع مازاد سرمایه خالص و تمام وام‌ها و اعتبارات بانکی که به واحد بازارگردان منتخب تخصیص داده شده، محاسبه می‌شود.

^۴ Exchange Transaction Dollar Volume: آخرین آماری است که توسط بورس به‌صورت ماهانه محاسبه و ارائه می‌شود.



سهام خالص دارایی‌های نقد یک واحد بازارگردان منتخب که از مازاد سرمایه خالص^۱ وی به دست می‌آید، باید همیشه برابر یا بیشتر از ۴۰٪ مجموع الزام دارایی‌های نقد باشد (یک بازارگردان تنها در یک ورقه‌ی بهادار فعالیت نمی‌کند و به ازای هر ورقه‌ی بهادار الزاماتی بر عهده دارد، مجموع این الزامات در نظر گرفته می‌شود). مازاد سرمایه خالص واحد بازارگردان منتخب باید به‌طور اختصاصی به فعالیت‌های واحد بازارگردان منتخب تخصیص داده شود و استفاده از آن در سایر کسب‌وکارهای واحدهای داخلی یا هر هدف دیگر سازمان عضو مجاز نیست.

اگر دو یا چند واحد بازارگردان منتخب با یکدیگر در ارتباط باشند و با یک حساب مشترک معامله کنند، واحدهای بازارگردان منتخب به جای چند واحد جداگانه، به‌صورت یک واحد در نظر گرفته می‌شوند. هر حساب مشترکی که شامل دو یا چند واحد بازارگردان منتخب باشد باید به‌صورت مکتوب توسط واحد حقوقی بورس یا نماینده وی تأیید شود.

منابع نقدینگی متعلق به واحد بازارگردان منتخب که ناشی از بدهی است باید حداقل دوره بازپرداخت ۳۰ روز تقویمی داشته باشد. دوره تعهد ۳۰ روز تقویمی به معنای آن است زمانی که پول قرض گرفته می‌شود مهلت بازپرداخت اولیه آن کمتر از ۳۰ روز تقویمی نباشد. کل نقدینگی که توسط یک واحد بازارگردان منتخب به‌واسطه‌ی شرکت‌های تابعه یا سازمان عضو (که واحد بازارگردان منتخب جزئی از آن است) تعهد شده است، باید در برنامه‌ی جامع نقدینگی که توسط شرکت تابعه یا سازمان عضو تهیه می‌شود؛ لحاظ گردد. به‌عنوان نمونه، برای انجام آزمون استرس^۲ باید کل نقدینگی و تمام اشخاص متکی بر این نقدینگی که شامل واحد بازارگردان منتخب نیز است در نظر گرفته شود. برنامه جامع نقدینگی باید مازاد نقدینگی را برای یک دوره حداقل ۳۰ روز تقویمی از تاریخی که واحد بازارگردان منتخب در محاسبات دارایی‌های نقد خالص خود این نقدینگی را لحاظ کرده، نشان دهد. واحد بازارگردان منتخب باید ترتیبی اتخاذ کند تا در صورت درخواست بورس، شرکت یا شرکت‌های تابعه یا سازمان عضو، برنامه‌های نقدینگی خود را تهیه و ارسال کند.

۳-۱-۲- الزامات بازارگردان منتخب کمکی^۳

هر عضو بورس که به‌عنوان بازارگردان منتخب عادی ثبت می‌شود، در صورت وجود هر یک از شرایط زیر می‌تواند به عنوان بازارگردان منتخب کمکی مطابق شرایط زیر فعالیت کند:

الف) در صورتی که به همراه سایر بازارگردانان منتخب در همان اوراق بهاداری که وی مسئول بازارگردانی آن است به‌عنوان بازارگردان منتخب عادی ثبت شده باشد، یا از طریق یک شریک^۴ یا یک شرکت عضو^۱ یا یک حساب مشترک^۲ با یکدیگر مرتبط بوده و با ترتیبات اتخاذشده حداقل یک عضو گروه در ساعاتی که بورس باز است حضور داشته باشد؛

^۱ Excess Net Capital: مطابق قانون ۱۳۵-۳۵ (SEC Net Capital Rule) تعیین می‌شود.

^۲ Stress Test: آزمون استرس در اصطلاحات مالی به شبیه‌سازی یا تحلیلی اطلاق می‌شود که به‌منظور مشخص کردن توانایی یک ابزار یا موسسه مالی جهت مواجه با بحران مالی طراحی می‌شود.

^۳ Relief DMMs: به بازارگردانی اطلاق می‌شود که در مواقع عدم حضور بازارگردان منتخب عادی با هدف متوقف نشدن بازارگردانی در ورقه‌ی بهادار معین در نقش بازارگردان کمکی وظایف بازارگردان عادی را انجام می‌دهد.

^۴ Partnership



ب) شخصاً برای ثبت حداقل یک عضو دیگر به‌عنوان بازارگردان منتخب کمکی اقدام کند تا در غیاب بازارگردان منتخب عادی، برای انجام فعالیت‌های بازارگردانی همواره در بازار حضور داشته باشد به صورتی که خدمت بازارگردانی مستمرأ و بدون هیچ‌گونه وقفه‌ای در طول ساعات کار بورس، ارائه شود.

بازارگردان منتخب کمکی دقیقاً همان مسئولیت‌ها و وظایفی که بر عهده بازارگردان منتخب عادی در راستای ارتقاء و تثبیت بازار است، بر عهده می‌گیرد. عضوی که در گذشته به‌عنوان بازارگردان ویژه کمکی ثبت شده است می‌تواند به‌عنوان بازارگردان منتخب کمکی خدمات‌رسانی کند.

الزامات سرمایه‌ای عضو بازارگردان با در نظر گرفتن این نکته که بازارگردان منتخب کمکی به‌عنوان یک بازارگردان تمام وقت ثبت شده است، تعیین می‌شود. به‌عنوان مثال، اگر از شخصی خواسته شود که برای کل یک روز معاملاتی به‌عنوان بازارگردان منتخب کمکی فعالیت کند، باید دارایی‌های نقد خالصی معادل ۱۵۰،۰۰۰ دلار داشته باشد.

الزامات برای عضوی که به‌صورت پاره‌وقت به‌عنوان بازارگردان منتخب کمکی فعالیت می‌کند وجود ندارد. به‌عنوان مثال، زمانی که از شخصی خواسته می‌شود که به‌عنوان یک بازارگردان منتخب کمکی برای مدتی کمتر از کل یک روز معاملاتی فعالیت کند. معاملاتی که توسط یک بازارگردان منتخب کمکی پاره‌وقت در زمان کمک به بازارگردان منتخب عادی انجام شده است باید به حساب بازارگردان منتخب عادی لحاظ شود.

۳-۱-۳- تخصیص و بازتخصیص اوراق بهادار

اوراق‌بهادار زمانی به یک بازارگردان منتخب واجد شرایط تخصیص داده می‌شود که اول، در بورس پذیرفته شده باشد و دوم، اوراق بهاداری که در گذشته به یک بازارگردان منتخب تخصیص داده شده است باید طبق قانون بورس نیویورک یا دستورالعمل پذیرش شرکت‌ها، بازتخصیص شوند.

واحد بازارگردان منتخب در صورتی برای شرکت در فرآیند تخصیص اوراق‌بهادار واجد شرایط است که مطابق با الزامات مظنه‌گذاری برای اوراق‌بهادار "کمتر فعال" و "بیشتر فعال" باشد. در این قانون کمتر فعال به معنای هر نوع اوراق‌بهادار پذیرفته‌شده‌ای است که میانگین تلفیقی حجم روزانه^۳ آن کمتر از یک میلیون سهم در هر ماه تقویمی باشد. اما اوراق‌بهاداری بیشتر فعال به معنای اوراق‌بهاداری است که میانگین تلفیقی حجم روزانه آن برابر یا بیشتر از یک میلیون سهم در هر ماه تقویمی باشد.

برای اوراق‌بهادار کمتر فعال واحد بازارگردان منتخب باید یک سفارش خرید را با قیمت بهترین سفارش خرید^۴ (NBB) و یک سفارش فروش را با قیمت بهترین سفارش فروش^۵ (NBO) (که در مجموع به آن NBBO گفته می‌شود) را به گونه‌ای در سامانه حفظ کند که میانگین تجمعی^۱ NBBO ماهانه ۱۵٪ یا بیشتر در طول یک ماه تقویمی شود.

¹ Member corporation

² Joint account

³ Consolidated Average Daily Volume: میانگین حجمی بر اساس تعداد سهم است که در آن معاملات انجام شده در همه‌ی بورس‌های آمریکا و سایر تسهیلات معاملاتی در نظر گرفته می‌شود.

⁴ National Best Bid

⁵ National Best Offer



برای اوراق بهادار بیشتر فعال واحد بازارگردان منتخب موظف است یک سفارش خرید و یک سفارش فروش را با قیمت NBBO به صورتی حفظ کند که میانگین تجمعی NBBO ماهانه ۱۰٪ یا بیشتر طی یک ماه تقویمی شود. برای محاسبه میانگین مجموع ماهانه، درصد مدت زمانی که بازارگردان سفارش خرید قابل نمایش با اندازه‌ی حداقل یک گرد فال با قیمت بهترین سفارش خرید در طول یک روز معاملاتی در سازوکار معاملات دارد با درصدی از زمان طی یک روز معاملاتی که بازارگردان سفارش فروش قابل نمایش با حداقل اندازه یک گرد فال با قیمت بهترین سفارش فروش در سازوکار معاملات دارد با هم جمع و سپس حاصل جمع بر دو تقسیم می‌شود که عدد حاصله نشان‌دهنده‌ی میانگین مجموع است. برای هر ورقه‌ی بهادار، میانگین مجموع روزانه برای یک ماه با هم جمع و سپس عدد حاصل بر تعداد روزهای معاملاتی طی ماه تقسیم می‌شود. با جمع کردن میانگین ماهانه‌ی تمامی اوراق بهادار تخصیص یافته به بازارگردان منتخب و تقسیم آن بر تعداد اوراق بهادار تخصیص یافته به بازارگردان منتخب میانگین مجموع ماهانه محاسبه می‌شود. ناشر می‌تواند واحد بازارگردان منتخب خود را به صورت مستقیم انتخاب کرده یا انتخاب آن را به بورس محول کند. پس از ابلاغ کتبی پذیرش ناشر توسط بورس به واحد بازارگردان منتخب، تا زمانی که تخصیص بازارگردان به ناشر توسط بورس انجام می‌شود، هیچ عضوی از واحد بازارگردان منتخب نباید با ناشر یا هیئت انتخاب بورس تماس بگیرد. رویه‌ی انتخاب بازارگردان منتخب در بورس نیویورک و تخصیص اوراق بهادار به آن به شرح زیر است:

الف) دعوت واحد بازارگردان منتخب توسط ناشر برای انجام مصاحبه؛

در این حالت، ناشر باید حداقل چهار واحد بازارگردان منتخب را از میان واحدهای بازارگردان منتخب واجد شرایط، برای مصاحبه و شرکت در فرآیند پذیرش انتخاب کند. مذاکره بین ناشر و واحدهای بازارگردان منتخب ترتیب مشخصی دارد که به موجب آن واحدهای بازارگردان منتخبی که برای مصاحبه انتخاب می‌شوند می‌توانند مواردی مانند بررسی اجمالی شرکت و تجربه معاملاتی بازارگردان منتخب را به بورس ارائه کنند. این موارد قبل از زمان مصاحبه به ناشر ارائه خواهد شد. واحدهای بازارگردان منتخب از ارایه‌ی اطلاعات در مورد سایر واحدهای بازارگردان منتخب یا هرگونه اطلاعات اضافی در مورد عملکرد بازار منع می‌شوند. ناشر پس از روزی که واحدهای بازارگردان منتخب را برای مصاحبه انتخاب کرد به مدت پنج روز کاری زمان دارد که با نمایندگان واحدهای بازارگردان منتخب ملاقات کند. حداقل یک نماینده از شرکت ناشر پذیرفته شده باید مقام ارشد در مقام معاون^۲ یا بالاتر باشد. در مواردی که یک محصولات ساختاریافته^۳ پذیرفته می‌شود، مسئول ارشد^۴ می‌تواند بجای معاون شرکت در جلسه مصاحبه با بازارگردان منتخب حاضر شود. بیش از سه نماینده از هر واحد بازارگردان منتخب نمی‌توانند در جلسات حضور پیدا کنند و همه‌ی آنها باید شاغل در واحد بازارگردان منتخب باشند. در ضمن یک نفر از آنها باید شخص بازارگردان منتخب که قرار است اوراق بهادار شرکت را معامله کند، باشد. اگر بازارگردان منتخب نتواند به صورت حضوری در جلسه باشد مصاحبه تلفنی نیز قابل قبول

¹ Aggregate Average

² Corporate Secretary

³ Structured Product

⁴ Senior Officer



خواهد بود. جلسات به‌طور معمول باید در بورس برگزار شوند مگر زمانی که بورس موافقت خود را با برگزاری جلسات در جای دیگری اعلام کند. جلسات تله‌کنفرانس برای ناشران غیر آمریکایی و ناشرانی که شرایط قانع‌کننده‌ای برای عدم حضور فیزیکی دارند، مجاز است. پس از انجام مصاحبه واحد بازارگردان منتخب نمی‌تواند با ناشر تماس برقرار کند. اگر ناشر از واحد بازارگردان منتخب پس از مصاحبه در مورد مصاحبه سؤالی داشته باشد باید آن را به بورس منتقل کند. بورس با واحد بازارگردان منتخب مربوطه تماس گرفته و تمام اطلاعاتی که از واحد بازارگردان منتخب دریافت می‌کند را به ناشر ارائه می‌دهد.

ب) انتخاب واحد بازارگردان منتخب توسط ناشر؛

طی دو روز کاری بعد از مصاحبه ناشر با واحدهای بازارگردان منتخب، ناشر باید واحد بازارگردان منتخب خود را انتخاب کرده و به‌صورت مکتوب به بورس اعلام کند. پس از این، بورس باید تخصیص سهام را به واحد بازارگردان منتخب تأیید کند. اگر ناشر در مدت زمان تعیین شده نتواند انتخاب خود را انجام دهد می‌تواند از بورس تقاضای تمدید زمان کند.

ج) انتخاب واحد بازارگردان منتخب توسط بورس؛

اگر ناشر انتخاب واحد بازارگردان منتخب خود را به بورس محول کند، هیأت انتخاب بورس باید تشکیل جلسه داده و بر اساس تمامی اطلاعات در دسترس در مورد ناشر، یک واحد بازارگردان منتخب انتخاب کند. هیأت انتخاب بورس از اشخاص زیر تشکیل می‌شود:

- حداقل یک نفر از مدیران ارشد بورس که توسط مدیرعامل بورس یا نماینده وی انتخاب می‌شود.
- دو نفر از مدیران ارشد بورس یا کارمندان عملیات سالن معاملات بورس که توسط معاون یا نماینده رئیس عملیات سالن معاملات انتخاب می‌شوند.
- سه نفر مسئول سالن معاملات که بازارگردان منتخب نیستند.

ناشر می‌تواند در قالب نامه‌ای، واحد بازارگردان منتخب مدنظر خود را به همراه دلایل انتخاب آن به هیأت انتخاب بورس اعلام کند. هیأت انتخاب بورس می‌تواند نامه ارسالی را در انتخاب واحد بازارگردان منتخب برای ناشر لحاظ کند. هیأت انتخاب بورس باید طبق قوانین مطرح شده واحد بازارگردان منتخب را انتخاب کرده و ناشر را از انتخاب خود آگاه کند. همچنین، هیئت انتخاب بورس می‌تواند با یک یا تعداد بیشتری از افراد مرتبط با واحد بازارگردان منتخب مصاحبه کند. انتخاب واحد بازارگردان منتخب باید با اکثریت آرا و رأی تعیین‌کننده¹ مدیرعامل بورس یا نماینده وی انجام شود. بورس باید واحد بازارگردان منتخب و ناشر را آگاه کرده و پس از آن واحد بازارگردان منتخب باید نام خود، تجربیات و مهارت‌هایی که به‌واسطه آن واحد بازارگردان منتخب معتقد است گزینه‌ی مناسبی برای معامله اوراق بهادار ناشر است، را به ناشر اعلام کند.

¹ Tie Vote



پس از انتخاب واحد بازارگردان منتخب توسط ناشر یا بورس برای تخصیص اوراق بهادار، شخص بازارگردان منتخب که بازارگردانی اوراق بهادار از سوی واحد به وی واگذار شده، ملزم است تا یک سال از تاریخ آغاز معاملات سهام ناشر در بورس، بازارگردان منتخب آن اوراق بهادار باقی بماند. واحد بازارگردان منتخب می‌تواند در طول یک سال، اشخاص متفاوتی را با اعلام تغییر بازارگردان منتخب به بورس، تعیین کند و همراه اعلام این تغییر باید دلایل این تغییر را ارائه و رضایت ناشر را دریافت کند.

زمانی که ناشر مطابق اساسنامه شرکت‌های پذیرفته‌شده، درخواست تغییر واحد بازارگردان منتخب را ارائه می‌دهد، آن اوراق بهادار در کوتاه‌ترین زمان ممکن برای تخصیص مجدد، طبق فرآیندهای تخصیص تعیین‌شده در قانون بورس نیویورک ممکن می‌شود. به‌طور مشابه واحد بازارگردان منتخب نباید به خاطر تغییر متعاقب این قانون در تخصیص‌های پس از تغییر درخواست برخورد ترجیحی داشته باشد.

اگر بر اساس ارزیابی بورس، عملکرد واحد بازارگردان منتخب بازار تا حد زیادی نامناسب باشد به طوری که یکپارچگی و اعتبار بورس را در حفظ بازاری منصفانه، کارا و منظم زیر سؤال ببرد؛ مدیرعامل بورس یا نماینده وی می‌تواند بلافاصله فرآیند تخصیص مجدد را با اطلاع‌رسانی فوری کتبی و تشریح دلایل به واحد بازارگردان منتخب و ناشر آغاز کند. در پی تصمیم یادشده، اگر مدیرعامل یا نماینده وی تصمیم نهایی را اتخاذ کند، آن اوراق بهادار برای تخصیص مجدد ارجاع داده می‌شود. مدیرعامل یا نماینده وی بنا بر قضاوت تخصصی خود مسئول تخصیص مجدد آن اوراق بهادار به یکی از واحدهای بازارگردانی واجد شرایط هستند. مدیرعامل یا نماینده وی باید در مورد این که یک یا چند واحد بازارگردان منتخب در یک اوراق بهادار تخصیص مجدد می‌شوند، تصمیم نهایی را اتخاذ می‌کند. تمامی تصمیمات اتخاذ شده توسط مدیرعامل یا نماینده وی به همراه دلایل آن باید به‌صورت مکتوب به واحد بازارگردان منتخب ابلاغ شود. تصمیم بورس در مورد تخصیص مجدد یک یا چند اوراق بهادار قطعی است، مشروط به آن که حق بازارگردان منتخب برای درخواست تجدید نظر از هیئت‌مدیره حفظ شود. هنگامی که بازارگردان منتخب درخواست تجدیدنظر می‌دهد، تا زمانی که درخواست او توسط هیئت‌مدیره بورس بررسی نشود، تخصیص مجدد انجام نمی‌شود.

در موضوع بازتخصیص موقت اوراق بهادار^۱، رئیس اداره‌ی تنظیم مقررات^۲ یا نماینده وی و دو نفر از مسئولان اجرایی سالن معاملات که عضو بازارگردان منتخب نیستند، در مواقع اضطرار و زمانی که به نظر می‌رسد منافع عمومی با تخصیص مجدد تأمین می‌شود، می‌توانند نسبت به بازتخصیص موقت اوراق بهادار به بازارگردان(های) دیگر اقدام کنند. این موضوع در شرایطی روی می‌دهد که بازارگردان وظایف خود را به درستی انجام نداده و منافع سرمایه‌گذاران در معرض آسیب قرار می‌گیرد. در این حالت مسئولان یادشده اقدام به تخصیص آن ورقه‌ی بهادار به بازارگردان منتخب دیگری می‌کنند. منظور از عبارت موقت آن است که تخصیص به بازارگردان دیگر موقتی بوده و در این مرحله، بازارگردانی ورقه‌ی بهادار برای همیشه از بازارگردان اولیه سلب نمی‌شود و این اقدام موقتی خواهد بود. بازارگردان عضو

¹ Temporary Reallocation of Securities

² The Chief Regulatory Officer



که ورقه‌ی بهادار به‌صورت موقت در چارچوب این قانون به وی تخصیص مجدد شده است تا زمانی که مسئولان یادشده تشخیص دهند ورقه‌ی بهادار به واحد بازارگردان منتخب اصلی برگردانده شود یا مطابق قوانین بورس تخصیص مجدد شود؛ در آن اوراق بهادار به‌عنوان بازارگردان منتخب عادی ثبت‌شده خواهد ماند.

۳-۱-۴- معاملات و مسئولیت‌های بازارگردانان منتخب

بازارگردانان منتخب ثبت شده در یک یا چند اوراق بهادار، باید در یک دوره‌ی معاملاتی به حساب خود برای کمک به حفظ نظم و منصفانه بودن بازار (تا جایی که به‌صورت منطقی قابل اجرا باشد) شرکت کنند. در صورتی که بورس نیاز به نقدشوندگی داشته باشد، بازارگردانان منتخب موظف است از طریق ارسال سفارش قابل نمایش، بورس را در راستای وجود مظنه‌های منطقی و حفظ پیوستگی در مظنه‌های دو طرف خرید و فروش، یاری دهد.

با در نظر گرفتن حفظ پیوستگی مظنه‌ها در هر دو طرف خرید و فروش با اندازه معقول، واحدهای بازارگردان منتخب باید یک سفارش خرید و یک سفارش فروش را با بهترین قیمت خرید و فروش ملی در حداقل ۱۵٪ هر روز معاملاتی (حضور) برای اوراق بهاداری که در آن ثبت شده و میانگین حجم روزانه‌ی معاملات آن کمتر از یک میلیون سهم دارد، حفظ کند. همچنین برای سهم‌هایی که میانگین حجم روزانه‌ی معاملات آن‌ها برابر یا بیشتر از یک میلیون سهم است این مقدار برابر ۱۰ درصد هر روز معاملاتی است. زمان حضور به‌صورت میانگین درصدی از زمان در یک روز معاملاتی محاسبه می‌شود که واحد بازارگردان منتخب سفارش خرید یا فروش در سامانه دارد. در محاسبات انجام شده، اگر بازارگردان منتخب به پایه ۱۵٪ یا ۱۰٪ برسد، اعتبار خریدی از سوی بورس با هدف فراهم کردن نقدشوندگی اعطا خواهد شد. سفارشات مخفی و ذخیره که توسط واحد بازارگردان منتخب وارد سامانه معاملات می‌شود در محاسبات مربوط به مظنه‌های در زمان حضور، لحاظ نخواهند شد.

بازارگردان منتخب برای هر یک از اوراق بهاداری که در آن ثبت شده است، موظف به تسهیل در گشایش و بازگشایش^۱ حتی در حراج ظهر^۲ است. این موضوع در صورت نیاز ممکن است فعالیت تأمین نقدشوندگی را نیز شامل شود.^۳ الگوریتم‌های بازارگردان منتخب و واحد بازارگردانان منتخب به اطلاعات کل سفارشات برای انطباق با الزامات، دسترسی دارند.

تسهیل مرحله‌ی پایان معاملات^۴ مطابق قانون برای هر یک از اوراق بهاداری که بازارگردان منتخب در آن ثبت شده است یکی دیگر از وظایف وی است. این موضوع نیز ممکن است شامل تأمین نقدشوندگی شود.

^۱ Reopening: به گشایش معاملات سهم پس از تعلیق اطلاق می‌شود.

^۲ Midday Auction: این حراج برای سهم‌های پذیرفته شده در بورس با حجم معاملات تجمعی کمتر یا برابر یک میلیون سهم بین ساعت ۱۱-۱۴ و به مدت پنج دقیقه انجام می‌شود.

^۳ معاملات بورس نیویورک در ساعت ۹:۳۰ آغاز می‌شود. بازارگردان‌های منتخب موظف هستند در اوراق بهاداری که به نام آن‌ها ثبت شده، گشایش را تسهیل کنند. این امر ممکن است برای حفظ نظم و منصفانه بودن، وظیفه‌ی تأمین نقدینگی را نیز شامل شود. بازارگردان‌ها موظف هستند معاملات ورقه‌ی بهادار را تا جایی که ممکن است نزدیک به ساعت ۹:۳۰ دقیقه آغاز کنند اما می‌توانند گشایش سهم را به تعویق بیندازند بخصوص اگر توازن در قیمت‌ها یا تعادل در عرضه و تقاضا وجود نداشته باشد.

^۴ Close Of Trading



۳-۱-۵- الگوریتم‌های واحد بازارگردان منتخب

واحدهای بازارگردان منتخب در بورس نیویورک بایستی قابلیت استفاده از الگوریتم‌ها برای مظنه‌گذاری و معاملات سازگار با قوانین بورس را داشته باشند. سازوکارهای بورس نیویورک توالی صحیح در سفارشات دریافتی و دستوراتی که به صورت الگوریتمی تولید می‌شوند را ایجاد کرده و از معامله‌ی سفارشات دریافتی از بازارگردان منتخب با سایر سفارشات بازارگردان منتخب جلوگیری می‌کند. اگر سفارشات دریافتی از بازارگردان منتخب تنها با سایر سفارشات همان بازارگردان منتخب معامله شود، این معامله باطل می‌شود.

سازوکارهای واحد بازارگردان منتخب، الگوریتم‌هایی را بکار می‌برند که به اطلاعات سفارش‌هایی که وارد بورس می‌شوند، فایل‌های سفارشات نمایندگان کارگزاری‌های سالن معاملات یا سفارش‌های ذخیره^۱ تا حدی که برای عموم قابل دسترسی است، دسترسی خواهند داشت. واحد بازارگردان منتخب می‌تواند سفارش‌های ذخیره را مطابق قوانین بورس حاکم بر سفارشات ذخیره داشته باشد. این سفارشات ذخیره برای معاملات به صورت دستی قابل اجرا هستند. هر سفارش واجد شرایط اجرا در سازوکار معاملاتی بورس، در قیمت سفارش‌های واحد بازارگردان منتخب به صورت برابر (اولیتی وجود ندارد) معامله می‌شود. واحدهای بازارگردان منتخب در مواقعی که نیاز است باید برای مقادیر پاره‌فال واجد شرایط اجرا در مراحل معاملاتی پیش‌گشایش، گشایش و پایانی که اجرا نشده‌اند، پس از آنکه همه‌ی سفارشات با اندازه گردفال معامله شدند، نقدشوندگی فراهم کند.

۳-۱-۶- آموزش اعضا

واحد حقوقی بورس نیویورک باید پروسه‌ها و فرآیندهایی را برای ارزیابی صلاحیت‌ها و عملکرد اعضایی که در سالن معاملات بورس فعال هستند توسعه دهد. همه اعضای سالن معاملات^۲ باید برنامه‌های آموزشی تعیین شده توسط بورس را به صورت کامل بگذرانند. همه‌ی اشخاصی که صلاحیت آن‌ها برای فعالیت به عنوان اعضای سالن معاملات تأیید شده است (اشخاص اصلی یا نماینده‌ی آن‌ها^۳)، باید ماژول‌های دوره‌های اجباری مستمر آموزشی که هر چند وقت یک‌بار توسط بورس معرفی می‌شود را بگذرانند. اشخاصی که صلاحیت آن‌ها برای فعالیت به عنوان اعضای سالن معاملات تأیید شده است و موفق به تکمیل یک ماژول آموزشی نمی‌شوند، صرفاً تا ۶۰ روز از پس از آغاز این دوره‌ها مجوز ورود به سالن معاملات را دارند. این ممانعت تا زمانی که شخص موفق به تکمیل ماژول آموزشی شود ادامه می‌یابد. این الزام برای تکمیل ماژول‌های آموزشی برای مسئولان اجرایی سالن معاملات صادق نیست.

^۱ Reserve Interest: سفارش محدودی است که به صورت الگوریتمی وارد سازوکارهای بورس می‌شود و می‌تواند بخش قابل نمایش و غیر قابل نمایش داشته باشد.

^۲ Floor members

^۳ زمانی که سازمان عضو مجوز معاملاتی دریافت می‌کند، برای فعالیت‌های معاملاتی خود آن را در اختیار افراد تأیید شده توسط بورس قرار داده یا به عبارت دیگر آن‌ها را استخدام می‌کند که این فرد می‌تواند جایگزین یا نماینده‌ای برای خود تعیین کند.



۲-۳- نقدکنندگان تکمیلی

بورس نیویورک به منظور افزایش نقدشوندگی بازار، گروه جدیدی از مشارکت‌کنندگان در بازار را با عنوان نقدکنندگان تکمیلی (SLP)^۱ ایجاد کرده است. نقدکنندگان تکمیلی به عنوان اعضای الکترونیکی با حجم فعالیت بالا هستند که مشوق‌های مالی برای افزایش نقدشوندگی در بورس نیویورک دارند. آن‌ها نقش مکمل در بهبود نقدشوندگی بازار داشته و در رقابت با سایر مظنه‌گذاران^۲ فعالیت می‌کنند.

هر یک از نقدکنندگان تکمیلی بخشی از اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بورس نیویورک را در اختیار داشته و حداقل ۱۰٪ از زمان معاملات هر روز معاملاتی را در اوراق بهاداری که به آن‌ها تخصیص یافته است، یک پیشنهاد خرید و یک پیشنهاد فروش با بهترین قیمت خرید و فروش ملی در سامانه حفظ می‌کنند.

بورس برای افزایش رقابت در مظنه‌گذاری توسط نقدکنندگان تکمیلی در اوراق بهاداری که در آن ثبت شده‌اند، با ارایه‌ی تخفیف‌های مالی جایزه می‌دهد. این عمل باعث افزایش فعالیت‌های مظنه‌گذاری شده که به نوبه‌ی خود منجر به کاهش فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش و همچنین نقدشوندگی بیشتر در هر سطح قیمتی می‌شود.

نقدکنندگان تکمیلی فقط می‌توانند با حساب اختصاصی خود معامله کرده و نمی‌توانند برای مشتریان عام یا به‌صورت نمایندگی معامله کنند. دسترسی به اطلاعات معاملات و بازار برای نقدکنندگان تکمیلی و سایر معامله‌گران بورس یکسان است. یک ناشر می‌تواند چند نقدکننده‌ی تکمیلی داشته باشد.

نقدکننده‌ی تکمیلی به عنوان سازمان عضو، سفارش‌ها و مظنه‌های اختصاصی را به‌صورت الکترونیکی خارج از سالن معاملات^۳ بورس به سازوکارها و تسهیلات^۴ بورس ارسال می‌کند. وی موظف است یک پیشنهاد خرید یا فروش با بهترین قیمت خرید و فروش ملی با اندازه‌ی گردفال در هر یک از اوراق بهادار تخصیص‌یافته را به مدت حداقل ۱۰ درصد هر روز معاملاتی حفظ کند. همچنین، نقدکننده‌ی تکمیلی موظف است برای آن‌که میانگین حجمی روزانه^۵ تمامی اوراق تخصیص‌یافته به وی بیش از درصد مشخصی از میانگین تلفیقی حجم روزانه تمامی اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بورس نیویورک باشد، نقدشوندگی لازم را اضافه کند. این اقدام به صورت ماهانه صورت می‌گیرد. نقدکننده‌ی تکمیلی می‌تواند به‌صورت یک واحد نقدکننده‌ی تکمیلی اختصاصی^۶ یا یک بازارگردان تکمیلی نقدشوندگی^۷ باشد.

زمانی که نقدکننده‌ی تکمیلی، نقدینگی لازم برای اجرای سفارش ورودی به بورس تزریق کند، تخفیف مالی برای اجرای تراکنش به مقداری که در لیست قیمتی بورس منتشر شده است، دریافت خواهد کرد. نقدکننده‌ی تکمیلی تنها در قبال

^۱ Supplemental Liquidity Providers (SLP)

^۲ Quote Providers

^۳ Off the Floor

^۴ Systems And Facilities

^۵ Average Daily Volume (ADV): میانگین حجم معاملات (بر حسب تعداد اوراق) در یک دوره زمانی مشخص است.

^۶ SLP_Prop

^۷ Supplementary Liquidity Market Maker (SLMM): بازارگردانان ثبت شده در بورس هستند که نقدشوندگی فراهم‌شده توسط بازارگردان‌های منتخب را تکمیل کرده و به حفظ نظم و منصفانه بودن بازار کمک می‌کنند.



نقدینگی‌های نمایش داده شده و نمایش داده نشده با اندازه گرد فالی که برای اوراق بهادار خود ارائه کرده اعتبار دریافت خواهد کرد.

برای تأیید صلاحیت نقدکننده‌ی تکمیلی به‌عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی اختصاصی، سازمان عضو باید شرایط زیر را داشته باشد:

۱. برخورداری از تکنولوژی لازم برای پشتیبانی معاملات الکترونیکی از طریق سازوکارها و تسهیلات بورس؛
۲. برخورداری از یادآورهایی^۱ که فعالیت‌های معاملاتی در اوراق بهاداری که به وی تخصیص داده شده را برای بورس مشخص کنند.
- سازمان عضو نمی‌تواند از چنین یادآورهایی برای فعالیت‌های معاملاتی اوراق بهادار تخصیص داده شده به نقدکننده‌ی تکمیلی که خارج از فعالیت‌های معاملاتی نقدکننده‌ی تکمیلی اختصاصی است یا در اوراق بهاداری که یک واحد بازارگردان منتخب در آن ثبت شده است، استفاده کند. هرچند می‌تواند از یادآورهای یکسانی برای فعالیت‌های معاملاتی در اوراق بهاداری که به نقدکننده‌ی تکمیلی تخصیص داده نشده است استفاده کند. اگر سازمان عضو یادآوری که برای فعالیت معاملاتی نقدکننده‌ی تکمیلی اختصاصی استفاده می‌کند را برای بورس مشخص نکند از اعتباراتی که در قبال معاملات نقدکننده‌ی تکمیلی ارایه می‌شود، محروم خواهد شد.
۳. برخورداری از زیرساخت‌های معاملاتی مناسب برای پشتیبانی از فعالیت‌های معاملاتی تأمین‌کننده تکمیلی نقدشوندگی، که شامل کارکنان پشتیبانی به منظور حفظ کارایی عملیاتی برنامه‌های نقدکننده‌ی تکمیلی و کارمندان اداری کافی برای مدیریت برنامه‌های تأمین‌کننده تکمیلی نقد شوندگی سازمان عضو است.
۴. برخورداری از عملکرد مظنه‌ای و حجمی تعیین‌شده؛
- عملکرد مظنه‌ای بیانگر توانایی رسیدن به مقدار الزام ۱۰ درصد میانگین مظنه در هر یک از اوراق بهادار تخصیص یافته است. همچنین، الزام میانگین حجمی روزانه برای تمامی اوراق بهادار تخصیص یافته به تأمین‌کننده تکمیلی نقدشوندگی، به‌صورت درصدی از میانگین تلفیقی حجم روزانه همه اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس بر اساس ماهانه محاسبه می‌شود.
۵. سابقه‌ی انضباطی که منطبق با رویه‌های منصفانه و عادلانه فعالیت‌های تجاری باشد.
۶. واحد تجاری سازمان عضو که به‌عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی اختصاصی فعالیت می‌کند باید در محل موانع انتقال اطلاعاتی مناسبی بین تأمین‌کننده تکمیلی نقد شوندگی اختصاصی و سایر بخش‌های سازمان عضو ایجاد کند.
- نقدکنندگان تکمیلی می‌تواند به‌عنوان بازارگردان تکمیلی نقدشوندگی^۱ در یک یا چند اوراق بهادار قابل معامله در بورس برای کمک به حفظ نظم و منصفانه‌بودن بازار ثبت شود. سازمان عضو برای تأیید صلاحیت به‌عنوان بازارگردان تکمیلی نقدشوندگی باید حائز شرایط زیر باشد:

^۱ Memonics: تجهیزات ثبت معاملات هستند که به منظور ثبت طیف خاصی از معاملات برای استناد در آینده مورد استفاده قرار می‌گیرند.



۱. حفظ پیوستگی دو طرفه‌ی سفارشات در اوراق‌بهداری که بازارگردان تکمیلی نقدشوندگی به عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی برای آن اوراق ثبت شده است. این موضوع به عنوان تعهد دو طرفه^۲ مطرح است. بازارگردان تکمیلی نقدشوندگی باید به صورت پیوسته در طول معاملات، حاضر به خرید و فروش اوراق بهادار به حساب خود باشد و سفارشات دو طرفه را وارد و حفظ کند؛ به صورتی که برای بورس به عنوان سفارش نشان‌دهنده‌ی انجام تعهد دو طرفه در دفتر نمایش سفارشات قابل مشاهده باشد.

۲. حفظ یادآوری که به طور اختصاصی به فعالیت‌های بازارگردان تکمیلی نقدشوندگی تخصیص داده شده است. این یادآورها تنها در معاملات بازارگردانان تکمیلی نقدشوندگی در اوراق بهاداری که به نقدکنندگان تکمیلی تخصیص یافته، استفاده می‌شوند.

در ادامه روند ارائه درخواست از سوی بازارگردان به بورس نیویورک برای دریافت مجوز بازارگردانی تکمیلی نقدشوندگی رایج شده است. مطابق قانون بورس نیویورک، کمیته ارتباطات تأمین‌کننده تکمیلی نقدشوندگی^۳ باید از کارکنان بخش عملیات و کارکنان بخش بازارهای ایالات متحده آمریکا تشکیل شود. رئیس بخش بازارهای ایالات متحده آمریکا یا نماینده او باید اعضای کمیته ارتباطات را انتخاب کند. علاوه بر سایر مسئولیت‌هایی که بر عهده کمیته مطابق این قانون است کمیته ارتباطات نقدکننده‌ی تکمیلی صلاحیت متقاضی برای فعالیت به عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی را تعیین خواهد کرد. هر سازمان عضو برای دریافت مجوز فعالیت به عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی باید درخواست خود را به همراه تمام مدارک مرتبط به کمیته‌ی ارتباطات نقدکننده‌ی تکمیلی ارسال کند. پس از آنکه متقاضی فعالیت به عنوان تأمین‌کننده تکمیلی نقدشوندگی، درخواست خود را به همراه مدارک برای کمیته ارسال کرد، کمیته باید متقاضی را از تصمیم خود آگاه کند. اگر متقاضی توسط کمیته تأیید صلاحیت شد باید قبل از آنکه اجازه‌ی معامله در بورس به عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی به او داده شود؛ ارتباطات لازم با سازوکارهای مرتبط بورس را ایجاد کند. زمانی که متقاضی توسط کمیته تأیید نشده یا رد صلاحیت می‌شود، می‌تواند درخواست بررسی مجدد کند.

الزام مظنه‌ی ۱۰ درصد که متوسط وجود مظنه در ساعات معاملاتی است، برای نقدکننده‌ی تکمیلی به صورت روزانه و ماهانه محاسبه می‌شود. مطابق این الزام، نقدکننده‌ی تکمیلی باید در هریک از اوراق بهادار تخصیص یافته، سفارشی با بهترین قیمت فروش ملی و بهترین قیمت خرید ملی در طول ساعات عادی داشته باشد. مطابق این قانون، کمیته ارتباطات نقدکننده‌ی تکمیلی با انجام محاسبات ذیل مشخص می‌کند که آیا نقدکننده‌ی تکمیلی الزامات مظنه‌گذاری را رعایت کرده است یا خیر.

^۱ Supplementary Liquidity Market Maker (SLMM): بازارگردانان ثبت شده در بورس هستند که نقدشوندگی فراهم شده توسط بازارگردان‌های منتخب

را تکمیل کرده و به حفظ نظم و منصفانه بودن بازار کمک می‌کنند.

^۲ Two-Sided Obligation

^۳ SLP Liaison Committee



الف) درصد مظنه‌گذاری روزانه با قیمت بهترین سفارش خرید ملی^۱ به صورت درصدی از زمان که نقدکننده‌ی تکمیلی در هر یک از اوراق بهادار تخصیص یافته، حداقل یک پیشنهاد گردفال قابل‌نمایش در بورس با قیمت بهترین سفارش خرید ملی در طول هر روز معاملاتی طی یک ماه تقویمی دارد، محاسبه می‌شود.

ب) درصد مظنه‌گذاری روزانه با قیمت بهترین سفارش فروش ملی به صورت درصدی از زمان که نقدکننده‌ی تکمیلی در هر یک از اوراق بهادار تخصیص یافته حداقل یک پیشنهاد گردفال قابل‌نمایش در بورس با قیمت بهترین سفارش فروش ملی در طول هر روز معاملاتی طی یک ماه تقویمی دارد، محاسبه می‌شود.

ج) میانگین درصد مظنه‌گذاری با قیمت بهترین سفارش خرید و فروش ملی روزانه برای هرروز معاملاتی با جمع کردن درصد مظنه‌گذاری روزانه با قیمت بهترین سفارش خرید ملی و درصد مظنه‌گذاری روزانه با قیمت بهترین سفارش فروش ملی و تقسیم حاصل جمع بر دو برای هر یک از اوراق بهادار تخصیص یافته محاسبه می‌شود.

د) میانگین درصد مظنه‌گذاری یا قیمت بهترین سفارش خرید و فروش ماهانه برای هر یک از اوراق بهادار تخصیص یافته با جمع کردن میانگین درصد مظنه‌گذاری با قیمت بهترین سفارش خرید و فروش ملی روزانه در هر روز معاملاتی طی یک ماه تقویمی و تقسیم حاصل جمع بر کل تعداد روزهای معاملاتی آن ماه محاسبه می‌شود.

به منظور محاسبه‌ی اینکه آیا نقدکننده‌ی تکمیلی منطبق با الزام ۱۰ درصد مظنه‌گذاری هست، نقدکننده‌ی تکمیلی باید نقدینگی نمایش داده شده با اندازه‌های گردفال را در اوراق بهاداری که به او تخصیص داده شده با قیمت بهترین سفارش خرید ملی و قیمت بهترین سفارش فروش ملی ارائه کند.

نقدکننده‌ی تکمیلی می‌تواند مظنه‌های غیر قابل نمایش^۲ ارائه کند ولی این روش برای محاسبه‌ی الزام ۱۰٪ مظنه‌گذاری در نظر گرفته نمی‌شود. نقدکننده‌ی تکمیلی در حداقل یا حداکثر اندازه‌ی مظنه به جز محدودیت در اندازه یک سفارش که باید حداقل به اندازه یک گرد فال باشد، محدودیت دیگری ندارد. الزام مظنه‌گذاری با استفاده از یادآورهایی که سازمان عضو برای فعالیت‌های نقدکننده‌ی تکمیلی خود مشخص کرده، سنجیده می‌شود.

الزام حجم ماهانه‌ی نقدکننده‌ی تکمیلی به صورت حداقل درصدی معین از میانگین حجمی روزانه نسبت به میانگین تلفیقی حجمی روزانه همه‌ی اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس است. محاسبه‌ی آن بدین صورت است که در ابتدا با جمع تمامی نقدشوندگی ارائه شده توسط نقدکننده‌ی تکمیلی در اوراق بهادار تخصیص یافته طی ماه و تقسیم حاصل جمع بر تعداد روزهای معاملاتی آن ماه، میانگین حجمی روزانه محاسبه می‌شود. سپس عدد میانگین حجمی روزانه بر میانگین تلفیقی حجم روزانه همه‌ی اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس طی ماه تقسیم می‌شود. روزهایی که بورس ساعت معاملات عادی خود را کوتاه می‌کند، در محاسبات میانگین حجم روزانه برای تعیین رعایت الزام حجم ماهانه

^۱ Daily NBB Quoting Percentage

^۲ Non-Displayed: مظنه‌ها یا سفارشی که در دفتر سفارشات بورس نمایش داده نمی‌شوند



توسط نقدکننده‌ی تکمیلی، لحاظ نمی‌شود. الزامات مظنه‌گذاری و حجمی در ماه اولی که سازمان عضو به‌عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی شروع به فعالیت می‌کند اعمال نمی‌شود. این الزامات از روز اول دومین ماه متوالی تقویمی شروع فعالیت، اعمال می‌شود.

۳-۲-۱- تخصیص اوراق بهادار تأمین‌کننده تکمیلی نقدشوندگی

کمیته ارتباطات نقدکننده‌ی تکمیلی به صلاحدید خود مجموعه‌ای از اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس نیویورک را برای اهداف معاملاتی به نقدکننده‌ی تکمیلی تخصیص می‌دهد. بازارگردان منتخب نباید در اوراق بهاداری که در آن به‌عنوان بازارگردان منتخب ثبت شده است به‌عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی نیز فعالیت کند. نقدکننده‌ی تکمیلی اختصاصی نباید در اوراق بهاداری که به‌عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی ثبت شده است، به‌عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی اختصاصی فعالیت کند یا بالعکس؛ هر چند اگر یک سازمان عضو موانع انتقال اطلاعات را بین واحد نقدکننده‌ی تکمیلی اختصاصی و واحد نقدکننده‌ی تکمیلی حفظ کند، واحدهای نقدکننده‌ی تکمیلی و نقدکننده‌ی تکمیلی اختصاصی می‌توانند در اوراق بهادار مشابه فعالیت کنند.

۳-۲-۲- جریمه‌های تنبیهی نقدکننده‌ی تکمیلی

اگر نقدکننده‌ی تکمیلی نتواند الزام ۱۰ درصد مظنه‌گذاری را برآورده سازد، جریمه‌های تنبیهی زیر توسط بورس اعمال می‌شود:

الف) اگر در طول یک ماه تقویمی، نقدکننده‌ی تکمیلی در تمامی اوراق بهادار تخصیص‌یافته به وی، به بیش از الزام درصد تعیین شده براساس نسبت میانگین حجمی روزانه به میانگین تلفیقی روزانه تمامی اوراق بهادار فهرست شده در بورس برسد و مظنه‌ای را با قیمت بهترین سفارش خرید و فروش به طور میانگین در حداقل ۱۰ درصد روز معاملاتی در آن اوراق حفظ کند، تخفیف مالی برای همه تراکنش‌های انجام شده در آن ماه دریافت خواهد کرد.

ب) اگر در یک ماه تقویمی، نقدکننده‌ی تکمیلی مظنه‌ای را با قیمت بهترین سفارش خرید ملی یا بهترین سفارش فروش ملی به طور متوسط کمتر از ۱۰ درصد یک روز عادی معاملاتی در اوراق بهاداری که به او تخصیص یافته حفظ کند، نقدکننده‌ی تکمیلی در آن اوراق بهادار در ماه مربوطه تخفیف مالی دریافت نخواهد کرد.

ج) اگر نقدکننده‌ی تکمیلی نتواند الزام ۱۰ درصد مظنه‌گذاری را طی سه ماه تقویمی متوالی در اوراق بهاداری که به او تخصیص یافته برآورده کند، در معرض ریسک از دست دادن جایگاه خود به‌عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی قرار خواهد گرفت و کمیته‌ی ارتباطات نقدکننده‌ی تکمیلی می‌تواند به صلاحدید خود اقدامات تنبیهی زیر را اجرا کند:

- لغو واگذاری اوراق بهادار مربوطه به نقدکننده‌ی تکمیلی؛
- هر زمان که کمیته‌ی ارتباطات نقدکننده‌ی تکمیلی، واگذاری ورقه‌ی بهاداری را به دلیل رعایت نکردن الزام ۱۰ درصد مظنه‌گذاری لغو می‌کند، حق لغو واگذاری سایر اوراق بهادار تخصیص‌یافته به نقدکننده‌ی تکمیلی که الزام ۱۰ درصد مظنه‌گذاری در آن‌ها رعایت شده است را نیز دارد.
- ابطال صلاحیت فعالیت یک سازمان عضو به‌عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی.



کمیته‌ی ارتباطات نقدکننده‌ی تکمیلی باید تعیین کند که سازمان عضو برای ایفای نقش نقدکننده‌ی تکمیلی فاقد صلاحیت است. یک ماه قبل از تعیین عدم صلاحیت، کمیته‌ی ارتباطات نقدکننده‌ی تکمیلی به‌صورت مکتوب نقدکننده‌ی تکمیلی را از رد صلاحیت در شرف وقوع آگاه می‌کند. اگر نقدکننده‌ی تکمیلی نتواند الزام میانگین ۱۰ درصد مظنه‌گذاری را برای سه ماه متوالی در اوراق بهادار خاصی رعایت کند، نقدکننده‌ی تکمیلی ممکن است لغو صلاحیت شود. وقتی صلاحیت نقدکننده‌ی تکمیلی برای ادامه فعالیت لغو شد، کمیته ارتباطات از طریق اخطاریه لغو صلاحیت، سازمان عضو را آگاه می‌کند. در صورتی که سازمان عضو لغو صلاحیت شود می‌تواند برای فعالیت به‌عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی مجدداً درخواست دهد. از فرآیند درخواست مجدد باید حداقل سه ماه تقویمی پس از تاریخی که سازمان عضو اخطاریه لغو صلاحیت را دریافت کرده است، گذشته باشد.

در صورتی که سازمان عضو مخالف تصمیم کمیته‌ی ارتباطات نقدکننده‌ی تکمیلی در مورد لغو صلاحیت فعالیت به‌عنوان تأمین‌کننده تکمیلی نقد شونده‌ی باشد، می‌تواند طی پنج روز کاری پس از دریافت اخطاریه، درخواست بازنگری دهد. در صورتی که سازمان عضو برای فعالیت به‌عنوان نقدکننده‌ی تکمیلی لغو صلاحیت شود، کمیته ارتباطات نباید تا زمانی که نتیجه درخواست تجدیدنظر عضو توسط هیئت منصفه‌ی تأمین‌کننده تکمیلی نقدشوندگی^۱ اعلام شود، اوراق بهادار آن نقدکننده‌ی تکمیلی را به نقدکننده‌ی تکمیلی دیگری تخصیص دهد. هیئت منصفه‌ی نقدکننده‌ی تکمیلی باید در بازه‌ی زمانی تعیین شده توسط بورس، مدارک را بازنگری کرده و تصمیم بگیرد. هیئت منصفه می‌تواند اقدام صورت گرفته توسط کمیته‌ی ارتباطات نقدکننده‌ی تکمیلی را لغو یا اصلاح کند. همه تصمیمات گرفته شده توسط هیئت منصفه‌ی نقدکننده‌ی تکمیلی قطعی است. این هیئت منصفه‌ی باید ترکیبی از مدیر ارشد تنظیم مقررات یا نماینده او و دو کارمند بورس که توسط رئیس بخش بازارهای ایالات متحده آمریکا انتخاب می‌شود، باشد.

۳-۳- برنامه تأمین نقدشوندگی سفارشات خرد^۲

این برنامه به بهبود قیمت سفارشات خرد سرمایه‌گذاران حقیقی در اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بورس کمک می‌کند. برنامه تأمین نقدشوندگی سفارشات خرد، نقدکننده‌ها را ملزم می‌کند تا با حداقل تغییر، قیمت بهترین پیشنهاد خرید و فروش محفوظ^۳ را بهبود دهند. همانند حراج هلندی^۴ اجرای سفارش‌ها در قیمتی انجام خواهد شد که معامله را کامل کند. بهبود قیمتی باید حداقل یک در هزارم دلار باشد و مظنه‌گذاری در بازه‌ی یک در هزارم دلار است. این برنامه برای سهم‌هایی با قیمت کمتر از ۱ دلار اجرا نمی‌شود. رویه‌ی تخصیص مظنه‌ها بر اساس اولویت قیمت-زمان است، البته با این شرط که در قیمت مشخص، سفارشات به طور کامل یا تا بیشترین حد اجرا شوند. منشأ سفارشات خرد، اشخاص حقیقی

^۱ SLP Panel

^۲ Retail Liquidity Program

^۳ Best Protected Bid or the Best Protected Offer (PBBO): مظنه‌ی محفوظ به معنای مظنه‌ای برای سهام عضو سیستم بازار ملی (NMS) است که اول، توسط مرکز معاملات خودکار قابل نمایش باشد و دوم، طبق طرح سازوکار بازار ملی ارسال شود و سوم، باید یک مظنه خودکار با قیمت بهترین سفارش خرید یا فروش بازار ملی باشد.

^۴ Dutch-auction



هستند و این سفارشات بوسیله سازمان عضو خرد به بورس ارسال می‌شود. سفارش‌هایی که منشأ آن‌ها الگوریتم‌های معاملاتی یا هر گونه روش رایانه‌ای باشد سفارش خرد به حساب نمی‌آیند.

نقدکننده‌ی سفارشات خرد^۱ سازمان عضوی است که بر اساس قوانین و آیین‌نامه‌های مربوطه توسط بورس نیویورک برای بهبود قیمت سفارشات خرد تأیید شده است. سازمان عضو خرد نیز سازمان عضوی است که بر اساس قانون برای ارسال سفارش‌های خرد تأیید شده است. سفارش‌های خرد، سفارش نمایندگی^۲ یا سفارش مبنا بدون ریسکی^۳ است که شرایط مندرج در قوانین FINRA را داشته و منشأ آن شخص حقیقی باشد و توسط سازمان عضو خرد به بورس ارسال شود. سفارش خرد یک سفارش انجام حداکثر ممکن^۴ است و می‌تواند گرد فال یا پاره فال باشد.

سفارش بهبود قیمت خرد (PRI) جزو سفارشات غیرقابل نمایش در اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس نیویورک است که قیمتی بهتر از قیمت بهترین سفارش خرید محفوظ^۵ یا قیمت بهترین سفارش فروش محفوظ^۶ دارد. سازوکارهای بورس بر سفارش‌های بهبود قیمت خرد خرید یا فروش نظارت می‌کند. سفارش‌هایی که با هر نوع معامله خنثی‌کننده^۷ تطبیق داده شود و در دامنه‌ی بین کف و سقف قیمتی باشند برای معامله با سفارشات خرد واجد شرایط هستند. تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد صرفاً باید در اوراق بهاداری که به او تخصیص یافته در مقام تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد، سفارش بهبود قیمت خرد را وارد سامانه کند. تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد مجاز و نه ملزم به ارسال سفارش بهبود قیمت خرد در اوراق بهاداری که به او تخصیص نیافته به سامانه است. در این صورت، با او همانند یک عضو غیر تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد در آن اوراق بهادار برخورد خواهد شد. علاوه بر این، سازمان‌های عضوی که تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد نیستند مجاز و نه ملزم به ارسال سفارش بهبود قیمت خرد هستند. سفارش بهبود قیمت خرد می‌تواند گردفال و پاره‌فال باشند. شکل زیر نمایی از مظنه‌گذاری خرد را در سازوکار نقدشوندگی خرد بورس نیویورک نشان می‌دهد.

^۱ Retail Liquidity Provider

^۲ Agency Order: سفارشی است که توسط کارگزار (Broker) یا معامله‌گر (Dealer) به نمایندگی از یک مشتری با سرمایه‌گذاران حرفه‌ای یا خرد دیگری اجرا می‌شود.

^۳ Riskless Principal Order: سفارشی که منشأ آن یک شخص حقیقی بوده و توسط یک سازمان عضو به بورس ارسال شود به شرطی که هیچ تغییری در شرایط سفارش از جمله قیمت یا طرف سفارش (خرید یا فروش) ایجاد نشده و این سفارش توسط الگوریتم‌های معاملاتی یا هر نوع روش کامپیوتری دیگری ایجاد نشود. برای انجام این نوع سفارش بازارگردان نقش طرف دیگر معامله را بازی کرده و سفارشی معادل آن را به سازوکار معاملات ارسال می‌کند.

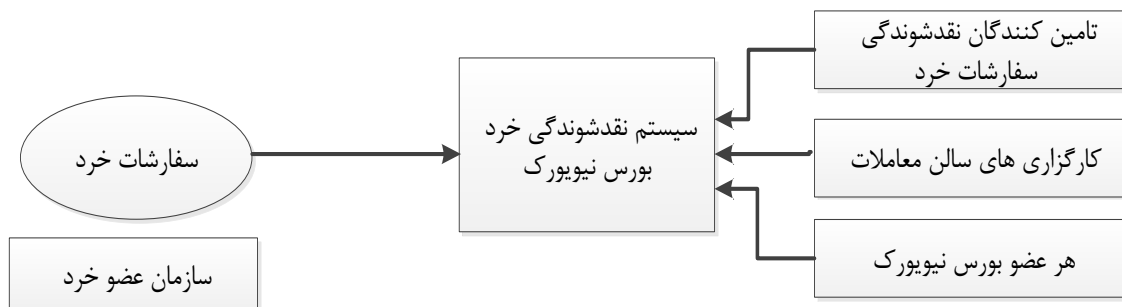
^۴ Immediate or Cancel Order: در صورت انتخاب این وضعیت هر حجمی از سفارش که در ارسال اولیه سفارش به سامانه معاملات انجام نشود، از سامانه معاملات حذف می‌شود.

^۵ Best Protected Bid (PBB)

^۶ Best Protected Offer (PBO)

^۷ Offset: معامله‌ای معکوس و برابر با معامله پیشین که با هدف مصون‌ماندن از ریسک‌های معامله پیشین انجام می‌شود. به عنوان مثال، خریداری تعدادی سهام دقیقاً برابر با سهامی که وی آن را قرض گرفته و فروخته است.

رسم توضیحی ۳: نمایی از مظنه‌گذاری خرد توسط فعالان بازار در سازوکار نقدشوندگی خرد بورس نیویورک



برای تأیید صلاحیت به عنوان سازمان عضو خرد، سازمان عضو باید دسترسی به معاملات خرد (یعنی آرایه خدمات به مشتریان غیرنهادی) داشته یا سفارشات خرد را از طرف سایر کارگزاران بپذیرد.

فرم درخواست و مدارک ضمیمه که شامل نمونه ادبیات بازاریابی (یعنی سیاست و اهداف بازاریابی آن نه برای مشتریان کلان بلکه برای مشتریان خرد باشد)، تصویر وب سایت و سایر موارد نشان دهنده جریان سفارشات خرد در سازمان، باشد و همچنین سایر مدارک و اطلاعاتی که بورس به منظور تأیید جریان سفارشات متقاضی درخواست می‌کند. تعهد به این که اساساً همه‌ی سفارش‌هایی که به عنوان سفارشات خرد ارسال می‌شوند شرایطی که در این قانون شرح داده شد را دارند. این تعهدنامه باید در فرمی که توسط بورس تعیین شده انجام شود.

پس از آنکه متقاضی فرم‌های درخواست، مدارک ضمیمه و تعهدنامه را برای دریافت مجوز به بورس ارسال کرد، بورس تصمیم خود را به صورت مکتوب به متقاضی اعلام می‌کند. در صورت رد صلاحیت، متقاضی می‌تواند درخواست تجدید نظر کرده و ۹۰ روز پس از آنکه اطلاعیه عدم صلاحیت وی توسط بورس صادر شد، می‌تواند برای اخذ تأیید صلاحیت مجدداً اقدام کند. سازمان عضو خرد می‌تواند در هر زمان با اعلام کتبی به صورت داوطلبانه از این مقام کناره‌گیری کند. سازمان عضو خرد باید سیاست‌ها و رویه‌هایی را به صورت مکتوب طراحی کند تا این اطمینان حاصل شود که تنها سفارش‌هایی که به عنوان سفارش خرد تعیین می‌شوند که همه‌ی الزامات مربوط به آن را دارند. این سیاست‌ها و رویه‌های مکتوب باید سازمان عضو را ملزم به اقدامات زیر کند:

✓ داشتن جدیت لازم قبل از ارسال سفارشات برای حصول اطمینان از اینکه سفارش‌هایی که به عنوان سفارش خرد فرستاده می‌شوند همه‌ی الزامات را مطابق قانون دارند.

✓ نظارت بر این موضوع که سفارش‌هایی که به عنوان سفارشات خرد وارد سامانه می‌شوند، الزامات لازم را دارند. اگر سازمان عضو خرد، سفارشات خرد مشتری کارگزار-معامله‌گر دیگری را نمایندگی کند، باید رویه‌هایی نظارتی این اقدام به صورتی طراحی شود تا این اطمینان حاصل شود، سفارش‌هایی که از مشتریان چنین کارگزار-معامله‌گرانی دریافت شده و به عنوان سفارش خرد تعیین می‌شوند، الزامات مطروحه در قانون را دارند.



✓ سازمان عضو خرد باید به صورت سالیانه برای هر یک از مشتریان کارگزار-معامله‌گر که سفارشات آن‌ها را به صورت سفارش خرد وارد کرده است، به طور کتبی در فرمی که برای بورس قابل قبول است، تطابق با الزامات قانونی را گزارش کند. نظارت بر تطابق جریان سفارشات خرد مشتری کارگزار-معامله‌گر با الزامات اجرایی یکی دیگر از الزامات است.

برای تأیید صلاحیت به عنوان نقدکننده‌ی سفارشات خرد، سازمان عضو خرد باید شرایط لازم را در اختیار داشته باشد. این شرایط شامل موارد زیر است:

۱. برای فعالیت به عنوان بازارگردان منتخب یا نقدکننده‌ی تکمیلی تأیید صلاحیت شده باشد.
 ۲. توانایی‌های لازم برای تطبیق با الزامات نقدکننده‌ی سفارشات خرد را داشته باشد.
 ۳. یادآورها یا فضای کافی برای سایر تسهیلات تعیین‌شده توسط بورس به منظور تعیین فعالیت‌های معاملاتی در اوراق تخصیص یافته به نقدکننده‌ی سفارشات خرد را دارا باشد.
 ۴. زیرساخت‌ها و تکنولوژی‌های مناسبی برای پشتیبانی از سفارشات الکترونیکی را در اختیار داشته باشد.
- برای فعالیت به عنوان نقدکننده‌ی سفارشات خرد، سازمان عضو باید نامه درخواست را با تمام مدارک ضمیمه آن برای بورس ارسال کند. پس از آنکه متقاضی فرم درخواست فعالیت به عنوان نقدکننده‌ی سفارشات خرد را با تمام مدارک ضمیمه آن برای بورس ارسال کرد، بورس باید متقاضی را از تصمیم خود آگاه کند. بورس می‌تواند یک یا چند سازمان عضو را برای فعالیت به عنوان تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد در یک ورقه‌ی بهادار تأیید کند. بورس هم‌چنین می‌تواند یک سازمان عضو را برای فعالیت به عنوان نقدکننده‌ی سفارشات خرد در یک یا چند اوراق بهادار تأیید کند. اوراق بهادار می‌تواند بنا به درخواستی که تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد ارائه و توسط بورس تأیید شده تخصیص یابد.

اگر متقاضی توسط بورس برای فعالیت به عنوان تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد تأیید شود، متقاضی باید قبل از آن که اجازه معامله به عنوان تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد به او داده شود، قابلیت اتصال به سازوکارهای مربوطه بورس را مهیا کند.

اگر متقاضی توسط بورس رد صلاحیت شود بورس باید بصورت مکتوب به متقاضی اطلاع‌رسانی کند. متقاضی رد صلاحیت شده می‌تواند درخواست تجدید نظر ارائه داده و ۹۰ روز پس از صدور اطلاعیه رد صلاحیت توسط بورس مجدداً درخواست کند.

نقدکننده‌ی سفارشات خرد می‌تواند با اعلام به بورس، از مقام خود کناره‌گیری کند. این کناره‌گیری از زمانی قابل اجرا است که اوراق بهادار تخصیص یافته به نقدکننده‌ی سفارشات خرد مستعفی به نقدکننده‌ی سفارشات خرد دیگری مجدداً تخصیص یابد. بورس پس از دریافت اطلاعیه‌ی کناره‌گیری، باید اوراق بهادار تخصیص یافته را در کوتاه‌ترین زمان ممکن مجدداً تخصیص دهد. اگر فرایند تخصیص دهی مجدد بیش از ۳۰ روز از تاریخ دریافت نامه استعفا توسط بورس به طول



بیانجامد، تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد مستعفی هیچگونه مسئولیتی در قبال اوراق بهادار تخصیص یافته به خود را نداشته و برای هر گونه مشکلی در ارتباط با این اوراق بهادار مسئول نخواهد بود.

۳-۳-۱- وظایف نقدکننده‌ی سفارشات خرد

تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد تنها می‌تواند سفارش بهبود قیمت خرد را بصورت الکترونیکی و بدون واسطه به سازوکارها و تسهیلات تعریف‌شده‌ی بورس ارسال کند. نقدکننده‌ی سفارشات خرد که سفارش بهبود قیمت خرد در اوراق بهاداری که به او تخصیص نیافته را به بورس ارسال می‌کند ملزم به رعایت الزامات مطروحه در این قانون نخواهد بود. نقدکننده‌ی سفارشات خرد باید موارد زیر را رعایت کند:

الف) برای هر یک از اوراق بهادار تخصیص یافته، حداقل یک سفارش بهبود قیمت خرد که از قیمت بهترین سفارش خرید محفوظ بهتر است را حداقل در پنج درصد روز معاملاتی حفظ کند.
ب) برای هر یک از اوراق بهادار تخصیص یافته، حداقل یک سفارش بهبود قیمت خرد که از قیمت بهترین سفارش فروش محفوظ بهتر است را حداقل در پنج درصد روز معاملاتی حفظ کند.
برای هر تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد، الزام پنج درصدی میانگین درصد زمانی که وی در طول روز عادی معاملاتی یک سفارش بهبود قیمت خرد را حفظ کرده به صورت روزانه و ماهانه برای همه‌ی دارایی‌های تخصیص یافته محاسبه می‌شود. بورس باید با محاسبه موارد زیر مشخص کند که آیا نقدکننده‌ی سفارشات خرد این الزامات را رعایت کرده است یا خیر؟

الف) درصد سفارش خرید روزانه

با تعیین درصدی از زمان که نقدکننده‌ی سفارشات خرد یک سفارش بهبود قیمت خرد را با در نظر گرفتن بهترین سفارش خرید محفوظ در طول روز معاملاتی حفظ می‌کند برای یک ماه تقویمی محاسبه می‌شود.

ب) درصد سفارش فروش روزانه

با تعیین درصدی از زمان که نقدکننده‌ی سفارشات خرد یک سفارش بهبود قیمت خرد را با در نظر گرفتن بهترین سفارش فروش محفوظ در طول روز معاملاتی حفظ می‌کند برای یک ماه تقویمی محاسبه می‌شود.

ج) میانگین درصد سفارش خرید ماهانه

برای هر یک از اوراق بهادار نقدکننده‌ی سفارشات خرد با جمع کردن درصد سفارش خرید روزانه هر روز معاملاتی طی یک ماه تقویمی و سپس تقسیم نتیجه حاصل جمع بر تعداد روزهای معاملاتی همان ماه، محاسبه می‌شود.

د) میانگین درصد سفارش فروش ماهانه

برای هر یک از اوراق بهادار نقدکننده‌ی سفارشات خرد با جمع کردن درصد سفارش فروش روزانه هر روز معاملاتی طی یک ماه تقویمی و سپس تقسیم نتیجه حاصل جمع بر تعداد روزهای معاملاتی همان ماه، محاسبه می‌شود.



ه) صرفاً سفارشات بهبود قیمت خرد که در طول روز معاملاتی ارسال می‌شوند در محاسبات مربوط به انطباق با الزام پنج درصد محاسبه می‌شوند.

ضمناً الزام پنج درصد طی دو ماه ابتدایی که سازمان عضو به عنوان تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد شروع به فعالیت می‌کند، اجرایی نمی‌شود.

اگر پس از گذشت دو ماه از تاریخی که سازمان عضو به عنوان نقدکننده‌ی سفارشات خرد فعالیت می‌کند، الزامات تصریح شده در قانون را برای تمامی اوراق بهاداری که به او تخصیص یافته است را در طول سه ماه متوالی پس از آن (گذشت دو ماه) رعایت نکند، بورس می‌تواند به صلاحدید خود یک یا چند اقدام زیر را انجام دهد:

الف) لغو تخصیص هر یک از اوراق بهاداری که در آن الزامات مربوطه توسط نقدکننده‌ی سفارشات خرد رعایت نشده است.

ب) لغو تخصیص اوراق بهاداری که الزامات مربوطه توسط نقدکننده‌ی سفارشات خرد رعایت شده است.

ج) رد صلاحیت فعالیت عضو برای فعالیت در مقام نقدکننده‌ی سفارشات خرد:

بورس باید تعیین کند که سازمان عضو صلاحیت فعالیت در مقام نقدکننده‌ی سفارشات خرد را ندارد. بورس باید یک ماه قبل از این تصمیم، به نقدکننده‌ی سفارشات خرد در مورد این تصمیم قریب‌الوقوع به صورت مکتوب اطلاع دهد. سازمان عضو خرد که به موجب این قانون رد صلاحیت شده است می‌تواند درخواست بررسی مجدد کرده و پس از ۹۰ روز از تاریخی که اطلاعیه عدم صلاحیت وی توسط بورس صادر شده است مجدداً درخواست کند.

اگر سازمان عضو به عدم تأیید یا رد صلاحیت خود اعتراض داشته باشد، می‌تواند طی پنج روز کاری از تاریخ اعلام تصمیم بورس، نسبت به ارائه درخواست خود اقدام کند. هیئت‌منصفه‌ی برنامه تأمین نقدشوندگی سفارش خرد^۱ تصمیم را بازنگری می‌کند تا مشخص شود که آیا صحیح بوده یا خیر؟

در مواردی که یک سازمان عضو در مقام فعالیت به عنوان نقدکننده‌ی سفارشات خرد رد صلاحیت می‌شود بورس نباید تا زمانی که هیئت‌منصفه برنامه تأمین نقدشوندگی نتیجه بررسی مجدد را اعلام نکرده اوراق بهادار او را تخصیص مجدد کند. هیئت‌منصفه یادشده باید مدارک را بازبینی کرده و در مهلتی که توسط بورس تعیین می‌شود نظر خود را اعلام کند. هیئت‌منصفه برنامه تأمین نقدشوندگی سفارشات خرد می‌تواند تصمیمی که توسط بورس اتخاذ شده است را لغو یا اصلاح کند و بدین ترتیب تصمیم هیئت‌منصفه، نهایی است.

هیئت‌منصفه برنامه تأمین نقدشوندگی سفارشات خرد باید از مدیر ارشد تنظیم مقررات یا نماینده او و دو نفر از کارمندان بورس که توسط رئیس شرکت پذیرش و اجرای نقد^۲ ایالات‌متحده امریکا تعیین شود.

¹ Retail Liquidity Program Panel

² Listings and Cash Execution



۳-۳-۲- اولویت و تخصیص سفارش‌های بهبود قیمت سفارشات خرد

سفارش‌های بهبود قیمت سفارشات خرد در یک اوراق بهادار بر اساس قیمت و سپس زمان ورود به سازوکارهای بورس رتبه‌بندی و تخصیص داده می‌شوند. زمانی که قیمت اجرای یک سفارش خرد تعیین شد، سازوکارهای بورس همه‌ی سفارش‌های واجد شرایط نقدشوندگی غیرفعال میانه^۱ و بهبود قیمت سفارشات خرد را در نظر می‌گیرند. اگر تنها سفارش، سفارش‌های بهبود قیمت سفارشات خرد باشد اجرای سفارش باید در سطح قیمتی انجام بگیرد که همه‌ی سفارشات ورودی اجرا شوند. اگر تنها سفارش، سفارش‌های نقدشوندگی غیرفعال میانه باشند، سفارش خرد باید با قیمت میانه بهترین سفارش خرید و فروش محفوظ اجرا شود. اگر هر دوی سفارش‌های نقدشوندگی غیرفعال میانه و بهبود قیمت سفارشات خرد وجود داشته باشند، سازوکارهای بورس محاسبه خواهند کرد که در چه سطح قیمتی سفارش‌های خرد به صورت کامل می‌توانند اجرا شوند (به عنوان قیمت همخوان^۲ نامیده می‌شود). اگر قیمت همخوان برابر با قیمت میانه بهترین سفارش خرید و فروش محفوظ باشد، سفارش‌های بهبود قیمت سفارشات خرد در اولویت بالاتر از بهترین سفارش خرید و فروش محفوظ قرار می‌گیرند و مجدداً سفارش خرد با هر دوی این سفارش‌ها در قیمت میانه اجرا می‌شود. اگر قیمت همخوان بدتر از قیمت میانه بهترین سفارش خرید و فروش محفوظ باشد، سفارش خرد ابتدا با سفارش‌های نقدشوندگی غیرفعال میانه با قیمت میانه بهترین سفارش خرید و فروش محفوظ و اگر سفارشی باقی ماند با سفارشات بهبود قیمت سفارشات خرد در قیمت همخوان معامله می‌شود. اگر قیمت همخوان بهتر از قیمت میانه باشد، سفارش‌های خرد با سفارش‌های بهبود قیمت سفارشات خرد با قیمت همخوان اجرا خواهند شد و سفارش‌های نقدشوندگی غیرفعال میانه نادیده گرفته خواهند شد. هر بخش از سفارش‌های خرد که باقی مانده و اجرا نشده است یا مطابق قانون اجرا یا کنسل می‌شوند.

^۱ Mid-Point Passive Liquidity: سفارش محدود غیر قابل مشاهده‌ای است که به صورت خودکار با قیمت میانه بهترین سفارش محفوظ خرید و فروش اجرا

می‌شود.

^۲ clean-up price



۴- سازوکار بازارگردانی در بورس سهام فرانکفورت

بورس سهام فرانکفورت^۱ که از آن به عنوان بازوی اجرایی دویچه بورس^۲ یاد می‌شود، جزو ۱۰ بورس بزرگ دنیا از نظر ارزش بازاری^۳ است. این بورس در شهر فرانکفورت آلمان مسقر بوده و مالکیت و مدیریت آن در اختیار دویچه بورس و بورس سرتفیکیت فرانکفورت^۴ است. وظایف سازمانی و عملیاتی دویچه بورس به عنوان اداره‌کننده‌ی بازار بورس فرانکفورت و فراهم‌کننده‌ی خدمات معاملاتی، معاملات انواع ابزارهای مالی مانند سهام، اوراق قرضه، صندوق‌ها، صندوق‌های قابل معامله و محصولات قابل معامله را شامل می‌شود. در حالی که بورس سرتفیکیت فرانکفورت عملیات مربوط به معاملات ابزارهای ساختاریافته مانند وارانته‌ها و گواهی‌ها را مدیریت می‌کند.

۴-۱- حامی منتخب در سامانه معاملات زترا

زترا بستری معاملاتی کاملاً الکترونیکی است که توسط بورس سهام فرانکفورت در شهر فرانکفورت آلمان اداره می‌شود. مطابق گزارشات ارائه شده، در سال ۲۰۱۵ میلادی ۹۰ درصد از معاملات اوراق بهادار در تمامی بورس‌های آلمان از طریق بستر معاملاتی زترا انجام شده بود. علاوه بر این، زترا حدود ۶۰ درصد سهم معاملات اوراق بهادار سراسر اروپا را در سال یادشده در اختیار خود داشت.

حامی منتخب^۵ یکی از سازوکارهای بازارگردانی است که در سامانه‌ی معاملات زترا به کار گرفته شده است. مطابق قوانین بورس فرانکفورت، حامی منتخب می‌تواند از میان بانک‌ها، شرکت‌های کارگزاری و شرکت‌های اوراق بهادار^۶ پذیرفته شده برای معاملات در سامانه‌ی زترا باشد. وظیفه‌ی اصلی حامی منتخب در سامانه معاملات الکترونیک زترا در بازار معاملات پیوسته ارائه مظنه‌های واقعی در دو سوی عرضه و تقاضا بوده که عمدتاً برای سهامی با نقدشوندگی پایین است. آمادگی حامی منتخب برای ارائه‌ی مظنه، توانایی سرمایه‌گذار در خرید یا فروش سهام شرکت مذکور را در هر زمان از معاملات تضمین می‌کند و از این‌رو نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهد. این موضوع به بهبود معاملات کمک کرده و بدین وسیله جذابیت سهام را افزایش می‌دهد. این روند نه تنها بر روی سهام بلکه بر روی سایر دارایی‌ها نظیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله، اوراق قرضه و محصولات قابل معامله در بورس^۷ نیز کاربرد دارد.

مظنه‌های ارائه شده توسط حامی منتخب باید معیارهای کیفیت مشخصی که توسط بورس اوراق بهادار فرانکفورت مقرر شده است را به عنوان حداقل الزامات داشته باشند. این حداقل الزامات شامل حداقل اندازه سفارش (کمترین تعداد مجاز سفارش در دو سوی عرضه و تقاضای هر سهم)، حداکثر دامنه‌ی مظنه (بزرگترین دامنه‌ی قیمتی مجاز میان سفارش‌های عرضه (فروش) و تقاضا (خرید) برای هر سهم) و حداقل درصد مظنه‌دهی در حراج‌ها و معاملات پیوسته است. چنانچه

¹ Frankfurt Stock Exchange (Frankfurter Wertpapierbörse, FWB)

² Deutsche Börse AG

³ Market Capitalization

⁴ Börse Frankfurt Zertifikate AG

⁵ Designated Sponsor

⁶ Securities Trading Houses

⁷ Exchange Traded products



تمامی الزامات عملکرد مورد نظر بورس فرانکفورت^۱ برآورده شود، کارمزدهای معاملات فعالیت‌های حامی منتخب به طور کامل بازپرداخت می‌شود.

شفافیت عملکرد حامی در سهام به واسطه‌ی رتبه‌بندی فصلی افزایش می‌یابد. این رتبه‌بندی معیاری کیفی برای حامیان منتخب است که شامل استانداردهای رتبه‌بندی مانند متوسط زمان ارائه مظنه، میانگین تفاوت قیمت عرضه و تقاضا و حجم معاملات حامی است. رتبه‌بندی انجام شده براساس استانداردهای ذکر شده، در قالب ترکیبی از حروف A تا D که در آن بالاترین رتبه AA است، صورت می‌گیرد.

حامیان منتخب به واسطه‌ی حضور و رصد دائمی ابزارهای مورد حمایت، دانش کارشناسی مناسبی را کسب کرده‌اند که می‌توانند در قالب خدمات اضافی به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس ارایه کنند. حامیان منتخب با گردآوری و تدوین گزارش‌های تحقیقاتی، ارایه یادداشت‌های تحلیلی کارشناسان و یا از طریق ارتباطات فعال با سرمایه‌گذار، شفافیت و منافع دسترسی به سرمایه‌گذاران جدید را افزایش می‌دهند. به طور کلی ممکن است ابزارهای مالی از سوی چندین حامی مورد حمایت قرار گیرد و یک حامی منتخب چندین ابزار را در آن واحد حمایت کند.

اعضای معاملاتی برای انجام وظیفه به عنوان حامی منتخب قراردادی را با دوپچه بورس^۲ امضا می‌کنند و متعهد می‌شوند حداقل الزامات تعیین شده توسط بورس اوراق بهادار فرانکفورت را بر روی ابزارهایی که درخواست حمایت آن را داده‌اند، برآورده کنند. پذیرش برای تمامی بانک‌ها، شرکت‌های کارگزاری و مراکز معاملات اوراق بهادار^۳ که برای انجام معامله در سامانه معاملات الکترونیک زترا پذیرفته شده‌اند امکان‌پذیر است. چنانچه حامی منتخب وظایف معاملاتی خود را به درستی انجام ندهد بورس می‌تواند قرارداد فعالیت حمایتی وی را لغو کند.

۴-۲- الزام به حضور حامی منتخب برای مرحله‌ی معاملات پیوسته

مطابق قانون بورس فرانکفورت، برای انجام معاملات پیوسته در هر یک از صندوق‌های قابل معامله (ETF)، محصولات قابل معامله (ETP) و اوراق قرضه حداقل یک حامی منتخب ضروری است. در ارتباط با نقدشوندگی، هر سهمی که در معاملات پیوسته قیمت‌گذاری می‌شود نیاز به انتصاب یک حامی منتخب خواهد داشت. سطح نقدشوندگی براساس معیار نقدشوندگی زترا^۴ و متوسط گردش مالی روزانه دفتر سفارش^۵ تعیین می‌شود. در ادامه طبقات نقدشوندگی اوراق بهادار در سازوکار زترا، الزامات مربوط به حامی منتخب و مدل معاملات مورد بررسی قرار می‌گیرد.

مطابق قانون سهام بسیار نقدشونده در طبقه‌ی نقدشوندگی A قرار می‌گیرند. در ماه دوم هر فصل (فوریه، می، آگوست و نوامبر هر سال)، معیار نقدشوندگی زترا و میزان گردش مالی دفتر سفارش برای هر سهم در چهار ماه گذشته محاسبه می‌شود. مطابق آن ورقه‌ی بهاداری کاملاً نقدشونده تلقی می‌شود که معیار نقدشوندگی زترا آن (که در بخش بعدی

¹ FWB® Frankfurter Wertpapierbörse (the Frankfurt Stock Exchange)

² Deutsche Börse AG

³ Securities Trading Houses

⁴ Xetra Liquidity Measure (XLM)

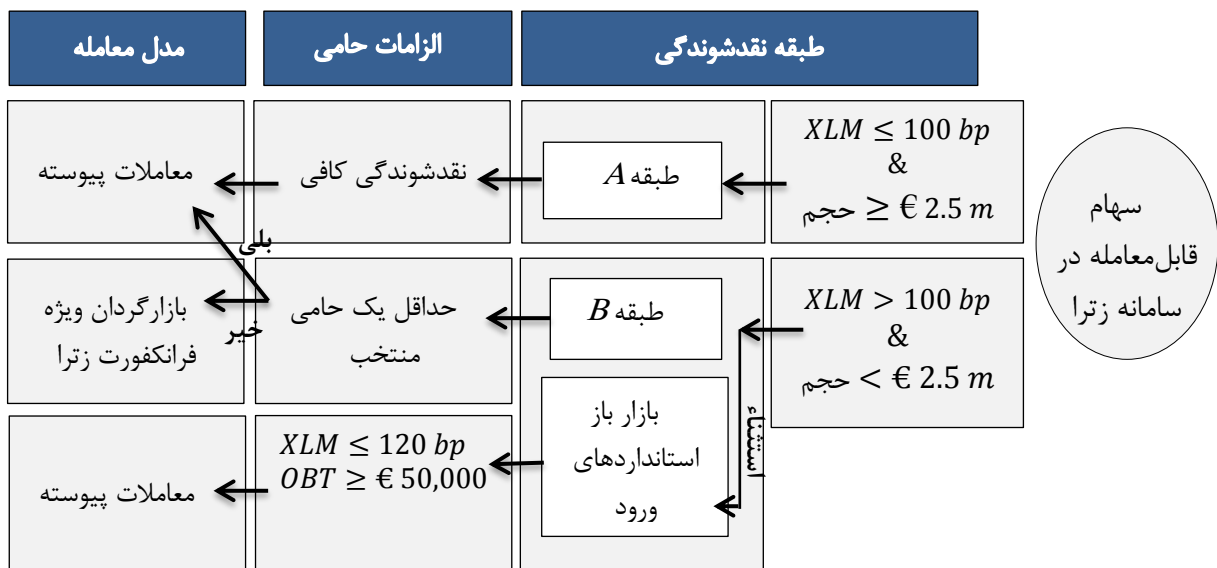
⁵ Average Daily Order Book Turnover

توضیحات تکمیلی آرایه می‌شود) از ۱۰۰ واحد تجاوز نکند و متوسط روزانه گردش مالی دفتر سفارش بیشتر یا مساوی ۲/۵ میلیون یورو باشد. سهامی که این معیارها را داشته باشند در طبقه نقدشوندگی A قرار می‌گیرند و بدون نیاز به حامی به طور پیوسته معامله می‌شوند.

سایر سهام در طبقه نقدشوندگی B قرار می‌گیرند. سهامی که برای معامله در بازار باز^۱ بجز بازار پایه^۲ برگزیده می‌شوند، به همراه سهامی که بازار مرجعی^۳ خارج از سازوکار زترا و نقدشوندگی مناسب دارند- یعنی میانگین معیار نقدشوندگی زترا آن‌ها کمتر یا مساوی ۱۲۰ واحد یا متوسط گردش دفتر سفارش آن‌ها بالاتر یا مساوی ۵۰,۰۰۰ یورو در ماه قبل باشد- به طور پیوسته و مستقل از حامی منتخب معامله می‌شوند. سهامی که بازار مرجع آن‌ها زترا بوده و حداقل توسط یک حامی منتخب حمایت شوند، به طور پیوسته معامله می‌شوند و در غیر اینصورت تنها در حراج پیوسته مدل بازارگردان ویژه زاترای فرانکفورت^۴ معامله خواهند شد. سهامی که به تازگی وارد بازار شده‌اند و آن دسته از اوراق بهاداری که به واسطه حامی منتخب به معاملات پیوسته منتقل شده‌اند، تا زمانی که سطح نقدشوندگی آنها تعیین شود، در سطح سوم طبقه نقدشوندگی B قرار می‌گیرند.

در این بورس، الزامات و تکالیف حامی منتخب برای طبقات نقدشوندگی، هر سه ماه یکبار (بصورت فصلی) بازنگری و در سایت زترا (www.xetra.com/ds_e) منتشر می‌شود. شکل زیر نمایی از طبقه‌ی نقدشوندگی، الزامات مربوط به حامی منتخب و مدل معاملاتی را در سازوکار زترا نشان می‌دهد.

رسم توضیحی ۴: نمایی از طبقه‌ی نقدشوندگی، الزامات مربوط به حامی منتخب و مدل معاملاتی را در سازوکار زترا



^۱ Open Market : بازار غیر رسمی که توسط بورس فرانکفورت سازماندهی شده است، در سال ۲۰۰۵ به بازار باز تغییر نام داد. این بازار در درجه اول به معاملات سهام و واریانت خارجی می‌پردازد. (رج. گزارش‌های تحقیق و توسعه شرکت بورس «بررسی طبقه‌بندی بازارها»)

^۲ Entry Standard : این بازار به منظور دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط آلمانی که امکان پذیرش در بازار رسمی (عمومی و برتر) را ندارند، راه‌اندازی شده است. بازار پایه مبتنی بر مقررات بازار باز است، اما الزامات بیشتری در زمینه افشای اطلاعات دارد (رج. گزارش‌های تحقیق و توسعه شرکت بورس «بررسی طبقه‌بندی بازارها»)

^۳ بازار مرجع هر ابزار مالی به بازاری گفته می‌شود بیشترین گردش معاملات آن ابزار در آن صورت می‌گیرد.

^۴ Xetra Frankfurt Specialist Model



۴-۳- معیار نقدشوندگی زترا

نقدشوندگی دارایی‌ها معیار اساسی و بااهمیت در هر بازار کارآمد است. هر چه نقدشوندگی اوراق بهادار بیشتر باشد احتمال انجام معامله اعضای معاملاتی با کمترین قیمت و در هر زمان بر روی آن سهم بیشتر است. معیار نقدشوندگی زترا سه بُعد نقدشوندگی شامل مستقیم و بی‌واسطه بودن^۱، گستردگی^۲ و عمق^۳ را پوشش می‌دهد. برای محاسبه‌ی معیار نقدشوندگی زترا در ورقه‌ی بهادار، تأثیر سفارشی فرضی با بازسازی مستمر دفتر سفارش از طریق ایجاد موقعیت‌ها همزمان خرید و فروش، با وقفه‌های زمانی یک دقیقه مورد تحلیل قرار گرفته و میانگین قیمت حاصل با قیمت تئوریک بازار^۴ (نقطه میانی بین بهترین سفارش تقاضا و بهترین سفارش عرضه) مقایسه می‌شود. هر چه این تفاوت بیشتر باشد معیار زترا بالاتر و نقدشوندگی کمتر است.

یک سهم زمانی نقدشونده در نظر گرفته می‌شود که در ۱۰ درصد تمامی زمان‌های اندازه‌گیری، معیار زترا قابل محاسبه نباشد به این معنی که تفاوت میان میانگین قیمت دفتر سفارش فرضی با قیمت تئوریک بازار ناچیز باشد. معیار نقدشوندگی زترا بر اساس واحد پایه^۵ اعلام می‌شود (هر ۱۰۰ واحد پایه برابر یک درصد تفاوت است) که مقایسه نقدشوندگی اوراق بهادار را آسان می‌کند.

در سازوکار زترا محاسبه‌ی معیار و رتبه‌ی نقدشوندگی اوراق بهادار تابع قوانین و مقرراتی به شرح زیر است:

۱. کاربرد معیار زترا در اندازه‌گیری نقدشوندگی مستقیم است. به این معنا که مظنه‌های حامی منتخب در برآورد نقدشوندگی مستقیم لحاظ نخواهد شد.

۲. خروجی معیار زترا بر اساس واحد پایه ارائه می‌شود.

۳. ارزش سفارشی که در محاسبه معیار زترا در نظر گرفته می‌شود، معادل ۲۵,۰۰۰ یورو است.

۴. زمان محاسبه معیار زترا هر ۳ ماه و در محاسبه این معیار میانگین روزانه چهار ماه گذشته لحاظ می‌شود.

علاوه بر این، محاسبه گردش دفتر سفارش برای هر ورقه بهادار نیز تابع قوانین و مقررات خود است. این قوانین به شرح زیر است:

۱. گردش دفتر سفارش صرفاً برای سامانه زترا و با شمارش ارزش یورویی یک طرف معامله انجام می‌شود.

۲. زمان محاسبه‌ی متوسط گردش دفتر سفارش هر ۳ ماه یک بار بوده و در محاسبه‌ی آن میانگین روزانه چهار ماه گذشته گردش دفتر سفارش لحاظ می‌شود.

۳. هموارسازی^۶ نتایج از طریق حذف ۳ روز معاملاتی با بیشترین و کمترین ارزش معاملات در هر ماه از محاسبات صورت می‌گیرد.

¹ Immediacy

² Breadth

³ Depth

⁴ Theoretical Market Price

⁵ Basis Point

⁶ Smoothing



۴-۴- حداقل الزامات فعالیت به عنوان حامی منتخب در سامانه زترا

حامیان منتخب بایستی حداقل الزامات را رعایت کنند. این الزامات به کیفیت و مشارکت در معاملات پیوسته و حراج مربوط می‌شود. پارامترهای معاملاتی که در ادامه به آن اشاره می‌شود معیارهای کیفیت یک مظنه واجد شرایط در سازوکار معاملاتی زترا هستند:

- حداکثر دامنه مظنه^۱؛
- حداقل اندازه مظنه^۲؛
- پارامترهای زمان واکنش^۳ (پاسخ)؛
- قوانین مشارکت در مظنه‌گذاری.

سه معیار حداکثر دامنه مظنه، حداقل اندازه مظنه و پارامترهای زمان واکنش جزو معیارهای کیفی اعتبار مظنه‌ها تلقی می‌شوند.

بررسی میزان مطابقت عملکرد حامی منتخب با حداقل الزامات تعریف‌شده بورس، به صورت روزانه انجام می‌شود. بازپرداخت هزینه‌های معاملات حامی منتخب در یک سهم معین منوط به مطابقت کامل عملکرد وی با الزامات عملکردی تعیین شده است و به صورت ماهانه انجام می‌شود. در مواردی که حداقل الزامات به طور مکرر رعایت نشود بورس آلمان می‌تواند پشتیبانی حامی منتخب در ابزار مورد نظر لغو کند.

۴-۵- پارامترهای معاملاتی تعریف شده برای طبقات نقدشوندگی

پارامترهای معاملاتی سهام پذیرفته‌شده در بورس فرانکفورت با یکدیگر تفاوت دارد و به نقدشوندگی (معیار نقدشوندگی زترا) آن ابزار در سامانه زترا بستگی دارد. برای تعیین پارامترهای معاملاتی، سهامی که نقدشوندگی مشابه دارند (باتوجه به معیار نقدشوندگی آنها) در یک طبقه قرار می‌گیرند. سهام طبقه نقدشوندگی A که مستقل از حامی منتخب به طور پیوسته معامله می‌شوند در رده نقدشوندگی چهار قرار می‌گیرند. سهام طبقه نقدشوندگی B که عموماً به حامی منتخب نیاز دارند تا به صورت پیوسته معامله شوند، با توجه به معیار نقدشوندگی زترا در یکی از رده‌های نقدشوندگی یک تا سه قرار می‌گیرند.

تخصیص سهام در طبقات نقدشوندگی یک تا سه به صورت ماهانه و با در نظر گرفتن سه ماه گذشته آن بازنگری می‌شود:

- رده نقدشوندگی یک: سهامی با معیار نقدشوندگی کمتر یا مساوی صد واحد پایه؛
- رده نقدشوندگی دو: سهامی با معیار نقدشوندگی کمتر یا مساوی پانصد واحد پایه؛
- رده نقدشوندگی سه: سهامی با معیار نقدشوندگی بیشتر از پانصد واحد پایه.

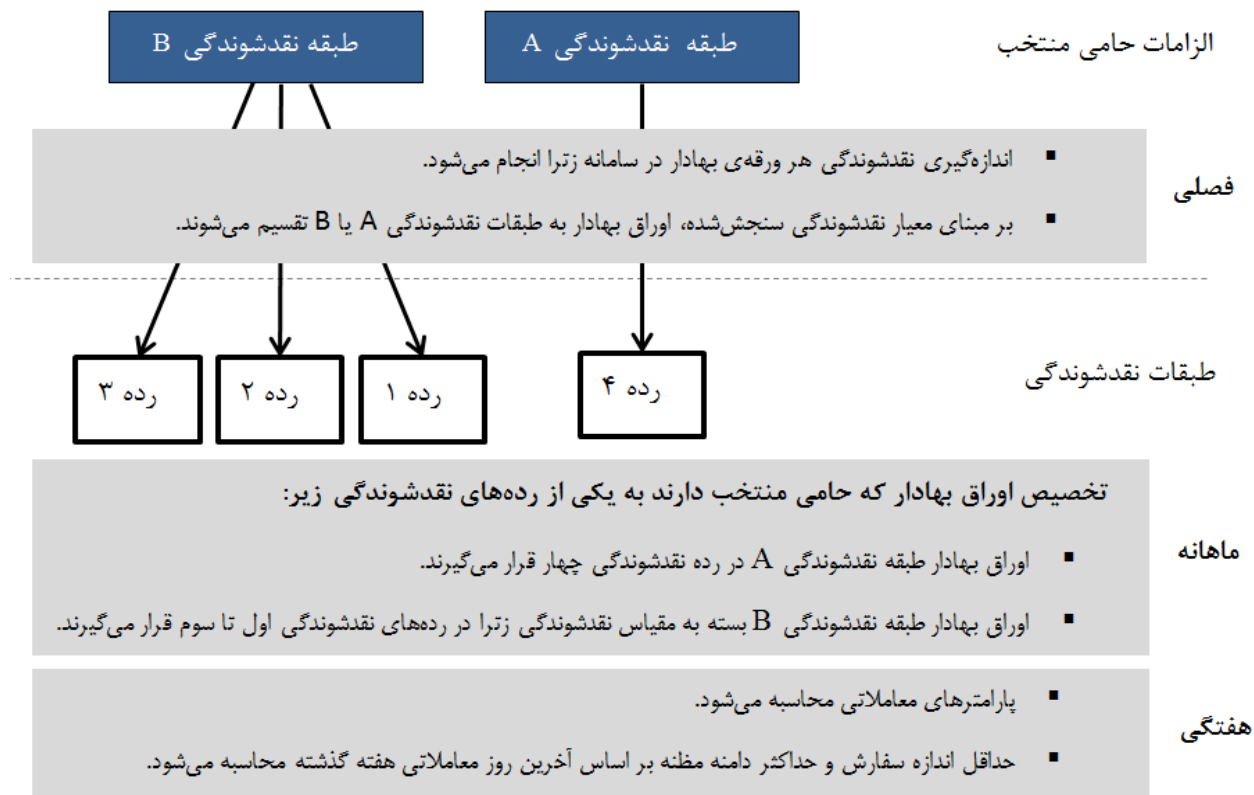
¹ Maximum Spread

² Minimum quote Size

³ Reaction time



رسم توضیحی ۵: پارامترهای معاملاتی وابسته به طبقه‌ی نقدشوندگی در سیستم زترا



۴-۵-۱- حداکثر دامنه مظنه

حداکثر دامنه‌ی مظنه به بزرگترین شکاف ممکن میان بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش (بر مبنای درصد یا مقدار مطلق ثابت) گفته می‌شود که به عنوان مظنه قابل قبول (معتبر) در ارزیابی عملکرد حامی منتخب در نظر گرفته می‌شود.

سازوکار زترا همزمان با ورود مظنه به سامانه، صحت دامنه‌ی مجاز را کنترل می‌کند، از این رو مظنه‌هایی که دامنه بیشتری از حداکثر دامنه مظنه دارند رد می‌شوند. حداکثر دامنه مظنه به صورت هفتگی بازنگری می‌شود. حداکثر دامنه مظنه سهام به شرح زیر تعریف می‌شود:



				سطح نقدشوندگی
LC4	LC3	LC2	LC1	قیمت
				۸ یورو ≤
				۵/۶ یورو ≤
۰/۴۰ یورو	۰/۴۰ یورو	۰/۳۲ یورو	۰/۲۰ یورو	۴ یورو ≤
				۳/۲ یورو ≤
				۲ یورو ≤
۱۰/۰۰	۱۰/۰۰	۱۰/۰۰	۱۰/۰۰	۱/۲ یورو ≤
				۱ یورو ≤
۰/۱۰ یورو	۰/۱۰ یورو	۰/۱۰ یورو	۰/۱۰ یورو	۱ یورو >

حداکثر دامنه مظنه صندوق‌های قابل معامله^۱ و کالاهای قابل معامله^۲ توسط ناشر تعیین می‌شود. حداکثر دامنه مظنه اوراق قرضه نیز ۱ درصد است.

۴-۵-۲- حداقل حجم مظنه

حداقل حجم مظنه^۳ کمترین تعداد مجاز برگه‌های سهام، صندوق‌های قابل معامله و محصولات قابل معامله یا حداقل ارزش اسمی اوراق قرضه است که در ارزیابی عملکرد حامی منتخب به عنوان حجم قابل قبول در نظر گرفته می‌شود. سازوکار زترا صحت حجم مظنه را همزمان با ورود مظنه به سامانه کنترل می‌کند، از این رو مظنه‌هایی که حجم آنها کمتر از مقدار تعریف شده برای آن طبقه نقدشوندگی است، حذف می‌شوند. حداقل اندازه مظنه به صورت هفتگی بازنگاری می‌شود.

حداقل حجم مظنه سهام به شرح زیر تعریف می‌شود:

LC4	LC3	LC2	LC1	طبقه نقدشوندگی
-	۱۰,۰۰۰	۱۵,۰۰۰	۲۰,۰۰۰	حداقل حجم مظنه (به یورو)

مبالغ ذکر شده به یورو با تقسیم هر مبلغ بر قیمت سهم و گرد کردن آن به نزدیکترین مضرب بزرگتر ۱۰۰ به تعداد سهام تبدیل می‌شود. حداقل حجم مظنه نباید بیشتر از ۲۰۰۰ سهم باشد.

^۱ Exchange Traded Fund

^۲ Exchange Traded Product

^۳ Minimum quote volume (MQV)



به عنوان مثال، با توجه به جدول فوق برای یک ابزار مالی با قیمت ۲۱۰/۵ یورو در طبقه نقدشوندگی دو قرار دارد، حداقل حجم مظنه ۱۵,۰۰۰ یورو است و با تبدیل حداقل حجم مظنه به حداقل اندازه مظنه^۱ $\frac{15000}{210/5} = 71$ ، حداقل اندازه مظنه ۱۰۰ می‌شود.

به منظور کاهش ریسک سهام با قیمت‌های بالا^۲، حداقل اندازه مظنه کوچکتری برای سهامی که در سازوکار زترا معامله شده‌اند استفاده می‌شود که به جای مضرب ۱۰۰ با مضرب یک گرد می‌شود. به همین ترتیب در برخی موارد حداقل اندازه مظنه‌های زیر بکار برده می‌شوند:

* ۵۰ سهم، اگر ارزش معامله ۲۰۰ سهم از ۴ برابر حداقل اندازه مظنه تعیین شده برای طبقه نقدشوندگی مربوطه بیشتر باشد.

* ۲۵ سهم، اگر ارزش معامله ۲۰۰ سهم از ۸ برابر حداقل اندازه مظنه تعریف شده برای طبقه نقدشوندگی مربوطه بیشتر باشد.

* ۱۰ سهم، اگر ارزش معامله ۲۰۰ سهم از ۲۰ برابر حداقل اندازه مظنه تعریف شده برای طبقه نقدشوندگی مربوطه بیشتر باشد.

به عنوان مثال: اگر ورقه‌ی بهاداری قیمتی معادل ۶۱۰ یورو در طبقه نقدشوندگی سه قرار داشته باشد، حداقل اندازه سفارش آن ۲۵ سهم است. زیرا ارزش معامله ۲۰۰ سهم از آن از حداقل اندازه‌ی مظنه‌ی تعریف شده در طبقه‌ی نقدشوندگی سه بیشتر و از ۲۰ برابر حداقل اندازه مظنه تعریف شده کمتر است. محاسبه‌ی این موضوع در ادامه ارایه شده است:

$$610 \times 200 = 122,000 \quad \frac{80,000 < 122,000 < 200,000}{10,000 \times 8 \quad \quad \quad 10,000 \times 20}$$

حداقل حجم مظنه برای صندوق‌های قابل معامله و محصولات قابل معامله توسط ناشر تعیین می‌شود و حداقل حجم مظنه اوراق قرضه معادل یک میلیون یورو است.

۴-۵-۳- پارامتر زمان واکنش (پاسخ)^۳

در حراج‌ها در طول یک بازه‌ی زمانی معین پس از شروع مرحله سفارش‌گیری، حامیان منتخب باید برای سهام داخلی، سهام خارجی استاندارد برتر^۴ و همچنین اوراق قرضه نسبت به درج مظنه در سامانه زیرا اقدام کنند. به منظور حصول

^۱ Minimum Quote Size

^۲ High-priced equities

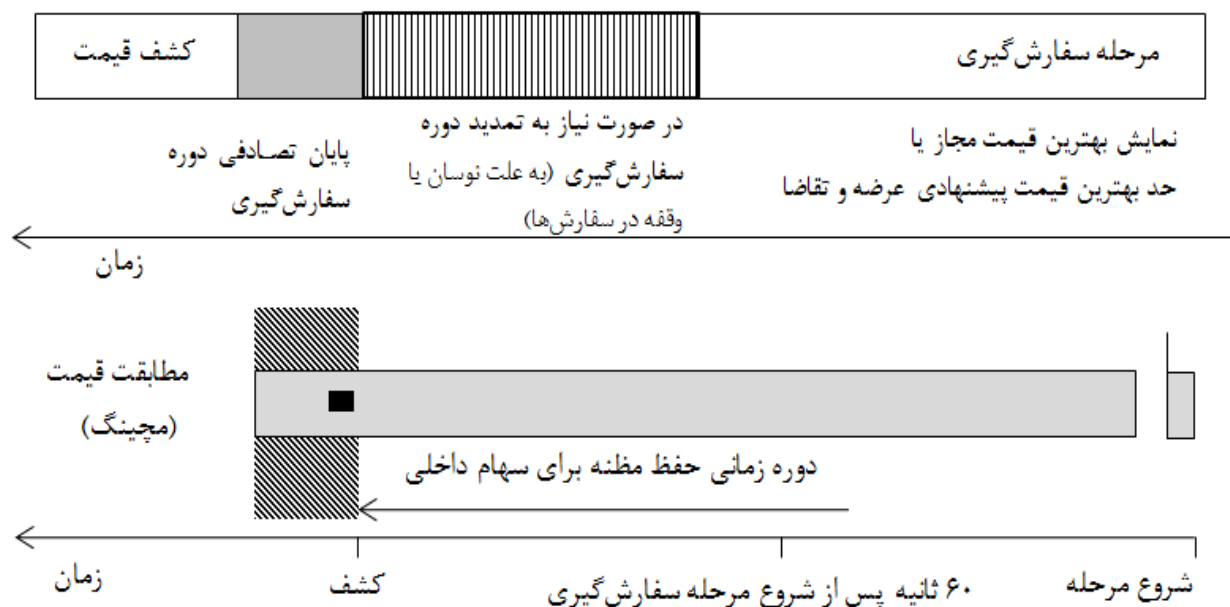
^۳ Reaction Time Parameter

^۴ Foreign Prime Standard equities

اطمینان از این که مظنه‌ای به عنوان مشارکت قابل قبول حامی منتخب در حراج در ارزیابی عملکرد لحاظ می‌شود، آن مظنه بایستی تا کشف قیمت^۱ (تعیین قیمت) در سامانه باقی بماند. اگر مظنه قبل از کشف قیمت حذف شود، در ارزیابی عملکرد حامی منتخب در نظر گرفته نمی‌شود (در صورتی اصلاح مظنه در این بازه‌ی زمانی ممکن است که هر دو مظنه قبل آن حداقل الزامات مظنه‌دهی را رعایت کرده باشند).

برای سهام خارجی، صندوق‌های قابل معامله، کالاهای قابل معامله و اسناد قابل معامله^۲ حداقل زمان درج مظنه وجود ندارد. مشارکت در حراج زمانی معتبر خواهد بود که یک مظنه واجد شرایط در دوره زمانی مرحله‌ی کشف قیمت در دفتر سفارش وجود داشته باشد.

در سامانه زترا حراج مراحل متعددی را شامل می‌شود: مرحله سفارش‌گیری^۳ که در صورت وقوع نوسان یا وقفه در سفارش‌ها این مرحله تمدید می‌شود و مرحله کشف قیمت^۴ که در ادامه مرحله سفارش‌گیری و با پایان تصادفی آن اجرا می‌شود. در شکل زیر مراحل مختلف حراج و پارامترهای زمان پاسخ نمایش داده شده است.



Prime Standard به عنوان یک بخش (segment) از بورس سهام فرانکفورت است. شرکت‌هایی در این بخش پذیرفته شده‌اند که استانداردهای شفافیت بین‌المللی (International Transparency Standards) را رعایت می‌کنند. این استانداردهای بالاتر شامل انتشار اطلاعات و گزارشات سه‌ماهه به زبان‌های آلمانی و انگلیسی، استفاده از استانداردهای حسابداری بین‌المللی (IFRS/IAS or US-GAAP)، انتشار تقویم مالی و ... است.

^۱ Price determination (PD)

^۲ Exchange Traded Notes (ETNs)

^۳ Call Phase

^۴ Price Determination Phase (PD)



پارامترهای زمان پاسخ از سوی حامیان منتخب برای درج مظنه در سامانه زترا در زمان حراج به صورت زیر است:

پارامترهای زمان پاسخ	
دیرترین زمان درج مظنه برای ابزارهای داخلی و ابزارهای خارجی بازار استاندارد برتر، ۶۰ ثانیه پس از شروع مرحله	اوراق قرضه
سفارش‌گیری	اوراق قرضه
لحظه کشف قیمت	زمان درج مظنه برای ابزارهای خارجی، صندوق‌ها، کالاها و سفته‌های قابل معامله
تا زمان کشف قیمت	دوره درج مظنه در حراج سهام، صندوق‌ها، کالاها و سفته‌های قابل معامله و اوراق قرضه

۴-۶- قوانین مشارکت

در دوره‌ی زمانی یک ماهه حامی منتخب باید در حداقل قابل قبولی از کل حراج‌های برنامه‌ریزی شده (حراج آغازین، حراج میان روز و حراج پایانی)، حراج‌های آغازین و وقفه‌های ناشی از نوسان‌ها^۱ شرکت کند. به‌علاوه، حامیان منتخب باید حداقل ۹۰ درصد زمان موثر معامله^۲ در مرحله‌ی معاملات پیوسته (در مورد محصولات و صندوق‌های قابل معامله این رقم ۸۰٪ است) را به فراهم‌آوردن نقدشوندگی بپردازند. زمان موثر معامله، زمان میان شروع معاملات پیوسته و شروع حراج پایانی به استثنای زمان حراج‌های طی روز و وقفه‌های ناشی از نوسان‌های قیمتی اوراق بهادار است. قوانین مشارکت به شرح زیر تعریف می‌شوند:

قوانین مشارکت	درصد برای یک ماه
حداقل نرخ مشارکت در حراج‌های برنامه‌ریزی شده	٪۹۰
حداقل نرخ مشارکت در تمامی حراج‌های گشایش	٪۹۰
حداقل نرخ مشارکت در وقفه‌های نوسانی	٪۸۰
حداقل نرخ مشارکت در معاملات پیوسته	٪۹۰

در ادامه به صورت مختصر و مفید حداقل الزامات انواع ابزارهای مالی پذیرفته‌شده در بورس فرانکفورت شامل سهام، اوراق قرضه و صندوق‌ها، کالاها و اسناد قابل معامله در قابل جدول ارائه شده است.

^۱ Volatility Interruption

^۲ Effective Trading Time



الف) حداقل الزامات برای سهام

الزامات عمومی مظنه‌دهی				
LC4	LC3	LC2	LC1	طبقه نقدشوندگی
-	۱۰,۰۰۰	۱۵,۰۰۰	۲۰,۰۰۰	حداقل اندازه مظنه به یورو (۱)
حداکثر دامنه مظنه				
٪۵	٪۵	٪۴	٪۲/۵۰	≤ ۸ یورو
حداقل {۰/۴} یورو و {٪۱۰}	حداقل {۰/۴} یورو و {٪۱۰}	حداقل {۰/۳۲} یورو و {٪۱۰}	حداقل {۰/۲۰} یورو و {٪۱۰}	> ۸ یورو
۰/۱۰ یورو	۰/۱۰ یورو	۰/۱۰ یورو	۰/۱۰ یورو	> ۱ یورو
حداقل الزامات در معاملات پیوسته: دوره مظنه‌دهی				
حامی منتخب ٪۹۰				

حداقل الزامات در حراج‌ها

درج مظنه	
برای سهام داخلی و ابزارهای خارجی استاندارد برتر	۶۰ ثانیه پس از شروع مرحله سفارش‌گیری و حفظ آن تا تعیین قیمت
برای سایر سهامی که آلمانی نیستند	در لحظه‌ی کشف قیمت
حداقل نرخ مشارکت در حراج‌های برنامه‌ریزی شده	٪۹۰
حداقل نرخ مشارکت در حراج‌های گشایش	٪۹۰
حداقل نرخ مشارکت در وقفه‌های نوسانی	٪۸۰

(۱) به منظور تبدیل به تعداد سهام از قیمت پایانی هفته استفاده و عدد حاصل را به بالاترین مضرب بزرگتر ۱۰۰ گرد می‌شود مشروط به اینکه مقدار به دست آمده از ۲,۰۰۰ سهم بیشتر نشود. اگر ارزش ۲۰۰ سهم از ۴، ۸ و ۲۰ برابر حداقل اندازه مظنه بیشتر شود عدد مذکور به ترتیب به ۵۰، ۲۵ و ۱۰ سهم محدود می‌شود.

ب) حداقل الزامات برای اوراق قرضه

الزامات عمومی مظنه‌دهی	
حداقل اندازه مظنه به یورو	یک میلیون یورو
حداکثر دامنه مظنه	یک درصد
حداقل الزامات در معاملات پیوسته: دوره مظنه‌دهی	
حامی منتخب ٪۹۰	
حداقل الزامات در حراج‌ها	
درج مظنه	۶۰ ثانیه پس از شروع مرحله سفارش‌گیری و حفظ آن تا تعیین قیمت
حداقل نرخ مشارکت در حراج‌های برنامه‌ریزی شده	٪۹۰



حدافل نرخ مشارکت در حراج‌های گشایش	%۹۰
حدافل نرخ مشارکت در وقفه‌های نوسانی	%۸۰
ج) حدافل الزامات برای صندوق‌های قابل معامله، کالاها و اسناد قابل معامله	
الزامات عمومی مظنه‌دهی	
حدافل حجم (تعداد)	ناشر تعیین می‌کند
حداکثر دامنه مظنه	ناشر تعیین می‌کند
الزامات در معاملات پیوسته	
زمان مظنه‌دهی	حدافل %۸۰ (%۹۰) ^۱ زمان مؤثر معامله
حدافل الزامات در حراج‌ها	
درج مظنه	در کشف قیمت
حدافل نرخ مشارکت در حراج‌های برنامه‌ریزی شده	%۸۰ (%۹۰) ^۱
حدافل نرخ مشارکت در حراج‌های گشایش	%۸۰ (%۹۰) ^۱
حدافل نرخ مشارکت در وقفه‌های نوسانی	%۷۰ (%۸۰) ^۱

(۱) الزامات لازم برای بازپرداخت کارمزد معاملات در درون پراگمتر ذکر شده است

۴-۷- رتبه‌بندی

به منظور معرفی حامیان منتخب مسئول در بازار سهام و همچنین برای فراهم کردن امکان مقایسه مناسب، دویچه بورس نوعی سازوکار رتبه‌بندی را بر اساس مشخصه کیفی معرفی کرده است. معیارهای رتبه‌بندی شامل متوسط زمان مظنه‌دهی، میانگین دامنه و حجم معامله حامی منتخب است و به صورت ترکیبی از حروف A تا D اعم از AA به عنوان بالاترین رتبه تا DD در پایین‌ترین رتبه منتشر می‌شود.

محاسبه و اعلام این رتبه‌بندی از سوی بورس علاوه بر مشوق نوعی تبلیغ برای حامیان منتخب رتبه‌بندی محسوب می‌شود. ناشران می‌توانند بلافاصله درباره خدمات حامیان منتخب خود اطلاعات کسب کنند و حامیان منتخب نیز برای موفقیت در جذب مشتری جدید استدلال‌های مؤثری به دست می‌آورند. به عنوان پیش‌نیاز در تخصیص رتبه به هر سهم، حامی منتخب باید همواره حدافل الزامات در قوانین و مقررات بورس فرانکفورت را در هر فصل (دوره‌های سه ماهه) برآورده سازد. برای ابزارهای زیر، یک رتبه کلی صرفاً زمانی اعلام می‌شود که حامی منتخب در حدافل ۹۰ درصد سهام مورد حمایت خود حدافل الزامات را رعایت کرده باشد.

ابزارهای تحت حمایت زیر در رتبه‌بندی فصلی بورس لحاظ می‌شوند:

- سهام بازار متشکل^۱؛

- سهام استاندارد^۱.

¹ Regulated Market



ابزارهای مورد حمایت زیر در رتبه‌بندی فصلی لحاظ نمی‌شوند:

- سهام بازار غیر متشکل (تابلو مظنه‌دهی)^۲؛

- صندوق‌های قابل معامله، کالاها و اسناد قابل معامله؛

- اوراق قرضه.

رتبه‌بندی بر اساس دو استاندارد صورت می‌گیرد و همانطور که پیش از این نیز گفته شد به صورت ترکیبی از حروف A تا D (بالاترین رتبه "AA" است) منتشر می‌شود. اگر حداقل الزامات در بیش از ۱۰ درصد تمامی سهام مورد حمایت رعایت نشود، رتبه‌بندی کلی منتشر نمی‌شود.

اولین استاندارد رتبه‌بندی، «نسبت میانگین زمان مظنه‌دهی به زمان موثر معامله» را محاسبه می‌کند. زمان مظنه‌دهی بازه‌ی زمانی است که حامی منتخب در طی این بازه به ایجاد نقدشوندگی می‌پردازد. به حامی منتخبی که حداقل در ۹۰ درصد زمان موثر معامله در طول یک ماه نقدشوندگی ایجاد کرده باشد (مظنه‌های قابل قبول را در سامانه معاملات وارد کرده است) رتبه "A" داده می‌شود. زمان موثر معامله فاصله زمانی میان شروع معاملات پیوسته و شروع حراج پایانی به استثنای زمان حراج‌های میان روز و وقفه‌های نوسانی است.

استاندارد دوم رتبه‌بندی، «نسبت میانگین موزون زمانی دامنه مظنه^۳ به حداکثر دامنه مظنه» را محاسبه می‌کند. میانگین دامنه، میانگین موزون است و درصد یا مقدار مطلق تفاوت میان مظنه‌های درج شده توسط حامی منتخب در دو طرف عرضه و تقاضا را نشان می‌دهد. بدین معنا که مقدار قدرمطلق تفاوت میان مظنه‌ها در دو طرف عرضه و تقاضا در مدت زمان ضرب شده و میانگین موزون محاسبه می‌شود. حامی منتخب در صورتی رتبه A را در این استاندارد دریافت می‌کند که میانگین دامنه مظنه حداقل ۲۵ درصد بهتر از حداکثر دامنه باشد.

بر اساس گردش به دست آمده در چارچوب فعالیت‌های حامیان منتخب، امتیاز مثبتی (به عنوان جایزه) برای هر دو استاندارد رتبه‌بندی یعنی زمان مظنه‌دهی و دامنه در نظر گرفته می‌شود. اندازه این جایزه بر اساس رابطه بین حجم معاملات هر سهم حمایت شده در حساب مختص حامی منتخب (D-Account) و حداقل حجم مظنه‌دهی برای هر سهم محاسبه می‌شود. برای محاسبه طول دوره‌ی مظنه‌دهی^۴ این امتیاز در ۳۰ دقیقه ضرب شده و دامنه مظنه‌ای صفر درصدی برای میانگین موزون زمانی دامنه فرض شده است.

رتبه کلی بر مبنای میانگین حسابی هر دو استاندارد محاسبه می‌شود و تمامی سهام مورد حمایت حامی منتخب که در بالا ذکر شده است را در بر می‌گیرد. در هر فصل، میانگینی از رتبه همه حامیان منتخب منتشر می‌شود. جدول زیر استانداردهای رتبه‌بندی را به تفکیک سطوح رتبه‌بندی نشان می‌دهد.

¹ Entry Standard

² Unregulated Market Equities (Quotation Board)

³ Average time weighted spread

⁴ Quoting Duration



طبقه رتبه ATWSBS	میانگین موزون زمانی دامنه با لحاظ امتیاز** ATWSBS	طبقه رتبه AQTB	میانگین زمان مظنه‌دهی با لحاظ امتیاز* AQTB
A	$ATWSBS \leq 75\%$	A	$AQTB \geq 90\%$
B	$75\% < ATWSBS \leq 80\%$	B	$75\% \leq AQTB < 90\%$
C	$80\% < ATWSBS \leq 85\%$	C	$65\% \leq AQTB < 75\%$
D	$ATWSBS > 85\%$	D	$AQTB < 65\%$

* نسبت متوسط زمان مظنه گذاری با در نظر گرفتن امتیاز اضافی به زمان موثر معامله.

** نسبت متوسط موزون زمانی دامنه با احتساب امتیاز اضافی به حداکثر دامنه مظنه.

۸-۴- گزارش‌های عملکرد و رتبه‌بندی

بورس آلمان به طور منظم تعهد حامیان منتخب به حداقل الزامات را کنترل می‌کند. در راستای پیگیری اطلاعات پیوسته درباره عملکرد حامی منتخب گزارش‌های عملکرد و رتبه‌بندی به صورت روزانه از طریق انتقال فایل^۱ ارائه می‌شود. گزارش‌های عملکرد، تمامی معیارهای موردنیاز برای تعهد به حداقل الزامات را در بردارد. گزارش‌های رتبه‌بندی معیارهای بیشتری را برای ارزیابی عملکرد شامل می‌شود. گزارش رتبه‌بندی هر ابزار عملکرد و رتبه حامی منتخب را در سهم حمایت‌شده ارزیابی می‌کند. گزارش رتبه‌بندی همه ابزارها درباره عملکرد هر سهم مربوط به رتبه‌بندی فصلی و رتبه‌بندی حامی منتخب اطلاع‌رسانی می‌کند.

بورس سهام فرانکفورت به تمامی اعضای مورد قبول زترا امکان فعالیت به عنوان حامی منتخب (عامل^۲) به نیابت از عضو دیگر زترا (موکل^۳) را فراهم می‌سازد. بورس بایستی از قرارداد میان موکل و عامل اطلاع یابد.

این فرصت مختص اعضای از سازوکار زترا است که در ایجاد نقدشوندگی تخصص دارند و همچنین اعضای که به مشتریان خود (ناشران) خدمات حمایت با کیفیت بالا ارائه می‌دهند. بنابراین اعضای معاملاتی می‌توانند از طریق یک شریک معاملاتی سوم به تعهدات خود به عنوان حامی منتخب در برابر ناشران عمل کنند.

سنجش عملکرد برای حامی منتخب صورت می‌گیرد در حالیکه رتبه‌بندی به نیابت از موکل منتشر می‌شود. رتبه‌بندی بر اساس نتایج سنجش عملکرد برای تمامی سهام است چه حامی منتخب راساً و یا به نیابت از موکل به عنوان حامی منتخب فعالیت کرده باشد. یک ابزار صرفاً از سوی یک حامی منتخب یا نماینده وی می‌تواند حمایت شود. ارزیابی صریح یک حامی منتخب و یک ابزار برای اهداف عملکرد و رتبه‌بندی ضروری است.

اگر عضو سامانه زترا برای نخستین بار تصمیم بگیرد به عنوان حامی منتخب فعالیت کند وجود یک توافقنامه انتصاب به عنوان حامی منتخب الزامی است. از آن به بعد برای پذیرش به عنوان حامی منتخب هر ابزار صرفاً یک درخواست پذیرش باید امضا شود. اگر واحد پذیرش و خدمات اعضای بورس^۴ درخواست پذیرش را پیش از ۱۲ نیمه شب دریافت

¹ File transfer

² Agent

³ Principal

⁴ Member Services & Admission



کند انتساب به عنوان حامی منتخب ابزار موردنظر در روز معاملاتی بعد فعال می‌شود. روز پیش از روز نخست فعالیت به عنوان حامی منتخب، ناظر بازار با حامی منتخب تماس می‌گیرد و درباره پارامترهای معاملاتی قابل قبول (حداکثر دامنه مظنه و حداقل حجم مظنه‌گذاری) به وی اطلاع‌رسانی می‌کند. از نظر درون سازمانی نیز لازم است حامی منتخب توسط مدیریت خود برای حمایت ابزار موردنظر انتخاب شود. مظنه‌دهی از طریق حساب مختص عملیات حمایت با عنوان حساب¹ D صورت می‌گیرد. پارامترهای معاملاتی به صورت هفتگی و بر اساس قیمت آخرین روز معاملاتی هفته قبل محاسبه شده و بین تمامی اعضای سازوکار زترا از طریق بخشنامه اعلام می‌شوند. تغییرات پارامترهای معاملاتی روز پس از ارسال بخشنامه اعمال می‌شود.

در این قسمت بخشی از قوانین و مقررات بورس فرانکفورت در مورد سازوکار بازارگردانی حامی منتخب در موضوعات مختلف ارایه شده است.

▪ تعیین کارمزد و نظارت بر حامیان منتخب

مطابق قانون شرکت‌هایی که توسط موسسات موضوع بند ۲ یعنی شرکت‌های بازارگردان حامی منتخب راه‌اندازی شده‌اند بایستی مالیات پردازند. حامی منتخب باید وظیفه حمایتی خود را در قالب قرارداد با مؤسسه عملیاتی مسئول^۲ بپذیرد. در این قرارداد، اوراق بهاداری که حامی منتخب مسئولیت حمایت از آنها را برعهده دارد فهرست شده است.

▪ وظایف حامی تعیین شده

حامیان منتخب باید در صورت دریافت درخواست‌های ارائه مظنه در ورقه‌ی بهادار که حامی آن هستند و در معاملات پیوسته با حراج‌های طی روز معامله می‌شود مرتباً به ارائه‌ی مظنه پرداخته و بر مبنای آن وارد معامله شوند. علاوه بر این، حامیان منتخب متعهد به ارائه‌ی مظنه در طول حراج هستند. حامیان منتخب بایستی در طول ساعات معاملات حضور داشته باشند. هیئت مدیره مؤسسه عملیاتی مسئول ممکن است در راستای اطمینان از شرایط معاملاتی منظم الزامات مشخصی را بر ایفای وظایف حامی منتخب تحمیل کند. به طور خاص هیئت مدیره ممکن است حداکثر دامنه مظنه عرضه و تقاضا، حداقل حجم در هر یک از دو طرف عرضه و تقاضا و حداقل بازه ورود مظنه در سامانه معاملات را تعیین کند. مظنه‌های ممکن است در دوره پیش‌گشایش و یا بازه معاملات وارد سامانه شوند.

حامیان منتخب در زمان ارایه‌ی تعهد برای ابزار مالی معین می‌پذیرند که در دفتر سفارش زترا مظنه ارائه دهند. حامیان منتخب موظف هستند حداقل الزامات را رعایت کنند. مظنه‌هایی که وارد سازوکار معاملات می‌کنند باید با حداقل اندازه و حداکثر دامنه مظنه مجاز مربوط به طبقه و رده نقدشوندگی ابزار مورد نظر مطابقت داشته باشد. بر این اساس حامیان منتخب باید حداقل بازه‌ی ارائه مظنه مشخصی را در معاملات پیوسته رعایت کرده و در حراج‌ها شرکت کنند. چنانچه حداقل الزامات مربوط به یک ابزار مالی مشخص در طول دوره یک ماه برآورده شود تمامی هزینه معاملات و اعتبارات مازاد مربوط به آن ابزار در حساب‌های بازارگردانی و حامی منتخب مسترد می‌شود. این موضوع در مورد معاملات ابزارهایی که در طبقه نقدشوندگی A هستند صدق نمی‌کند زیرا این ابزارها نقدشوندگی بالایی دارند و نیاز به حمایت حامی منتخب ندارند.

¹ D-Account

² Responsible Operating Institution

۵- سازوکار بازارگردانی در بورس یورکس

یورکس در سال ۱۹۹۸ شروع به فعالیت کرد و هم اکنون بزرگ‌ترین بورس مشتقه اروپا است. یورکس در سال ۲۰۱۴ بر اساس حجم معاملات در جایگاه سوم جهان قرار داشته است. معاملات در این بورس کاملاً الکترونیکی بوده و مشارکت‌کنندگان در بازار از ۷۰۰ نقطه مختلف در سراسر جهان به یورکس متصل می‌شوند. یورکس به‌طور کامل متعلق به دویچه بورس^۱ است و حجم معاملات سالانه این بورس در تاریخ تهیه گزارش بالغ بر ۱/۵ میلیارد قرارداد است. در این بورس حدود ۲۰۰۰ محصول پذیرفته شده که در ۹ طبقه اصلی دسته‌بندی شده‌اند:

۱. مشتقه‌های نرخ بهره (درآمد ثابت، بازار پول، معاوضه نرخ بهره)؛
۲. مشتقه شاخص سهام؛
۳. مشتقه سهام (بیش از ۱۰۰۰ آتی و ۵۰۰ اختیار معامله در بیست کشور)؛
۴. مشتقه نوسانات^۲؛
۵. مشتقه سود تقسیمی (سهام و شاخص)؛
۶. مشتقه‌های فارکس؛
۷. مشتقه‌های صندوق‌های قابل معامله در بورس؛
۸. مشتقه کالایی؛
۹. مشتقه اموال^۳.

۵-۱- سازوکار معاملات

مظنه‌ها پس از ثبت در دفتر ثبت سفارش، برحسب نوع سفارش، قیمت و زمان ثبت دسته‌بندی می‌شوند. در تطبیق‌ها همیشه بالاترین اولویت به سفارش‌های با قیمت بازار داده می‌شود. مظنه‌ها و سفارش‌های محدود با هم دسته‌بندی می‌شوند و هیچ ملاحظه‌ی ویژه‌ای برای مظنه‌های بازارگردان وجود ندارد. سفارش‌ها و مظنه‌ها در دفتر ثبت سفارش ناشناس^۴ هستند.

بدین ترتیب، معامله‌گر به‌هیچ‌وجه طرف مقابل معامله‌ای که از طریق بورس انجام می‌شود را نمی‌شناسد چون طرف معامله همیشه بخش پایپای یورکس^۵ است. گرچه مجموع تعداد سفارش‌ها و مظنه‌ها ناشناخته باقی می‌ماند، اما سفارش‌ها و مظنه‌ها با یک سطح مشخص قیمت جمع‌آوری می‌شوند. مشارکت‌کنندگان در بازار صرفاً اطلاعات خاصی از سفارش‌های خود را می‌بینند.

^۱ Deutsche Börse

^۲ Volatility Derivatives: مشتقه‌های نوسانات دسته‌ای از اوراق بهادار هستند که پرداخت‌های آن‌ها به‌طور کامل به نوسانات دارایی پایه بستگی دارد. یکی از پرکاربردترین قراردادها در این مشتقه آتی واریانس است که در آن تفاوت بین واریانس تحقق‌یافته و واریانس تعیین شده پرداخت می‌شود.

^۳ Property Derivative: محصولات مالی هستند که ارزش آن‌ها بر اساس املاک و مستغلات تغییر می‌کند و معمولاً به‌صورت شاخص هستند. ابزارهایی که در این مشتقه‌ها استفاده می‌شود غالباً پیشرفته بوده و این محصولات عموماً مورد علاقه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و موسسه‌های بزرگ هستند.

^۴ Anonymous

^۵ Eurex clearing AG



در مورد تمام محصولات، بهترین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش و نیز حجم تجمعی پیشنهاد خرید و فروش هر محصول (که به عنوان بازار داخلی^۱ هم شناخته می‌شوند) همواره در همان لحظه در دسترس است. در بسیاری از مواقع قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش به صورت ساختگی (مصنوعی)^۲ حاصل می‌شوند. در مورد قراردادهای اختیار معامله و قراردادهای آتی و همچنین قراردادهای آتی با تفاوت زمان سررسید^۳، یورکس میزان ثبت سفارش را به صورت پویا برای دست‌کم ده قیمت برتر و نیز اندازه‌ها را در دو طرف مقرر می‌کند.

بیشتر محصولات در یورکس، از دستورالعمل تطبیق مظنه‌ها، معروف به اولویت قیمت/زمان تبعیت می‌کنند. دستورالعمل اولویت قیمت/زمان، هم به سفارش‌ها مربوط می‌شود هم به مظنه‌ها. زمانی که سفارش‌ها در دفتر ثبت سفارش ثبت می‌شوند، اولویت زمانی برای آن‌ها تعیین می‌شود. این اولویت زمانی برای اولویت‌بندی سفارش‌هایی که قیمت یکسان دارند، استفاده می‌شود یعنی ابتدا سفارشی انجام می‌شود که در یک محدوده زمانی مشخص زودتر ثبت شده است.

در قانون اولویت قیمت/زمان، در صورتی که نوسان روزانه قیمت بازار داخلی یک محصول کم باشد، یک سفارش بزرگ ممکن است مانع مشارکت سفارش‌های کوچک‌تر در فرآیند تطبیق شود. اجرای به نسبت سفارشات، دسترسی مستمر به بازار داخلی برای اندازه‌های مختلف سفارش را تضمین می‌کند. هنگام اجرای سفارش‌های موجود در دفتر ثبت سفارش با یک سفارش جدید، الگوریتم تطبیق به نسبت، هر سفارش دفتر ثبت را که به قیمت بازار داخلی است، به صورت درصدی از کل حجم پیشنهاد خرید یا فروش در آن قیمت و صرف‌نظر از اولویت زمانی، در نظر می‌گیرد. بدین ترتیب، دستورالعمل تطبیق به نسبت، از تضاد اولویت بین سفارش‌های دارای مقادیر زیاد و کم جلوگیری می‌کند.

گرچه تطبیق سفارش در دوره معاملاتی، یا از اولویت قیمت/زمان تبعیت می‌کند یا از تطبیق به نسبت، اما فرآیند متفاوتی با عنوان دستورالعمل حراج، برای تعیین قیمت‌های آغازین محصولات مورد معامله در یورکس، استفاده می‌شود. در فرآیند محاسبه قیمت در حراج آغازین و پایانی^۴، از تطبیق اولویت قیمت/زمان برای تعیین قیمت‌های آغازین استفاده نشده و دستورالعمل حراج اجرا می‌شود که این موضوع موجب ایجاد بالاترین حجم قابل اجرا در فرآیند محاسبه قیمت و نیز پایایی سفارش‌های محدود از طریق آن قیمت می‌شود. سفارش‌های محدودی که تطبیق داده نشده‌اند در دفتر ثبت سفارش باقی می‌مانند. پس از حراج پایانی در معاملات آتی، تنها آن دسته از سفارش‌ها باقی‌مانده حذف می‌شوند که صریحاً با محدودیت «فقط حراج پایانی^۵» ثبت نشده باشند. بر اساس دستورالعمل حراج، سفارش‌هایی که در مرحله‌ی حراج قیمت بهتری دارند (بالاترین قیمت پیشنهادی خرید و پایین‌ترین قیمت پیشنهادی فروش)، در اجرا اولویت

^۱ Inside market

^۲ Synthetic: در بعضی موارد بورس سفارش‌هایی را که در دفتر سفارش‌های مختلف ثبت شده‌اند را با هم ترکیب می‌کند. قیمتی که از ترکیب کردن سفارش‌ها حاصل می‌شود را قیمت ساختگی یا مصنوعی می‌نامند.

^۳ Futures time spreads/ Future Calendar Spreads: خرید همزمان قراردادهای آتی با موقعیت‌های معکوس و با سررسیدهای متفاوت گفته می‌شود.

^۴ Netting Process

^۵ Closing Auction Only



خواهند داشت. همچنین در یک قیمت یکسان، سفارش‌ها از نظر زمان ورود به سامانه اولویت اجرا دارند. سفارش‌های بازار در اینجا هم نسبت به سفارش‌های محدود اولویت دارند.

۵-۲- سازوکارهای بازارگردانی اختیاری معامله و قراردادهای آتی

بورس یورکس به منظور توسعه صنعت بازارگردانی طرح‌های متنوعی را طراحی کرده که بازارگردان‌ها بنا به شرایط خود می‌توانند در این طرح‌ها شرکت کنند. ضمناً بورس یورکس قوانین خود را به صورتی اصلاح کرده که طبق آن تمامی اعضای معاملاتی می‌توانند به عنوان بازارگردان اختیاری معامله فعالیت کرده و از تخفیف در کارمزد منتفع شوند. تمامی اعضای معاملاتی به صورت خودکار ارزیابی می‌شوند تا رعایت الزامات بازارگردانی توسط آن‌ها و توانایی شرکت در طرح‌های بازارگردانی مشخص شود.

بازارگردان‌های اختیاری معامله مجوز ارسال مظنه^۱ را برای قراردادهای اختیاری معامله دارند و می‌توانند بین سه طرح بازارگردانی یکی را انتخاب کنند. این سه طرح شامل بازارگردان عادی^۲ (که تنها در اختیاری معامله‌هایی با نقدشوندگی پایین قابل درخواست است)، بازارگردان دائمی^۳ (که برای تمامی اختیاری معامله‌ها قابل درخواست است) و بازارگردان پیشرفته^۴ (که برای بسته‌های^۵ از پیش تعریف شده‌ی اختیاری معامله‌های سهام یا شاخص سهام و همچنین قراردادهای آتی اوراق با درآمد ثابت تعیین می‌شود) است.

برای قراردادهای آتی، سازوکار بازارگردانی مجزا با عنوان بازارگردان منتخب ارایه شده است. بازارگردان‌های منتخب وظایف مشخصی را برای افزایش نقدشوندگی در بازار برای محصولات^۶ که انتخاب کرده‌اند بر عهده می‌گیرند. بنا به عملکردی که بازارگردان‌ها در رعایت الزامات دارند با کاهش کارمزد پاداش می‌گیرند. مظنه‌هایی که برای بازارگردانی گذاشته می‌شوند دو طرفه هستند و باید دامنه مظنه‌ای برابر یا کمتر از حداکثر دامنه مظنه‌ای که بورس برای فعالیت‌های بازارگردانی در نظر گرفته است، داشته باشند. تمام مظنه‌هایی که به منظور انجام الزامات بازارگردانی فرستاده می‌شوند باید از طریق حساب بازارگردانی^۶ فرستاده شوند. بورس یورکس سازوکاری برای محافظت در برابر ریسک‌های عملیاتی و بازار برای بازارگردان‌های شرکت‌کننده در طرح‌های بازارگردانی دائمی و پیشرفته تهیه کرده است.

همان طور که ذکر شد بازارگردان‌ها در بورس یورکس می‌توانند از بین سه طرح بازارگردانی که توسط بورس طراحی شده است، طرح مورد نظر خود را با توجه به الزامات و تخفیف‌های کارمزدهای طرح انتخاب کنند. این طرح‌ها با نام‌های بازارگردان عادی، بازارگردان دائمی و بازارگردان پیشرفته شناخته می‌شوند.

^۱ Quote: به ارسال همزمان یک سفارش خرید محدود و یک سفارش فروش محدود برای یک قرارداد آتی یا اختیاری معامله گفته می‌شود.

^۲ Regular Market-Making (RMM)

^۳ Permanent Market-Making

^۴ Advanced Market-Making

^۵ Package: این بسته‌ها توسط بورس تعیین می‌شوند و مجموعه‌ای محصولات که در بورس معامله می‌شوند را در بر می‌گیرند و دارای شناسه (ID) هستند.

^۶ M-Accounts



بازارگردان‌هایی که در طرح بازارگردان عادی شرکت می‌کنند موظف هستند به درخواست‌های مظنه در تمام قیمت‌ها و تاریخ‌های اعمال پاسخ دهند. بازارگردان‌های عادی می‌توانند محصولاتی را که تمایل به بازارگردانی دارند و توسط بورس برای بازارگردانی تحت این طرح مجاز شمرده شده‌اند، انتخاب کنند. بازارگردان‌های عادی الزامی به حفظ پیوستگی مظنه‌ها در بازار ندارند و پاسخگویی به درخواست‌های مظنه وظیفه اصلی آن‌ها است.

بازارگردان‌های دائمی باید براساس الزامات و شرایطی که در ادامه به جزئیات آن می‌پردازیم با گذاشتن مظنه در سازوکار برای مجموعه‌ای از قیمت‌های اعمال با تاریخ‌های اعمال از پیش تعیین شده، پیوستگی در مظنه‌ها را حفظ کنند. بازارگردان‌های دائمی می‌توانند محصولاتی که تمایل به بازارگردانی آن را دارند انتخاب کنند.

بازارگردان‌های پیشرفته الزاماتی مشابه بازارگردان‌های دائمی برای مظنه‌گذاری دارند با این تفاوت که نمی‌توانند محصولات را به صورت منحصربفرد برای بازارگردانی انتخاب کنند و موظف هستند از بین بسته‌های محصولاتی که بورس برای بازارگردانی تعیین کرده، بسته مورد نظر خود را برای بازارگردانی انتخاب کنند.

در ادامه به الزامات مظنه‌گذاری و کارمزدهایی که برای بازارگردان‌های مشارکت‌کننده در این طرح‌ها وجود دارد پرداخته می‌شود.

۵-۲-۱- بازارگردانی عادی در اختیار معامله سهام و شاخص سهام

بازارگردان‌هایی که این طرح را بر می‌گزینند بر روی پاسخ به درخواست مظنه‌ها^۱ تمرکز می‌کنند و ملزم به رعایت الزامات مظنه‌ای هستند. بازارگردان‌های عادی باید حداقل به ۵۰ درصد از درخواست‌های مظنه بر اساس میانگین ماهانه پاسخ دهند. الزام مظنه‌گذاری حداقل ۵۰ درصدی فوق، تا زمانی که برای رعایت آن نیاز به حداکثر ۱۵۰ مظنه در روز که زمان پاسخگویی به آن‌ها کمتر از یک دقیقه بوده و حداقل زمان نگهداری ۱۰ ثانیه باشد، باید رعایت شود. در طول ماه صرفاً پاسخگویی به ۱۵۰ درخواست مظنه در روز به حساب می‌آید. در فاز معاملاتی بازار سریع^۲ حداکثر دامنه‌ی مظنه ۱۰۰ درصد افزایش و حداقل اندازه مظنه ۵۰ درصد کاهش می‌یابد.

الزام پاسخگویی به درخواست‌های مظنه محدود به شرایط زیر است:

- در مواردی که درخواست مظنه با مظنه‌ای معتبر از طرف یک بازارگردان پوشش داده نشود و بازار در شرایطی باشد که گستره جاری^۳ مظنه‌های موجود در بازار از ۵۰ درصد حداکثر دامنه مظنه مجاز بازارگردان بیشتر باشند.
- درخواست‌های مظنه در اختیار معامله‌هایی که قیمت تسویه روز قبل آن بیش از سه برابر حداقل افزایش قیمتی^۱ باشد. درخواست‌های مظنه برای اختیار معامله‌هایی که قیمت تسویه‌ای برابر یا کمتر از سه برابر حداقل افزایش قیمتی دارند، نامعتبر شناخته می‌شوند.

^۱ Quotes Request: به معامله‌گر اجازه می‌دهد که برای یک قرارداد آتی یا اختیار معامله مشخص از بازارگردان درخواست مظنه کند.

^۲ Fast Market: یک فاز معاملاتی اختیاری است که در زمان انتشار اخبار بااهمیت یا نوسانات شدید بازار توسط بورس برای ورقه بهادار تعریف می‌شود. این فاز به کل بازار بسط نمی‌یابد و بنابر شرایط و برای هر ورقه بهادار تعریف می‌شود. تفاوت بین فاز معاملاتی عادی و فاز معاملاتی سریع در تغییرات مربوط به حداکثر دامنه مظنه و حداقل اندازه مظنه برای پاسخ به یک درخواست مظنه است.

^۳ به تفاوت یا اختلاف بین قیمت سفارش‌های خرید و فروش برای یک موقعیت در یک قرارداد مشخص گفته می‌شود.



درخواست مظنه‌هایی معتبر شناخته می‌شوند که:

- در اختیار معامله‌هایی که قیمت تسویه روز قبل آن بیشتر از سه برابر حداقل افزایش قیمتی باشد.
- در اختیار معامله‌هایی که درخواست مظنه با مظنه‌ای معتبر از طرف یک بازارگردان پوشش داده نشده و در شرایطی که گستره جاری مظنه در بازار بیش از ۵۰ درصد حداقل دامنه مظنه مجاز بازارگردان باشد.

۵-۲-۲- بازارگردانی دائمی در اختیار معامله سهام و شاخص سهام

بازارگردان‌های دائمی باید پیوستگی مظنه‌ها را در مجموعه‌ای از قیمت‌ها و تاریخ‌های اعمال از پیش تعیین شده حفظ کنند. همچنین بازارگردان‌های دائمی موظف هستند به درخواست‌های مظنه محصولی که بازارگردانی آن را برعهده دارند در همه‌ی قیمت‌ها اعمال برای یک دامنه سررسید از پیش تعیین شده پاسخ دهند.

بازارگردان دائمی باید به‌طور میانگین (بر اساس میانگین ماهانه) ۸۵ درصد زمان معاملات بین ساعت ۰۹:۰۰ تا ۱۷:۳۰ به‌طور پیوسته در هر روز مظنه داشته باشد. این الزام مظنه‌گذاری برای هر روز معاملاتی بورس در یک ماه تقویمی در تعداد از قبل تعیین شده‌ی تاریخ اعمال‌ها (دامنه سررسید) خواهد بود. در بازار سریع، حداکثر دامنه مظنه ۱۰۰ درصد افزایش و حداقل اندازه ۵۰ درصد کاهش می‌یابد.

با توجه به اینکه بورس در هر روز به معرفی قراردادهای اختیار معامله جدید با قیمت اعمال‌های متفاوت اقدام می‌کند از بازارگردان خواسته می‌شود که بر روی تعداد مشخصی از قیمت‌های اعمال نزدیک به قیمت دارایی پایه بازارگردانی انجام دهد. بدین منظور بورس برای محصولات، روزنه قیمت اعمال^۲ تعریف کرده است که از تعداد معینی قیمت‌های اعمال که به قیمت جاری دارایی پایه نزدیک‌تر هستند در هر ماه اعمال (سررسید) تشکیل شده است. بورس برای بعضی از محصولات خود ۱۵ قیمت اعمال را به عنوان روزنه‌ی قیمت اعمال تعیین کرده است که بازارگردان موظف است در ۷ قیمت اعمال از این ۱۵ قیمت اعمال مظنه بگذارد. محصولات^۱ که تعداد روزنه‌ی قیمت اعمال آن‌ها ۷ تعیین شده، بازارگردان موظف به مظنه‌گذاری در ۵ قیمت اعمال از این ۷ قیمت اعمال است.

۵-۲-۳- بازارگردانی پیشرفته در اختیار معامله سهام و شاخص سهام

بازارگردان‌های پیشرفته باید پیوستگی مظنه را در محصولاتی که بازارگردانی آن را برعهده گرفته‌اند حفظ کنند. الزام حفظ پیوستگی مظنه برای مجموعه قیمت‌های اعمال با سررسیدهای معین از پیش تعیین شده توسط بورس است. بازارگردان پیشرفته باید به درخواست‌های مظنه برای همه‌ی قیمت‌های اعمال با سررسیدهای از قبل تعیین شده جواب دهد. الزاماتی که در ادامه آورده می‌شود باید برای همه‌ی محصولات بسته‌های انتخابی بازارگردان رعایت شوند.

بازارگردان دائمی باید به‌طور میانگین (بر اساس میانگین ماهانه) ۸۵ درصد زمان معاملات بین ساعت ۰۹:۰۰ تا ۱۷:۳۰ به‌طور پیوسته، هر روز در سازوکار مظنه داشته باشد. این الزام مظنه‌گذاری برای هر روز معاملاتی بورس در یک ماه تقویمی در تعداد از قبل تعیین شده‌ی تاریخ اعمال‌ها (دامنه سررسید) خواهد بود. در بازار سریع، حداکثر دامنه مظنه

^۱ Price Increment: حداقل تغییر قیمت در معاملات (Tick Size)

^۲ Strike Price Window



۱۰۰ درصد افزایش و حداقل اندازه ۵۰ درصد کاهش می‌یابد. به عنوان مثال برای اختیار معامله‌های شاخص‌های ای تی اکس^۱، ای تی اکس پنج^۲ و سی ای سی اروپا^۳ تعهد زمان مظنه گذاری به‌طور متوسط ۸۰ درصد (بر اساس میانگین ماهانه) و بین ساعت‌های ۸:۵۰ تا ۱۷:۳۰ است.

۵-۲-۴- تخفیف‌های کارمزدی بورس یورکس

بورس یورکس در راستای تشویق بازارگردان‌ها برای فعالیت بازارگردانی، معاملاتی که توسط بازارگردان انجام و بصورت صحیح در حساب بازارگردانی ثبت شده است را برای تخفیف در کارمزد در نظر می‌گیرد. تخفیف‌ها در کارمزد بصورت برگشت درصدی از کارمزد درج‌شده در لیست قیمتی بورس است. پرداخت این تخفیف‌ها که به صورت ماهانه محاسبه می‌شود، در جدول زیر ارائه شده است:

جدول ۱۱: درصد تخفیف برای کارمزدهای بازارگردانان در یورکس

بازارگردان پیشرفته		بازارگردان عادی و دائمی		نام محصول
دفتر سفارش	خارج از دفتر سفارش	دفتر سفارش ^۴	خارج از دفتر سفارش ^۵	
٪۸۰	٪۶۰	٪۵۵	٪۴۰	اختیار معامله سهام و شاخص سهام

۵-۲-۵- بازارگردان منتخب در قراردادهای آتی

بورس یورکس در راستای افزایش نقدشوندگی، بازارگردان‌های منتخب را برای انتخاب قراردادهای آتی و بازارگردانی آن‌ها تشویق می‌کند. بازارگردان منتخب وظیفه حفظ پیوستگی قیمت سفارش‌های خرید و فروش در قراردادهای آتی که آن‌ها را برگزیده است را بر عهده دارد. انجام این مهم باید با رعایت حداکثر دامنه و اندازه مظنه تعیین شده توسط بورس، باشد. در سال ۲۰۰۵ میلادی، بورس یورکس تصمیم به گسترش فعالیت‌های بازارگردان‌های منتخب گرفت و وظیفه‌ی بازارگردانی آتی شاخص‌ها را نیز به این رده از بازارگردان‌ها سپرد. لازم به ذکر است که بازارگردانی تمامی محصولات آتی در تاریخ تهیه گزارش تنها محدود به بازارگردان‌های منتخب است. مطالبی که در ادامه برای قراردادهای آتی سهم آورده می‌شود بر اساس آخرین تغییرات صورت گرفته در تاریخ ۱۱ می سال ۲۰۱۵ میلادی است.

الزامات بازارگردان منتخب قراردادهای آتی

بازارگردان‌های منتخب متعهد می‌شوند که به اندازه معینی در قراردادهای آتی سهم‌هایی که بسته آن را انتخاب کرده‌اند مظنه بگذارند. بسته‌ها توسط بورس تعیین شده و بازارگردان موظف است حداقل اندازه مظنه و حداکثر دامنه

¹ ATX

² ATX five

³ CECE EUR

^۴ به معاملاتی اطلاق می‌شود که از طریق دفتر سفارش‌های بورس یورکس انجام شود.

^۵ Off-Book: معاملات خرید و فروشی که خارج از بورس و به طریقی غیر از دفتر ثبت سفارش‌های بورس بر روی قیمت آن توافق شده و برای انجام تسویه و پایاپای وارد سازوکار معاملات می‌شوند.



مظنه‌ای را که بورس در بخشنامه‌های خود تعیین می‌کند را رعایت کند. بازارگردان‌های منتخب وظیفه دارند حداقل در ۸۰ درصد زمان روزهای معاملاتی بین ساعت ۹:۰۰ تا ۱۷:۳۰ بر اساس یک میانگین ماهانه مظنه در سازوکار داشته باشند. الزامات مظنه گذاری هر سه ماه یکبار بازنگری می‌شود.

بورس یورکس برای بازارگردان‌های منتخب ۵ بسته در نظر گرفته است. زمانی رعایت الزامات مظنه‌ای توسط بازارگردان برای یک بسته مورد تأیید است که الزامات مظنه‌ای برای تمامی محصولات موجود در آن بسته رعایت شده باشد. تعدادی استثناء (حداکثر تعداد قرارداد آتی سهم‌هایی در یک بسته که با رعایت نکردن الزامات مظنه‌گذاری برای آن‌ها، رعایت الزام مظنه‌گذاری برای کل بسته منتفی نمی‌شود) برای هر بسته در هر ماه در نظر گرفته می‌شود. بسته‌هایی که برای بازارگردان‌های آتی طراحی شده‌اند بر اساس شاخص‌ها شکل گرفته‌اند. در جدول زیر ۵ بسته‌ای که بازارگردان‌های منتخب می‌توانند بازارگردانی آن‌ها را بر عهده بگیرند آورده شده است:

جدول ۱۲: بسته‌های بازارگردان منتخب قراردادهای آتی در بورس یورکس

نام بسته	شناسه	محصولات موجود در بسته	تعداد اجزای بسته	تعداد استثناها (ماهانه)
یورو استاکس ۱۵۰	ES50	آتی همه سهم‌های تشکیل‌دهنده شاخص EURO STOXX 50	۵۰	۱۰
آلمان	DE	آتی همه سهم‌های تشکیل‌دهنده شاخص DAX 30	۳۰	۶
فرانسه	FR	آتی همه سهم‌های تشکیل‌دهنده شاخص CAC40	۴۰	۱۰
ایتالیا	IT	آتی همه سهم‌های تشکیل‌دهنده شاخص FTSE MIB	۴۰	۱۵
هلند	NL	آتی همه سهم‌های تشکیل‌دهنده شاخص AEX	۲۵	۶

بورس یورکس برای بازارگردانی قرارداد آتی سهم‌ها، سه طبقه برای دامنه مظنه تعریف کرده است. بازارگردان‌ها موظف هستند حداکثر دامنه مظنه را برای هر یک از سهم‌هایی که بسته بازارگردانی آن را انتخاب کرده‌اند، مطابق طبقه‌ی دامنه مظنه‌ای که برای هر سهم بصورت جداگانه تعیین شده، رعایت کنند. در جدول زیر طبقه‌بندی حداکثر دامنه مظنه آورده شده است.

جدول ۱۳: طبقه‌بندی حداکثر دامنه مظنه قراردادهای آتی بورس یورکس

طبقه دامنه مظنه	قیمت سفارش خرید (یورو/فرانک سوئیس)	حداکثر دامنه مظنه (یورو/فرانک سوئیس - درصد)
۱	≤ 50	۰/۰۵٪
	> 50	۰/۱۰٪
۲	≤ 50	۰/۱۰٪
	> 50	۰/۲۰٪
۳	≤ 50	۰/۲۰٪

¹ EURO STOXX 50®



۰/۴۰٪	> ۵۰	
-------	------	--

بورس یورکس الزامات مظنه‌گذاری را برای بسته‌های خود به صورت جدولی تهیه و به تفکیک هر سهم آورده است. این جدول به صورت ماهانه بازنگری و به روزرسانی می‌شود. برای آشنایی با این جدول بخشی از آن در ادامه آورده شده است.

جدول ۱۴: لیست حداقل اندازه مظنه و کلاس دامنه مظنه تعیین شده

شناسه محصول	آتی سهم	کلاس دامنه مظنه	حداقل اندازه مظنه	شناسه بسته
AAIF	Aalberts Industries	۲	۵	NL
BBVG	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	۱	۵۰	ES50
BPEF	Banca Popolare dell' Emilia Romana	۲	۵	IT

در صورتی که بازارگردان‌های منتخب الزامات مظنه‌ای را طی یک ماه رعایت کند برای آن ماه شرکت تسویه بورس یورکس^۱ بخشی از کارمزد پرداخت‌شده‌ی بازارگردان برای انجام معامله در تمامی قرارداد آتی سهم‌هایی که در بسته‌ی انتخاب شده آن بازارگردان وجود دارد و از طریق حساب مخصوص بازارگردانی انجام شده را به بازارگردان بازپرداخت خواهد کرد. تخفیف در کارمزد برای معاملات صورت گرفته از طریق دفتر ثبت سفارش‌های یورکس در مجموع ۸۰ درصد و برای معاملات صورت گرفته خارج از دفتر ثبت سفارش‌های بورس یورکس در مجموع ۶۰ درصد تعیین شده است.

^۱ Eurex Clearing AG

۶- درآمد و عوامل مؤثر بر سود بازارگردانان

منبع اصلی درآمد بازارگردان‌ها، اختلاف قیمتی بین سفارش‌های خرید و فروش است. سایر منابع بازارگردانان شامل بهره و سود تقسیمی و افزایش قیمت اوراق بهاداری است که نگهداری می‌کنند.

در تعدادی از بورس‌ها علاوه بر تخفیف‌هایی که برای کارمزد پرداختی بازارگردان در نظر گرفته می‌شود، سازوکارهایی در قالب برنامه‌های تشویقی برای افزایش فعالیت‌های بازارگردان‌ها طراحی شده است که بر اساس آن برای اوراق بهادار خاصی که توسط بورس تعیین می‌شوند ناشر ورقه بهادار می‌تواند نسبت به پرداخت پاداش نقدی به بازارگردان اقدام کنند. عموماً اوراق بهاداری برای این سازوکار مجاز شمرده می‌شوند که حجم معاملات پایینی داشته یا جدیداً در بورس پذیرفته شده‌اند. همچنین به ناشر این امکان را می‌دهند در بازه‌ای که بورس تعیین می‌کند مقدار مبلغی که خواهان پرداخت آن به بازارگردان است را انتخاب کند. به صورت کلی برنامه‌هایی که برای پرداخت پاداش نقدی طراحی شده‌اند را می‌توان به دو دسته تقسیم کرد؛ در دسته اول، هنگامی که بازارگردان فعالیت‌های خود را مطابق الزامات بورس انجام دهد مبلغ ثابتی را بر اساس آنچه در قرارداد بین ناشر و بازارگردان قید شده است، دریافت خواهد کرد. در دسته دوم، پاداش‌های نقدی بر اساس رقابت بین بازارگردان‌ها به برندگان این رقابت پرداخت می‌شود. الگوبرداری از این رویکرد می‌تواند رویه‌ی مناسبی برای فعالیت بازارگردانی اوراق بهاداری باشد که بازارگردانی در آن‌ها سود مطلوبی را نصیب آن‌ها نکرده و به همین دلیل تمایلی برای فعالیت در این نوع اوراق نشان نمی‌دهند.

در شکل زیر مدل عمومی درآمدی و هزینه‌های بازارگردان‌ها ارایه شده است. لازم به ذکر است با توجه به این که در همه‌ی بورس‌ها و در تمامی اوراق بهادار پاداش نقدی پرداخت نمی‌شود از آوردن پاداش نقدی در این مدل پرهیز شده است تا ویژگی عمومیت این مدل درآمدی حفظ شود.

نمودار 1: مدل درآمدی بازارگردان

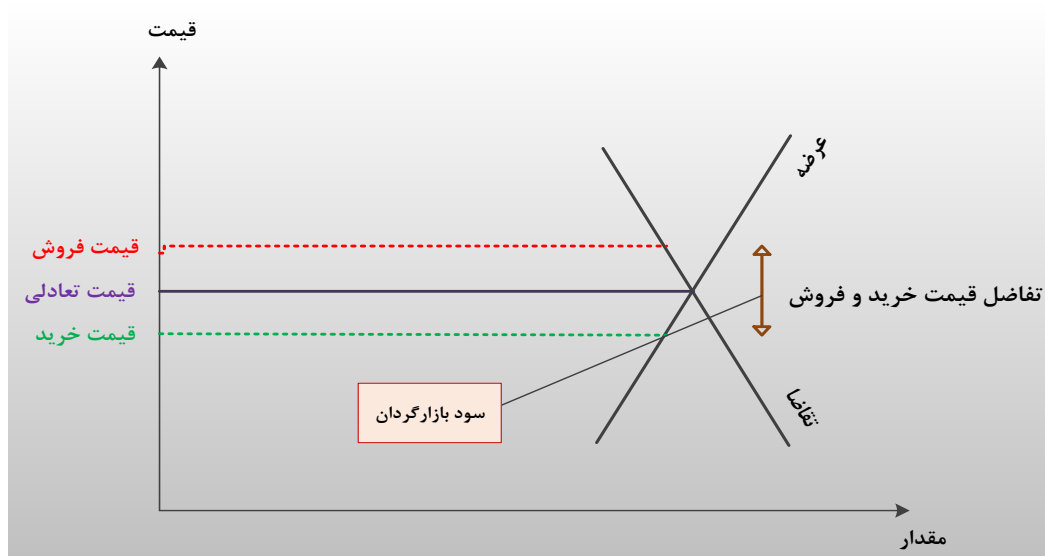


عوامل مؤثر بر سود بازارگردانان در عرض^۱ و عمق^۲ سهم خلاصه می‌شود. عرض سهم به معنی وجود جریان مستمر و دو سویه سفارش‌های خرید و فروش سهام و به عبارتی حضور تعداد زیادی از خریداران و فروشندگان در قیمت تعادلی است. بازارگردانان در چنین بازاری با شکاف قیمت (سود) اندک نیز حاضر به فعالیت هستند.

عمق بازار نیز جریان پیوسته سفارش‌های خرید و فروش در قیمت‌های بالاتر و پایین‌تر از قیمت تعادلی است. به این معنی که منحنی عرضه و تقاضا حول ارزش بازار دارایی مالی، کاملاً کشش‌پذیر و پیوسته است. در چنین شرایطی با بروز عدم تعادل ناگهانی میان سفارش عرضه و تقاضا، قیمت دارایی مالی اندکی تغییر یافته و مجدداً وضعیت تعادل حاصل خواهد شد.

برای درک بهتر موضوع، سود بازارگردانان را می‌توان به صورت نمودار زیر نشان داد:

رسم توضیحی ۶: مدل درآمدی بازارگردان



۶-۱- الزامات و ریسک‌های بازارگردانی

بازارگردانان به‌طور معمول دارای الزامات و وظایفی هستند که هرچند در بورس‌های مختلف متفاوت است اما بعضی از وظایف اساسی آن‌ها در اغلب بورس‌ها یکسان و به شرح زیر است:

۱. پیوستگی معاملات

بازارگردانان موظف هستند در درصد مشخصی از روز معاملاتی مظنه‌گذاری کنند.

۲. حداکثر دامنه مظنه

بازارگردانان موظف هستند اختلاف بین سفارش خرید و فروش را در حدی که از قبل مشخص شده حفظ کنند. در بازار سهام، معمولاً حداکثر دامنه درصد مشخصی از قیمت سهم است.

¹ Width

² Depth



۳. پیوستگی قیمت‌ها

بازارگردان باید از گذاشتن مظنه‌های اصلاحی بزرگ^۱ خودداری کند.

۴. حداقل اندازه مظنه

بازارگردان باید مظنه قیمتی را با حداقل اندازه تعداد مشخصی سهم یا قرارداد بگذارد.

با توجه به این الزامات و سایر محدودیت‌هایی که برای بازارگردانان تعیین می‌شود، بازارگردانان با ریسک‌هایی مواجه می‌شوند. این ریسک‌ها را می‌توان به صورت زیر برشمرد:

۱. ریسک انتخاب نادرست^۲

به ریسکی اطلاق می‌شود که هنگام معامله با سرمایه‌گذار آگاه^۳ به وقوع می‌پیوندد. سرمایه‌گذار آگاه می‌تواند با دقت بیشتری چگونگی روند قیمتی را در آینده نزدیک پیش‌بینی کند. بنابراین متعاقب معامله، قیمت معمولاً در جهت مخالف آنچه برای بازارگردان مطلوب است حرکت می‌کند. انتخاب قیمت و مدت سفارش برای کسب بیشترین منفعت از معامله با سرمایه‌گذاران عادی و کمترین ضرر از معامله با سرمایه‌گذاران آگاه همواره کاری سخت و پیچیده است و نیازمند قضاوت دقیق درباره‌ی سفارش‌ها است. هیچ الگوریتم ساده‌ای نمی‌تواند به صورت عقلانی ادعای قابلیت تفکیک بین سفارش‌های سرمایه‌گذاران آگاه و عادی کند.

۲. ریسک نگهداری

زمانی که قیمت‌ها نوسان می‌کنند به تبع آن ارزش موجودی اوراق بهادار بازارگردان نیز تغییر می‌کند و هر چقدر موجودی اوراق بهادار بازارگردان بزرگ‌تر باشد ریسک نگهداری برای بازارگردان بیشتر است. بنابراین در شرایطی که بازار پرتلاطم است بازارگردانان از ریسک بیشتر اجتناب کرده و به جای آن سعی می‌کنند تا فعالیت و اثر بازار بر خود را حداقل کنند. همچنین بررسی‌ها نشان می‌دهد هزینه‌ها با افزایش اندازه (قدر مطلق) موقعیت‌های نگهداری شده توسط بازارگردان افزایش می‌یابد (Pu Shen, Ross M. Starr, 2001).

در همین راستا تحقیقی که در بورس لندن بر روی گروهی از بازارگردانان منتخب انجام شد نشان می‌دهد در بازار پرتلاطم ریسک بازارگردانان منتخب به شدت افزایش یافته و سود بازارگردانان تحت تأثیر این شرایط قرار می‌گیرد. نموداری که در ادامه آورده می‌شد سود و زیان روزانه گروهی از شرکت‌های بازارگردان منتخب بورس لندن را طی روزهای یک هفته پر نوسان نشان می‌دهد.^۴

^۱Quote Revisions: به طور مثال اگر قیمت یک سهم در حال سقوط از قیمت ۴ دلار به ۳/۸۵ دلار و حداقل مقداری که قیمت می‌تواند تغییر کند ۰/۰۵ دلار باشد این الزام از بازارگردان می‌خواهد تا حداقل مقدار لازم از سهم را در قیمت‌های ۳/۹۰ و ۳/۹۵ دلار بخرد. این کار به صورت مؤثر باعث کاهش سرعت حرکت قیمتی می‌شود. مظنه‌هایی که برای ایجاد پیوستگی در قیمت‌ها گذاشته می‌شوند نباید بدلیل اندازه بزرگ باعث اختلال در حرکت قیمت سهم شوند.

^۲ Adverse Selection

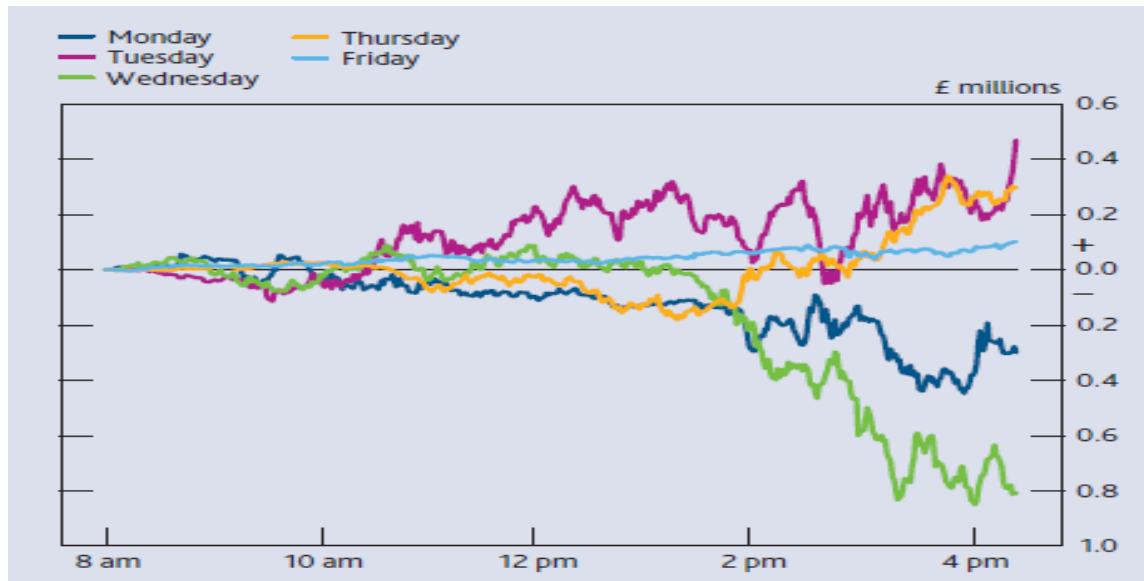
^۳ Informed Investors

^۴ Source: Financial market data and Bank calculations

به دلیل محرمانه بودن اطلاعات نام بازارگردان‌ها، تاریخ و سهامی که بازارگردانی بر روی آن‌ها انجام شده گزارش نشده است.

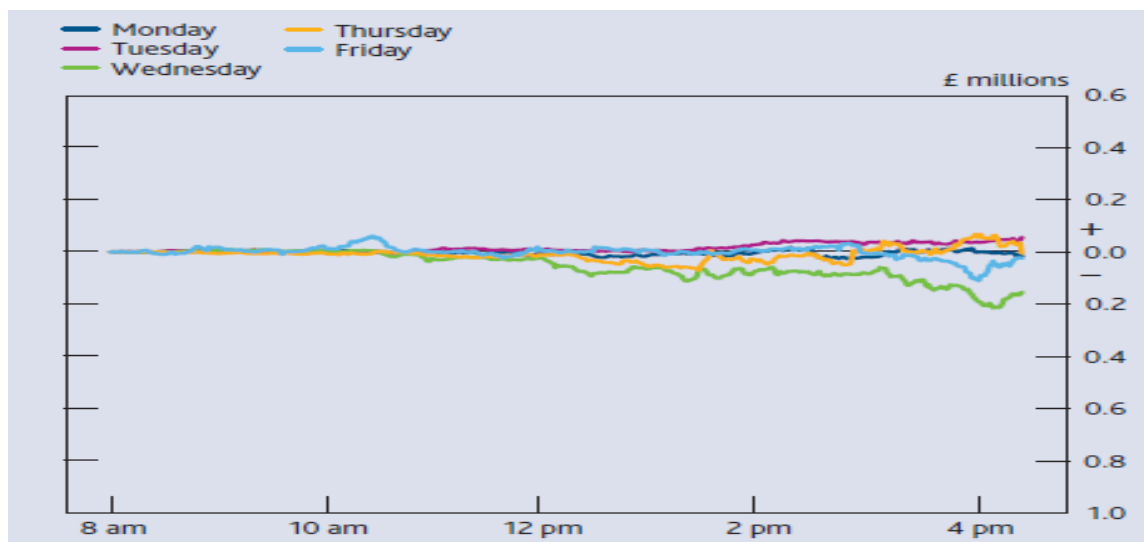


رسم توضیحی ۷: سود و زیان روزانه بازارگردان در طول یک هفته پر نوسان



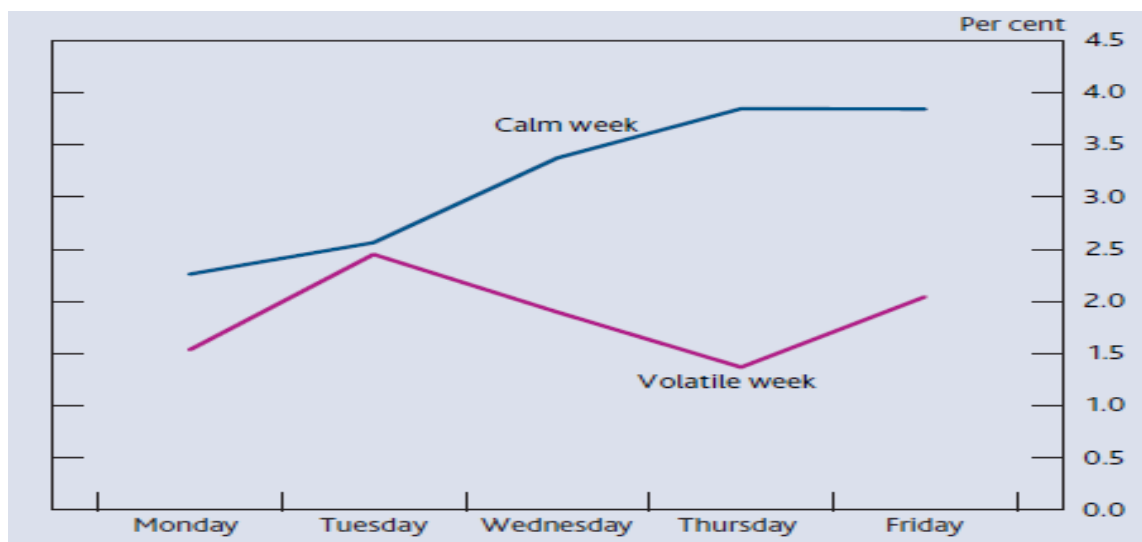
در نمودار زیر نیز سود و زیان روزانه بازارگردانان را در طول یک هفته‌ی آرام بازار نشان داده شده است. سود و زیان بازارگردانان در شرایطی که بازار پرتلاطم است به شدت نوسان می‌کند و از این‌رو ریسک بازارگردانی را افزایش می‌دهد. همچنین در شرایطی که بازار از آرامش نسبی برخوردار است ریسک بازارگردانی نیز کاهش می‌یابد و سود و زیان بازارگردان نوسان‌های اندکی را تجربه می‌کند.

رسم توضیحی ۸: سود و زیان روزانه بازارگردان در طول یک هفته آرام



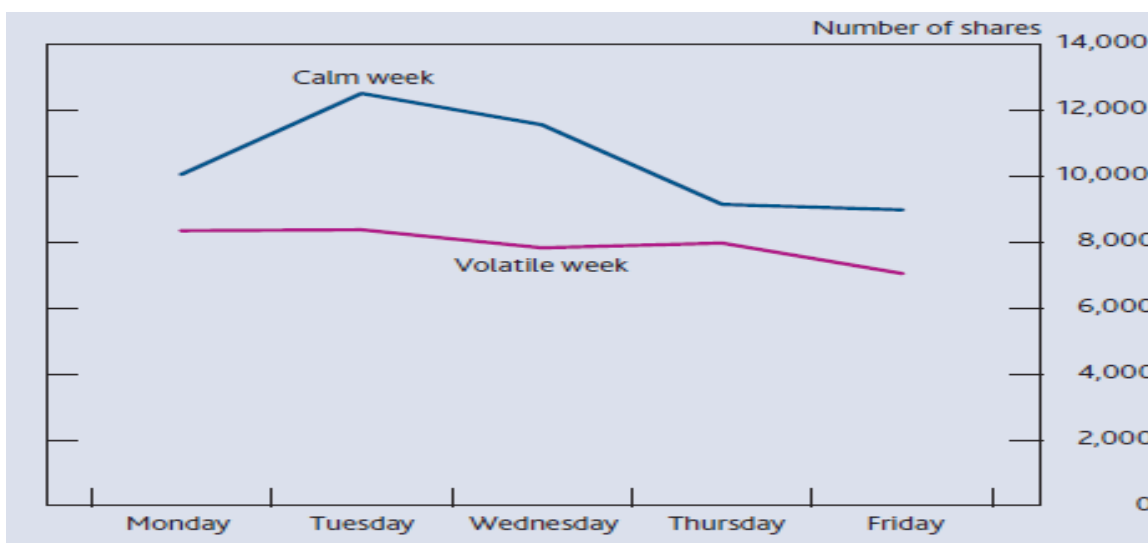
نمودار زیر سهم معاملات بازارگردانان از کل معاملات را به‌صورت درصد در طول این دو هفته نشان می‌دهد. مشاهده می‌کنید که در هفته‌ی آرام سهم بازارگردانان از کل معاملات بازار افزایش محسوسی یافته است. در حالی که در هفته پر نوسان بازار، سهم معاملات بازارگردان کاهش یافته است.

رسم توضیحی ۹: درصد سهم حجم معاملات بازارگردانان از کل معاملات



همچنین در نمودار زیر میانگین حجم معاملات بر اساس تعداد سهمی که توسط بازارگردانان معامله شده، ارایه شده است. مشاهده می شود که در هفته آرام بازار حجم معاملات براساس تعداد سهمی که بازارگردان معامله کرده روند کاهشی گرفته است ولی ایم متغیر برای هفته پرنوسان تغییرات محسوسی در طول هفته نداشته است.

رسم توضیحی 10: نمودار: میانگین حجم معاملات بازارگردانان منتخب



اصولاً بازارگردانان منتخب بورس لندن زمانی که می خواهند به سرعت موجودی اوراق بهادار خود را تعدیل کنند از سفارش های بازار استفاده کنند. نیاز به تعدیل موجودی اوراق بهادار به احتمال زیاد نوسان های بازار را افزایش می دهد. بنابراین کنترل موجودی سهام بازارگردانان منتخب و مدیریت ریسک نگهداری آنها امری ضروری به نظر می رسد.

۳. ریسک هوش بیشتر



استفاده بازارگردان از برنامه رایانه‌ای برای فعالیت‌های بازارگردانی که هوشی کمتر از هوش انسان داشته باشد می‌تواند برای بازارگردان ریسک ایجاد کند زیرا معامله‌گران می‌توانند راهی پیدا کنند تا در چرخه‌های معاملاتی با سوء استفاده از این الگوریتم‌ها به کسب درآمد بپردازند. هرچند الگوریتم‌ها را می‌توان طوری طراحی کرد که در این شرایط معامله نکنند که منجر به اختلال در فعالیت بازارگردانی می‌شود.

۶-۲- مشوق‌ها و مزیت‌های بازارگردانان در بورس‌های اوراق بهادار منتخب

بازارگردانان با در نظر گرفتن ریسک‌ها و الزاماتی که برای آن‌ها وجود دارد در شرایط مشخصی در بازار زیان می‌کنند. برای جبران این زیان‌ها که به واسطه انجام الزامات و وظایف بازارگردانی به بازارگردان تحمیل می‌شوند عموماً به بازارگردانان از طریق سازوکارهایی زیر پاداش ارایه می‌شود:

۱. تخفیف‌های مالی

بازارگردانان در اغلب بورس‌ها از پرداخت کارمزد معاف هستند یا تخفیف دریافت می‌کنند. همچنین در بعضی از بورس‌ها به بازارگردانان دستمزد تعلق می‌گیرد.

۲. پاداش‌های مالی

در بعضی از بورس‌ها، ناشران می‌توانند مبلغی را به صورت ثابت یا طی فرآیند رقابتی به بازارگردانان طی شرایطی که بورس تعیین می‌کند پرداخت کنند. اوراق بهاداری که از سوی بورس واجد شرایط پرداخت از طرف ناشر شناخته می‌شوند عموماً حجم معاملات کمی دارند. غالباً پول از طرف ناشر به بورس پرداخت می‌شود و بورس مسئولیت بررسی انجام شدن تعهدات بازارگردان و در نهایت پرداخت مبلغ پاداش را برعهده دارد.

۳. قدرت در بازار

این قدرت معمولاً زمانی به بازارگردان اعطا می‌شود که در یک ورقه بهادار تعداد محدودی بازارگردان وجود داشته باشد. در بعضی از بورس‌ها مانند بورس نیویورک گشایش سهم بر عهده بازارگردان‌ها است.

۴. سایر مزیت‌ها

در بعضی از بورس‌ها به بازارگردانان اجازه داده می‌شود به دفتر سفارش‌های محدود نگاه پیش‌دستانه داشته باشند. این مزیت بازارگردان را قادر می‌سازد تا بهتر به عرضه و تقاضا در آینده نزدیک دسترسی داشته و بتواند اطلاعات مفیدی در مورد بازار قبل از ارسال مظنه‌های خود داشته باشند. به طور مثال تا قبل از سال ۲۰۰۸ برای بازارگردانان ویژه در بورس نیویورک این مزیت وجود داشته است. همچنین به منظور حمایت از بازارگردانان بعضی از بورس‌ها مانند بورس لندن در بعضی از شرایط خاص بازار بنا به درخواست بازارگردان وظایف و الزامات بازارگردانی (دامنه مظنه، حداقل حضور در بازار و...) را تغییر می‌دهند تا شرایط فعالیت برای بازارگردان تسهیل شود.

در ادامه مشوق‌ها و مزیت‌هایی که بورس‌های ایالات متحده آمریکا برای بازارگردانان در نظر گرفته‌اند، ارایه می‌شود.



ارائه مشوق‌های مالی در قالب برنامه‌های تشویقی در بورس‌های آمریکا امری متداول است. به‌طور مثال، در بورس ان‌و‌ای‌اس‌ای آرکا^۱ بورس به بازارگردان پیشرو^۲ تخفیف می‌دهد. در مورد بورس نیویورک مشوق‌های مالی برای تمامی بازارگردانانی که در این بورس فعالیت می‌کنند و حتی سازمان‌هایی که عضو بورس بوده ولی به‌عنوان بازارگردان مجوز فعالیت ندارند ولی به ارائه نقدشوندگی بر پایه شرایطی که تعیین شده می‌پردازند، مشوق‌های مالی در قالب تخفیف یا اعتبار پرداخت می‌شود. در حقیقت پرداخت تخفیف برای ارائه‌دهندگان نقدشوندگی به یک رویه رایج در تقریباً همه‌ی بورس‌های آمریکا از جمله NYSE, BATS, NASDAQ, Direct Edge شده است.

کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا به دقت مزیت‌هایی که بورس‌ها برای بازارگردانان پیشنهاد می‌کنند را بررسی می‌کند. کمیسیون در بررسی خود این مهم را در نظر می‌گیرد که بازارگردانان می‌توانند نقش مهمی در ارائه نقدشوندگی داشته باشند و منطقی است بورس تا زمانی که پاداش متناسب با خدمات ارائه شده است، به بازارگردانان در قبال خدماتی که به بورس‌ها ارائه می‌کنند پاداش دهد. به‌طور مثال، پیشنهاد تغییر در قانون معاملات که منجر به تقویت بازار و ایجاد سود برای بازارگردانان می‌شود به شرطی قابل اجرا هستند که مزیت‌های در نظر گرفته شده برای اعطا به بازارگردانان متناظر با خالص منفعت ایجاد شده توسط آن‌ها باشد.

۶-۲-۱- بورس نیویورک

بورس نیویورک برای افزایش نقدشوندگی در بورس خود مجموعه‌ای از بازارگردانان را با اهداف و الزامات متفاوت طراحی کرده و برای هر یک از آن‌ها مطابق با الزامات و وظایفی که بر عهده می‌گیرند، تخفیفات^۳ و اعتبارات^۴ متناسب با آن الزامات و وظایف در نظر گرفته است. همچنین در راستای ایجاد رقابت بین بازارگردانان، آن‌ها را طبقه‌بندی کرده و تخفیف‌ها و اعتبارات را بر این اساس برای آن‌ها در نظر می‌گیرد. بدین منظور بورس لیست قیمت^۵ را تدوین می‌کند. در این لیست تخفیف‌ها و اعتبارات انواع بازارگردانان فعال بر اساس عملکرد آن‌ها مشخص شده و مزیت ثابتی برای شرکت‌های بازارگردان قائل نیست. در لیست قیمتی برای بازارگردانان منتخب بر اساس پارامترها و در شرایط مختلف مانند زمان مظنه‌گذاری، قیمت و اندازه مظنه‌ها و مانند آن، ۱۷ رده تخفیف مالی در نظر گرفته شده است.

به‌طور مشابه، بورس نیویورک برای نقدکنندگان تکمیلی نیز مشوق‌های مالی در نظر گرفته است که به‌صورت اعتبار به آن‌ها داده می‌شود. بورس نیویورک ۷ رده اعتبار تعیین کرده است که بر اساس شرایط و پارامترهای عملکردی بازارگردان پرداخت می‌شود. لازم به ذکر است که به جز اعتبارهایی که برای نقدکنندگان تکمیلی در نظر گرفته شده است، آن‌ها باید تمامی کارمزدها را همانند سایر مشتریان بورس پرداخت کنند. سهام همه شرکت‌هایی که در بورس

^۱ NYSE Arca

^۲ Lead Market Maker

^۳ Rebate

^۴ Credit

^۵ Price List



نیویورک پذیرفته شده‌اند برای داشتن نقدکنندگان تکمیلی مجاز هستند هر چند همه‌ی آن‌ها دارای نقدکننده‌ی تکمیلی نیستند.

بورس برای شرکت‌کنندگان در برنامه تأمین نقدشوندگی سفارش‌های خرد ۵ رده اعتبار تعیین کرده که بر اساس فعالیت به مشارکت‌کنندگان پرداخت می‌شود. لازم به ذکر است برای سازمان‌های عضوی که نقدکننده‌ی سفارش‌های خرد یا بازارگردان منتخب نیستند نیز در این لیست زمانی که سفارش‌های آن‌ها شرایط و الزاماتی که در این لیست تعیین شده است را داشته باشند مشوق‌های مالی در نظر گرفته شده است.

در جدول زیر برای آشنایی با تخفیف کارمزد بازارگردان‌ها در بورس نیویورک بخشی از رده‌های تخفیف آورده شده است.

جدول 15: تخفیف کارمزد بازارگردان منتخب در بورس نیویورک

تخفیف	شرح شرایط
کاملاً مجانی (کارمزد صفر)	سفارش‌هایی که در مرحله‌ی گشایش اجرا شوند یا سفارش‌های از نوع فقط در گشایش ^۱
۰/۰۰۲۷ دلار	تخفیف به ازای هر سهم در شرایطی که سفارش‌ها منجر به افزایش نقدشوندگی شوند در اوراق بهادار بیشتر فعال ^۲ اگر که قیمت سهم ۱ دلار یا بیشتر باشد و بازارگردان منتخب در سهم حداقل در ۱۰ درصد زمان در طول ماه مظنه‌های با قیمت بهترین سفارش خرید یا فروش داخلی گذاشته باشد. این تخفیف تا زمانی که به بازارگردان تخفیف بهتری تعلق نگیرد پرداخت می‌شود.
۵۰۰ دلار اگر بازارگردان منتخب در حداقل ۵۰ درصد ماه برای سهم مظنه بگذارد؛ ۴۲۵ دلار اگر بازارگردان منتخب حداقل در ۴۰ و حداکثر در ۵۰ درصد زمان ماه مظنه برای سهم بگذارد؛ ۳۵۰ دلار اگر بازارگردان منتخب حداقل در ۳۰ و حداکثر در ۴۰ درصد ماه برای سهم مظنه بگذارد؛ ۲۷۵ دلار اگر بازارگردان منتخب حداقل در ۲۰ و حداکثر در ۳۰ درصد ماه برای سهم مظنه بگذارد؛ ۲۰۰ دلار اگر بازارگردان منتخب حداقل در ۱۵ و حداکثر در ۲۰ درصد ماه برای سهم مظنه بگذارد.	تخفیف ماهانه پرداختی به بازارگردان منتخب علاوه بر نرخ‌های جاری معاملات و بر اساس تعداد روزهای معاملاتی ماه که یک سهم به بازارگردان تخصیص یافته به ازای هر سهمی با میانگین تلفیقی حجم روزانه ۲۵۰,۰۰۰ تا ۱,۵۰۰,۰۰۰ سهم در ماه قبل (بدون در نظر گرفتن اینکه قیمت آیا قیمت سهم بیش از ۱ دلار است) در هر ماهی که بازارگردان منتخب الزامات مظنه گذاری را برای اوراق کمتر فعال را کرده باشد.

۶-۲-۲- بورس نزدک

^۱ Opening Only Order: به سفارش محدود یا به قیمت بازاری اطلاق می‌شود که تنها در طول حراج گشایش انجام می‌شود. هر قسمتی از سفارش که باقی بماند در انتهای حراج به صورت خودکار لغو می‌شود.

^۲ More Active Security: به معنای هر نوع اوراق بهاداری است که میانگین تلفیقی حجم روزانه آن برابر یا بیشتر از یک میلیون سهم در هر ماه تقویمی باشد.



بورس نزدک همانند بورس نیویورک برای افزایش نقدشوندگی در بازار اقدام به طراحی و اجرای طرح‌های مختلفی برای تشویق بازارگردان‌ها کرده است. به‌طور مثال، در سال ۲۰۱۲ بورس نزدک برنامه تشویقی قیمتی را با نام برنامه انگیزشی بازارگردانان شایسته و ارایه مظنه‌هایی با بهترین قیمت خرید و فروش ملی^۱ معرفی کرد. مطابق این برنامه که در سال ۲۰۱۴ اصلاح شد یک بازارگردان زمانی شایسته فعالیت بازارگردانی است که نقش قابل ملاحظه‌ای در بهبود کیفیت بازار از طریق افزایش نقدشوندگی در قیمت بهترین سفارش خرید و فروش ملی در بخش زیادی از روز برای تعداد زیادی از سهام ناشران داشته باشد. علاوه بر این عضو باید از تحمیل فشار بر بورس نزدک و مشارکت‌کنندگان بازار که ممکن است ناشی از ورود بیش از حد سفارش‌ها باشد، اجتناب کند. در حقیقت این برنامه برای تشویق اعضای طراحی شده است که اقدام به تنظیم بهترین قیمت خرید و فروش ملی در بورس نزدک کرده یا در این قیمت مظنه‌گذاری می‌کنند. اعضای که در این برنامه قرار می‌گیرند علاوه بر تخفیف‌هایی که به‌طور منظم دریافت می‌کنند می‌توانند در صورت احراز شرایط برای هر معامله، ۰/۰۰۰۱ دلار یا ۰/۰۰۰۲ دلار تخفیف دریافت کنند. لازم به ذکر است که شرکت در این برنامه کاملاً داوطلبانه است، در نتیجه بعضی از اعضا ممکن است در برنامه‌های دیگر جهت کسب منفعت از بهبود بازار شرکت کنند. بورس نزدک در اصلاحیه‌ی قانون بالا، به توضیح این مسئله پرداخته است که با توجه به وجود رقابت شدید، بورس نزدک باید کارمزدهای خود را برای بقا در رقابت میان بورس‌ها به‌صورت مداوم تعدیل کند.

بورس نزدک برای افزایش رقابت در ارائه نقدشوندگی بین مشارکت‌کنندگان بازار و همچنین تطبیق با اصل متناسب بودن مزایا و مشوق‌های در نظر گرفته شده با خدمات ارائه شده، رده‌های مختلف کارمزد بر اساس فعالیت‌هایی که در زمینه ارائه نقدشوندگی انجام می‌شود تعیین کرده است.

۶-۲-۳- بورس بتس

بتس^۲ چهار بورس اوراق بهادار ایالات متحده شامل بورس‌های EDGX و EDGA، BYZ، BZX را اداره می‌کند. بورس BZX (که در ابتدا به عنوان بورس بتس نامیده می‌شد) در سال ۲۰۰۸ به عنوان بورس اوراق بهادار ملی ثبت شد. بورس BYX در اکتبر ۲۰۱۰ با هدف ارایه نقدشوندگی بیشتر برای معامله‌گران راه‌اندازی شد. در اوایل سال ۲۰۱۴، بتس با دایرکت اج^۳، اپراتور بازار سهام ایالات متحده که بورس‌های EDGX و EDGA را اداره می‌کند، ادغام شد. بتس در حال حاضر بزرگترین اپراتور بازار سهام ایالات متحده شناخته می‌شود.

بتس برای افزایش نقدشوندگی اوراق بهادار خود طرحی با عنوان برنامه نقدکننده‌ها رقابتی^۴ ارائه کرده است. این برنامه طرحی مکمل و مبتنی بر پاداش است که برای تشویق فعالیت‌های مرتبط با مظنه‌گذاری در اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس طراحی شده است.

^۱ Qualified Market Maker Program and NBBO Setter Incentive Program

^۲ BATS

^۳ Direct Edge

^۴ Competitive Liquidity Provider



بر اساس آخرین تغییرات و اصلاحات قانون مرتبط با این برنامه (۱۱ نوامبر ۲۰۱۵)، نقدکننده‌ی رقابتی (CPL) عضوی است که سفارش‌های اختصاصی^۱ را به صورت الکترونیکی به سازوکارها و تسهیلات بورس ارسال می‌کند و موظف است برای هر یک از اوراق بهاداری که به او تخصیص یافته با اندازه گردفال و با قیمت بهترین سفارش خرید و فروش، یک سفارش خرید یا فروش را در سامانه حفظ کند. لازم به ذکر است براساس قانون پذیرش بورس بتس، دارا بودن سه بازارگردان ثبت‌شده‌ی فعال برای اوراق بهاداری که در این بورس پذیرفته می‌شوند ضرورت دارد.

الف) مشوق‌ها و جریمه‌های نقدکننده‌های رقابتی

دریافت مشوق‌های مالی توسط نقدکننده‌های رقابتی مشروط به انجام الزامات مظنه‌گذاری روزانه است. یعنی اگر نقدکننده‌ی رقابتی که الزامات مظنه‌گذاری روزانه را برآورده کند، صلاحیت دریافت تخفیف مالی روزانه را دارد. همچنین، احراز شرایط فعالیت به عنوان تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی رقابتی مشروط به انجام الزامات مظنه‌گذاری ماهانه است. نقدکننده‌های رقابتی که الزامات مظنه‌گذاری ماهانه را رعایت نکنند، مطابق قانون مجازات می‌شوند.

ب) تأیید صلاحیت نقدکننده‌های رقابتی

برای تأیید صلاحیت نقدکننده‌های رقابتی، عضو باید به عنوان بازارگردان ثبت شده موارد زیر را دارا باشد:

- تکنولوژی لازم برای پشتیبانی از معاملات الکترونیکی از طریق سازوکارها و تسهیلات بورس؛
- یک یا چند مشخص‌کننده‌ی^۲ منحصر به فرد که فعالیت‌های معاملاتی نقدکننده‌ی رقابتی در اوراق بهادار تخصیص یافته به او را برای بورس مشخص کند؛
- یک عضو نمی‌تواند از چنین مشخص‌کننده‌های منحصر به فرد برای فعالیت‌های معاملاتی که جزو فعالیت‌های معاملاتی نقدکننده‌ی رقابتی نیست در اوراق بهاداری که به او تخصیص یافته استفاده کند، اما می‌تواند از مشخص‌کننده‌های منحصر به فرد یکسانی برای فعالیت‌های معاملاتی در اوراق بهاداری که به او تخصیص نیافته استفاده کند. اگر عضو، مشخص‌کننده منحصر به فردی که برای فعالیت‌های معاملاتی نقدکننده‌ی رقابتی از آن استفاده می‌کند را برای بورس مشخص نکند، نمی‌تواند بابت فعالیت‌های معاملاتی رقابتی نقدشوندگی اعتبار دریافت کند.
- زیرساخت معاملاتی مناسب برای پشتیبانی از فعالیت‌های معاملاتی نقدکننده‌ی رقابتی؛
- عملکرد حجمی و مظنه‌ای که نشان‌دهنده‌ی توانایی نقدکننده‌های رقابتی در برآورده کردن الزامات مظنه-گذاری برای هر یک از اوراق بهادار تخصیص یافته بر مبنای روزانه و ماهانه باشد؛
- تاریخچه‌ی انضباطی که نشان‌دهنده‌ی تطبیق با رویه‌های عادلانه و منصفانه تجاری باشد.

^۱ Proprietary Orders: سفارش‌هایی که با پول و به حساب بازارگردان انجام می‌شوند.

^۲ Identifier: ابزاری برای ثبت معاملات خاص جهت استناد و رصد در آینده است. در بازارگردانی از این ابزار برای مشخص کردن معاملاتی که بازارگردان در راستای ایفای نقش بازارگردانی انجام داده استفاده می‌شود. بورس با استفاده از این ابزار رعایت الزامات بازارگردانی و تخفیف‌هایی که به بازارگردان تعلق می‌گیرد را مشخص می‌کند.



ج) اوراق بهادار واجد شرایط برای طرح نقدکننده‌های رقابتی

۱. ناشران شرکتی: تمام اوراق بهادار پذیرفته‌شده که متعاقب قوانین پذیرش لیست شده‌اند، برای برنامه نقدکننده‌های رقابتی واجد شرایط هستند مگر زمانی که ورقه بهادار دارای میانگین حجمی تلفیقی روزانه^۱ (CADV) بزرگ‌تر یا مساوی ۲ میلیون سهم برای ۲ ماه تقویمی پیاپی طی ۳ سال اولی که ورقه بهادار وارد برنامه نقدکننده‌های رقابتی می‌شود، باشد یا اینکه سه سال در برنامه شرکت کرده باشد (بیش از سه سال نمی‌تواند در برنامه باشد).

۲. محصولات قابل معامله در بورس: تمام اوراق بهادار پذیرفته‌شده که متعاقب قوانین مربوطه قبل از اجرای قانونی با عنوان برنامه بازارگردان پیشرو^۲ پذیرفته شده و در طرح تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی رقابتی شرکت کرده‌اند واجد شرایط باقی خواهند ماند تا زمانی که ورقه‌ی بهادار موضوعه، میانگین حجمی تلفیقی روزانه بزرگ‌تر یا مساوی ۲ میلیون سهم برای ۲ ماه تقویمی پیاپی طی ۳ سال اولی که ورقه‌ی بهادار وارد طرح نقدکننده‌های رقابتی می‌شود داشته باشد. همه‌ی محصولات قابل معامله در بورس بدون در نظر گرفتن میانگین حجمی تلفیقی روزانه طی ۶ ماه اولی که در بورس پذیرفته می‌شوند برای این برنامه واجد شرایط هستند.

د) الزامات مظنه گذاری نقدکننده‌ی رقابتی

۱. بورس عملکرد تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی رقابتی را در اوراق بهاداری که به وی تخصیص یافته است، از طریق محاسبه‌ی تست‌های اندازه رویداد^۳ بین ساعت‌های ۹:۲۵ تا ۱۶:۰۵ دقیقه در هر روز کاری، اندازه‌گیری می‌کند. بورس حداقل در هر ثانیه اندازه مظنه‌های گذاشته شده بجز پاره‌فال‌ها، توسط هر یک از نقدکننده‌های رقابتی را در قیمت بهترین سفارش خرید ملی و بهترین سفارش فروش ملی، برای مشخص کردن تست‌های اندازه رویداد اندازه می‌گیرد. سه نقدکننده‌ی رقابتی با بزرگ‌ترین اندازه تجمعی در قیمت بهترین سفارش خرید ملی برای تعیین برنده سفارش خرید تست اندازه رویداد^۴ در نظر گرفته می‌شود. در زمان گره^۵، اگر دو یا تعداد کمتری نقدکننده‌ی رقابتی وجود داشته باشد که اندازه تجمعی قیمت بهترین سفارش خرید ملی بزرگ‌تری داشته باشند، همه‌ی نقدکننده‌های رقابتی با اندازه تجمعی قیمت بهترین سفارش خرید ملی یکسان، برنده‌ی سفارش خرید تست اندازه رویداد در نظر گرفته می‌شوند (به طور مثال نقدکننده‌ی رقابتی که در تست جایگاه دو را کسب کرده است در صورتی برنده می‌شود که در جایگاه اول یک یا دو نقدکننده‌ی رقابتی وجود داشته باشد).

^۱ Consolidated Average Daily Volume (CADV)

^۲ Leader Market maker (LMM)

^۳ Size Event Tests (SETS)

^۴ Winning Bid SET

^۵ Tie



تمامی نقدکننده‌های رقابتی که در تست اندازه رویداد، بزرگ‌ترین اندازه تجمعی بهترین سفارش خرید ملی را داشته‌اند، سه اعتبار سفارش خرید تست اندازه رویداد^۱ دریافت خواهند کرد. تمامی نقدکننده‌های رقابتی که به لحاظ اندازه تجمعی قیمت بهترین سفارش خرید ملی در جایگاه دوم قرار می‌گیرند دو اعتبار سفارش خرید تست اندازه رویداد دریافت خواهند کرد. تمامی نقدکننده‌های رقابتی که به لحاظ اندازه تجمعی قیمت بهترین سفارش خرید ملی در جایگاه سوم قرار می‌گیرند یک اعتبار سفارش خرید تست اندازه رویداد دریافت خواهند کرد.

به‌صورت جداگانه سه نقدکننده‌ی رقابتی با بزرگ‌ترین اندازه تجمعی در نرخ بهترین سفارش فروش ملی در زمان هر یک از تست‌های اندازه رویداد (تست اندازه رویداد سفارش فروش^۲) به عنوان برنده سفارش فروش تست اندازه رویداد^۳ در نظر گرفته می‌شود. در زمان گره، همه‌ی نقدکننده‌های رقابتی با اندازه تجمعی قیمت بهترین سفارش فروش ملی یکسان، اگر دو یا تعداد کمتری نقدکننده‌ی رقابتی وجود داشته باشد که اندازه تجمعی قیمت بهترین سفارش فروش ملی بزرگ‌تری داشته باشند؛ برنده سفارش فروش تست اندازه رویداد در نظر گرفته می‌شوند.

تمامی نقدکننده‌های رقابتی که در یک تست اندازه رویداد، بزرگ‌ترین اندازه تجمعی بهترین سفارش فروش ملی را داشته‌اند سه اعتبار سفارش فروش تست اندازه رویداد دریافت خواهند کرد. همه‌ی نقدکننده‌های رقابتی که به لحاظ اندازه تجمعی قیمت بهترین سفارش فروش ملی در جایگاه دوم قرار می‌گیرند دو اعتبار سفارش فروش تست اندازه رویداد دریافت خواهند کرد. همه‌ی نقدکننده‌های رقابتی که به لحاظ اندازه تجمعی قیمت بهترین سفارش فروش ملی در جایگاه سوم قرار می‌گیرند یک اعتبار سفارش فروش تست اندازه رویداد دریافت خواهند کرد.

- الزامات مظنه‌گذاری روزانه: یک نقدکننده‌ی رقابتی باید حداقل در ۱۰٪ کل سفارش‌های خرید تست اندازه رویداد یا سفارش‌های فروش تست اندازه رویداد، به‌طور مجزا برای هر روز معاملاتی برنده سفارش خرید تست اندازه رویداد یا برنده سفارش فروش تست اندازه رویداد باشد تا الزام مظنه‌گذاری روزانه را رعایت کرده و برای تخفیف‌های روزانه (نقدکننده‌ی رقابتی واجد شرایط) برای یک ورقه بهادار صلاحیت داشته باشد. نقدکننده‌های رقابتی واجد شرایط بر اساس تعداد اعتبار سفارش خرید تست اندازه رویداد و اعتبار سفارش فروش تست اندازه رویداد در هر روز معاملاتی رتبه‌بندی می‌شوند و تنها تأمین‌کننده یا نقدکننده‌های رقابتی واجد شرایطی که رتبه اول و در بعضی شرایط خاص نقدکننده‌های رقابتی

^۱ Bid SET Credits

^۲ Offer SET

^۳ Winning Offer SET



- واجدشرایطی که رتبه دوم در هر یک از تعداد اعتبار سفارش خرید تست اندازه رویداد و اعتبار سفارش فروش تست اندازه رویداد کسب کرده‌اند، تخفیف روزانه را دریافت خواهند کرد.
- الزام مظنه‌گذاری ماهانه: نقدکننده‌ی رقابتی باید در ۱۰٪ زمانی که بورس تست اندازه رویداد را محاسبه می‌کند، در قیمت بهترین سفارش خرید یا فروش ملی، مظنه بگذارد تا الزام مظنه‌گذاری ماهانه را رعایت کرده باشد.
۲. به منظور محاسبه این‌که آیا نقدکننده‌ی رقابتی الزامات مظنه‌گذاری خود را رعایت کرده است، مظنه‌های نقدشوندگی ارسال شده‌ای در نظر گرفته می‌شوند که قابل نمایش بوده و با اندازه گرد فال در اوراق تخصیص داده شده در قیمت بهترین سفارش خرید یا فروش ملی ارسال شود.
۳. نقدکننده‌ی رقابتی ممکن است مظنه‌های نقدشوندگی غیرقابل نمایش ارسال کند، چنین مظنه‌هایی برای الزامات نقدشوندگی به حساب نمی‌آیند.
۴. نباید محدود به هیچ حداقل یا حداکثر الزام اندازه مظنه در اوراق بهادار تخصیص یافته به جز الزام حداقل یک گرد فال شود. نقدکننده‌ی رقابتی که برنده سفارش خرید تست اندازه رویداد یا برنده سفارش فروش تست اندازه رویداد شده است، باید مظنه‌هایی با حداقل تعداد سهام پنج گرد فال (معمولاً ۵۰۰ سهم) در قیمت بهترین سفارش خرید یا فروش ملی بگذارد. الزامات مظنه‌گذاری نقدکننده‌ی رقابتی با استفاده از مشخص‌کننده منحصر به فردی که توسط عضو برای فعالیت‌های معاملاتی نقدکننده‌ی رقابتی تعیین شده اندازه‌گیری می‌شود.
- ه) تخصیص اوراق بهادار
۱. بورس به صلاحدید خود یک یا چند اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس را برای اهداف معاملاتی به نقدکننده‌ی رقابتی تخصیص می‌دهد.
 ۲. بورس به صلاحدید خود در قالب برنامه نقدکننده‌ی رقابتی یک یا چند نقدکننده‌ی رقابتی را بر اساس فعالیت‌های معاملاتی ورقه بهادار، به آن ورقه بهادار تخصیص می‌دهد.
- و) نحوه ارسال سفارش توسط نقدکننده‌ی رقابتی
- نقدکننده‌ی رقابتی صرفاً می‌تواند سفارش‌ها را به صورت الکترونیکی مستقیماً به سازوکارها و تسهیلاتی که بورس بدین منظور تدارک دیده، ارسال کند. تمامی سفارش‌های نقدکننده‌ی رقابتی باید به حساب اختصاصی عضو نقدکننده‌ی رقابتی باشد.
- ز) مشوق‌های مالی برای نقدکننده‌ی رقابتی:
- نقدکننده‌های رقابتی واجدشرایط (به بند د مراجعه شود) باید برای تخفیف‌های روزانه بر اساس فعالیت‌های مظنه-گذاری آن روز رقابت کند. در ادامه به این تخفیف‌ها اشاره شده است:



جدول 16: تخفیف‌های برنامه نقدکننده‌های رقابتی

طبقه دارایی	کل مقدار تخفیف روزانه	نحوه تخصیص تخفیف روزانه ^۱
اوراق بهادارهای ردیف ۱ ^۲ که در بورس پذیرفته شده‌اند، طی شش ماه که از تاریخ عرضه اولیه (IPO) آن‌ها در بورس شروع می‌شود.	۵۰۰ دلار در هر روز: ۲۵۰ دلار برای سفارش خرید تست‌های اندازه رویداد و ۲۵۰ دلار برای سفارش فروش تست‌های اندازه رویداد	نقدکننده‌های رقابتی که به لحاظ تعداد اعتبارهای سفارش خرید تست اندازه رویداد مقام اول و دوم به ترتیب را کسب کرده‌اند تخفیف روزانه‌ای معادل ۱۵۰ و ۱۰۰ دلار
اوراق بهادار ردیف ۱ که در بورس پذیرفته شده‌اند طی زمان باقی‌مانده طبق طرح	۲۵۰ دلار در هر روز: ۱۲۵ دلار برای سفارش خرید تست‌های اندازه رویداد و ۱۲۵ دلار برای سفارش فروش تست‌های اندازه	نقدکننده‌های رقابتی که به لحاظ تعداد اعتبارهای سفارش خرید تست اندازه رویداد مقام اول و دوم را کسب کرده‌اند به ترتیب تخفیف روزانه‌ای معادل ۷۵ و ۵۰ دلار
اوراق بهادار ردیف ۲ که در بورس پذیرفته شده‌اند.	۱۰۰ دلار در هر روز: ۵۰ دلار برای سفارش خرید تست‌های اندازه رویداد و ۵۰ دلار برای سفارش فروش تست‌های اندازه	
محصولات قابل معامله در بورس	۲۵۰ دلار در هر روز: ۱۲۵ دلار برای سفارش خرید تست‌های اندازه رویداد و ۱۲۵ دلار برای سفارش فروش تست‌های اندازه	نقدکننده‌های رقابتی که به لحاظ تعداد اعتبارهای سفارش خرید تست اندازه رویداد مقام اول و دوم را کسب کرده‌اند به ترتیب تخفیف روزانه‌ای معادل ۷۵ و ۵۰ دلار

^۱ زمانی که تنها یک نقدکننده‌ی رقابتی برای دریافت تخفیف روزانه واجد شرایط است این تخفیف به صورت ۱۰۰٪ به نقدکننده‌ی رقابتی پرداخت می‌شود. در مواقعی که چند نقدکننده‌ی رقابتی تعداد اعتبارهای سفارش خرید یا فروش تست اندازه رویداد برابری دارند، نقدکننده‌ی رقابتی که بیشترین حجم سفارش‌های انجام شده را دارد تخفیف را دریافت خواهد کرد.

^۲ بورس بتس اوراق بهادار را در دو ردیف ۱ و ۲ پذیرش می‌کند. اوراق بهاداری که شرایط تصریح شده در قانون ۱۴،۸ قانون بورس بتس را نداشته باشند به عنوان اوراق بهادار ردیف ۲ پذیرفته می‌شوند.



در ایالات متحده آمریکا طبق قانونی که توسط مقام ناظر صنعت مالی آمریکا (FINRA) تصویب شده است هیچ عضو یا فرد مرتبط با یک بازارگردان نمی‌تواند به صورت مستقیم یا غیرمستقیم هیچ‌گونه پرداخت یا پاداشی را از ناشر، شرکت‌ها یا افراد تابعه برای مظنه‌گذاری دریافت کند. اما بورس‌های آمریکایی مانند بورس نیویورک، نزدک و ... اخیراً توانسته‌اند برای برنامه‌های انگیزشی که جهت تقویت صنعت بازارگردانی طراحی کرده‌اند تأیید کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) را برای پرداخت دستمزد از طرف ناشر به بازارگردان برای محصولات قابل معامله در بورس بگیرند. در توجیه آن به این نکته اشاره شده است که بازارگردان‌ها در اوراق بهاداری که دارای میانگین حجم معاملات روزانه اندکی بوده و سود کمی را بابت فعالیت بازارگردانی نصیب آن‌ها می‌کنند، انگیزه و دلایل کافی برای فعالیت بازارگردانی ندارند. مخالفان پرداخت وجه از طرف ناشر به بازارگردان دلایل مختلفی را به شرح زیر ذکر می‌کنند:

۱. پرداخت وجه توسط ناشر به بازارگردان به طور بالقوه مخاطراتی مانند ایجاد عدم توازن نیروها در بازار، بروز شکاف قیمتی و غیر واقعی شدن قیمت‌ها به وجود می‌آورد.
۲. این برنامه‌ها باعث می‌شود در اوراق بهاداری که برای این برنامه‌ها واجد شرایط نیستند یا برای عضویت در این برنامه‌ها انتخاب نمی‌شوند فعالیت بازارگردانی بازارگردان‌ها کاهش یابد که در نتیجه آن شکاف قیمتی در این اوراق بهادار افزایش خواهد یافت.
۳. این برنامه‌ها می‌توانند شرایطی را بوجود آورند که بازارگردان برای بازارگردانی ورقه‌ی بهادار پول بیشتری از ناشر طلب کرده و به عبارتی فعالیت خود را منوط به پرداخت‌های بیشتر از طرف ناشر کند.

۴-۲-۶- برنامه‌ها و طرح‌های تشویقی بازارگردانان محصولات قابل معامله

بورس‌ها عموماً برنامه‌ها و طرح‌های تشویقی خود را به صورت آزمایش طی دوره‌ای چندساله اجرا می‌کنند و اصلاحات لازم را به صورت مستمر بر روی برنامه‌های خود انجام می‌دهند. در ادامه به طرح‌های تشویقی برای بازارگردانان محصولات قابل معامله می‌پردازیم.

• بورس نیویورک

در ژوئن سال ۲۰۱۳ میلادی، کمیسیون برنامه بورس نیویورک، پرداخت وجه با هدف تشویق بازارگردان‌ها برای بازارگردانی محصولات قابل معامله در بورس را تأیید کرد. طبق این برنامه اختیاری که محصولات قابل معامله در بورس معینی را شامل می‌شود، ناشران می‌توانند مبلغی بین ۱۰,۰۰۰ دلار تا ۴۰,۰۰۰ دلار را برای هر محصول قابل معامله در بورس طی یک سال به بازارگردان پرداخت کنند. بر اساس این برنامه بازارگردانان پیشرویی که به این برنامه ملحق می‌شوند یک مبلغ ثابت به صورت هر سه ماه یکبار در صورت انجام وظایفی که بر عهده آن‌ها مطابق قرارداد بازارگردانی وجود دارد، دریافت خواهند کرد.

• بورس NYSE Arca

در ۶ ژوئن سال ۲۰۱۳ میلادی، برنامه انگیزشی محصولات قابل معامله در بورس NYSE Arca برای اجرا مورد تأیید قرار گرفت. این برنامه برای تشویق بازارگردانان پیشرو در راستای ایفای نقش بازارگردانی محصولات قابل معامله در



بورس بر اساس ساختار کارمزد انتخابی^۱ است. بازارگردانان پیشرو نقش حیاتی در ارتقای منصفانه‌بودن و حفظ نظم بازار در محصولات قابل معامله در بورسی که به آن‌ها تخصیص داده می‌شود دارند. ایفای نقش یادشده هم به نفع ناشر و هم به نفع سرمایه‌گذار نهایی در محصولات قابل معامله در بورس است.

طبق این برنامه اختیاری، به ناشران اجازه داده شده است تا مبلغی بین ۱۰،۰۰۰ تا ۴۰،۰۰۰ دلار به ازای هر محصول قابل معامله در بورس برای یک سال پرداخت کنند. بازارگردانان پیشرو هر سه‌ماه در ازای انجام الزامات مظنه‌گذاری، مبلغ ثابتی را دریافت خواهند کرد. پرداخت مبلغ تعیین شده می‌تواند از طرف ناشر صورت گیرد. یکی از فاکتورهای تأثیرگذار بر دستمزدی که از طرف ناشر برای بازارگردان در نظر گرفته می‌شود ریسک مرتبط با بازارگردانی محصول قابل معامله در بورسی است که بازارگردان مسئولیت بازارگردانی آن را بر عهده گرفته است. بر همین اساس کمیسیون در موافقت خود با طرح، اعلام کرد تعیین دستمزد از طرف ناشر در محدوده تعیین شده مجاز است.

ناشر موظف است پس از انتشار محصولات قابل معامله در بورس و شرکت در طرح یادشده، توضیحات مربوط به آن را در پایگاه اینترنتی خود قرار داده و لینک این اطلاعیه باید در سایت بورس نیز قرار گیرد. این اطلاع‌رسانی به سرمایه‌گذاران و سایر مشارکت‌کنندگان در بازار کمک خواهد کرد تا به سوالاتی مانند کدام یک از محصولات قابل معامله در بورس در برنامه تشویقی شرکت کرده‌اند، کدام بازارگردان مسئولیت بازارگردانی هر یک از این محصولات قابل معامله در بورس را بر عهده گرفته است، مبلغ پرداختی از طرف ناشر به خاطر شرکت در برنامه چه میزان است، حداکثر مقداری که از طرف بورس به بازارگردان پرداخت خواهد شد چقدر است و اهم ریسک‌های و مزایای بالقوه طرح پاسخ داده شود. کمیسیون معتقد است که با توجه به طیف وسیع محصولات قابل معامله پذیرفته‌شده در بورس، این اطلاع‌رسانی به مشارکت‌کنندگان بازار دید بهتری نسبت به محصولات قابل معامله در بورس داده و امکان مقایسه میان محصولات قابل معامله در بورس و درنهایت امکان تصمیم‌گیری دقیق‌تر را فراهم می‌کند. هر ناشر می‌تواند حداکثر پنج محصول قابل معامله در بورس را در این برنامه ثبت کند.

محصولات قابل معامله زیر برای شرکت در طرح یادشده مجاز تلقی نمی‌شوند:

- اوراق بهاداری که میانگین حجم روزانه (CADV) آن طی سه ماه گذشته بیش از یک میلیون سهم باشد؛
- اوراق بهاداری که وضعیت ناشر آن در بورس تعلیق شده است؛
- سفته‌های قابل معامله در بورس^۲

بر اساس این طرح، اگر ناشر تمامی وجوهی که ملزم به پرداخت آن‌ها است را طی دو سه‌ماهه متوالی پرداخت نکند، محصول قابل معامله‌ی وی به صورت خودکار از طرح حذف خواهد شد. اگر بازارگردان پیشرو طی دو ماه از هر سه‌ماه یا پنج ماه، استانداردهای عملکردی برنامه را رعایت نکند یا اگر از برنامه انصراف دهد و حداقل یک بازارگردان واجد شرایط

^۱ Optional Fee

^۲ Exchange Traded Note



دیگر آمادگی خود را برای بازارگردانی آن محصول قابل معامله در بورس اعلام کند، محصول قابل معامله در بورس باز تخصیص خواهد شد. فرآیند باز تخصیص قبل از پایان سه ماهه جاری انجام نمی‌شود و حتماً قبل از پایان سه ماهه بعدی انجام خواهد شد. لازم به ذکر است اگر بازارگردان در یک ماه استانداردهای عملکردی برنامه را رعایت نکند پرداختی به وی برای آن ماه صورت نمی‌گیرد.

بورس به صورت ماهانه، گزارش‌های مشخصی از کیفیت بازار را در طی دوران اجرای طرح، به کمیسیون ارائه خواهد داد. این گزارش‌ها بر روی سایت بورس قرار خواهند گرفت. در این گزارش‌ها تحلیل‌های بورس در ارتباط با برنامه تشویقی و اینکه آیا برنامه به اهداف خود دست یافته است به همراه سایر اطلاعات مرتبط بازار گزارش می‌شود. در این گزارش تا حدی که به لحاظ عملی امکان‌پذیر باشد بورس محصول قابل معامله را قبل و بعد از طرح مقایسه می‌کند.

• بورس بتس

بورس بتس برای تشویق بازارگردانان که اقدام به فعالیت بازارگردانی محصولات قابل معامله در بورس می‌کنند طرح‌های تشویقی طراحی کرده است. طرح اصلی بازارگردان پیشرو است که بر اساس آرایه‌ی تخفیف به بازارگردانان بر روی کارمزد معاملات طراحی شده است. علاوه بر طرح اصلی، طرح دیگری نیز وجود دارد که به صورت مکمل و داوطلبانه بر اساس پاداش نقدی طراحی شده است.

برنامه بازارگردان پیشرو

در این برنامه، بازارگردان پیشرو به بازارگردانی اطلاق می‌شود که در بورس برای بازارگردانی محصولات قابل معامله ثبت شده و ملزم به انجام حداقل الزامات عملکردی است. حداقل الزامات عملکردی به مجموعه‌ای از الزامات گفته می‌شود که می‌تواند در هر زمانی توسط بورس تعیین شود (ثابت نیست). این استانداردها برای محصولات قابل معامله در بورس متفاوت بوده و بستگی به قیمت، نقدشوندگی و نوسانات آن‌ها دارد. در ارزیابی عملکرد بازارگردان موارد زیر در نظر گرفته می‌شود:

- ✓ درصدی از زمان که مظنه‌ای با قیمت بهترین سفارش خرید و فروش ملی دارد؛
- ✓ درصد معاملات انجام شده با قیمتی بهتر از بهترین سفارش خرید و فروش ملی جاری؛
- ✓ میانگین حجم نمایش داده شده؛
- ✓ میانگین دامنه مظنه.

بازارگردانان پیشرو توسط بورس و بر اساس عواملی مانند تجربه بازارگردانی در محصولات قابل معامله، سرمایه‌ی کافی، ترجیحات ناشر، قابلیت‌های عملیاتی و کارکنان انتخاب می‌شوند.

اگر بازارگردان پیشرو حداقل الزامات عملکردی را طی یک ماه رعایت نکند کارمزدها و اعتبارات به حالت استاندارد بر می‌گردند، به عبارت دیگر تخفیف‌ها لغو می‌شوند.



برنامه تشویقی بازارگردان پیشرو^۱ طرحی پاداش محور است که بر اساس آن بازارگردان پیشرو شرکت‌کننده در این برنامه در اوراق بهاداری که به وی تخصیص یافته، با افزایش نقدشوندگی تخفیف بالاتر و با کاهش نقدشوندگی کارمزدهای کمتری دریافت می‌کند. همچنین بابت شرکت بازارگردان پیشرو در مرحله‌ی حراج پایانی، هیچ‌گونه کارمزدی به وی پرداخت نمی‌شود.

در جدول زیر کارمزدها و تخفیف‌های طرح بازارگردان پیشرو ارایه شده است:

جدول ۱۷: کارمزدها و تخفیف‌های برنامه تشویق بازارگردان پیشرو (نرخ دلار)

محدوده میانگین حجمی تلفیقی روزانه	تخفیف افزودن نقدشوندگی	کارمزد کاهش نقدشوندگی	کارمزد حراج پایانی
کمتر از یک میلیون ورقه	(۰/۰۰۴۵)	۰/۰۰۲۵	مجانی
۱-۵ میلیون ورقه	(۰/۰۰۴۰)		
بیش از ۵ میلیون ورقه	(۰/۰۰۳۵)		

همان‌طور که در جدول فوق مشاهده می‌کنید در این برنامه مقدار تخفیف بر اساس حجم معاملات محصول قابل معامله تعیین می‌شود و تخفیف‌ها به صورتی تعیین شده‌اند که برای محصولات قابل معامله‌ای که حجم معاملات کمتری دارند تخفیف‌های بالاتری در نظر گرفته شده است؛ به عبارت ساده‌تر، رابطه معکوسی بین حجم معاملات محصول قابل معامله و تخفیفی که بورس تعیین کرده است وجود دارد.

در این برنامه علاوه بر تخفیف‌هایی که در جدول بالا ارایه شده است، تخفیف‌های دیگری نیز برای بازارگردانان فعال در اوراق بهادار خاصی که بورس بتس تعیین می‌کند در نظر گرفته شده است. این تخفیف‌های برای افزایش نقدشوندگی پرداخت می‌شود. بر اساس این برنامه، اگر بازارگردان حداقل الزامات عملکردی را طی ماه برای هر ورقه بهاداری که در بورس بتس پذیرفته شده و بازارگردانی آن را بر عهده دارد رعایت کرده باشد، به ازای هر ورقه یک اعتبار دریافت خواهد کرد.

جدول ۱۸: اعتبارها و تخفیف‌های برنامه تشویق بازارگردان پیشرو (نرخ دلار)

ردیف ۴	ردیف ۳	ردیف ۲	ردیف ۱	
۲۵۰	۱۵۰	۱۰۰	۵۰	تعداد اعتبارهای مورد نیاز
(۰/۰۰۰۴)	(۰/۰۰۰۳)	(۰/۰۰۰۲)	(۰/۰۰۰۱)	تخفیف افزوده برای اوراق بهادار تعیین شده (به ازای هر سهم)

تمامی تخفیف‌هایی که در جدول بالا ارایه شد، به صورت افزوده یا تجمعی هستند، یعنی به تخفیف‌هایی که بازارگردان آن‌ها را کسب کرده است اضافه می‌شوند.

برنامه رقابتی نقدکننده برای محصولات قابل معامله

^۱ Lead Market Maker Incentive Program



بورس بتس برای افزایش نقدشوندگی محصولات قابل معامله برنامه مکملی را علاوه بر طرح تشویقی بازارگردان پیشرو طراحی کرده است. ناشر می‌تواند از مزایای طرح نقدکننده‌ی رقابتی علاوه بر طرح تشویقی بازارگردان پیشرو برای جذب نقدشوندگی در محصولات قابل معامله در بورس بهره‌مند شود.

محصول قابل معامله تا زمانی که حجم تلفیقی معاملات روزانه آن کمتر از یک میلیون سهم است برای این برنامه واجد شرایط است. همچنین محصولات قابل معامله صرف‌نظر از حجم تلفیقی معاملات روزانه تا شش ماه پس از پذیرفته شدن در بورس می‌توانند در این برنامه شرکت کنند.

این برنامه از دو طریق به جذب بازارگردانان می‌پردازد:

اول: با ارایه مجوز به چندین بازارگردان برای مشارکت در بازارگردانی یک محصول قابل معامله در بورس باعث می‌شود حضور بازارگردان برای اجرای فعالیت بازارگردانی تسهیل شود. این امر با تقسیم سرمایه‌ی اولیه مورد نیاز برای بازارگردانی میان همه‌ی بازارگردانان صورت می‌گیرد که به نوبه خود می‌تواند ریسک‌های مترتب بر هر بازارگردان را کاهش می‌دهد. به عنوان مثال، اگر برای بازارگردانی محصول قابل معامله‌ای به ۵ میلیون دلار سرمایه اولیه نیاز باشد و چهار بازارگردان به این محصول تخصیص یافته باشند، هر یک ملزم به ارائه ۱/۲۵ میلیون دلار خواهند بود.

دوم: در این برنامه برای مشارکت‌کنندگان که به ارائه نقدشوندگی می‌پردازند پاداش نقدی در نظر گرفته شده است. این پاداش نقدی از طرف ناشر تعیین و پرداخت خواهد شد و می‌تواند مبلغی بین ۲۰ تا ۴۰۰ دلار امریکا باشد.

مبلغ پاداش نقدی بین دو نقدکننده‌ی برتر در طرف خرید^۱ و طرف فروش^۲ تقسیم خواهد شد. نقدکننده‌ی اول در هر طرف ۶۰ درصد و نقدکننده دوم ۴۰ درصد مبلغ پاداش را دریافت خواهد کرد. به‌طور مثال اگر مبلغ پاداش نقدی مبلغ ۲۰۰ دلار باشد، ۱۰۰ دلار برای نقدکننده‌های در طرف خرید و ۱۰۰ دلار برای نقدکننده‌های در طرف فروش تخصیص می‌یابد. نقدکننده‌ی که رتبه اول را طرف خرید کسب کرده است ۶۰ دلار و نقدکننده‌ی که رتبه دوم را در خرید کسب کرده است مبلغ ۴۰ دلار دریافت خواهد کرد. این فرآیند برای طرف فروش عیناً تکرار می‌شود.

نقدکننده‌ی اول و دوم برای یک محصول قابل معامله در بورس بر اساس تعداد اعتبارهایی که در تست اندازه رویداد بین ساعات ۹:۲۵ تا ۱۶:۰۵ کسب می‌کند، مشخص می‌شود. نحوه دریافت اعتبار و چگونگی انجام تست اندازه رویداد دقیقاً مشابه فرآیند یادشده در بخش اوراق بهادار بورس بتس (برنامه رقابتی نقدکننده‌ها) است. برای برنده‌شدن در تست اندازه رویداد الزاماتی بدین شرح وجود دارد:

۱. نقدکننده برای برنده‌شدن در هر طرف باید حداقل مظنه‌گذاری به اندازه ۵۰۰ سهم داشته باشند؛
۲. نقدکننده باید برای برنده‌شدن در یک‌طرف (خرید یا فروش)، حداقل یک گردش یا ۱/۲ درصد مظنه همان طرف را در طرف دیگر مظنه قرار دهد. به‌طور مثال، اگر تأمین‌کننده به اندازه‌ی ۱۰۰۰ سهم در خرید مظنه

¹ Bid Side

² Offer Side



گذاشته و بخواهد برنده طرف خرید باشد، باید حداقل ۱۲ مظنه یا یک گرد فال هر کدام که بزرگتر است در طرف فروش بگذارد؛

۳. تنها مظنه‌هایی با اندازه گرد فال در این برنامه محاسبه می‌شوند. مبلغی که به عنوان پاداش برای نقدکننده‌ها در نظر گرفته شده به‌صورت روزانه خواهد بود و در هر روز نقدکننده در اوراق بهاداری که به او تخصیص یافته باید برای دریافت آن با سایر نقدکننده‌ها رقابت کند. نقدکننده می‌تواند به ازای برنده‌شدن در هر یک از اوراقی که بازارگردانی آن را بر عهده دارد مبلغ پاداش را دریافت کند.



فصل دوم

بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران



مقدمه

مطابق با قوانین و مقررات بورس، بازارگردانی به مجموعه فعالیت‌هایی اطلاق می‌شود که با هدف تنظیم عرضه و تقاضا، تحدید دامنه‌ی نوسان قیمت و افزایش نقدشوندگی سهام صورت می‌گیرد و بازارگردان شخصی است که طبق قانون بازار اوراق بهادار و با مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق ناشر معینی را بازارگردانی می‌کند. بازارگردانی سهام در بورس تهران با ابلاغ «دستورالعمل بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۸» آغاز شد. فعالیت بازارگردانی اوراق بهادار با ابلاغ دستورالعمل یادشده، به دلیل شرایط راکد و نزولی بازار سهام در آن سال‌ها، از سوی سهامداران عمده‌ی شرکت‌ها و نهادهای مالی مورد استقبال مناسبی قرار گرفت. بهبود شرایط بازار از یک سو و وجود برخی کاستی‌ها در محتوای دستورالعمل و نحوه‌ی اجرای آن از سوی دیگر موجب شد تعداد درخواست‌ها برای بازارگردانی سهام در بازار کاهش یابد، به طوری که در زمان تهیه‌ی این بخش از گزارش، تعداد سهامی که در چارچوب دستورالعمل فعالیت بازارگردانی مصوب سال ۱۳۸۸ بازارگردانی می‌شوند، به صفر نزدیک شده است. در سال ۱۳۹۳، سازمان بورس و اوراق بهادار با هدف حمایت از سرمایه‌گذاران، بهبود نقدشوندگی در چارچوب توسعه‌ی فعالیت بازارگردانی، اقدام به معرفی صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی بر اساس دستورالعمل بازارگردانی مصوب سال ۱۳۸۸ کرد. به دلیل آشنایی فعالان و نهادهای مالی با سازوکار متداول صندوق‌های سرمایه‌گذاری (اعم از مشترک و قابل معامله)، صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی مورد استقبال قرار گرفت، به طوری که تعداد درخواست‌های فعالیت در این بخش افزایش درخور توجهی یافت. مطابق با اساسنامه‌ی این صندوق‌ها، هدف آن‌ها جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران و اختصاص آن‌ها به خرید انواع اوراق بهادار تحت قرارداد بازارگردانی است. صندوق‌های اختصاصی برای بازارگردانی سهام شرکت‌های ناشر راه‌اندازی شده‌اند و فعالیت بازارگردانی سایر ابزارهای مالی مانند صندوق‌های قابل معامله، اوراق بهادار تأمین مالی مانند اوراق مشارکت، انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) و اوراق خزانه‌ی اسلامی توسط سایر بازارگردانان انجام می‌شود. در گزارش حاضر، عملکرد صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی در کاهش نوسانات قیمتی سهام و افزایش نقدشوندگی با محاسبه‌ی انحراف معیار و درصد گردش حجمی و ارزشی تمامی اوراق بهاداری که از طریق این صندوق‌ها بازارگردانی شده‌اند، مورد بررسی قرار گرفته است. برای ارزیابی اطلاعات به صورت مقایسه‌ای، نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت در دوره‌ی بازارگردانی با دوره‌ی کاملاً برابر قبل از آن و همچنین درصد گردش حجمی و ارزشی هر شرکت و صنعت آن در هر دو دوره، محاسبه شده است. علاوه‌براین، عملکرد بازارگردانان فعال در صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله نیز مورد مطالعه قرار گرفته است. با محاسبه‌ی درصد تفاوت بین قیمت ابطال و قیمت پایانی واحدهای هر صندوق در بازه‌های نیم، یک، دو و پنج درصدی، عملکرد هر یک از بازارگردانان را در افزایش نقدشوندگی و بهبود کیفیت معاملات واحدهای این صندوق‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. در نهایت نیز با استناد به مطالعات انجام‌شده بر روی سازوکارهای مختلف بازارگردانی در بورس‌های منتخب، کسب نظرات از خبرگان و فعالان بازار و همچنین شناسایی مشکلات موجود، پیشنهادهایی برای بهبود صنعت بازارگردانی در بورس ارائه شده است.



۱- صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی در بورس تهران

پس از کسب تجربیات مناسب از اجرای فعالیت‌های بازارگردانی در چارچوب دستورالعمل مصوب ۱۳۸۸، سازمان بورس و اوراق بهادار برای تقویت اهداف بازارگردانی (شامل حمایت از سرمایه‌گذاران و حفظ تمامیت بازار در مقابله با نوسانات و شوک‌های قیمتی) نهاد مالی جدیدی را با عنوان صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی بر اساس دستورالعمل یادشده به بازار معرفی کرده و اساسنامه و امیدنامه‌ی آن را در تاریخ ۱۳۹۳/۰۳/۱۷ به تصویب رساند. این صندوق‌ها با هدف بازارگردانی مجموعه‌ای از سهام اعلام‌شده در امیدنامه در بورس و فرابورس ایران معرفی شدند. مطابق اساسنامه‌ی مصوب، هدف از تشکیل صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی، جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران و اختصاص آن‌ها به خرید انواع اوراق بهادار موضوع فعالیت به منظور انجام تعهدات بازارگردانی اوراق بهادار مشخص طبق امیدنامه، بهره‌گیری از صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس و تأمین منافع سرمایه‌گذاران است. این نوع صندوق‌ها به غیر از سهام و حق تقدم موضوع بازارگردانی، مجاز به سرمایه‌گذاری در سایر سهام و حق تقدم خرید سهام نیستند و صرفاً در راستای اجرای تعهدات و مدیریت نقدینگی دارایی‌های خود در سپرده‌های بانکی و اوراق بهادار با درآمد ثابت (با ویژگی‌های معین‌شده) سرمایه‌گذاری می‌کنند. این صندوق‌ها مجاز هستند که در قبال دریافت کارمزد، در تعهد پذیره‌نویسی یا تعهد خرید اوراق بهادار موضوع بازارگردانی مشارکت کنند.

این صندوق‌ها نیز مانند سایر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مجموعه‌ای از ریسک‌ها شامل ریسک کاهش ارزش دارایی‌های صندوق، ریسک نکول سایر اوراق بهادار موجود در صندوق (مانند اوراق با درآمد ثابت)، ریسک نوسان بازده بدون ریسک و ریسک نقدشوندگی واحدهای ابطال شده را برای دارندگان واحدهای صندوق به همراه دارند. مطابق مصوبه سازمان، صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی می‌توانند بابت معاملات خود از تخفیف تا سقف ۸۰ درصد سایر کارمزدها (شامل کارمزد شرکت بورس اوراق بهادار تهران، شرکت مدیریت فناوری بورس تهران و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه) بهره‌مند شوند. این مزیت با هدف رونق فعالیت بازارگردانی و رشد و توسعه‌ی کیفی بازار در نظر گرفته شده است. لازم به ذکر است مطابق اساسنامه، حداقل سرمایه برای شروع دوره‌ی فعالیت صندوق‌های یادشده باید حداقل پنج میلیارد تومان و یا یک در هزار ارزش بازار کل سهام شرکت‌های موضوع فعالیت بازارگردانی هر کدام بیشتر باشد، است.

در ادامه گزارش اطلاعات مربوط به تعهدات صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی برای هر یک از سهام شرکت‌های منتخب از امیدنامه‌ی آن‌ها که تا تاریخ تهیه گزارش در سایت بارگذاری شده بود، ارائه شده است. برای بررسی روند نوسانات قیمتی آن دسته از شرکت‌هایی که سهام آن‌ها توسط این نهاد مالی مورد بازارگردانی قرار گرفته است، شاخص قیمت و بازده نقدی برای هر شرکت از ابتدای دوره‌ی بازارگردانی تا ابتدای خردادماه ۱۳۹۵ محاسبه و با شاخص قیمت و بازده نقدی صنعت مرتبط با آن شرکت در قالب نمودار مقایسه شده است. برای فراهم‌نمودن قابلیت مقایسه میان نوسانات قیمتی صنعت و شرکت، ارزش مبنای شاخص قیمت و بازده نقدی برای تمامی شرکت‌ها و صنایع در روز اول



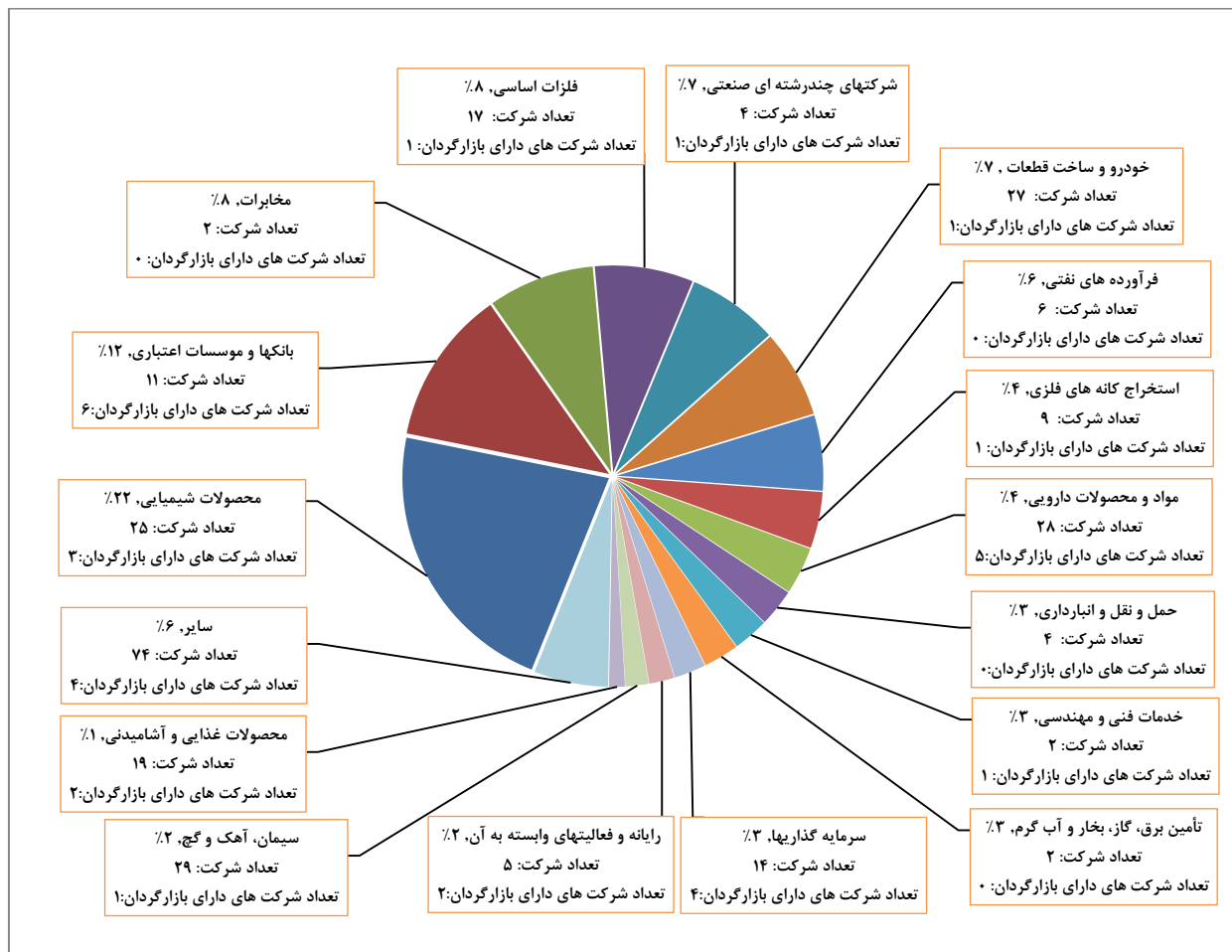
بازارگردانی، ۱۰۰ واحد در نظر گرفته شده و تغییرات دوره بر اساس آن محاسبه شده است. این نمودارها نشان می‌دهند که روند شاخص قیمت و بازده نقدی شرکت‌هایی که سهام آن‌ها بازارگردانی می‌شود تا چه میزان از شاخص صنعت انحراف دارند. در این بخش انحراف معیار^۱ شاخص قیمت و بازده نقدی سهام شرکت‌های موضوع بازارگردانی و صنایع مربوطه محاسبه شده‌اند. همچنین برای ارزیابی میزان نقدشوندگی شرکت‌هایی که توسط این صندوق‌ها بازارگردانی می‌شوند و مقایسه آن با نقدشوندگی صنعت، گردش معاملات حجمی و ارزشی از آغاز دوره‌ی بازارگردانی تا ابتدای خردادماه ۱۳۹۵ برای شرکت‌ها و صنایع محاسبه شده است. در زمان تدوین گزارش، لیست صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی فعال در بورس شامل صندوق نوین پیشرو، امید لوتوس پارسیان، گنجینه سپهر صادرات، گروه توسعه‌ی بهشهر، آرمان اعتلاء کشاورزی، بهمن گستر، مپنا آشنا، امید ایرانیان، توسعه ملی، بانک سینا، تجارت ایرانیان اعتماد، صبا نیک، آینده‌نگر توسعه سینا و ملت است.

صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی به دلیل دارا بودن از ساختار مشابه با صندوق‌های سرمایه‌گذاری، تخفیفات کارمزدی و همچنین نیاز بازار سهام به فعالیت مستمر این نهادهای مالی، مورد استقبال بازار قرار گرفته است. مطابق آخرین آمار تا پایان سال ۱۳۹۴ تعداد ۳۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط ۱۴ صندوق، بازارگردانی می‌شوند. در این میان ۵۰ درصد از صندوق‌های بازارگردانی بیش از یک شرکت را بازارگردانی می‌کنند. همچنین شرکت‌هایی مانند بانک ملت، بانک تجارت، بانک اقتصاد نوین و توسعه‌ی صنایع بهشهر توسط دو صندوق اختصاصی، بازارگردانی می‌شوند. رسم توضیحی زیر سهم صنایع بورسی از ارزش کل بازار بورس اوراق بهادار را در پایان سال ۱۳۹۴ نشان می‌دهد. همچنین تعداد شرکت‌های بورسی حاضر در هر صنعت و تعداد شرکت‌هایی که از بازارگردانی صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی برخوردار هستند، ارایه شده است. با توجه به اطلاعات ارایه‌شده می‌توان گفت فعالیت بازارگردانی در صنایع مختلف بورسی به طور مناسب توزیع نشده است. به عبارتی در برخی از صنایع، حضور بازارگردانان در خور ملاحظه بوده و در بسیاری از صنایع کمتر از یک شرکت بازارگردانی می‌شود. به عنوان مثال، بیش از ۵۴ درصد از شرکت‌های حاضر در صنعت بانک و مؤسسات اعتباری (که با ۱۱ شرکت حدود ۱۲ درصد از ارزش بازاری بورس را در اختیار دارد)، از بازارگردان برخوردار هستند. این در حالی است که در صنعت محصولات شیمیایی با ۲۵ شرکت پذیرفته‌شده و سهم ۲۲ درصدی از ارزش بازار، صرفاً ۳ شرکت از بازارگردان برخوردار هستند. علاوه بر این، در صنعت فلزات اساسی با حضور ۱۷ شرکت و سهم ۸ درصدی از ارزش بازار، صنعت خودرو و ساخت قطعات با ۲۷ شرکت و در اختیار داشتن ۷ درصد از ارزش بازار و صنعت شرکت‌های چند رشته‌ی صنعتی نیز با ۴ شرکت و سهم ۷ درصدی از ارزش بازار، یک شرکت از آن‌ها مورد بازارگردانی قرار گرفته است. همچنین صنایعی مانند مخابرات با سهم ۸ درصدی از ارزش بازار، فرآورده‌های نفتی با ۶ درصد، حمل و نقل و انبارداری با ۳ درصد، بازارگردان ندارند.

^۱ Standard Deviation: در آمار، انحراف معیار به عنوان یکی از شاخص‌های پراکندگی نشان می‌دهد به طور میانگین داده‌ها چه مقدار از مقدار متوسط فاصله دارند. اگر انحراف معیار مجموعه‌ای از داده‌ها نزدیک به صفر باشد، نشانه‌ی آن است که داده‌ها نزدیک به میانگین هستند و پراکندگی اندکی دارند؛ در حالی که انحراف معیار بزرگ بیانگر پراکندگی قابل توجه داده‌ها می‌باشد.

رسم توضیحی ۱۱: نمایی از سهم هر یک از صنایع بورسی از ارزش بازاری بورس، تعداد شرکت‌های حاضر و تعداد شرکت‌های دارای

بازارگردان در هر صنعت



۱-۱- صندوق بازارگردانی نوین پیشرو

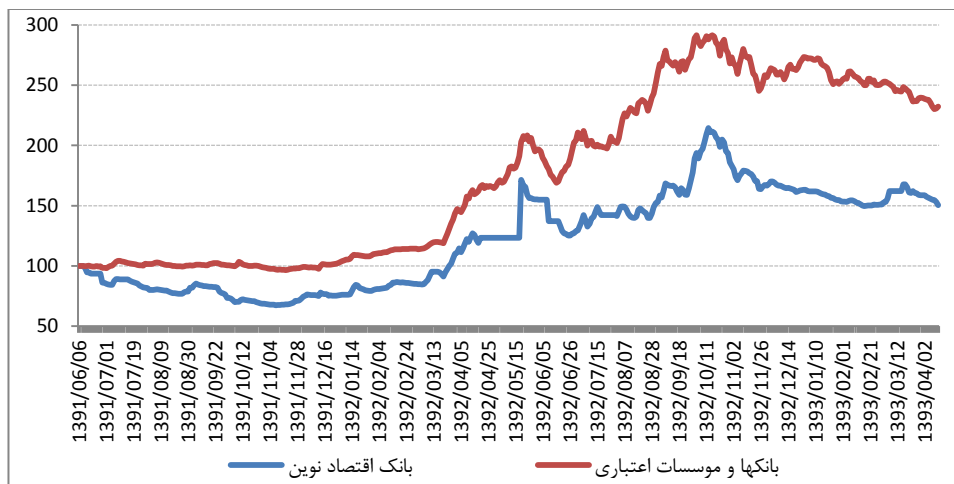
این صندوق فعالیت خود را از تاریخ ۱۳۹۳/۰۴/۱۱ با بازارگردانی سهام شرکت بانک اقتصاد نوین آغاز کرده است. تعهدات بازارگردانی صندوق مطابق امیدنامه به شرح زیر است:

۱. حداکثر دامنه مظنه ۸ درصد؛
۲. حداقل سفارش انباشته ۵۰۰,۰۰۰ سهم؛
۳. حداقل معاملات روزانه ۱,۰۰۰,۰۰۰ سهم.

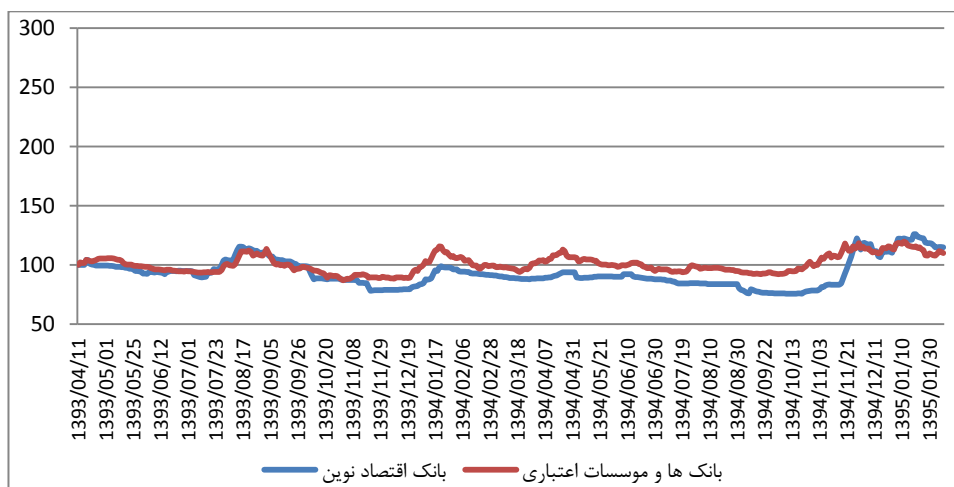
نمودارهای زیر روند حرکتی شاخص قیمت و بازده بانک اقتصاد نوین و صنعت بانکها و مؤسسات اعتباری را برای دوره‌ی قبل از آغاز بازارگردانی و دوره‌ی پس از آن نشان می‌دهد. گردش معاملات حجمی و ارزشی بانک و صنعت در دوره‌ی بازارگردانی نسبت به دوره‌ی قبل از آن کاهش نسبی داشته است. بخشی از کاهش گردش‌های حجمی و ارزشی

دوره‌های بازارگردانی در مقایسه با دوره‌های قبل از آن را می‌توان به شرایط حاکم بر بازار سرمایه در دوره‌های قبل و بعد از بازارگردانی نسبت داد. با توجه به این‌که فعالیت تمامی صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی از سال ۱۳۹۳ آغاز شد بنابراین دوره‌های بازارگردانی با سال‌های ۱۳۹۳ و ۱۳۹۴ که بورس اوراق بهادار با رکود در معاملات و کاهش قیمت‌ها همراه بود، مصادف شده است. همچنین دوره‌های قبل از آغاز بازارگردانی به سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ اشاره دارد که در آن سال‌ها بازار سرمایه از رونق مناسبی برخوردار بود.

نمودار ۲: روند شاخص بانک اقتصاد نوین و صنعت بانک و موسسات اعتباری قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی نوین پیشرو)



نمودار ۳: روند شاخص بانک اقتصاد نوین و صنعت بانک و موسسات اعتباری در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی نوین پیشرو)





بانک اقتصاد نوین				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۲۸/۵۳	۲۹/۱۹	۸/۵۵	۹/۵۶	گردش معاملات حجمی (درصد)
۲۴/۱۱	۳۴/۲۳	۷/۲۷	۹/۸۵	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۵۸	۰/۵۷	

۲-۱- صندوق بازارگردانی امید لوتوس پارسیان

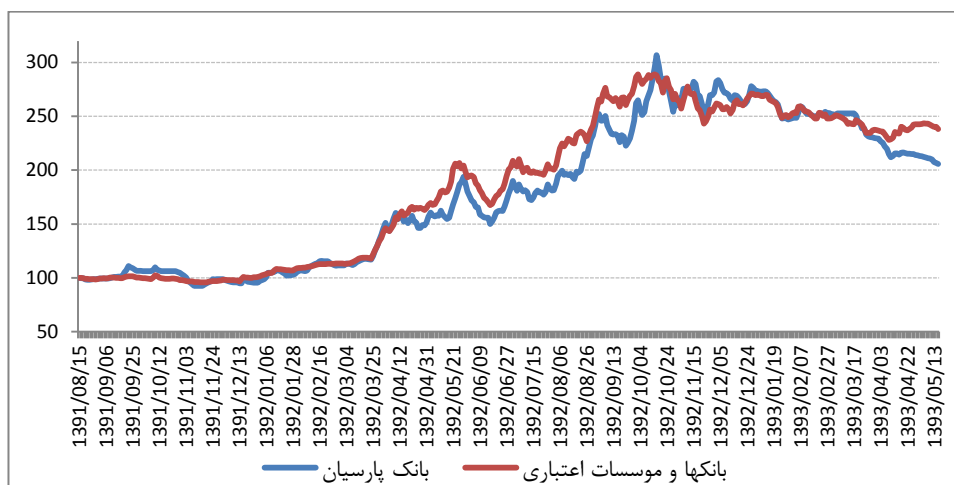
صندوق امید لوتوس در تاریخ ۱۳۹۳/۰۵/۱۵ فعالیت خود را آغاز کرده است. مطابق امیدنامه، این صندوق سهام شرکت‌های بانک پارسیان، تجارت الکترونیک پارسیان و بیمه پارسیان را بازارگردانی می‌کند. تعهدات و شرایط بازارگردانی برای این صندوق به شرح زیر است:

۱. حداکثر دامنه مظنه ۵ درصد؛
۲. حداقل سفارش انباشته ۱۰،۰۰۰ سهم؛
۳. حداقل معاملات روزانه ۵۰۰،۰۰۰ سهم.

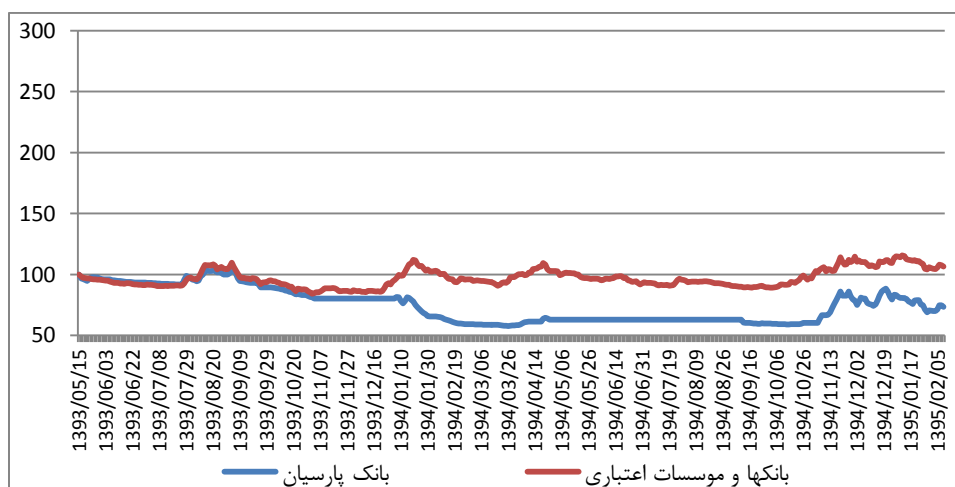
نمودارهای زیر روند حرکت شاخص قیمت و بازدهی نقدی شرکت‌ها را نسبت به صناعی که شرکت‌ها در آن فعال هستند برای دوره‌های قبل و پس از آغاز بازارگردانی نشان می‌دهد.

بررسی نمودارهای روند شاخص و همچنین نسبت انحراف معیار بانک پارسیان به صنعت آن نشان می‌دهد در دوره‌ی بازارگردانی نوسانات قیمتی بیشتر از دوره‌ی قبل بازارگردانی بوده به طوری که نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت در دوره‌ی بازارگردانی تقریباً ۲ برابر دوره‌ی قبل از آن است. علاوه بر این، گردش‌های معاملات حجمی و ارزشی شرکت در دوره‌ی بازارگردانی کاهش درخور توجهی را نسبت به دوره‌ی مشابه قبل از آن نشان می‌دهد. این در حالی است که تغییر این نسبت‌ها در دو دوره‌ی یادشده برای صنعت کمتر است. همچنین با توجه به این که نسبت متوسط تعداد سهام بانک پارسیان به صنعت برابر ۸ درصد و نسبت ارزش بازاری آن به صنعت ۱۲/۵ درصد است، کاهش در خور توجه گردش معاملات حجمی و ارزشی شرکت در دوره‌ی بازارگردانی نسبت به دوره‌ی قبل از آن جلب توجه می‌کند.

نمودار ۴: روند شاخص بانک پارسیان و صنعت بانک و موسسات اعتباری قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی امید لوتوس پارسیان)



نمودار ۵: روند شاخص بانک پارسیان و صنعت بانک و موسسات اعتباری در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی امید لوتوس پارسیان)



بانک پارسیان				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۲۷/۱۹	۲۷/۱۴	۶/۵۵	۱۶/۶۳	گردش معاملات حجمی (درصد)
۲۴/۱۴	۳۵/۱۴	۵/۹۶	۱۹/۲۶	گردش معاملات ارزشی (درصد)

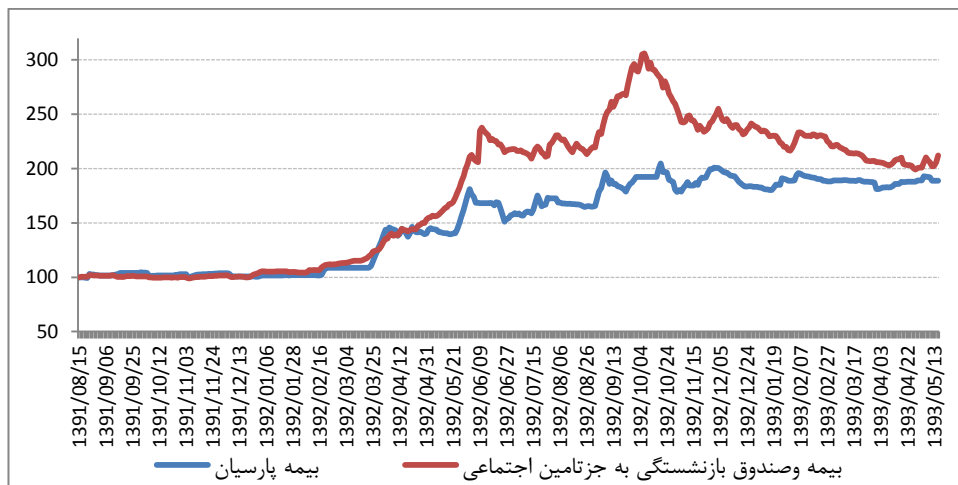
دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۹	۰/۹۷	

بررسی نمودارهای روند شاخص و نسبت انحراف معیار شرکت بیمه پارسیان به صنعت نشان می‌دهد در دوره‌ی بازارگردانی نوسانات قیمتی بیشتر از دوره‌ی قبل بازارگردانی بوده به طوری که نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت در دوره‌ی بازارگردانی بیش از ۳ برابر دوره‌ی قبل از آن است. به‌علاوه، گردش معاملات حجمی و ارزشی شرکت بیمه

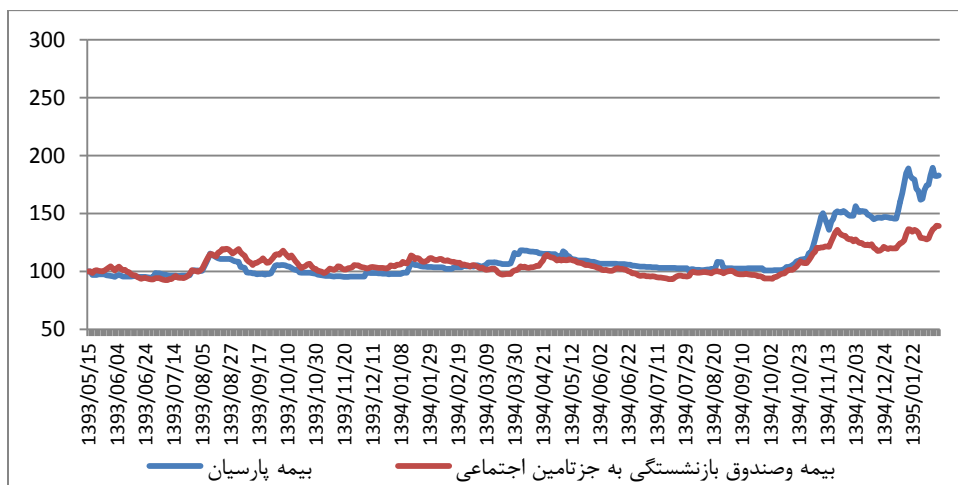


پارسیان در دوره‌ی بازارگردانی افزایش درخور توجهی را نسبت به دوره‌ی مشابه قبل از آن تجربه کرده است به طوری که گردش حجمی ۷۳ درصد و گردش ارزشی ۴۴ درصد رشد داشتند. برای صنعت بیمه در دوره‌ی بازارگردانی در مقایسه با دوره‌ی قبل از آن، گردش حجمی و ارزشی کاهش یافته است.

نمودار ۶: روند شاخص بیمه پارسیان و صنعت بیمه قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی امید لوتوس پارسیان)



نمودار ۷: روند شاخص بیمه پارسیان و صنعت بیمه در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی امید لوتوس پارسیان)

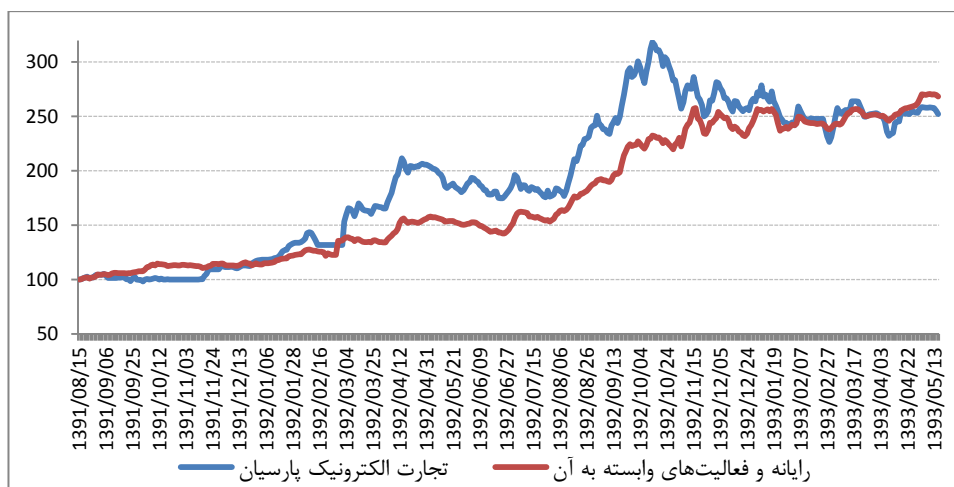


بیمه پارسیان				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۳۱/۴۲	۳۴/۵۱	۱۵/۲۶	۸/۸۳	گردش معاملات حجمی (درصد)
۲۹/۹۷	۳۹/۶۸	۱۳/۶۳	۹/۴۸	گردش معاملات ارزشی (درصد)

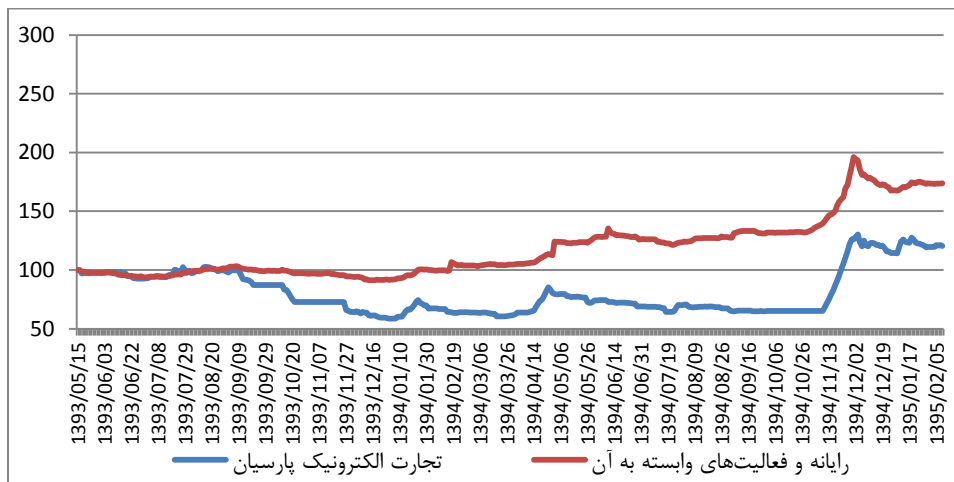
دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۹۷	۰/۶۰	

مقایسه نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت در دوره‌ی بازارگردانی شرکت تجارت الکترونیک پارسین با دوره‌ی قبل از آغاز نشان می‌دهد این نسبت حدود ۳۴ درصد کاهش یافته است که این موضوع نشان می‌دهد روند شاخص قیمت و بازده شرکت بعد در دوره‌ی بازارگردانی، نوسان کمتری نسبت به روند شاخص صنعت داشته است. این موضوع نشان می‌دهد صندوق اختصاصی بازارگردانی امید لوتوس پارسین در کاهش نوسان قیمتی سهام شرکت عملکرد مناسبی داشته است. در دوره‌ی بازارگردانی گردش معاملات حجمی و ارزشی شرکت و صنعت کاهش قابل توجهی نسبت به دوره‌ی قبل از آن داشته است به طوری که در دوره‌ی بازارگردانی، گردش حجمی و ارزشی شرکت به ترتیب ۷۵ و ۸۱ درصد و صنعت نیز ۵۲ و ۷۵ درصد در مقایسه با دوره‌ی قبل از آن کاهش یافته است.

نمودار ۸: روند شاخص شرکت تجارت الکترونیک پارسین و صنعت رایانه قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی امید لوتوس پارسین)



نمودار ۹: روند شاخص شرکت تجارت الکترونیک پارسین و صنعت رایانه در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی امید لوتوس پارسین)





تجارت الکترونیک پارسیان				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۲۶/۸۵	۵۶/۱۶	۲۲/۷۸	۹۲/۵۱	گردش معاملات حجمی (درصد)
۱۱/۱۱	۴۵/۳۰	۱۸/۸۷	۹۷/۶۶	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۰/۷۵	۱/۱۴	

۱-۳- صندوق بازارگردانی گنجینه سپهر صادرات

این صندوق از تاریخ ۱۳۹۳/۰۶/۱۰ فعالیت خود را آغاز کرده و تنها به بازارگردانی سهام شرکت بانک صادرات ایران می‌پردازد. در امیدنامه صندوق تعهدات و شرایط بازارگردانی سهم به صورت زیر تعیین شده است:

۱. حداکثر دامنه مظنه ۵ درصد؛

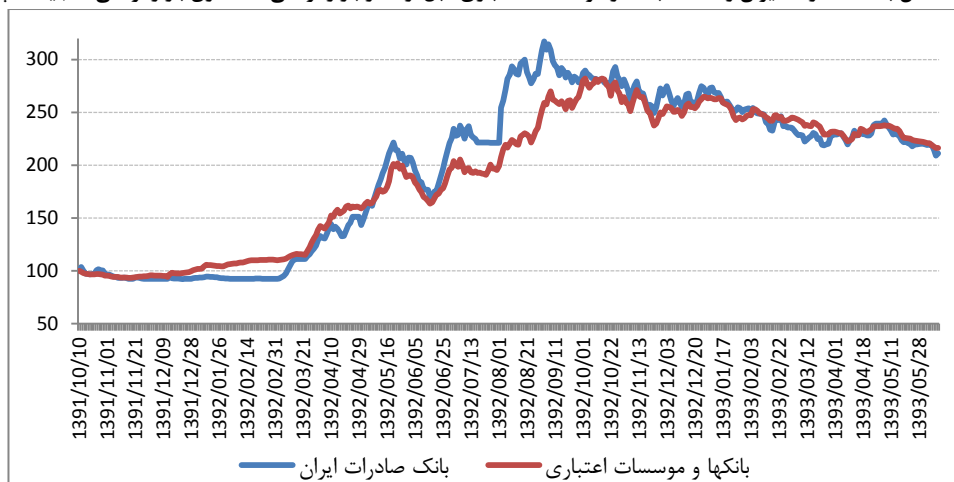
۲. حداقل سفارش انباشته ۱۰۰،۰۰۰ سهم؛

۳. حداقل معاملات روزانه معادل ۵۰ درصد حجم مبنا.

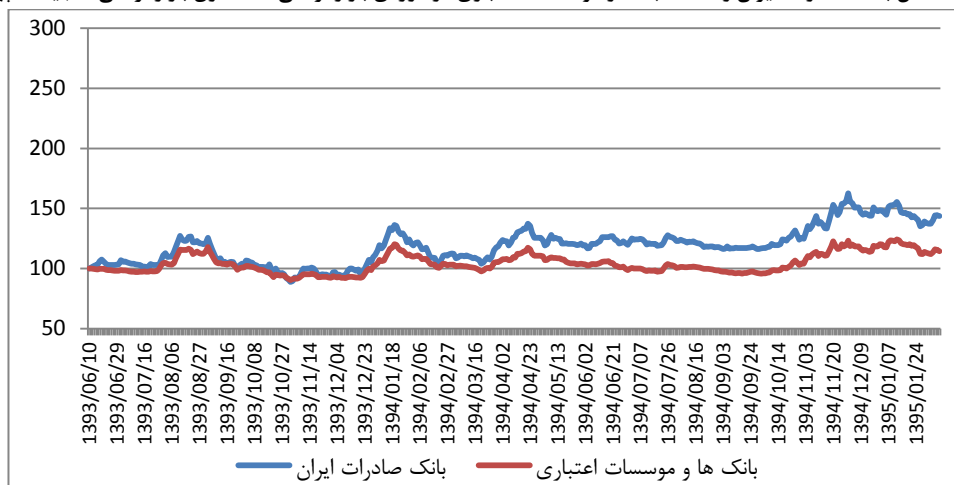
نمودارهای زیر روند شاخص قیمت و بازده بانک صادرات و صنعت بانک را برای دوره‌ی بازارگردانی و قبل از آن نشان می‌دهد. در دوره‌ی بازارگردانی، انحراف معیار قیمت سهم ۱۵/۳۷ و صنعت ۸/۰۲ است و نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت نسبت به دوره‌ی قبل از آغاز بازارگردانی، ۶۶ درصد افزایش داشته است. در دوره‌ی بازارگردانی، گردش معاملات حجمی شرکت و صنعت با افزایش جزئی و گردش ارزشی آن‌ها با کاهش نسبی مواجه شده است که این موضوع به کاهش قیمت سهام در سال‌های ۱۳۹۳ و ۱۳۹۴ به دلیل شرایط رکودی بازار مربوط می‌شود.

با توجه به این که نسبت متوسط تعداد سهام بانک صادرات به صنعت برابر ۲۳/۲۹ درصد و نسبت متوسط ارزش بازار شرکت به صنعت برابر ۱۳/۶۳ درصد است بنابراین افزایش گردش حجمی و ارزشی آن بر نسبت‌های صنعت تأثیر زیادی دارد. بهبود نسبت گردش حجمی شرکت در دوره‌ی بازارگردانی علی‌رغم شرایط رکودی حاکم بر معاملات بازار نشان از نقدشوندگی بالای سهام بانک و همچنین عملکرد مناسب بازارگردان در راستای افزایش نقدشوندگی است.

نمودار ۱۰: روند شاخص بانک صادرات ایران و صنعت بانک و موسسات اعتباری قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گنجینه سپهر صادرات)



نمودار ۱۱: روند شاخص بانک صادرات ایران و صنعت بانک و موسسات اعتباری در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گنجینه سپهر صادرات)



بانک صادرات				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۲۶/۵۷	۲۶/۵۲	۴۸/۳۸	۴۲/۲۳	گردش معاملات حجمی (درصد)
۲۴/۵۴	۳۶/۶۵	۵۱/۳۶	۶۰/۸۲	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۹۲	۱/۱۵	



۴-۱- صندوق بازارگردانی گروه توسعه‌ی بهشهر

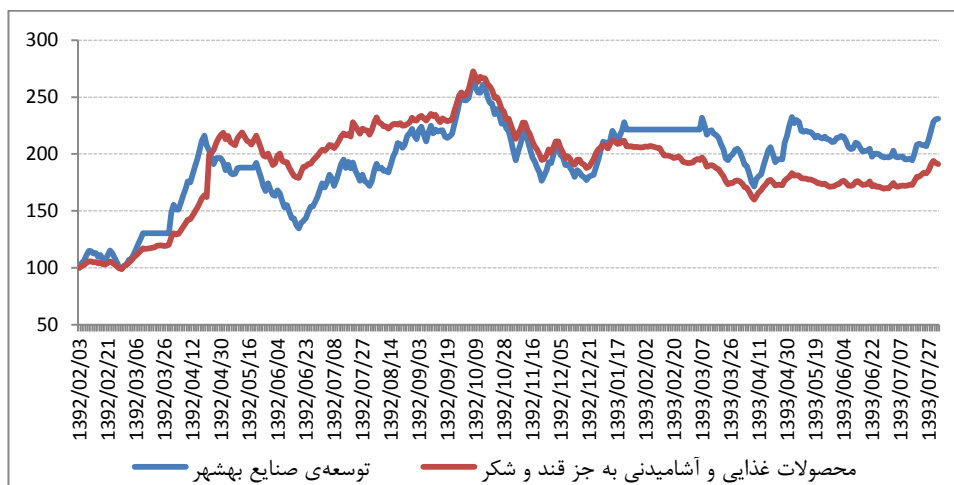
این صندوق با دریافت مجوز فعالیت خود از سازمان فعالیت خود را در تاریخ ۱۳۹۳/۰۸/۰۳ آغاز و مطابق با امیدنامه‌ی منتشره، بازارگردانی سهام شرکت‌های هلدینگ توسعه صنایع بهشهر، سرمایه‌گذاری گروه صنایع بهشهر، گل‌تاش، پاکسان، مارگارین و بانک اقتصاد نوین را بر عهده گرفته است.

۱. حداکثر دامنه مظنه ۵ درصد؛
۲. حداقل سفارش انباشته ۱۰،۰۰۰ سهم؛
۳. حداقل معاملات روزانه برای
 - شرکت هلدینگ توسعه صنایع بهشهر معادل ۵۰،۰۰۰ سهم یا حق تقدم؛
 - شرکت گروه صنایع بهشهر ایران ۲۰،۰۰۰ سهم یا حق تقدم؛
 - شرکت گل‌تاش ۱۰،۰۰۰ سهم یا حق تقدم؛
 - شرکت پاکسان ۱۰،۰۰۰ سهم یا حق تقدم؛
 - شرکت مارگارین ۲۰،۰۰۰ سهم یا حق تقدم؛
 - شرکت بانک اقتصاد نوین ۱۰۰،۰۰۰ سهم یا حق تقدم.

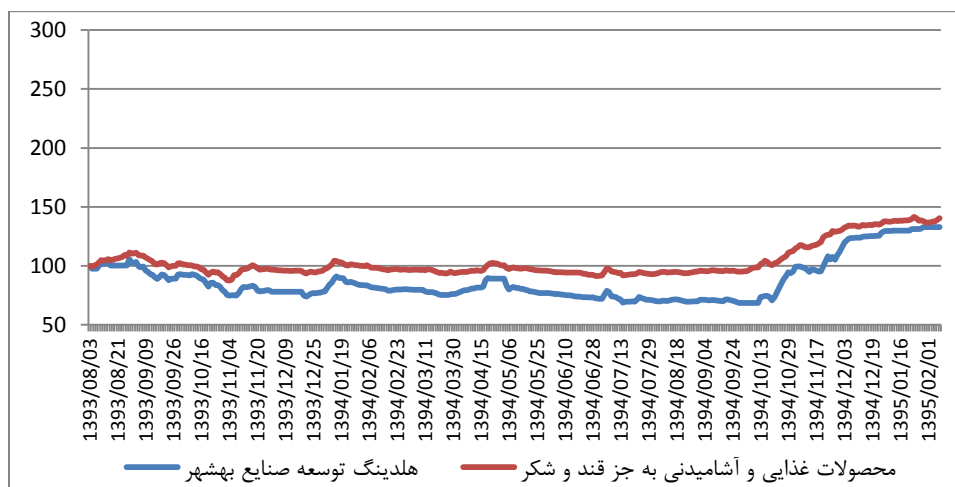
نمودارهای زیر روند شاخص شرکت‌ها و صنایع مربوط به هر یک را برای دوره‌های قبل و بعد از آغاز بازارگردانی صندوق گروه صنایع بهشهر نشان می‌دهد.

گردش‌های حجمی و ارزشی هلدینگ توسعه‌ی صنایع بهشهر در دوره‌ی بازارگردانی نسبت به دوره‌ی قبل از آن کاهش درخور ملاحظه‌ای را نشان می‌دهد به طوری که گردش حجمی ۶۶ درصد و گردش ارزشی ۸۲ درصد کاهش یافتند. گردش حجمی و ارزشی صنعت محصولات غذایی نیز در بازه‌ی یادشده، به ترتیب کاهش ۴۷ و ۷۰ درصدی را تجربه کردند. دلیل اصلی کاهش نسبت‌ها برای اکثر شرکت‌ها و صنایع در دوره‌ی بازارگردانی شرایط رکودی بازار و کاهش حجم و ارزش معاملات در دوره‌ی بازارگردانی است. نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت در دوره‌ی بازارگردانی نسبت به دوره‌ی قبل از آن حدود ۳۸ درصد رشد کرده که گویای افزایش نوسان قیمتی سهام شرکت در مقایسه با صنعت آن است.

نمودار ۱۲: روند شاخص هلدینگ توسعه صنایع بهشهر و صنعت محصولات غذایی قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گروه صنایع بهشهر)



نمودار ۱۳: روند شاخص هلدینگ توسعه صنایع بهشهر و صنعت محصولات غذایی در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گروه صنایع بهشهر)



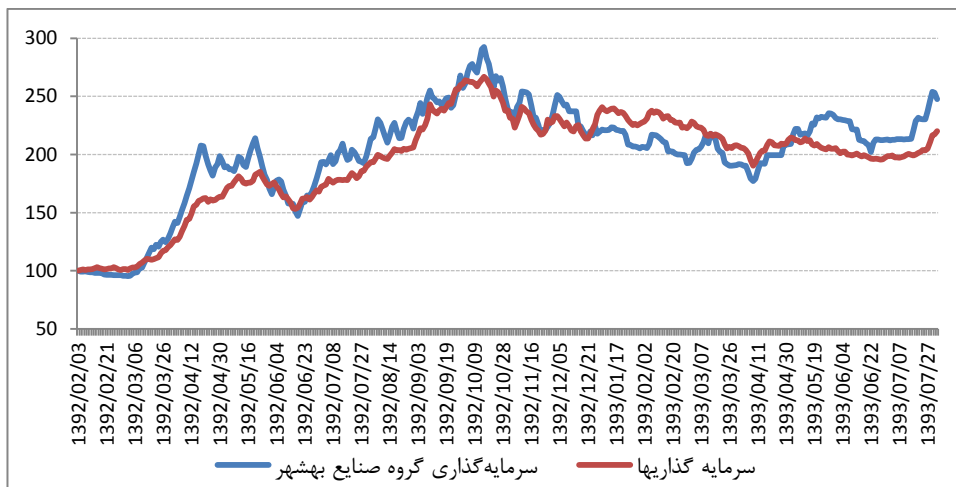
هلدینگ توسعه صنایع بهشهر				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۳۴/۶۴	۶۴/۷۹	۲۰	۵۸/۵۰	گردش معاملات حجمی (درصد)
۲۵/۱۰	۸۲/۸۴	۱۵	۸۱/۷۴	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۲۸	۰/۹۳	

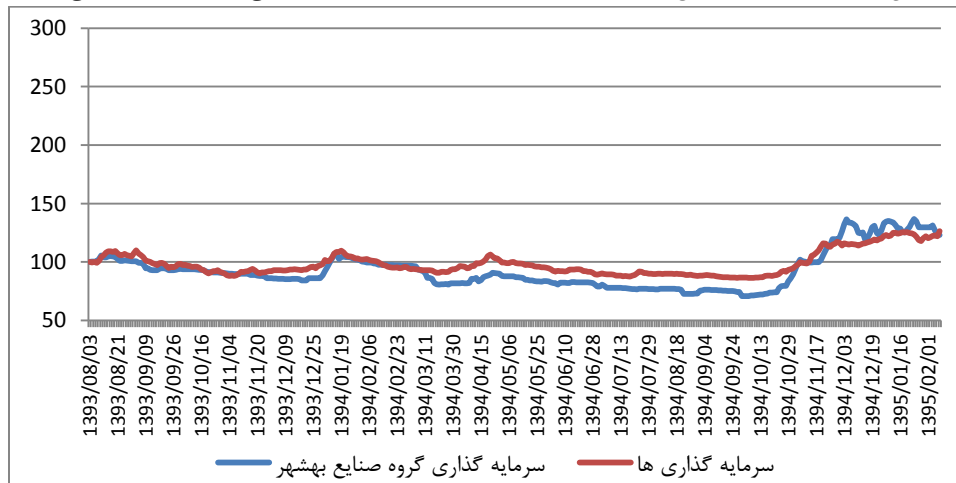
نمودارهای زیر روند شاخص شرکت گروه صنایع بهشهر و صنعت سرمایه‌گذاری‌ها را در قبل و بعد از بازارگردانی صندوق گروه توسعه‌ی بهشهر نشان می‌دهد. محاسبه‌ی گردش معاملات حجمی و ارزشی شرکت نشان می‌دهد که در دوره‌ی بازارگردانی این نسبت‌ها به شدت کاهش داشتند به طوری که گردش حجمی ۷۲ درصد و گردش ارزشی ۸۳

درصد نسبت به دوره‌ی قبل از بازارگردانی کاهش یافتند. این کاهش برای صنعت نیز وجود دارد ولی شدت کاهش آن نسبت به شرکت کمتر است.

نمودار ۱۴: روند شاخص سرمایه‌گذاری گروه صنایع بهشهر و صنعت سرمایه‌گذاری قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گروه توسعه‌ی بهشهر)



نمودار ۱۵: روند شاخص سرمایه‌گذاری گروه صنایع بهشهر و صنعت سرمایه‌گذاری در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گروه توسعه‌ی بهشهر)



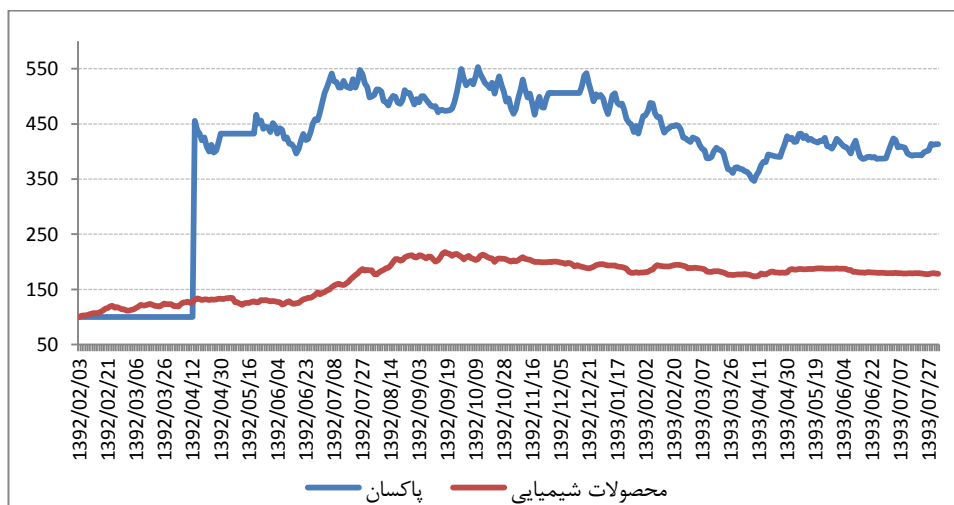
گروه صنایع بهشهر ایران				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۴۰/۲۵	۶۵/۶۴	۱۴/۰۴	۵۰/۵۰	گردش معاملات حجمی (درصد)
۴۰	۸۳/۸۴	۱۲/۶۵	۷۴	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۶۱	۱/۰۳	

همان‌طور که از نمودارهای شرکت پاکسان و صنعت محصولات شیمیایی مشاهده می‌شود در دوره‌ی قبل از بازارگردانی نوسان‌های قیمتی شرکت نسبت به صنعت در خور ملاحظه بوده به طوری که شاخص آن‌ها چند برابر شده است. اما با شروع بازارگردانی و همزمانی آن با روند نزولی بازار در نیمه دوم سال ۱۳۹۳، شاخص شرکت و صنعت روند کاهشی به خود گرفته و در دوره‌ی ده ماهه‌ی ابتدای بازارگردانی، بیش از ۴۰ درصد افت را تجربه کردند. در این دوره نسبت نوسان قیمت شرکت به صنعت در مقایسه با دوره‌ی قبل از بازارگردانی کمتر است به طوری که نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت در دوره‌ی بازارگردانی در مقایسه با دوره‌ی قبل از آن حدود ۳۹ درصد کاهش داشت. این موضوع نشان می‌دهد حضور صندوق بازارگردان گروه صنایع به‌شهر در کاهش نوسان‌های قیمتی شرکت گلتاش مؤثر بوده است.

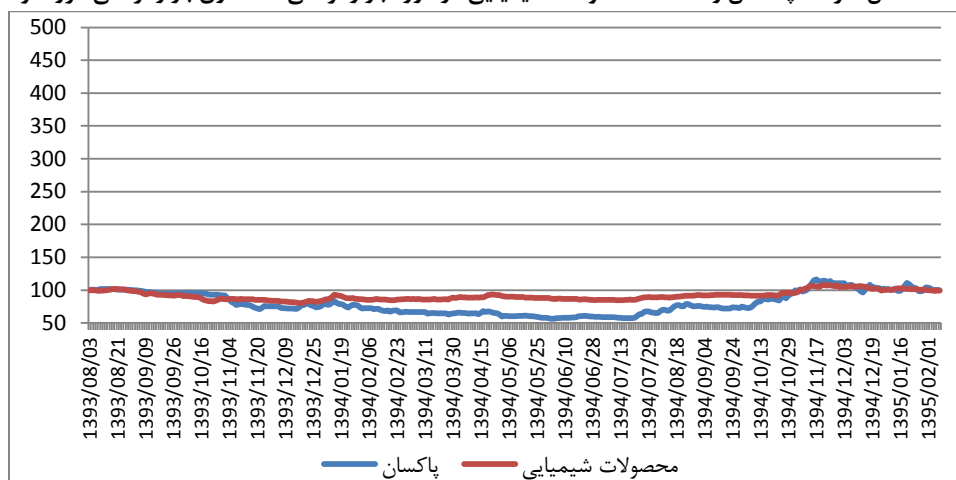
علی‌رغم این‌که گردش حجمی شرکت پاکسان در دوره‌ی بازارگردانی تفاوت اندکی با دوره‌ی قبل از آن دارد ولی به دلیل شرایط نزولی کلیت بازار در دوره‌ی بازارگردانی، گردش ارزشی بیش از ۷۷ درصد کاهش یافته است. البته کاهش بیش از ۷۰ درصدی گردش حجمی و ارزشی معاملات صنعت شیمیایی در دوره‌ی بازارگردانی در مقایسه با دوره‌ی قبل از آغاز آن نشان می‌دهد در این دوره وضعیت کل بازار از نظر حجم معاملات شرایط رکودی و از نظر ارزش معاملات نیز روند نزولی را سپری کرده است.

نمودار ۱۶: روند شاخص شرکت پاکسان و صنعت محصولات شیمیایی قبل از آغاز بازارگردانی- (صندوق بازارگردانی گروه توسعه‌ی به‌شهر)





نمودار ۱۷: روند شاخص شرکت پاکستان و صنعت محصولات شیمیایی در دوره بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گروه توسعه‌ی بهشهر)

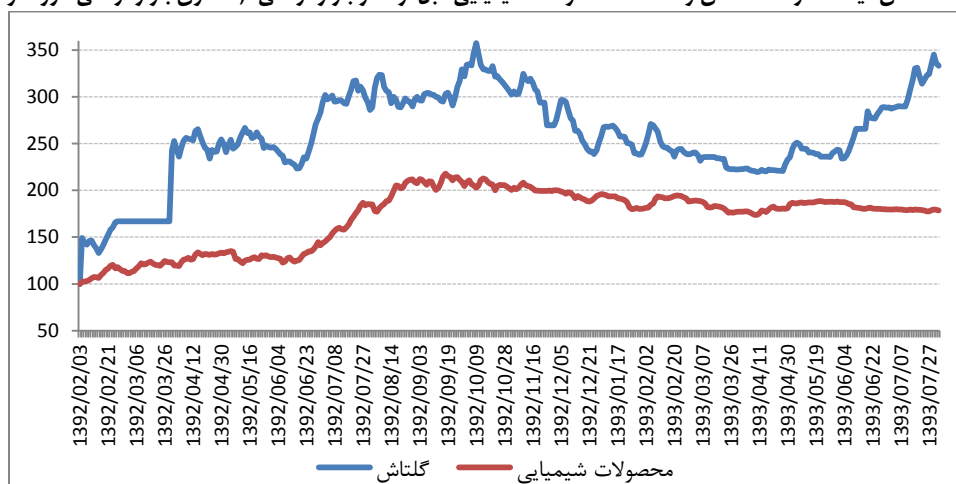


پاکسان				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۷/۲۷	۲۷	۲۷	۲۸	گردش معاملات حجمی (درصد)
۵/۳۸	۳۰/۲۱	۲۲/۷۲	۱۰/۱/۵	گردش معاملات ارزشی (درصد)

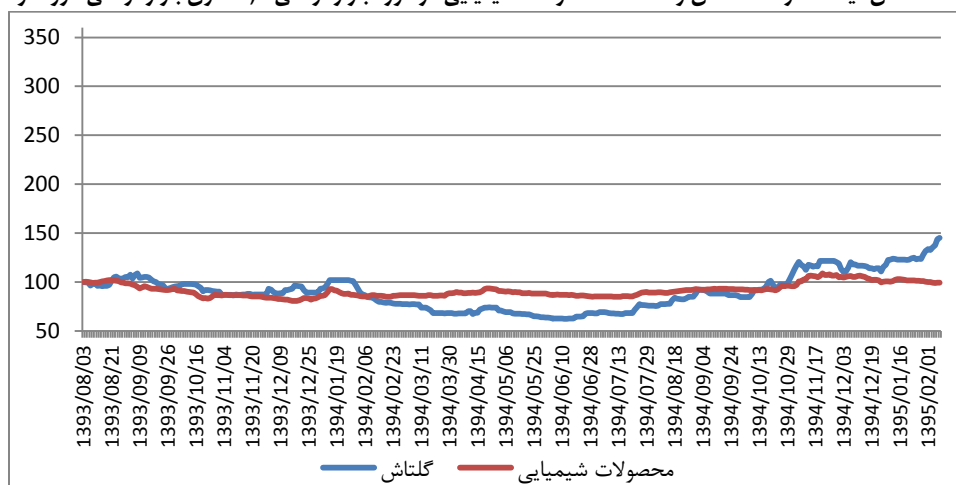
دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۲/۴۷	۴/۰۴	

نمودارهای زیر روند شاخص قیمت و بازده شرکت گلتاش و صنعت شیمیایی را برای دوره‌ی قبل از آغاز بازارگردانی و پس از آن نشان می‌دهد. نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت در دوره‌ی بازارگردانی رشد ۸۴ درصدی نسبت به دوره‌ی قبل از آن را تجربه کرده که نشان از نوسانات بیشتر سهم نسبت به صنعت در دوره‌ی بازارگردانی است. گردش معاملات حجمی و ارزشی شرکت در دوره‌ی بازارگردانی به ترتیب ۳۵ و ۵۸ درصد کاهش یافت در حالی که صنعت شیمیایی، کاهش ۷۳ و ۸۲ درصدی را تجربه کرد. مقایسه این نسبت‌ها برای دوره‌های قبل و بعد از بازارگردانی نشان می‌دهد بازارگردان توانسته است در انجام وظیفه‌ی خود برای افزایش نقدشوندگی تا حدودی موفق عمل کند.

نمودار ۱۸: روند شاخص قیمت شرکت گلناش و صنعت محصولات شیمیایی قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گروه توسعه‌ی بهشهر)



نمودار ۱۹: روند شاخص قیمت شرکت گلناش و صنعت محصولات شیمیایی در دوره بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گروه توسعه‌ی بهشهر)



گلناش				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۷/۲۷	۲۶/۹۸	۱۵/۹۸	۲۴/۴۹	گردش معاملات حجمی (درصد)
۵/۳۸	۳۰/۲۱	۱۳/۷۶	۳۳	گردش معاملات ارزشی (درصد)

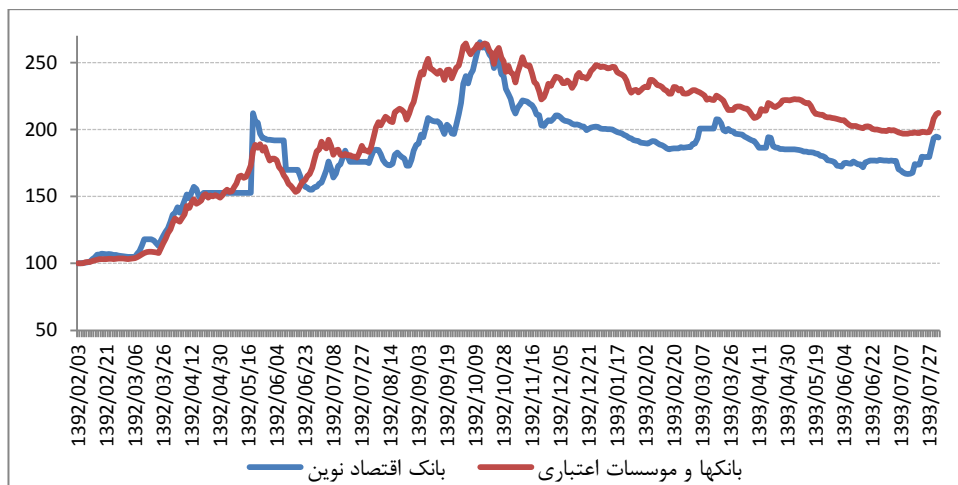
دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۲/۷۳	۱/۴۸	

شرکت بانک اقتصاد نوین از جمله شرکت‌هایی است که بیش از یک صندوق برای بازارگردانی آن از سازمان بورس و اوراق بهادار مجوز گرفته است. نگاهی به نمودارهای زیر نشان می‌دهد که نوسان‌های قیمتی شرکت نسبت به صنعت آن در دوره‌ی بازارگردانی حدود ۱/۵۷ برابر بوده و نسبت به دوره‌ی قبل از بازارگردانی حدود ۱۰۰ درصد رشد داشته است.

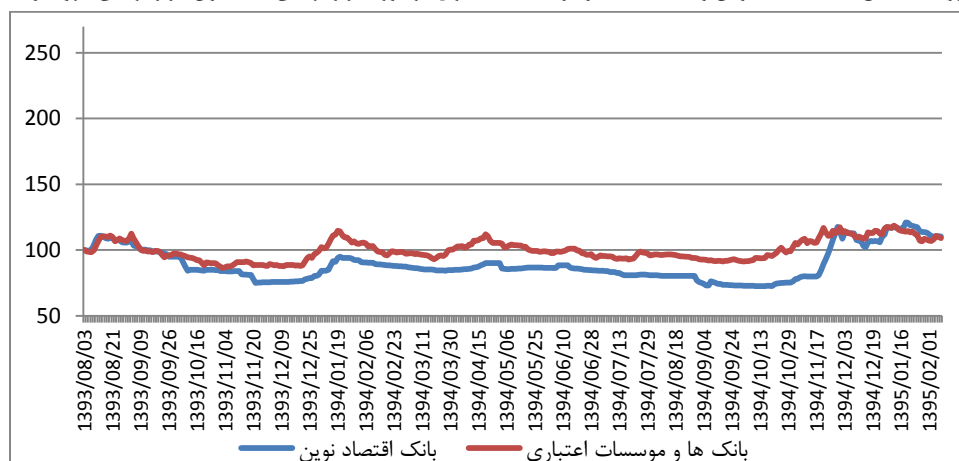


گردش حجمی و ارزشی بانک اقتصاد نوین در دوره‌ی بازارگردانی به ترتیب ۱۶ و ۴۰ درصد کاهش داشت و صنعت آن نیز رشد ۲ درصدی گردش حجمی و نزول ۳۱ درصدی گردش ارزشی را در مقایسه با دوره‌ی قبل از بازارگردانی تجربه کرد.

نمودار ۲۰: روند شاخص بانک اقتصاد نوین و صنعت بانک و موسسات اعتباری قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گروه توسعه‌ی بهشهر)



نمودار 21: روند شاخص بانک اقتصاد نوین و صنعت بانک و موسسات اعتباری در دوره بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گروه توسعه‌ی بهشهر)

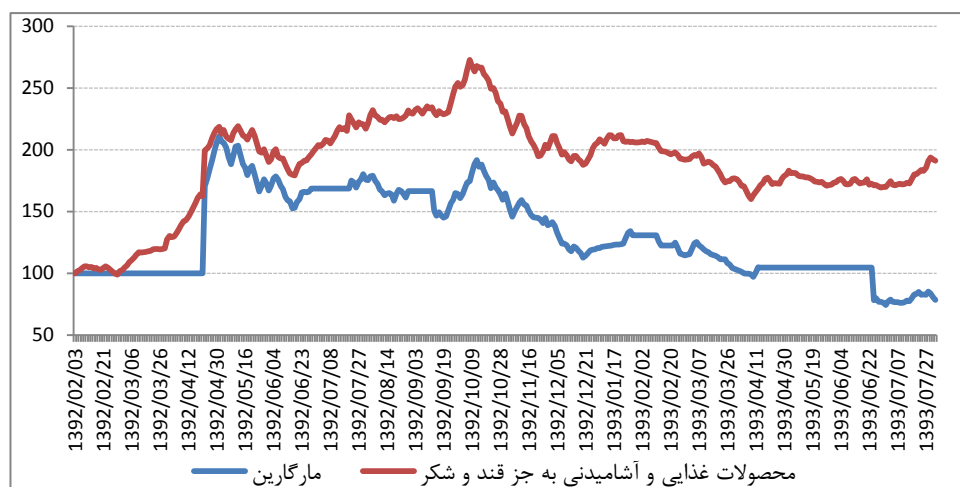


بانک اقتصاد نوین				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۲۵/۶۰	۲۴/۹۲	۶/۸۸	۸/۱۸	گردش معاملات حجمی (درصد)
۲۳/۰۹	۳۳/۳۳	۶/۰۵	۱۰/۰۴	گردش معاملات ارزشی (درصد)

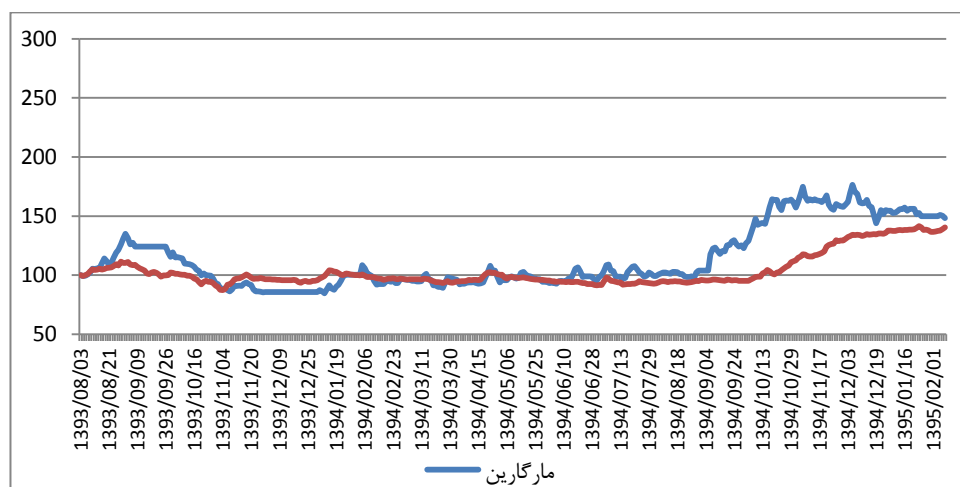
دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۵۷	۰/۷۵	

شرکت مارگارین نیز به مانند اکثر شرکت‌های مورد بررسی در دوره‌ی بازارگردان با افزایش نوسان‌های قیمتی و کاهش حجم و ارزش معاملات و در نتیجه کاهش گردش‌های معاملاتی همراه بوده است. در دوره‌ی بازارگردانی نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت دو برابر شد و گردش‌های حجمی و ارزشی شرکت در دوره‌ی بازارگردانی ۱۱ و ۴۸ درصد کاهش یافت. کاهش این دو نسبت برای صنعت در دوره‌ی بازارگردانی شدت بیشتری داشت به طوری که گردش حجمی معاملات ۴۷ درصد و گردش ارزشی ۷۰ درصد کاهش یافت. بنابراین صندوق بازارگردانی گروه توسعه‌ی بهشهر عملکرد قابل قبولی را در افزایش حجم معاملات و نقدشوندگی سهام ارایه کرده است.

نمودار ۲۲: روند شاخص شرکت مارگارین و صنعت محصولات غذایی قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گروه توسعه‌ی بهشهر)



نمودار ۲۳: روند شاخص شرکت مارگارین و صنعت محصولات غذایی در دوره بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی گروه توسعه‌ی بهشهر)





مارگارین				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۳۴/۶۴	۶۴/۷۹	۳۶/۲۵	۴۰/۸۲	گردش معاملات حجمی (درصد)
۲۵/۱۰	۸۲/۸۴	۳۷/۵۷	۷۲/۵۹	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۸۶	۰/۹۰	

۱-۵- صندوق بازارگردانی آرمان اعتلاء کشاورزی

این صندوق فعالیت خود را از تاریخ ۱۳۹۳/۰۷/۲۶ شروع و بازارگردانی سهام شرکت‌های بورسی ایران دارو، البرز دارو، سبحان دارو، شرکت سرمایه‌گذاری البرز و دارویی سبحان را بر عهده دارد. از آن جایی که سهام شرکت سبحان دارو در زمان بازارگردانی از فرابورس به بورس انتقال یافت، اطلاعات آن مورد بررسی قرار نگرفت. صندوق آرمان اعتلاء کشاورزی، بازارگردانی سهام شرکت‌های فرابورسی تولیددارو و اعتلا البرز را نیز برعهده دارد. در امیدنامه صندوق تعهدات به صورت زیر تعیین شده است:

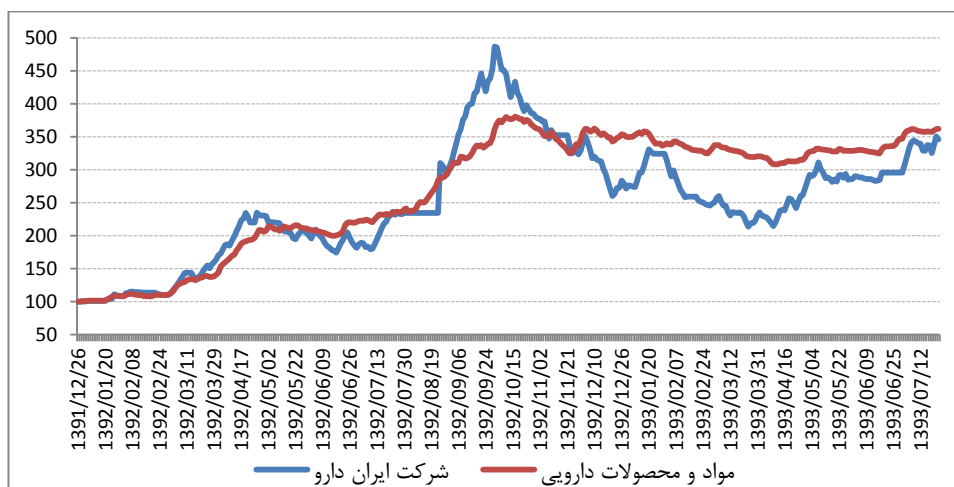
۱. حداکثر دامنه مظنه ۵ درصد؛

۲. حداقل سفارش انباشته ۱۰،۰۰۰ سهم؛

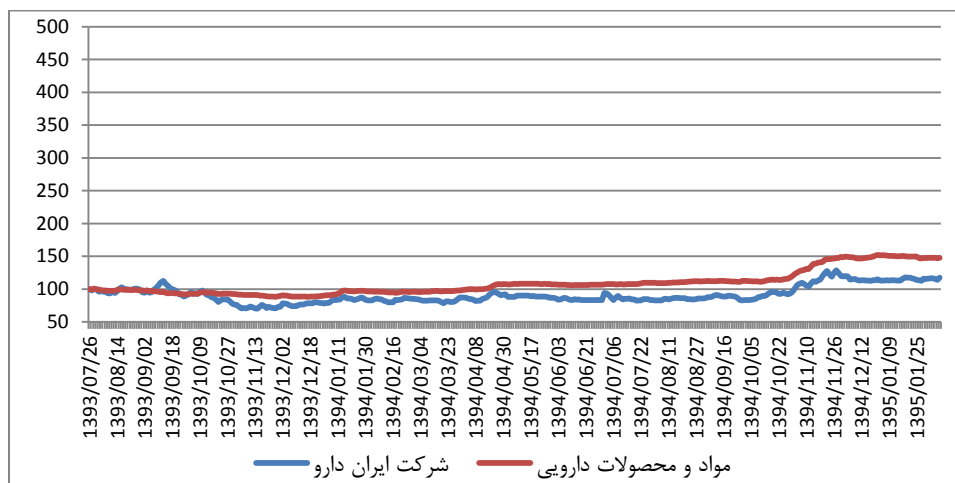
۳. حداقل معاملات روزانه برای صندوق در صورت وجود صف خرید و فروش ۲۰۰،۰۰۰ معامله.

نمودارهای زیر روند حرکت شاخص قیمت و بازده شرکت ایران دارو و صنعت آن برای دوره‌ی بازارگردانی و قبل از آن ارایه شده است. در دوره‌ی بازارگردانی میزان نوسان‌های قیمتی شرکت نسبت به صنعت حدود ۳۰ درصد نسبت به دوره‌ی قبل از آن کاهش داشت که می‌تواند ناشی از فعالیت‌های بازارگردانی صندوق باشد. در دوره‌ی بازارگردانی گردش حجمی و ارزشی شرکت و صنعت دارو کاهش داشت. برای شرکت گردش حجمی ۱۲ درصد و گردش ارزشی ۳۵ درصد و برای صنعت نیز به ترتیب ۶۱ و ۷۳ درصد در دوره‌ی بازارگردانی کاهش مشاهده می‌شود. بنابراین میزان کاهش این نسبت‌ها برای شرکت بسیار کمتر از صنعت بوده که نشان‌دهنده‌ی نقدشوندگی مناسب آن در مقایسه با کل صنعت است.

نمودار ۲۴: روند شاخص شرکت ایران دارو و صنعت دارو قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی آرمان اعتلاء کشاورزی)



نمودار ۲۵: روند شاخص شرکت ایران دارو و صنعت دارو در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی آرمان اعتلاء کشاورزی)



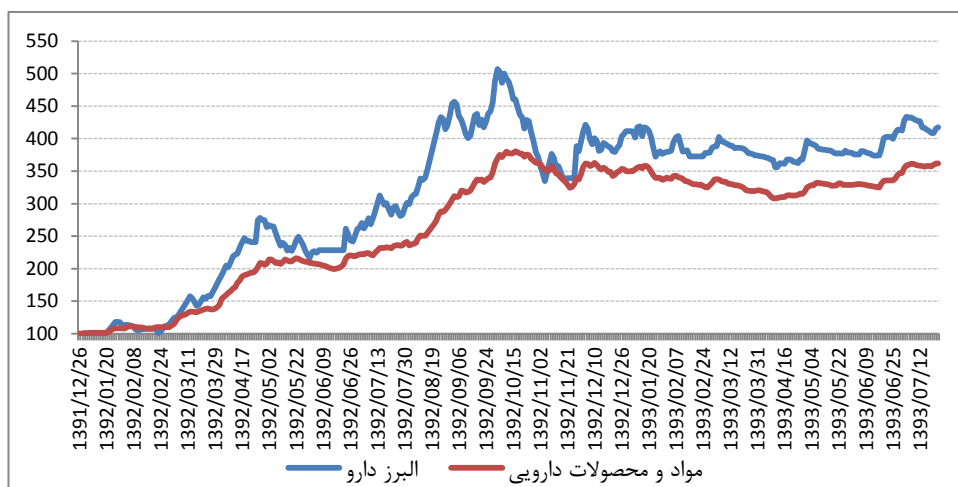
ایران دارو				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۱۳/۹۶	۳۵/۷۶	۴۵/۸۳	۵۲/۳۶	گردش معاملات حجمی (درصد)
۱۰/۲۱	۳۷/۳۵	۴۷/۲۳	۷۳/۱۲	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۰/۶۹	۰/۹۸	

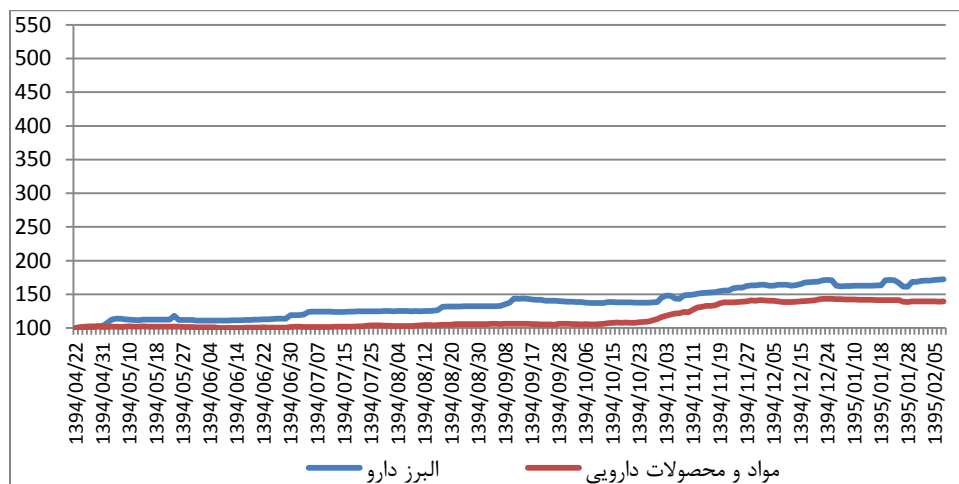
شرکت البرز دارو یکی از شرکت‌هایی است که نسبت انحراف معیار آن به صنعت بسیار بالا است. این نسبت که در دوره‌ی قبل از بازارگردانی حدود ۱/۲۳ بوده در دوره‌ی بازارگردانی به ۵/۱۶ رسیده است. افزایش بیش از ۳ برابری این نسبت نشان می‌دهد که نوسان‌های قیمتی شرکت در دوره‌ی بازارگردانی در مقایسه با صنعت افزایش یافته است. علاوه‌بر

این، گردش حجمی و ارزشی شرکت در دوره‌ی بازارگردانی کاهش قابل توجهی را تجربه کرد به طوری که به ترتیب ۸۷ و ۸۶ درصد کاهش یافتند. صنعت دارو نیز در این دوره کاهش ۶۱ درصدی گردش حجمی و ۷۳ درصدی گردش ارزشی را تجربه کرده است. این موضوع نشان می‌دهد کاهش در گردش‌های حجمی و ارزشی در شرکت البرز دارو بیشتر از صنعت دارو بوده است.

نمودار ۲۶: روند شاخص شرکت البرز دارو و صنعت دارو قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی آرمان اعتلاء کشاورزی)



نمودار ۲۷: روند شاخص شرکت البرز دارو و صنعت دارو در دوره بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی آرمان اعتلاء کشاورزی)

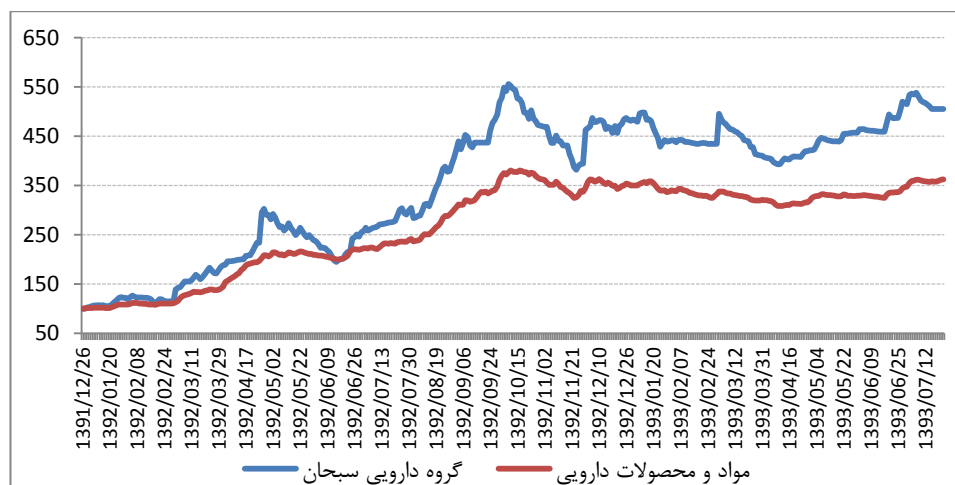




البرز دارو				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۱۳/۹۶	۳۵/۷۶	۵/۵۰	۴۱/۹۷	گردش معاملات حجمی (درصد)
۱۰/۲۱	۳۷/۳۵	۸/۱۶	۵۶/۶۷	گردش معاملات ارزشی (درصد)

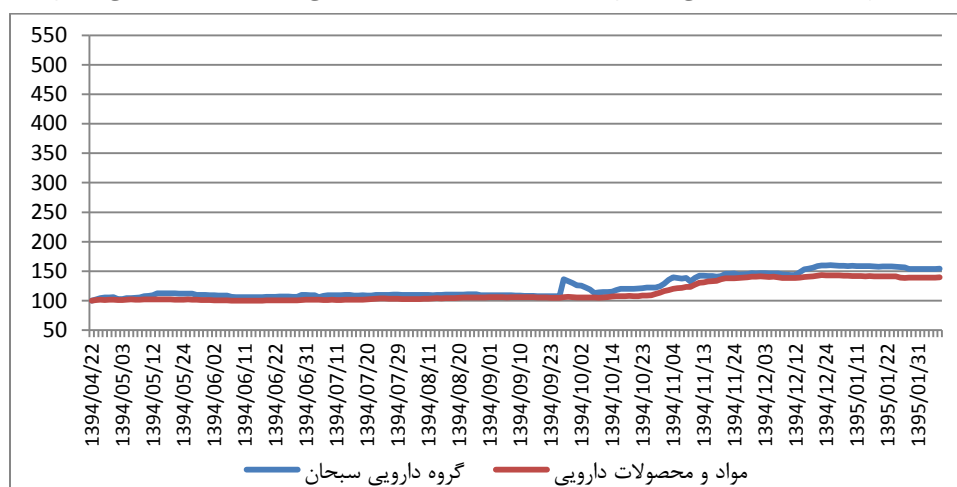
دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۵/۱۶	۱/۲۳	

از روند شاخص شرکت گروه دارویی سبحان و صنعت دارو در نمودارهای زیر مشاهده می‌شود نوسان‌های قیمتی سهم نسبت به صنعت در دوره‌ی بازارگردانی حدود ۲۲ درصد کمتر از دوره‌ی قبل از آن است که حاکی از عملکرد مناسب بازارگردان در کاهش نوسان‌های قیمت سهم در مقایسه با صنعت است. در دوره‌ی بازارگردانی در مقایسه با دوره‌ی قبل از آن، گردش حجمی و ارزشی شرکت به ترتیب ۵۳ و ۶۴ درصد و صنعت نیز به ترتیب ۶۱ و ۷۳ درصد کاهش داشتند. بنابراین می‌توان گفت گردش‌های حجمی و ارزشی شرکت در مقایسه با صنعت کاهش کمتری را در شرایط نزولی بازار تجربه کرده است و این امر عملکرد مناسب بازارگردان در فراهم‌کردن نقدشوندگی سهام دارویی سبحان را نشان می‌دهد. نمودار ۲۸: روند شاخص شرکت گروه دارویی سبحان و صنعت دارو قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی آرمان اعتلاء کشاورزی)





نمودار ۲۹: روند شاخص شرکت گروه دارویی سبحان و صنعت دارو در دوره بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی آرمان اعتلاء کشاورزی)



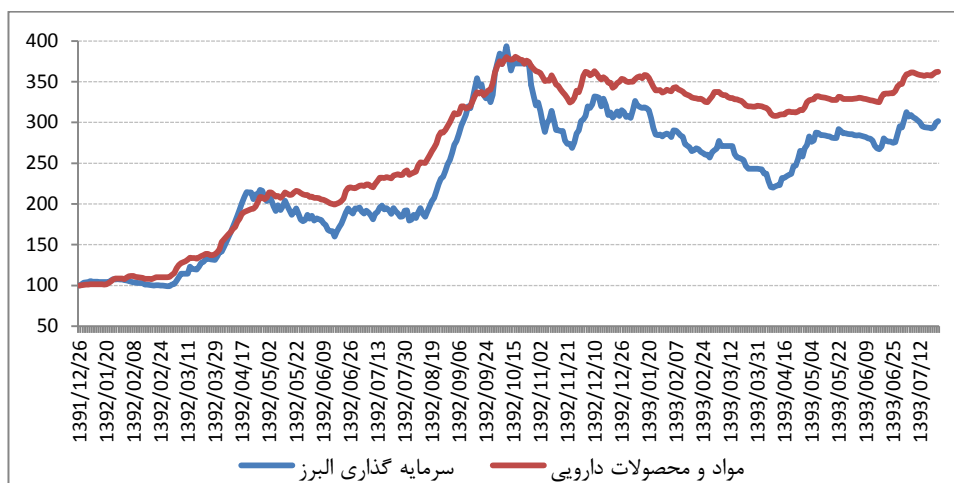
گروه دارویی سبحان				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۱۳/۹۶	۳۵/۷۶	۱۲/۴۸	۲۶/۳۲	گردش معاملات حجمی (درصد)
۱۰/۲۱	۳۷/۳۵	۱۰/۹۸	۳۰/۹۱	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۱۸	۱/۵۲	

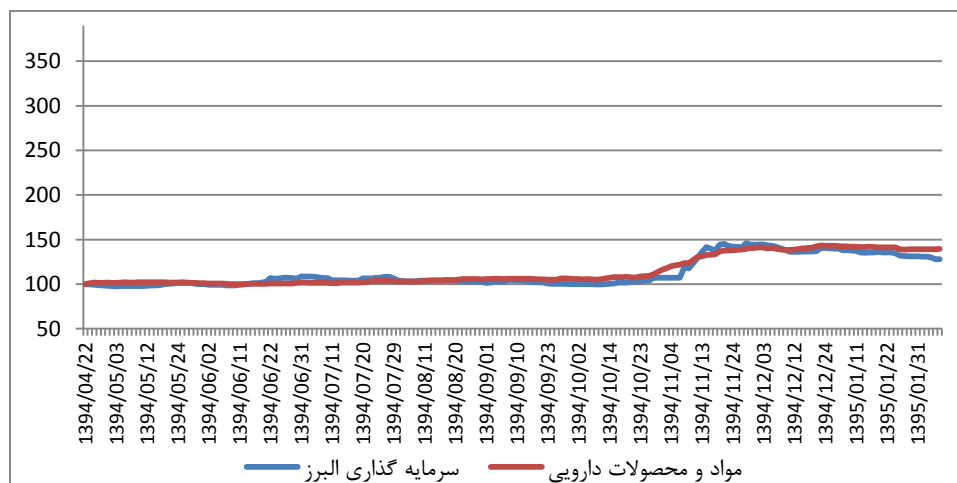
کاهش ۱۸ درصدی نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت برای سرمایه‌گذاری البرز در دوره‌ی بازارگردانی نشان می‌دهد بازارگردانی شرکت توسط صندوق آرمان اعتلای کشاورزی در کاهش نوسان‌های قیمتی مؤثر بوده است. این موضوع از نمودارهای شاخص قیمت و بازده شرکت و صنعت در دوره‌ی یادشده قابل مشاهده است. گردش حجمی و ارزشی شرکت و صنعت دارو در دوره‌ی بازارگردانی کاهش قابل توجهی را تجربه کردند. گردش حجمی و ارزشی شرکت در مقایسه با دوره‌ی قبل از بازارگردانی به ترتیب ۷۸ و ۸۵ درصد و صنعت دارو نیز ۶۱ و ۷۳ درصد کاهش یافتند.



نمودار ۳۰: روند شاخص شرکت سرمایه‌گذاری البرز و صنعت دارو قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی آرمان اعتلاء کشاورزی)



نمودار ۳۱: روند شاخص شرکت سرمایه‌گذاری البرز و صنعت دارو در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی آرمان اعتلاء کشاورزی)



سرمایه‌گذاری البرز				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۱۳/۹۶	۳۵/۷۶	۷/۲۷	۳۲/۷۹	گردش معاملات حجمی (درصد)
۱۰/۲۱	۳۷/۳۵	۷	۴۶/۶۹	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۰/۹۸	۱/۲	

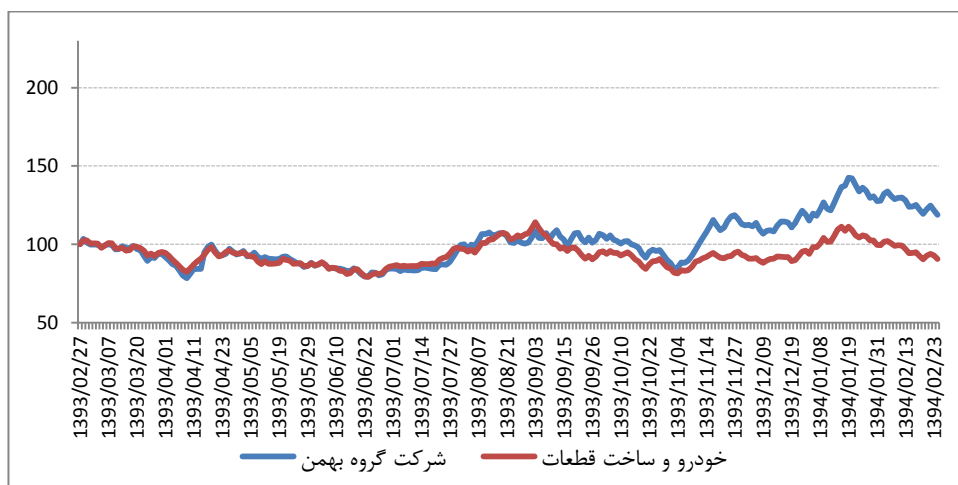
۱-۶- صندوق بازارگردانی بهمن گستر

این صندوق از تاریخ ۱۳۹۴/۰۲/۲۷ فعالیت خود را آغاز و به بازارگردانی سهام شرکت‌های گروه بهمن، سرمایه‌گذاری بهمن، سرمایه‌گذاری اعتبار ایران می‌پردازد. مطابق امیدنامه این صندوق تعهدات بازارگردانی به شرح زیر است.

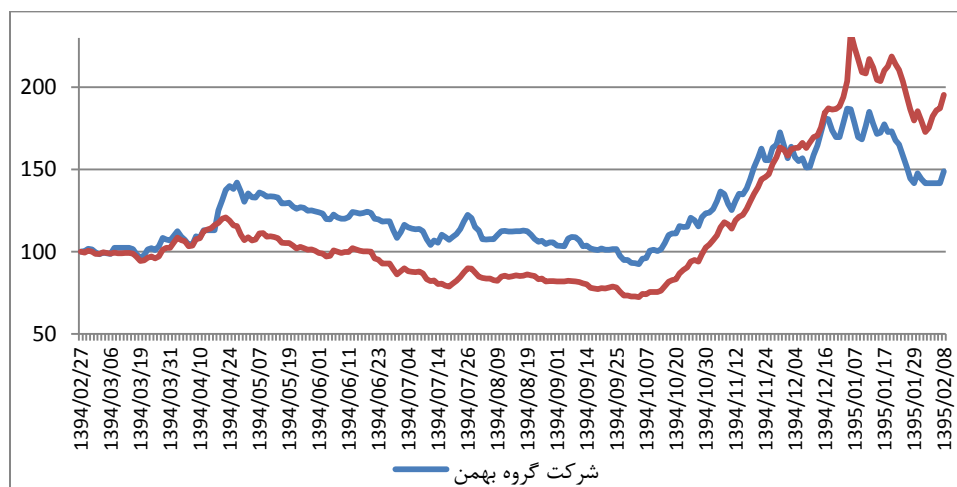
۱. حداکثر دامنه مظنه ۵ درصد؛
۲. حداقل سفارش انباشته ۱۰,۰۰۰ سهم؛
۳. حداقل معاملات روزانه در صورت صف خرید و فروش ۵۰۰,۰۰۰.

بررسی نمودارهای روند شاخص قیمت و بازده شرکت گروه بهمن و صنعت خودرو و قطعات و محاسبه‌ی نشان می‌دهد که در دوره‌ی بازارگردانی نسبت انحراف معیار شرکت نسبت به صنعت حدود ۸۱ درصد کاهش یافته است. این میزان کاهش نشان می‌دهد که قیمت سهم نوسان‌های کمتری را در مقایسه با صنعت تجربه کرده است. بررسی گردش حجمی و ارزشی شرکت گروه بهمن و صنعت آن نشان می‌دهد که این متغیرها در دوره‌ی بازارگردانی برخلاف بسیاری از شرکت‌ها و صنایع بازار، بهبود یافتند. دلیل اصلی این موضوع اقبال بازار به سهام شرکت‌های خودرویی در شش ماهه دوم سال ۱۳۹۴ و افزایش در خور توجه حجم و ارزش معاملات شرکت‌های حاضر در صنعت بوده است.

نمودار ۳۲: روند شاخص شرکت گروه بهمن و صنعت خودرو و قطعات قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی بهمن گستر)



نمودار ۳۳: روند شاخص شرکت گروه بهمن و صنعت خودرو در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی بهمن گستر)



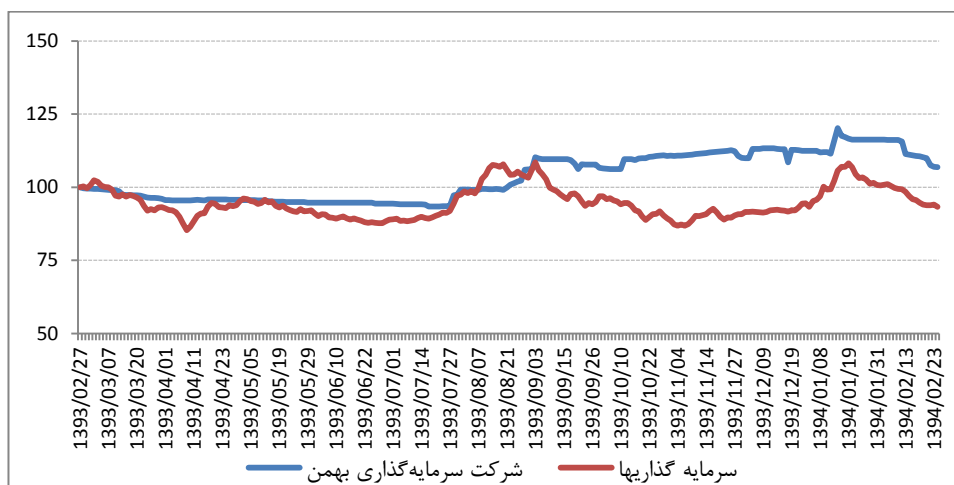
گروه بهمن				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۷۵/۴۵	۶۳/۱۶	۵۹/۸۷	۵۹/۵۲	گردش معاملات حجمی (درصد)
۷۶/۱۲	۵۹/۱۳	۶۲/۷۶	۵۳/۱۸	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۰/۶۰	۲/۰۷	

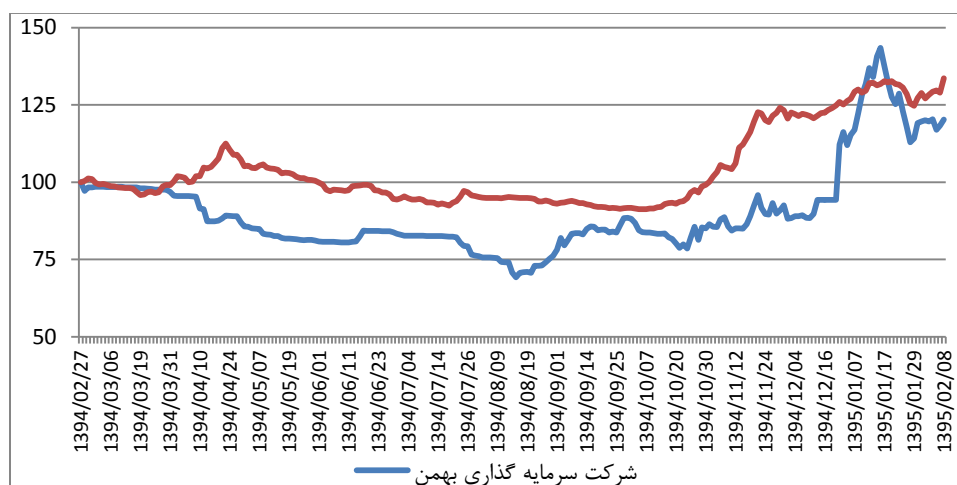
در نمودارهای زیر شاخص قیمت و بازده شرکت سرمایه‌گذاران بهمن و صنعت سرمایه‌گذاری برای دوره‌های قبل و بعد از بازارگردانی شرکت ارایه شده است. در دوره‌ی بازارگردانی نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت ۲۴ درصد کاهش یافته است که بیان‌کننده‌ی نوسان قیمتی کمتر شرکت در مقایسه با صنعت در این دوره است. در دوره‌ی بازارگردانی، گردش حجمی و ارزشی شرکت نیز به دلایلی از جمله استقبال سرمایه‌گذاران به سهام شرکت‌های خودرویی و افزایش ارزش و حجم معاملات صنعت خودرو در نیمه دوم سال ۱۳۹۴ رشد در خور توجهی را تجربه کرده است به طوری که گردش حجمی و ارزشی شرکت ۲۹۵ و ۲۷۰ درصد رشد کرده است. بخش عمده‌ای از پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری بهمن شامل شرکت‌های فعال در بخش خودرو و قطعات خودرویی است و از این‌رو همگام با رشد شاخص صنعت خودرو، شاخص آن نیز بهبود می‌یابد.



نمودار ۳۴: روند شاخص شرکت سرمایه‌گذاری بهمن و صنعت سرمایه‌گذاری‌ها قبل از آغاز بازارگردانی - (سندوق بازارگردانی بهمن گستر)



نمودار ۳۵: روند شاخص شرکت سرمایه‌گذاری بهمن و صنعت سرمایه‌گذاری‌ها در دوره بازارگردانی - (سندوق بازارگردانی بهمن گستر)



سرمایه‌گذاری بهمن				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۲۴/۵۷	۲۵/۳۷	۱۳/۸۱	۳/۵۰	گردش معاملات حجمی (درصد)
۲۹/۲۱	۲۳/۶۱	۱۳/۴۳	۳/۶۰	گردش معاملات ارزشی (درصد)

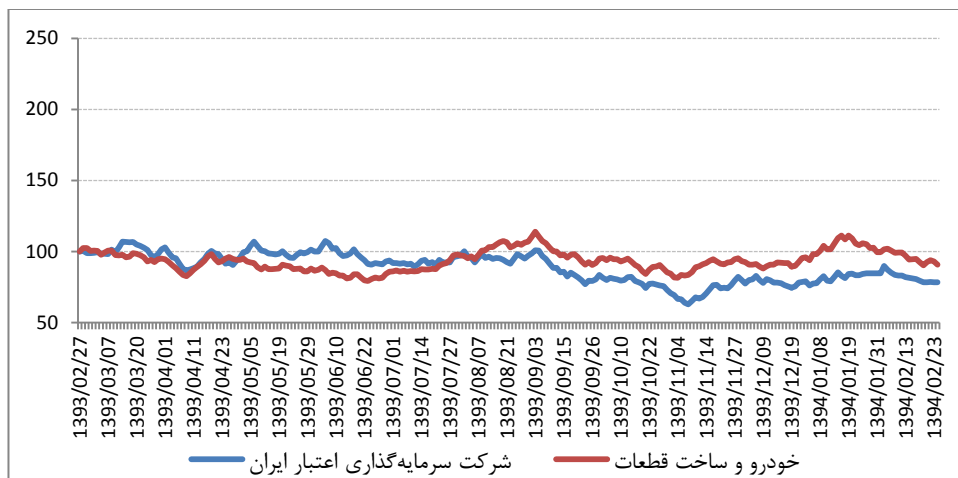
دوره بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۱۴	۱/۵	

سرمایه‌گذاری اعتباری ایران از جمله شرکت‌هایی است که بخش اصلی پرتفوی آن به صنعت خودرو تخصیص یافته و از این رو در صنعت خودرو پذیرفته شده است. همان‌طور که مشاهده می‌کنید نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت در

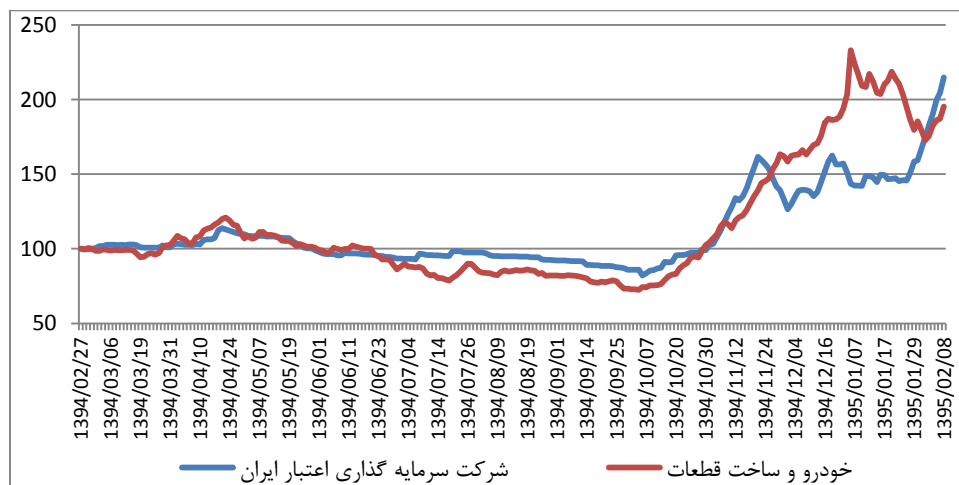


دوره‌ی بازارگردانی ۵۶ درصد کاهش یافته است که می‌تواند به دلیل عملکرد مناسب بازارگردان باشد. اما بررسی گردش حجمی و ارزشی شرکت و مقایسه آن با گردش‌های صنعت نشان می‌دهد که گردش حجمی و ارزشی شرکت به ترتیب ۲۳ و ۳۰ درصد کاهش یافته است. این در حالی است که گردش حجمی و ارزشی صنعت به ترتیب ۱۹ و ۲۹ درصد افزایش را نشان می‌دهد. بنابراین علی‌رغم افزایش گردش حجمی و ارزشی صنعت خودرو و اکثر شرکت‌های پذیرفته‌شده در آن، میزان نقدشوندگی شرکت نسبت به دوره‌ی قبل از بازارگردانی کاهش یافته است.

نمودار ۳۶: روند شاخص شرکت سرمایه‌گذاری اعتبار ایران و صنعت خودرو و ساخت قطعات از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی بهمن گستر)



نمودار ۳۷: روند شاخص شرکت سرمایه‌گذاری اعتبار ایران و صنعت خودرو در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی بهمن گستر)





سرمایه‌گذاری اعتبار ایران				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۷۵/۴۵	۶۳/۱۶	۳۷/۲۸	۴۸/۵۹	گردش معاملات حجمی (درصد)
۷۶/۱۲	۵۹/۱۳	۳۷/۱۹	۵۲/۸۹	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۰/۶۲	۱/۴۲	

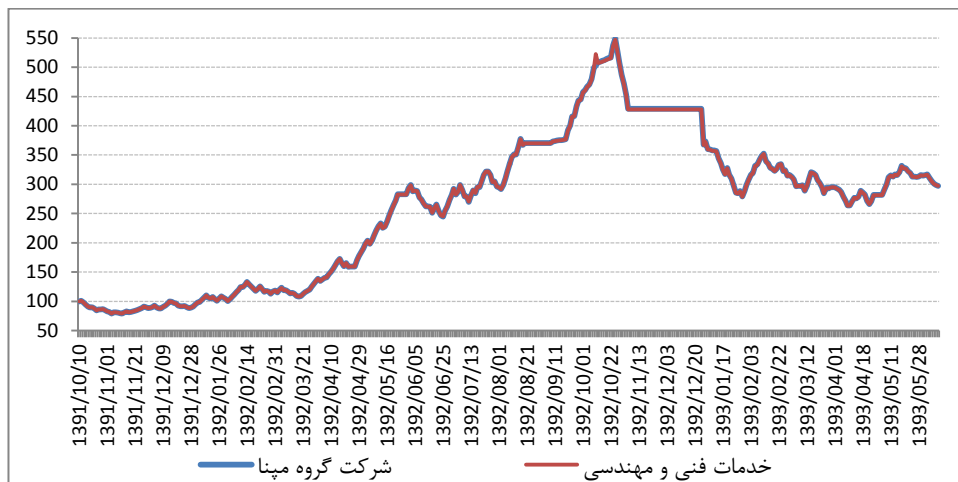
۷-۱- صندوق بازارگردانی مپنا آشنا

این صندوق فعالیت خود را از تاریخ ۱۳۹۳/۰۶/۱۰ شروع و به بازارگردانی سهام شرکت بورسی گروه مپنا و شرکت فرابورسی تولید برق عسلویه مپنا می‌پردازد. مطابق امیدنامه، شرایط بازارگردانی برای این صندوق به صورت زیر است:

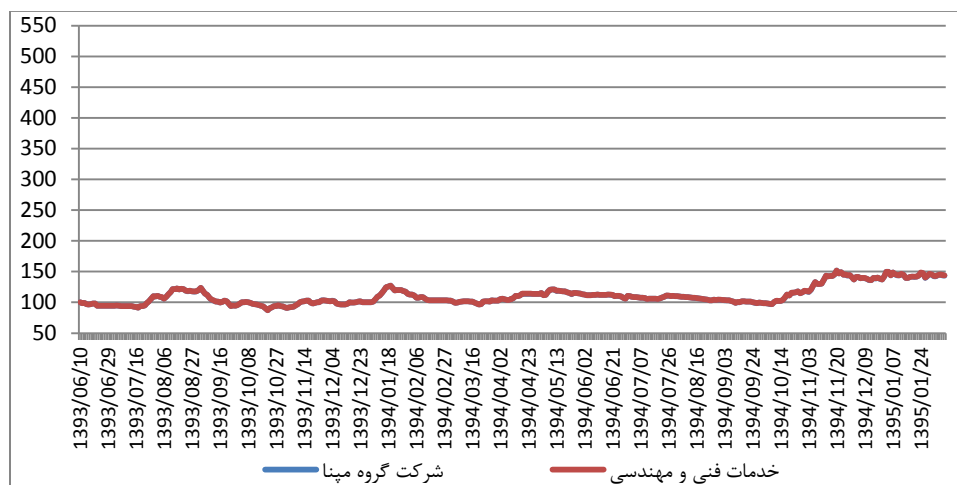
۱. حداکثر دامنه مظنه ۵ درصد؛
۲. حداقل سفارش انباشته ۱۰,۰۰۰ سهم؛
۳. حداقل معاملات روزانه ۵۰۰,۰۰۰ سهم.

با توجه به عدم دسترسی به اطلاعات شرکت‌های فرابورسی، اطلاعات مربوط به شرکت برق عسلویه مپنا مورد بررسی قرار نگرفته است. نمودارهای شاخص صنعت خدمات مهندسی و شرکت مپنا برای دوره‌های قبل و بعد از بازارگردانی منطبق با یکدیگر به نظر می‌رسند. در این صنعت صرفاً دو شرکت تکین کو با سرمایه‌ی ۹۰ میلیارد ریال (که در اواسط اسفند سال ۱۳۹۴ سرمایه آن ۳۰ میلیارد ریال بود) و شرکت مپنا با سرمایه‌ی ۱۰,۰۰۰ میلیارد ریال حضور دارند که به دلیل سهم بالای شرکت مپنا در ارزش بازاری و اسمی این صنعت، شاخص صنعت و تغییرات آن تقریباً مطابق با شاخص شرکت است. از این رو نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت در هر دو دوره‌ی یادشده برابر یک است. به دلایل شرایط نزولی بازار در دوره‌ی بازارگردانی و کاهش حجم و ارزش معاملات کل بازار، گردش حجمی و ارزشی شرکت و صنعت نیز بیش از ۵۰ درصد کاهش یافته‌اند.

نمودار ۳۸: روند شاخص شرکت گروه مینا و صنعت خدمات مهندسی قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی مینا آشنا)



نمودار ۳۹: روند شاخص شرکت گروه مینا و صنعت خدمات مهندسی در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی مینا آشنا)



گروه مینا				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۲۰/۹۷	۴۷/۲۵	۲۰/۲۵	۴۶/۲۲	گردش معاملات حجمی (درصد)
۲۱/۱۹	۶۳/۱۰	۲۰/۳۶	۶۱/۴۵	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱	۱	

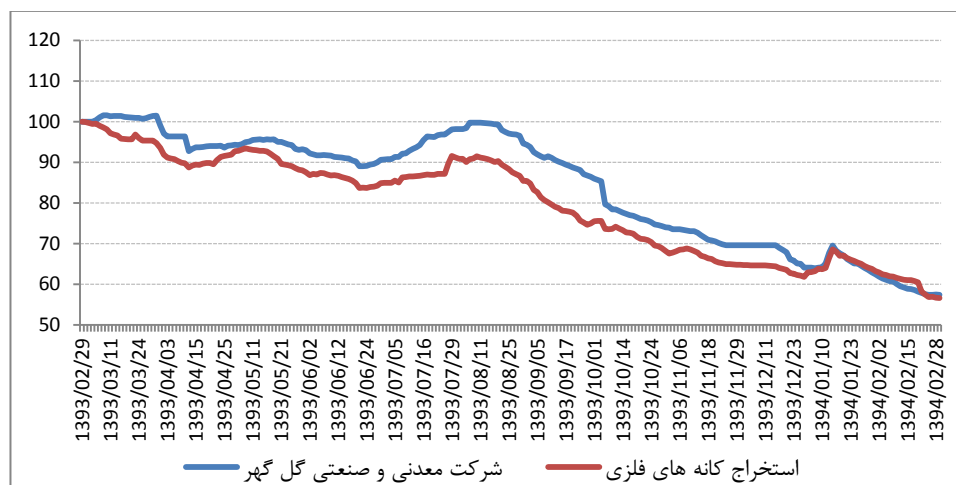
۸-۱- صندوق بازارگردانی امید ایرانیان

این صندوق فعالیت بازارگردانی خود را از تاریخ ۱۳۹۴/۰۲/۲۹ و با شرکت معدنی و صنعتی گل گهر آغاز کرده است. تعهدات بازارگردانی این صندوق مطابق با امیدنامه‌ی منتشره به صورت زیر است:

۱. حداکثر دامنه مظنه ۵ درصد؛
۲. حداقل سفارش انباشته ۲۰,۰۰۰؛
۳. حداقل معاملات روزانه ۵۰۰,۰۰۰ سهم و ۱۰۰,۰۰۰ حق تقدم.

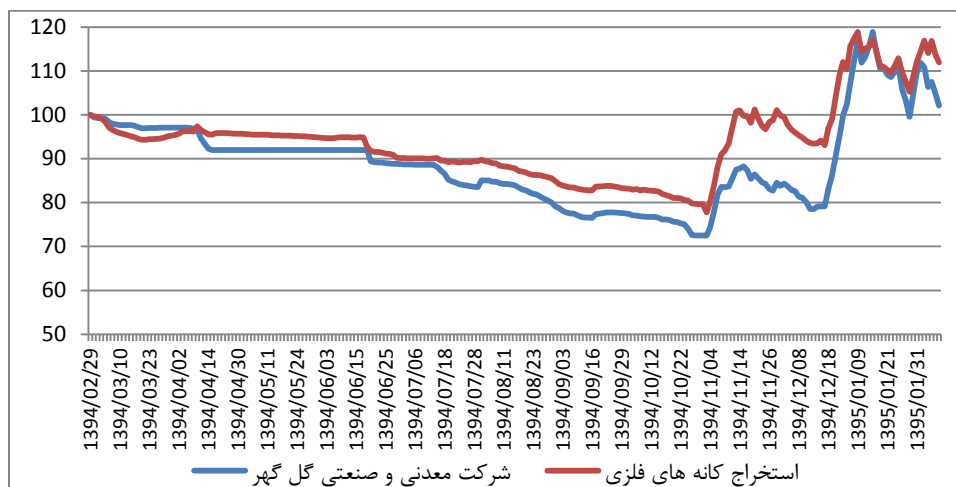
شرکت گل گهر تنها شرکت پذیرفته‌شده در صنعت استخراج کانه‌های فلزی است که سهام آن توسط صندوق اختصاصی، بازارگردانی می‌شود. محاسبه‌ی نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت نشان می‌دهد که نوسان‌های قیمتی شرکت گل گهر در دوره‌ی قبل و بعد از بازارگردانی نسبت به صنعت آن تغییر چندانی نداشته است. گردش حجمی و ارزشی شرکت در دوره‌ی بازارگردانی افزایش قابل توجهی را نسبت به دوره‌ی قبل از آن داشته‌اند به طوری که گردش حجمی ۱۷۴ درصد و گردش ارزشی ۱۸۳ درصد رشد را تجربه کردند. این در حالی است که گردش حجمی و ارزشی صنعت به ترتیب ۴۰ و ۶۲ درصد افزایش یافتند. بنابراین می‌توان بیان کرد که فعالیت‌های معاملاتی بازارگردان تأثیر قابل توجهی بر افزایش حجم و ارزش معاملات شرکت در دوره‌ی بازارگردانی داشته است.

نمودار ۴۰: روند شاخص شرکت معدنی و صنعتی گل گهر و صنعت استخراج کانه‌های فلزی قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی امید ایرانیان)





نمودار ۴۱: روند شاخص شرکت معدنی و صنعتی گل گهر و صنعت استخراج کانه‌های فلزی در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی امید ایرانیان)



معدنی و صنعتی گل گهر				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۶/۵۶	۴/۶۹	۴/۴۱	۱/۶۱	گردش معاملات حجمی (درصد)
۵/۸۰	۳/۵۷	۳/۹۱	۱/۳۸	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۱۲	۱/۱۲	

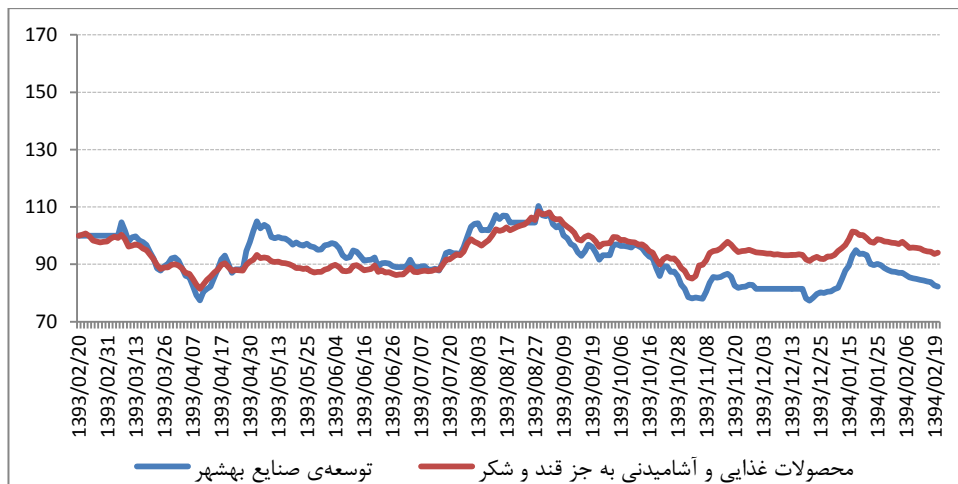
۹-۱- صندوق بازارگردانی توسعه ملی

صندوق بازارگردانی توسعه ملی از تاریخ ۱۳۹۴/۲/۲۰ فعالیت خود را شروع کرده است. این شرکت بازارگردانی سهام شش شرکت را بر عهده دارد. این شرکت‌ها عبارتند از توسعه‌ی صنایع بهشهر، سرمایه‌گذاری و توسعه سیمان، پتروشیمی شازند، ایران ترانسفو، سرمایه‌گذاری توسعه ملی و سرمایه‌گذاری گروه توسعه ملی. تعهدات بازارگردانی این صندوق مطابق امیدنامه به صورت زیر در نظر گرفته شده است:

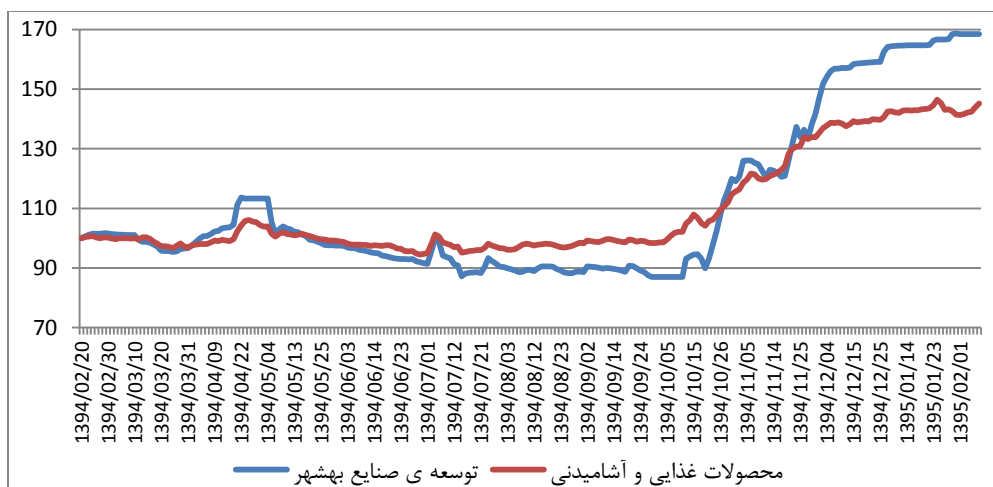
۱. حداکثر دامنه مظنه ۲ درصد؛
۲. حداقل سفارش انباشته برای شرکت‌های
 - سرمایه‌گذاری و توسعه سیمان، توسعه‌ی صنایع بهشهر و سرمایه‌گذاری توسعه ملی ۱۰،۰۰۰ سهم؛
 - گروه توسعه ملی، پتروشیمی شازند و ایران ترانسفو ۵،۰۰۰ سهم.
۳. حداقل معاملات روزانه به ازای هر شرکت ۱۰۰،۰۰۰ سهم.

شرکت هلدینگ توسعه صنایع بهشهر از جمله شرکت‌هایی است که توسط دو صندوق اختصاصی بازارگردانی می‌شود. نمودارهای زیر روند شاخص شرکت را به همراه صنعت محصولات غذایی برای دوره‌های قبل و بعد از بازارگردانی نشان می‌دهد. بررسی نوسان‌های قیمتی شرکت نشان می‌دهد در دوره‌ی بازارگردانی انحراف معیار شرکت نسبت به صنعت ۹ درصد بیشتر شده است. در دوره‌ی بازارگردانی گردش حجمی و ارزشی شرکت به ترتیب ۲۸ و ۳ درصد افزایش داشته است ولی برای صنعت تغییر چندانی نسبت به دوره‌ی قبل از بازارگردانی نشان نمی‌دهد.

نمودار ۴۲: روند شاخص شرکت هلدینگ توسعه صنایع بهشهر و صنعت محصولات غذایی قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی توسعه ملی)



نمودار ۴۳: روند شاخص شرکت هلدینگ توسعه صنایع بهشهر و صنعت محصولات غذایی در دوره بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی توسعه ملی)





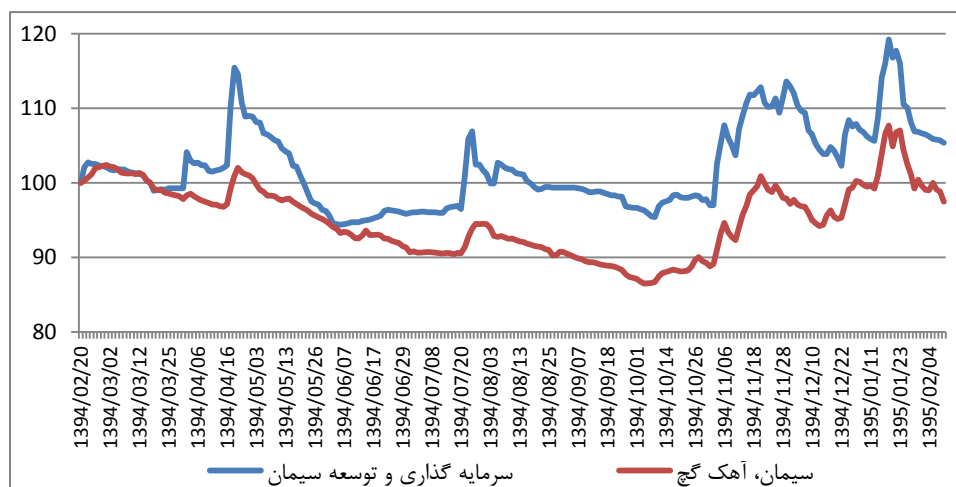
هلدینگ توسعه صنایع بهشهر				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۲۲/۹۶	۲۲/۸۶	۱۴/۳۸	۱۱/۲۳	گردش معاملات حجمی (درصد)
۱۷/۴۶	۱۸/۱۲	۱۲/۲۳	۱۱/۸۶	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۵۷	۱/۴۴	

شرکت سرمایه‌گذاری و توسعه‌ی سیمان تنها شرکت سیمانی است که توسط صندوق اختصاصی بازارگردانی می‌شود. این شرکت در دوره‌ی بازارگردانی نوسان‌های قیمتی بیشتری را در مقایسه با صنعت تجربه کرده به طوری که در این دوره نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت ۳۱ درصد افزایش یافته است.

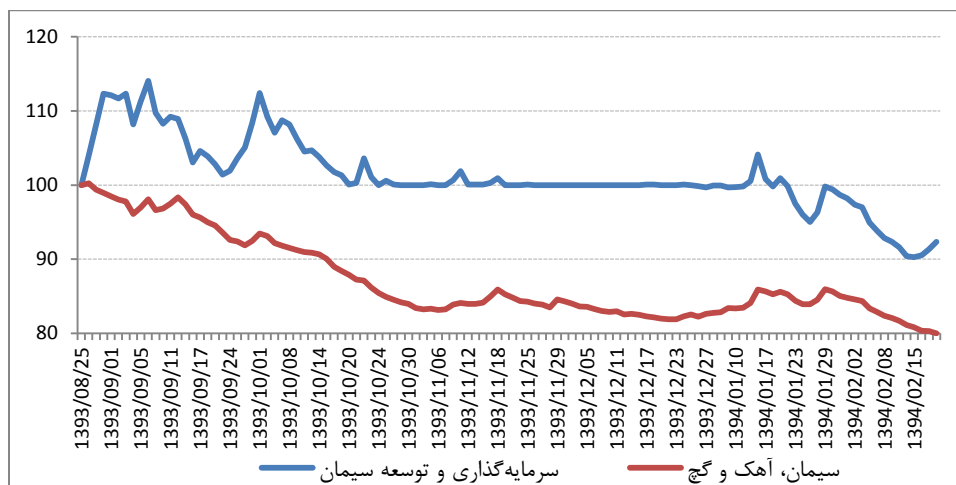
ارزش و حجم معاملات شرکت در دوره‌ی بازارگردانی به دلیل مصادف شدن با شرایط نزولی بازار سهام و همچنین بروز رکود اقتصادی و کاهش سودآوری شرکت‌های سیمانی در مقایسه با سال‌های قبل از آغاز بازارگردانی به شدت کاهش یافت به طوری که گردش حجمی و ارزشی شرکت به ترتیب ۸۸ و ۹۰ درصد و صنعت نیز برای هر یک ۵۳ درصد کاهش را تجربه کردند. این نسبت‌ها نشان می‌دهد که فعالیت‌های بازارگردانی، تغییرات گردش حجمی و ارزشی شرکت را در سطح صنعت نگه نداشته و از سطح نقدشوندگی سهام شرکت در دوره‌ی بازارگردانی کاسته شده است.

نمودار ۴۴: روند شاخص شرکت سرمایه‌گذاری و توسعه سیمان و صنعت سیمان قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی توسعه ملی)





نمودار ۴۵: روند شاخص شرکت سرمایه گذاری و توسعه سیمان و صنعت سیمان در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی توسعه ملی)



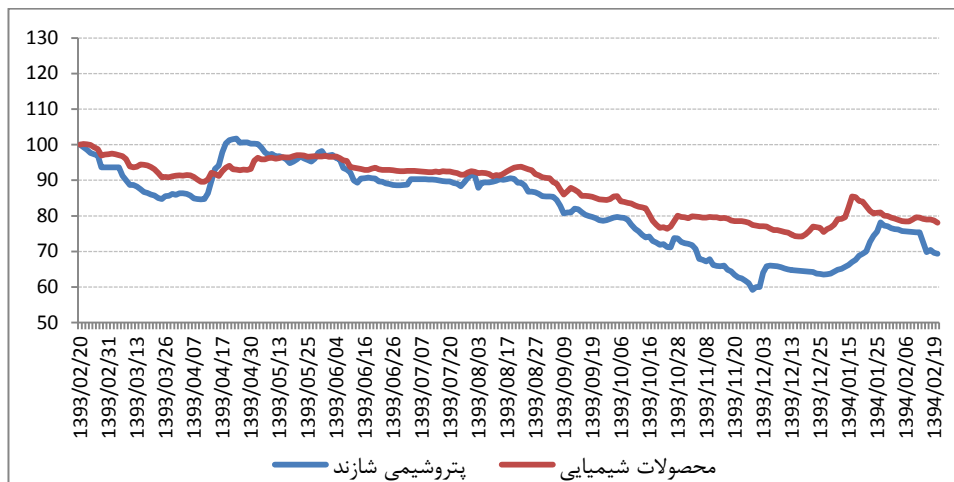
سرمایه‌گذاری و توسعه سیمان				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۸/۸۲	۱۸/۹۲	۴/۲۱	۳۴/۹۳	گردش معاملات حجمی (درصد)
۵/۸۵	۱۲/۴۸	۳/۹۷	۳۸/۲۵	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۱۴	۰/۸۷	

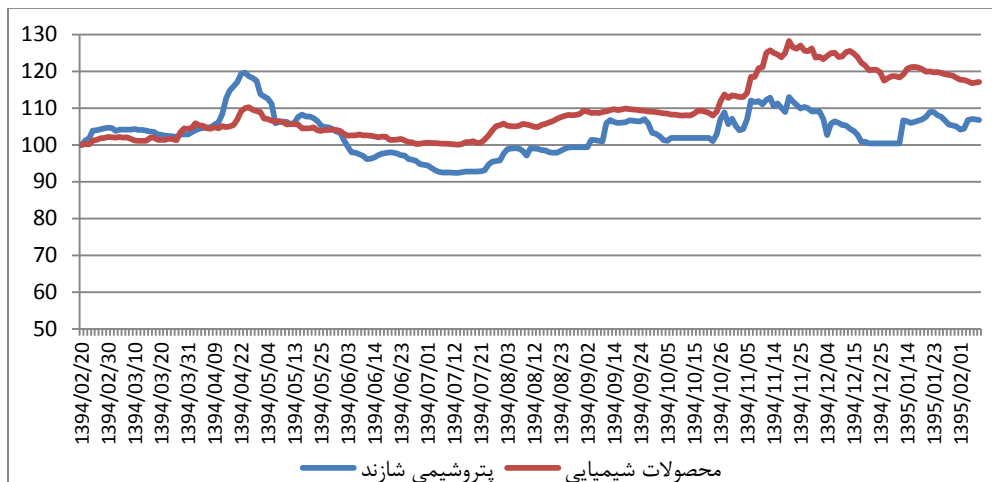
نمودارهای زیر روند شاخص قیمت و بازده شرکت و صنعت شیمیایی را برای دو دوره‌ی بازارگردانی و قبل از آن نشان می‌دهد. همان طور که مشاهده می‌شود در دوره‌ی بازارگردانی نوسان‌های قیمتی شرکت نسبت به صنعت کمتر بوده به طوری که نسبت این نسبت در دوره‌ی بازارگردانی ۵۵ درصد کمتر از دوره‌ی قبل از آن است. این امر نشان می‌دهد فعالیت‌های بازارگردان نوسان‌های سهام را کاهش داده است. از سوی دیگر همزمان با آغاز بازارگردانی، بهبود نسبی گردش حجمی و ارزشی معاملات شرکت نسبت به دوره‌ی قبل از آن مشاهده می‌شود به طوری که گردش حجمی ۳۰ درصد و گردش ارزشی ۵۱ درصد رشد یافته است. این افزایش در حجم و ارزش معاملات شرکت در شرایطی حاصل شد که روند کلی بازار منفی بوده و متغیرهای اصلی بازار و صنعت محصولات شیمیایی روند کاهشی را تجربه کردند.



نمودار ۴۶: روند شاخص شرکت پتروشیمی شازند و صنعت محصولات شیمیایی قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی توسعه ملی)



نمودار ۴۷: روند شاخص شرکت پتروشیمی شازند و صنعت محصولات شیمیایی در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی توسعه ملی)



پتروشیمی شازند				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۵	۵/۹۰	۶/۶۲	۵/۰۹	گردش معاملات حجمی (درصد)
۳/۹۸	۴/۶۷	۶/۷۹	۴/۵۰	گردش معاملات ارزشی (درصد)

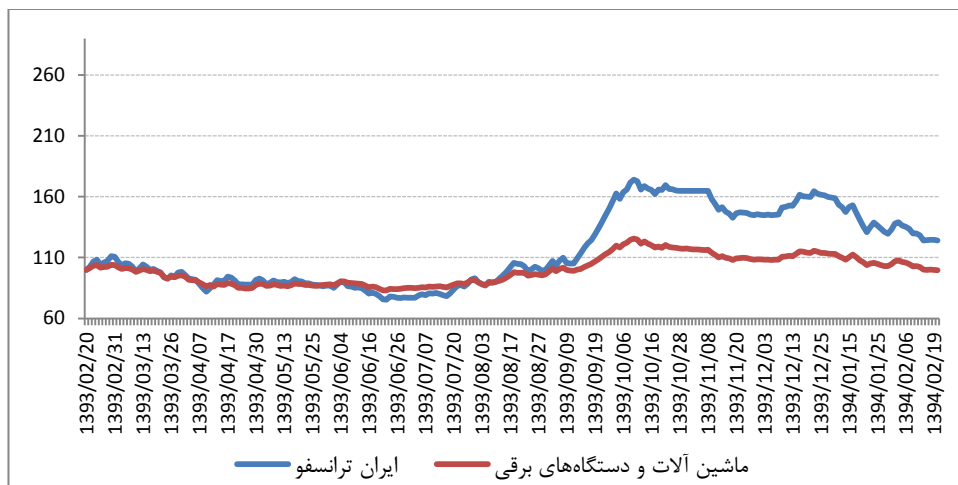
دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۰/۷	۱/۵۶	

نمودارهای زیر روند شاخص قیمت و بازده شرکت ایران ترانسفو و صنعت آن را نشان می‌دهد. در دوره‌ی بازارگردانی در مقایسه با دوره‌ی قبل از آن، قیمت سهام شرکت نوسان کمتری نسبت به صنعت دارد که نشان‌دهنده‌ی عملکرد مناسب بازارگردان در کاهش نوسان است. گردش حجمی و ارزشی شرکت در دوره‌ی بازارگردانی به ترتیب کاهش ۲۹ و ۲۵

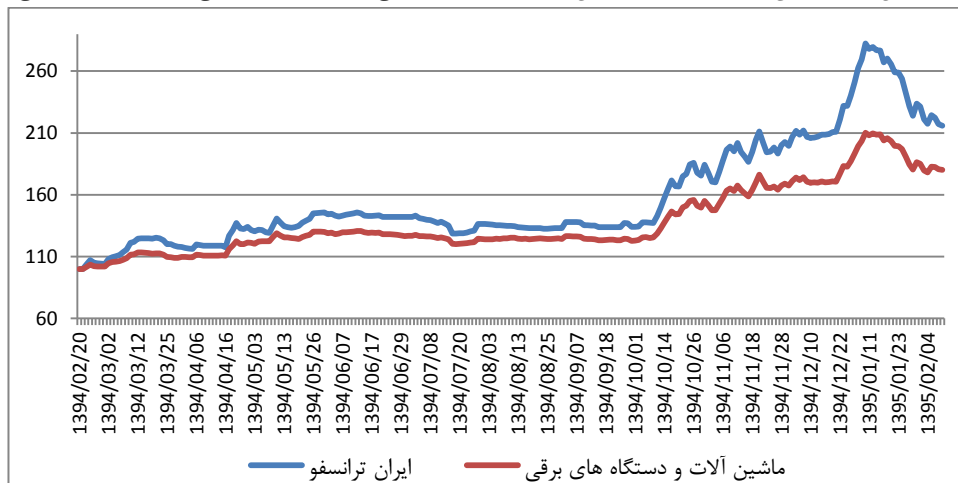


درصدی را ثبت کرده است. این در حالی است که گردش حجمی صنعت ۷۷ درصد کاهش یافت ولی گردش ارزشی آن به دلیل پذیرش شرکت‌های جدید و رشد قیمتی برخی از آن‌ها با افزایش ۴۸ درصدی مواجه شد. بنابراین می‌توان بیان کرد عملکرد بازارگردان در افزایش نقدشوندگی و همچنین کاهش نوسان قیمتی سهام شرکت موفقیت‌آمیز بوده است.

نمودار ۴۸: روند شاخص شرکت ایران ترانسفو و صنعت ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی توسعه ملی)



نمودار ۴۹: روند شاخص شرکت ایران ترانسفو و صنعت ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی در دوره بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی توسعه ملی)

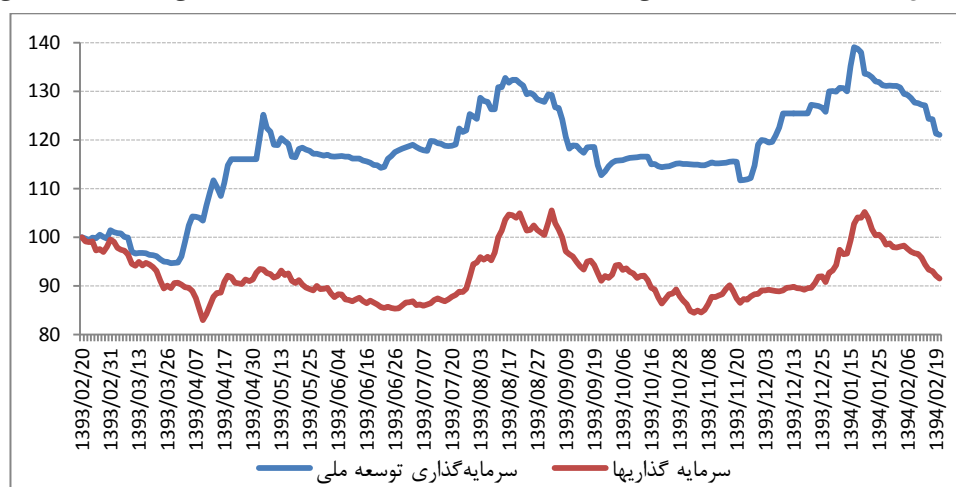


ایران ترانسفو				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۳۲/۶۰	۴۲/۲۶	۴۵/۴۱	۶۴/۲۲	گردش معاملات حجمی (درصد)
۶۲/۲۴	۴۲	۵۲	۶۹/۳۲	گردش معاملات ارزشی (درصد)

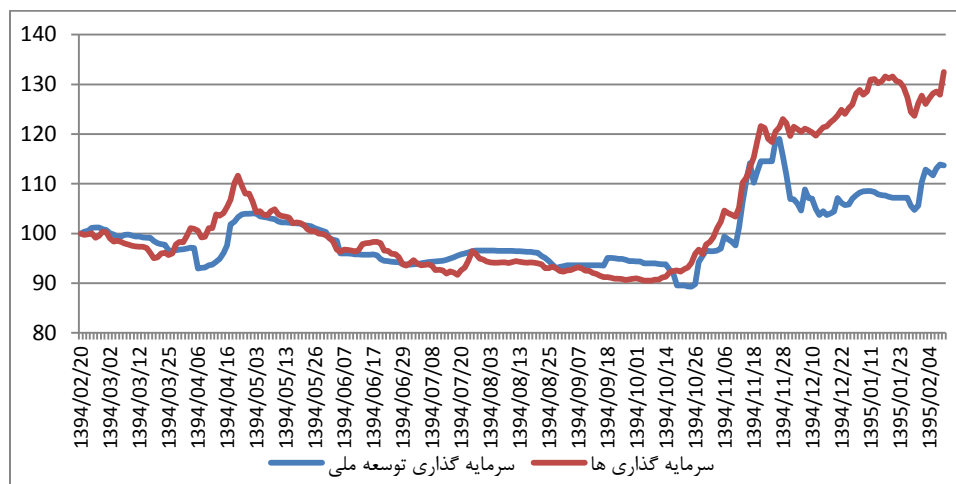
دوره بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۵۷	۲/۶۵	

نگاهی به نمودارهای روند شاخص شرکت سرمایه‌گذاری توسعه‌ی ملی و صنعت آن نشان می‌دهد که در دوره‌ی بازارگردانی نوسان قیمت سهام شرکت نسبت به کل صنعت روندی کاملاً کاهشی داشته است به طوری که نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت نسبت به دوره‌ی قبل از بازارگردانی حدود ۷۴ درصد کاهش یافت. گردش حجمی و ارزشی شرکت در دوره‌ی بازارگردانی به ترتیب کاهش ۴۲ و ۶۲ درصدی را تجربه کرده است. این در حالی است که گردش حجمی صنعت صرفاً ۶ درصد کاهش یافته و گردش ارزشی آن با رشد ۱۸ درصدی همراه شد. بدین ترتیب در دوره‌ی بازارگردانی صندوق توسعه‌ی ملی، نوسان قیمتی سهم شرکت نسبت به صنعت کاهش یافت ولی گردش حجمی و ارزشی آن کاهش قابل توجهی را نسبت به صنعت تجربه کرد.

نمودار ۵۰: روند شاخص شرکت سرمایه‌گذاری توسعه ملی و صنعت شرکت‌های چند رشته‌ای قبل از آغاز بازارگردانی- (صندوق بازارگردانی توسعه ملی)



نمودار ۵۱: روند شاخص شرکت سرمایه‌گذاری توسعه ملی و صنعت شرکت‌های چند رشته‌ای قبل از آغاز بازارگردانی- (صندوق بازارگردانی توسعه ملی)



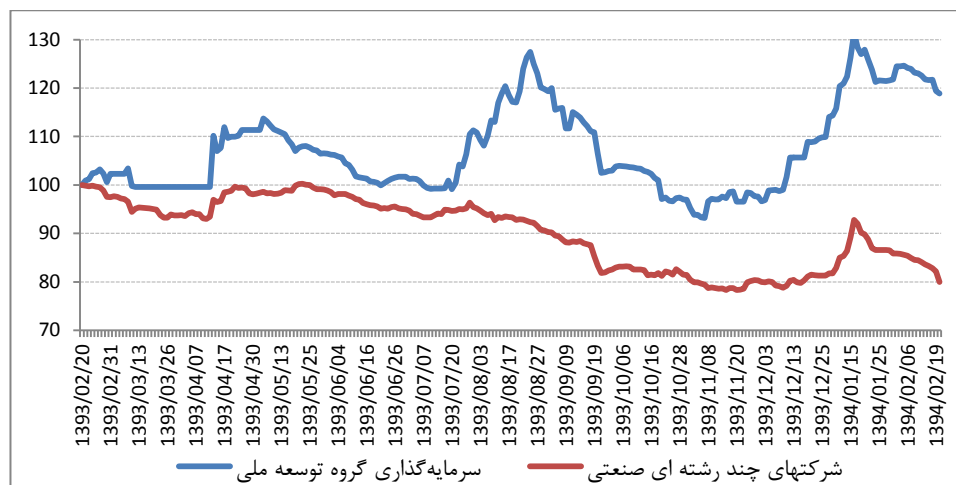


سرمایه‌گذاری توسعه ملی				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۲۵/۳۲	۲۷	۵/۴۳	۹/۳۳	گردش معاملات حجمی (درصد)
۲۹/۴۴	۲۴/۹۴	۵/۴۲	۱۴/۲۲	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۰/۵۰	قبل از آغاز بازارگردانی
	۱/۸۹

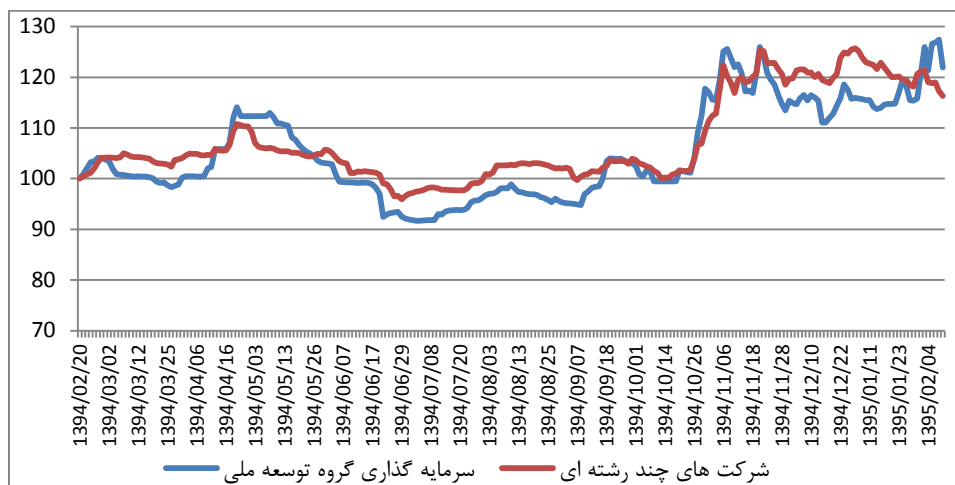
شرکت سرمایه‌گذاری گروه توسعه‌ی ملی یکی از ۴ شرکت بورسی پذیرفته‌شده در صنعت سرمایه‌گذاری است که توسط صندوق‌های اختصاصی دارای مجوز، بازارگردانی می‌شود. در دوره‌ی بازارگردانی نوسان قیمتی سهام شرکت نسبت به صنعت حدود ۱۳ درصد کاهش یافت و از این نظر می‌توان گفت فعالیت بازارگردانی در کاهش نوسان قیمتی سهام تأثیرگذار بود. بررسی گردش‌های محاسبه‌شده در دوره‌ی بازارگردانی در مقایسه با دوره‌ی قبل از آن نشان می‌دهد که گردش حجمی و ارزشی معاملات شرکت به ترتیب ۳۲ و ۳۳ درصد و صنعت نیز ۱۱ و ۱۰ درصد کاهش داشتند. میزان کاهش در گردش‌های معاملاتی شرکت بیش از صنعت است که نشان‌دهنده‌ی عدم تأثیر بازارگردانی بر افزایش نقدشوندگی سهام شرکت در دوره‌ی نزولی بازار است.

نمودار ۵۲: روند شاخص شرکت گروه سرمایه‌گذاری توسعه ملی و صنعت سرمایه‌گذاری‌ها قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی توسعه ملی)





نمودار ۵۳: روند شاخص شرکت گروه سرمایه‌گذاری توسعه ملی و صنعت سرمایه‌گذاری‌ها قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی توسعه ملی)



سرمایه‌گذاری گروه توسعه ملی				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۳/۶۰	۴/۰۶	۷/۵۰	۱۱/۰۴	گردش معاملات حجمی (درصد)
۴/۲۰	۴/۶۶	۷/۲۱	۱۰/۷۴	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۰۹	۱/۲۶	

۱-۱- صندوق بازارگردانی بانک سینا

صندوق بازارگردانی بانک سینا فعالیت خود را در تاریخ ۱۳۹۴/۰۵/۲۸ آغاز و به بازارگردانی سهام بانک سینا پرداخت. در امیدنامه‌ی صندوق تعهداتی به شرح زیر تعریف شده است:

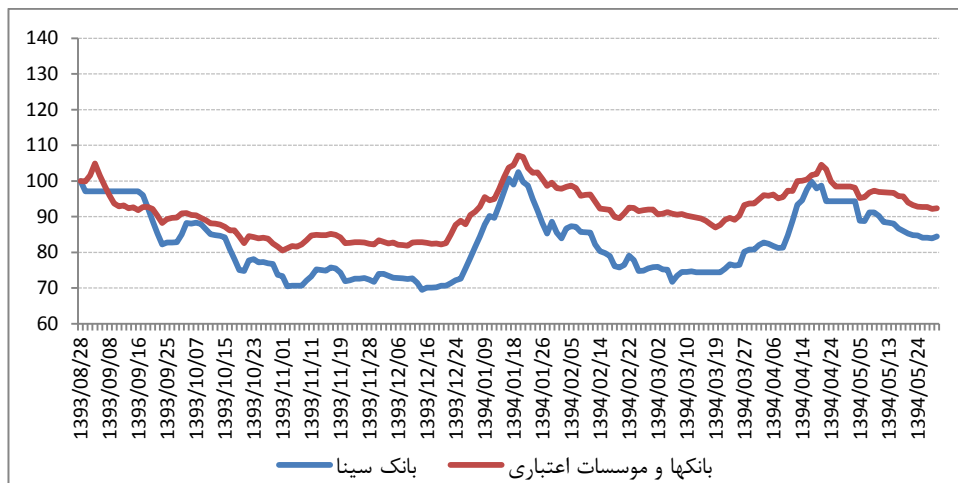
۱. دامنه‌ی مظنه ۵ درصد؛
۲. حداقل سفارش انباشته ۱۰۰,۰۰۰ سهم یا حق تقدم؛
۳. حداقل معاملات روزانه ۷۵۰,۰۰۰ سهم یا حق تقدم.

نمودارهای زیر روند تغییرات شاخص قیمت و بازدهی سهام بانک سینا و صنعت بانکداری را نشان می‌دهد. بررسی نسبت نوسان‌های قیمت سهام شرکت به کل صنعت در دو دوره نشان می‌دهد که در دوره‌ی بازارگردانی این نسبت تا حدودی کاهش یافته است. همچنین در دوره‌ی بازارگردانی، گردش‌های حجمی و ارزشی شرکت و حتی صنعت افزایش نسبی داشته است. به طوری که گردش حجمی و ارزشی شرکت به ترتیب ۱۶ و ۲۷ درصد و صنعت نیز ۱۸ و ۴۳ درصد افزایش داشته است. با توجه به این که از میان ۱۱ بانک پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، سهام ۶ بانک توسط صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی می‌شود، بنابراین می‌توان بخشی از افزایش گردش‌های حجمی را به آن نسبت داد. به علاوه، رشد گردش ارزشی معاملات شرکت و صنعت از گردش حجمی

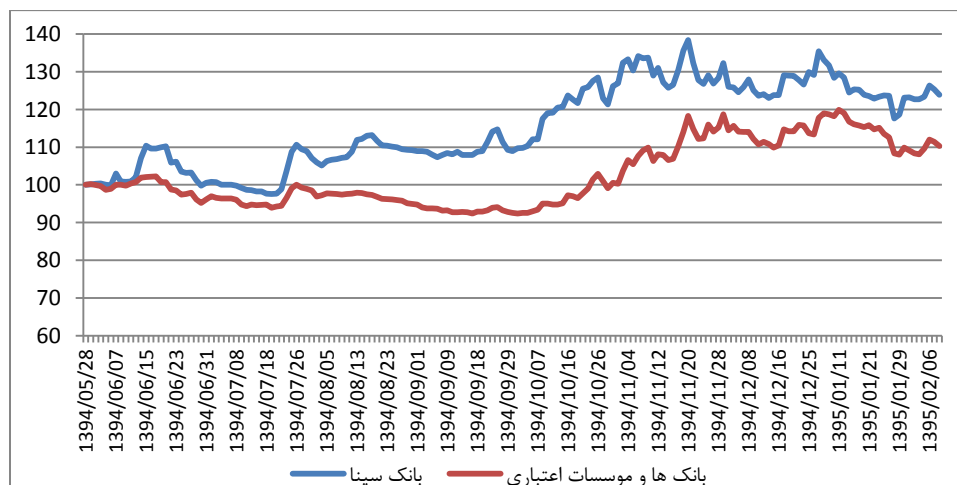


آن‌ها بیشتر بوده که دلیل آن افزایش قیمت سهام صنعت بانکداری در طول دوره‌ی بازارگردانی است. نمودار مربوط به دوره‌ی بازارگردانی نشان می‌دهد که شاخص صنعت و بانک سینا از نیمه دوم سال ۱۳۹۴ رشد مناسبی را تجربه کرده است.

نمودار ۵۴: روند شاخص بانک سینا و صنعت بانک و موسسات اعتباری قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی بانک سینا)



نمودار ۵۵: روند شاخص بانک سینا و صنعت بانک و موسسات اعتباری در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی بانک سینا)



بانک سینا				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۱۳/۳۹	۱۱/۳۴	۱۶/۵۳	۱۴/۲۴	گردش معاملات حجمی (درصد)
۱۳/۱۳	۹/۲۰	۱۸/۲۶	۱۴/۴۲	گردش معاملات ارزشی (درصد)

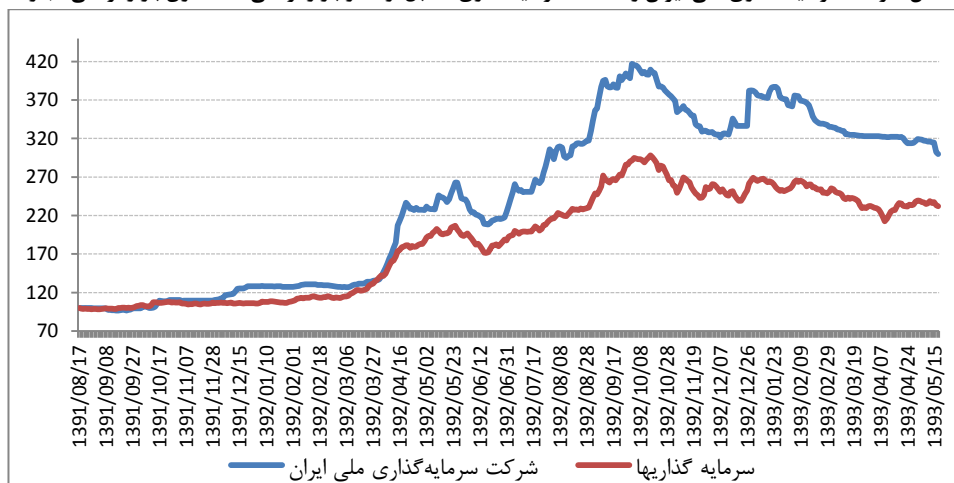
دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۳۳	۱/۳۹	

۱۱-۱- صندوق بازارگردانی تجارت ایرانیان اعتماد

این صندوق از تاریخ ۱۳۹۳/۰۵/۱۹ شروع به کار کرده و در تاریخ تهیه گزارش بازارگردانی سهام شرکت‌های بانک تجارت، شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران، شرکت لیزینگ ایران و شرکت کارت اعتباری ایران کیش را بر عهده دارد. تعهدات بازارگردانی در امیدنامه به صورت زیر آورده شده است.

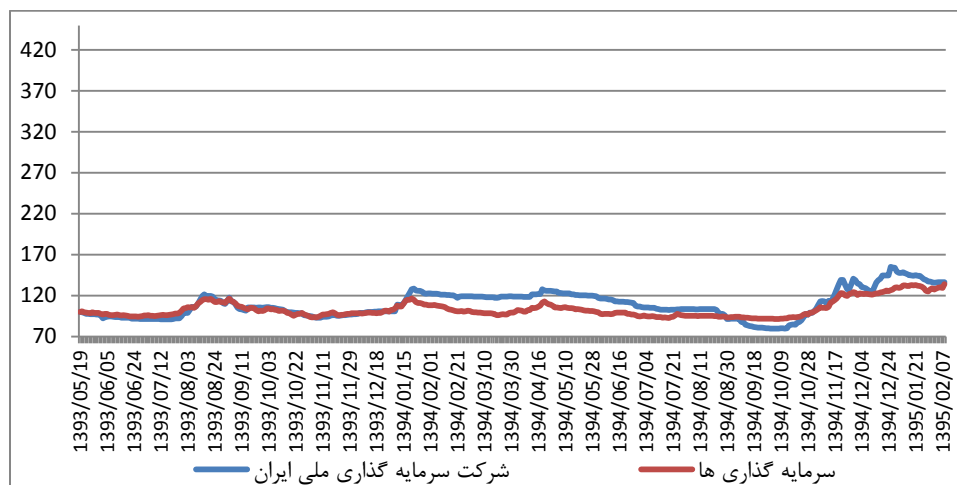
۱. حداکثر دامنه مظنه برابر ۵ درصد؛
 ۲. حداقل سفارش انباشته برای شرکت
 - سرمایه‌گذاری ملی ایران ۱۰۰،۰۰۰؛
 - کارت اعتباری کیش ۵۰،۰۰۰؛
 - بانک تجارت ۱۰۰،۰۰۰؛
 - لیزینگ ایران ۵۰،۰۰۰.
 ۳. حداقل معاملات روزانه ۵۰۰،۰۰۰ سهم به شرط عدم وجود معامله توسط بازار (غیربازارگردان). در صورت انجام معامله توسط بازار، بازارگردان صرفاً تا سقف یادشده تعهد معاملاتی خواهد داشت.
- در دوره‌ی بازارگردانی میزان نوسان قیمتی سهام شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران نسبت به صنعت حدود ۴ درصد کاهش یافته است که نشان‌دهنده‌ی عملکرد مناسب بازارگردان در کاهش نوسان‌های قیمتی با توجه به شرایط کلی بازار در این دوره است. نمودارهای زیر نشان می‌دهند که در دوره‌ی قبل از بازارگردانی شاخص قیمت و بازده شرکت بیش از ۴ برابر و شاخص صنعت نیز حدود ۳ برابر رشد داشتند در حالی که در دوره‌ی بازارگردانی این تغییرات اندک و به صورت نوسانی بوده است. گردش حجمی و ارزشی معاملات در دوره‌ی بازارگردانی نسبت به دوره‌ی قبل از آن برای شرکت به ترتیب ۲۰ و ۵۰ درصد و صنعت نیز ۳۴ و ۴۸ درصد کاهش یافته است. کاهش ۲۰ درصدی گردش حجمی شرکت در مقایسه با کاهش ۳۴ درصدی صنعت می‌تواند بیانگر عملکرد مناسب بازارگردان برای کاهش نقدشوندگی باشد.

نمودار ۵۶: روند شاخص شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران و صنعت سرمایه‌گذاری‌ها قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی تجارت ایرانیان اعتماد)





نمودار ۵۷: روند شاخص شرکت سرمایه گذاری ملی ایران و صنعت سرمایه گذاری ها در دوره ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی تجارت ایرانیان اعتماد)



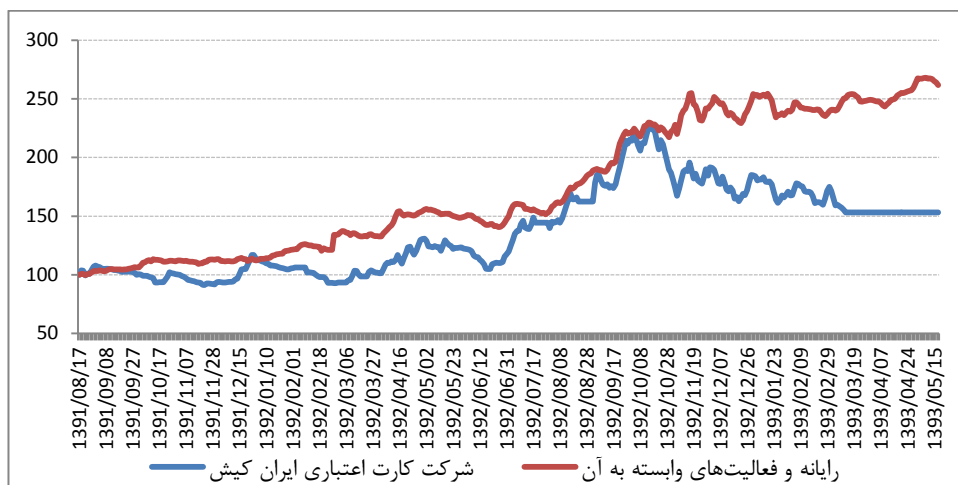
سرمایه گذاری ملی ایران				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۴۴/۶۱	۶۷/۴۵	۱۲/۸۴	۱۶/۱۶	گردش معاملات حجمی (درصد)
۴۴/۸۸	۸۶/۷۵	۱۳/۵۵	۲۷/۱۷	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۵۷	۱/۶۳	

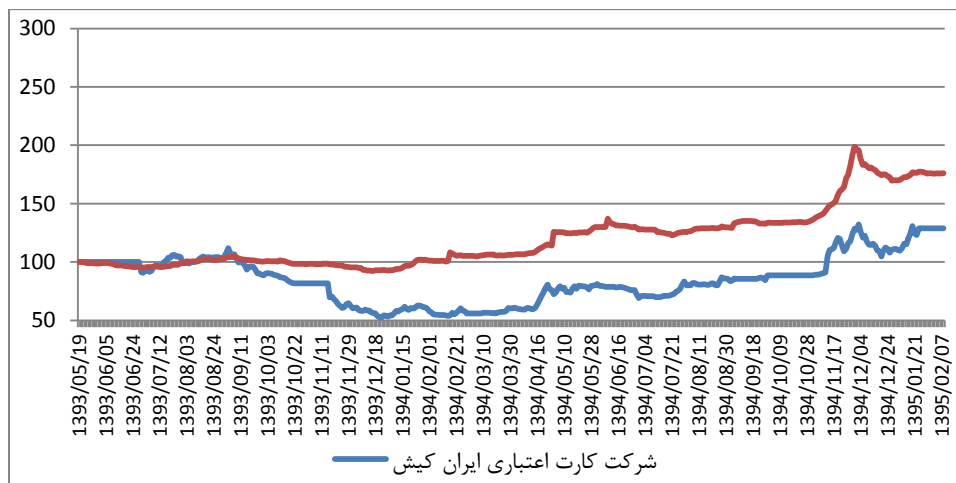
نمودارهای زیر روند شاخص شرکت کارت اعتباری ایران کیش و صنعت رایانه را نشان می دهد. مشاهده می شود در دوره ی بازارگردانی روند حرکتی شاخص قیمت و بازدهی سهم تا اواسط دوره ی بازارگردانی عکس حرکت شاخص صنعت بوده است. از همین رو نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت در دوره ی بازارگردانی در مقایسه با دوره ی قبل از آن ۱۷۶ درصد رشد کرده و به رقم ۲/۲۵ رسیده است. شرایط نزولی بازار در دوره ی بازارگردانی شرکت موجب شده است گردش های حجمی و ارزشی شرکت و صنعت کاهش در خور توجهی را تجربه کند به طوری که گردش حجمی و ارزشی شرکت ۶۳ و ۷۴ درصد و صنعت رایانه نیز ۵۳ و ۷۶ درصد کاهش داشته باشد.



نمودار ۵۸: روند شاخص شرکت کارت اعتباری ایران کیش و صنعت رایانه قبل از آغاز بازارگردانی- (صندوق بازارگردانی تجارت ایرانیان اعتماد)



نمودار ۵۹: روند شاخص شرکت کارت اعتباری ایران کیش و صنعت رایانه در دوره‌ی بازارگردانی- (صندوق بازارگردانی تجارت ایرانیان اعتماد)



کارت اعتباری ایران کیش				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۲۶/۷۰	۵۶/۳۰	۳۶/۴۰	۹۸/۱۳	گردش معاملات حجمی (درصد)
۱۱/۱۰	۴۶/۶۲	۳۴/۶۹	۱۳۳/۲۶	گردش معاملات ارزشی (درصد)

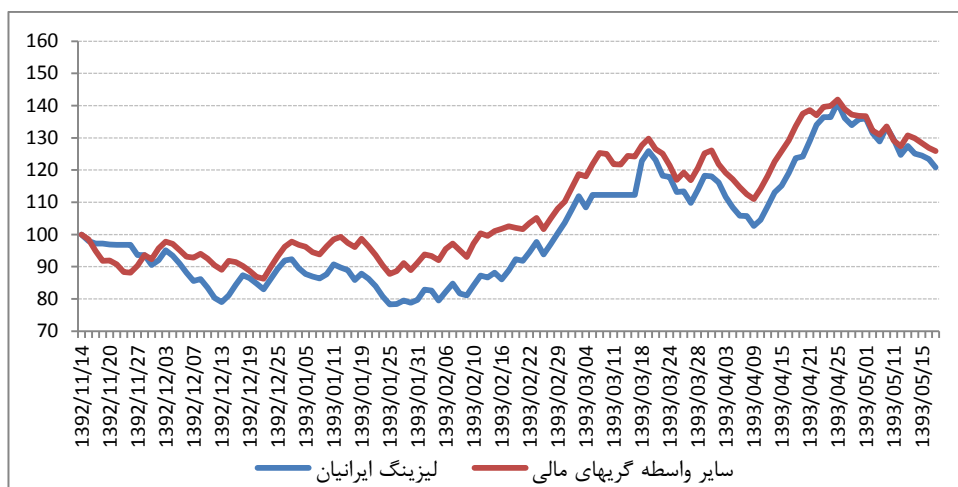
دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۲/۲۵	۰/۶۴	

شرکت لیزینگ ایران در دوره‌ی بازارگردانی نوسان‌های قیمتی کمتری نسبت به صنعت خود تجربه کرده است به طوری که در مقایسه با دوره‌ی قبل از آغاز آن حدود ۱۴ درصد کاهش را نشان می‌دهد. در صنعت سایر واسطه‌گری‌های مالی و شرکت لیزینگ ایران بالابودن گردش حجمی و ارزشی معاملات قابل توجه است. گردش حجمی و ارزشی صنعت

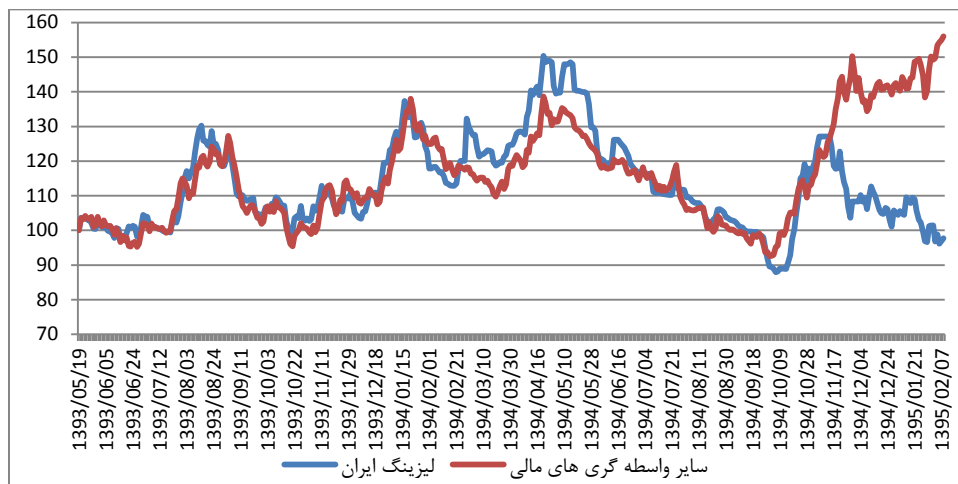


در دوره‌ی بازارگردانی که در مقایسه با دوره‌ی قبل از آن به ترتیب با کاهش ۳۰ و ۲۲ درصدی مواجه شده‌اند، بیش از ۱۰۰ درصد است که در کمتر صنعتی این میزان گردش مشاهده می‌شود. گردش حجمی و ارزشی شرکت نیز در دوره‌ی بازارگردانی ۵۳ و ۵۶ درصد کاهش داشته است که در مقایسه با صنعت می‌توان گفت فعالیت بازارگردانی منجر به بهبود نقدشوندگی و افزایش حجم معاملات نشده است.

نمودار ۶۰: روند شاخص شرکت لیزینگ ایران و صنعت سایر واسطه‌گری‌های مالی قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی تجارت ایرانیان اعتماد)



نمودار ۶۱: روند شاخص شرکت لیزینگ ایران و صنعت سایر واسطه‌گری‌های مالی در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی تجارت ایرانیان اعتماد)

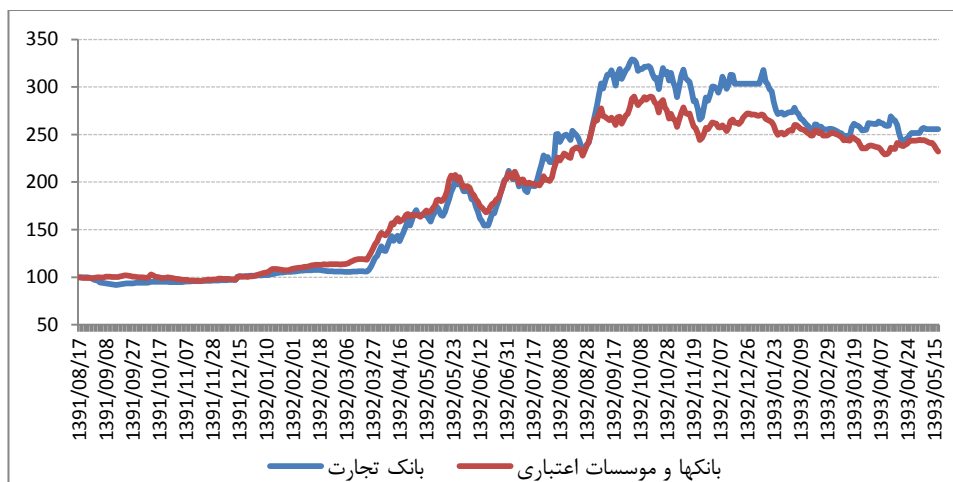


لیزینگ ایران				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۱۱۵/۱۲	۱۶۳/۵۳	۲۶/۷۳	۵۷/۲۹	گردش معاملات حجمی (درصد)
۱۲۵/۶۷	۱۶۰/۷۵	۳۱/۲۰	۷۱/۳۸	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۰/۹۰	۱/۰۵

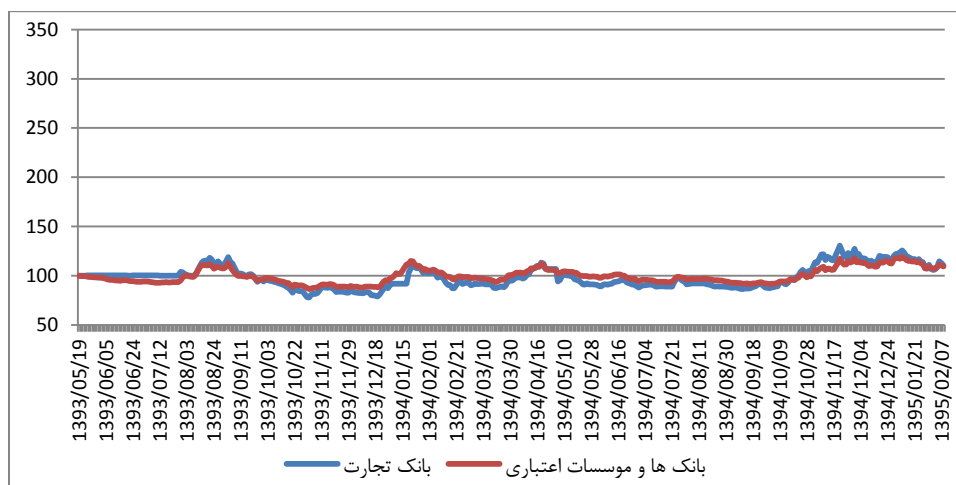
بانک تجارت از جمله شرکت‌هایی است که توسط دو صندوق اختصاصی بازارگردانی می‌شود. در دوره‌ی قبل از آغاز بازارگردانی شاخص قیمت و بازده شرکت و صنعت رشدی حدود ۳۰۰ درصدی را تجربه داشته‌اند در حالی که در دوره‌ی بازارگردانی به دلیل شرایط نزولی حاکم بر بازار، بازدهی تقریباً صفر درصدی ثبت شد. در دوره‌ی بازارگردانی نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت نسبت به دوره‌ی قبل از آغاز آن ۲۰ درصد رشد داشته است. علاوه بر این، گردش حجمی شرکت در دوره‌ی بازارگردانی رشد مناسب ۷۲ درصدی را نشان می‌دهد در حالی که گردش ارزشی آن ۲۲ درصد افت کرده است. در مقابل گردش حجمی صنعت بانکداری با رشدی اندک و گردش ارزشی با کاهش ۳۲ درصدی همراه شده است. بنابراین در دوره‌ی بازارگردانی نقدشوندگی شرکت و صنعت به دلیل حضور بازارگردانان مختلف در این صنعت بهبود یافته ولی به دلیل شرایط نزولی بازار و کاهش قیمت‌های اوراق بهادار، ارزش معاملات کاهش قابل توجهی را ثبت کرده است.

نمودار ۶۲: روند شاخص بانک تجارت و صنعت بانک و موسسات اعتباری قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی تجارت ایرانیان اعتماد)





نمودار ۶۳: روند شاخص بانک تجارت و صنعت بانک و موسسات اعتباری در دوره بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی تجارت ایرانیان اعتماد)



بانک تجارت				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۲۶/۹۹	۲۶/۸۰	۲۸/۵۳	۱۶/۶۱	گردش معاملات حجمی (درصد)
۲۴/۴۲	۳۶	۲۹/۸۶	۳۸/۴۱	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۴۷	۱/۲۱	

۱۲-۱- صندوق بازارگردانی صبا نیک

فعالیت این صندوق از تاریخ ۱۳۹۴/۰۵/۱۱ شروع و بازارگردانی سهام شرکت‌ها بانک ملت و بانک تجارت را بر عهده دارد. تعهدات بازارگردانی این صندوق مطابق امیدنامه به صورت زیر است:

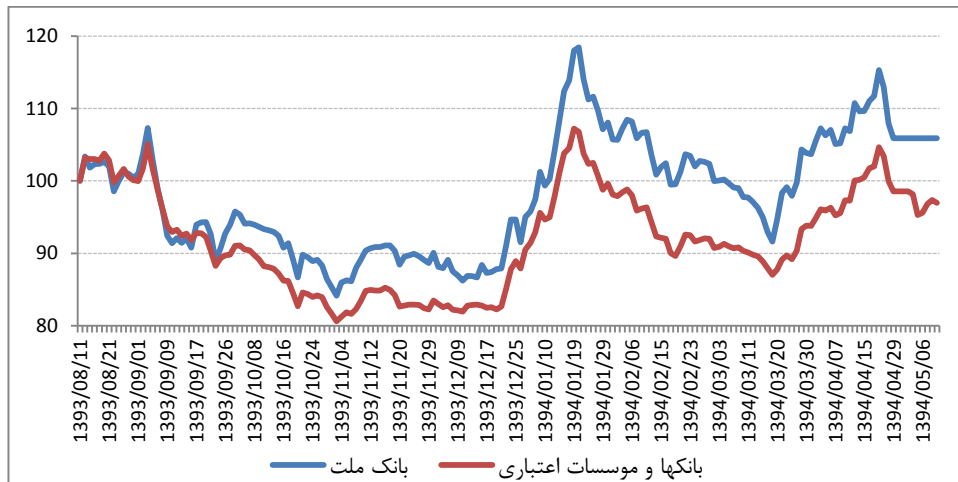
۱. حداکثر دامنه مظنه برابر ۵ درصد؛
۲. حداقل سفارش انباشته ۱۰,۰۰۰ سهم یا حق تقدم؛
۳. حداقل معاملات روزانه ۶۰۰,۰۰۰ سهم یا حق تقدم.

نمودارهای زیر روند شاخص قیمت و بازده بانک ملت و صنعت بانک‌ها را برای دوره‌های بازارگردانی و قبل از آن نشان می‌دهد. بانک ملت نیز توسط دو صندوق اختصاصی، بازارگردانی می‌شود. مقایسه نسبت نوسان قیمت سهام بانک ملت با صنعت بانکداری برای دوره بازارگردانی و دوره قبل از آن نشان می‌دهد که این نسبت تغییر چندانی با توجه به شرایط رکودی و نزولی بازار در دوره بازارگردان نداشته است. از این رو می‌توان گفت فعالیت‌های بازارگردانی در کاهش میزان نوسان‌های قیمتی شرکت مؤثر بوده است. بررسی گردش‌های معاملاتی نشان می‌دهد فعالیت‌های معاملاتی بازارگردان شرکت در بهبود نقدشوندگی و افزایش حجم و ارزش معاملات تأثیرگذار بوده است. در دوره بازارگردانی

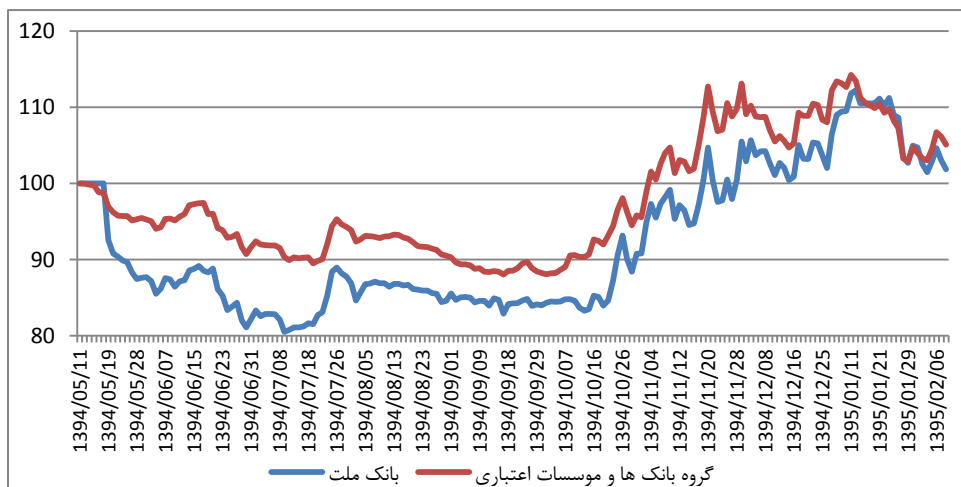


گردش حجمی و ارزشی بانک ملت به ترتیب ۵۷ و ۴۲ درصد نسبت به دوره‌ی قبل از آن رشد داشته‌است. در این دوره گردش حجمی و ارزشی صنعت بانکداری نیز رشد ۱۰ و ۱۹ درصدی را تجربه کرده است.

نمودار ۶۴: روند شاخص بانک ملت و صنعت بانک و موسسات اعتباری قبل از آغاز بازارگردانی- (صندوق بازارگردانی صبا نیک)



نمودار ۶۵: روند شاخص بانک ملت و صنعت بانک و موسسات اعتباری در دوره‌ی بازارگردانی- (صندوق بازارگردانی صبا نیک)

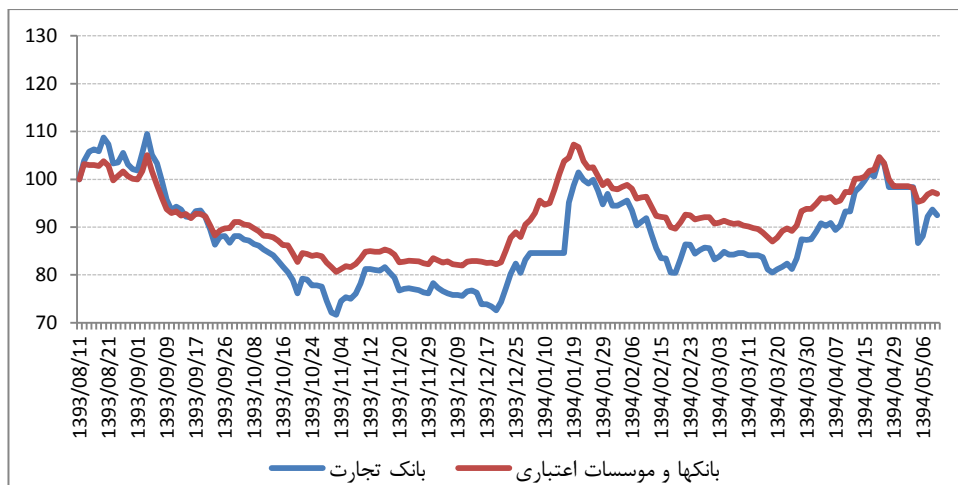


بانک ملت				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۱۳/۷۳	۱۲/۴۸	۱۶/۷۵	۱۰/۶۹	گردش معاملات حجمی (درصد)
۱۲/۹۴	۱۰/۸۳	۱۶/۲۶	۱۱/۴۸	گردش معاملات ارزشی (درصد)

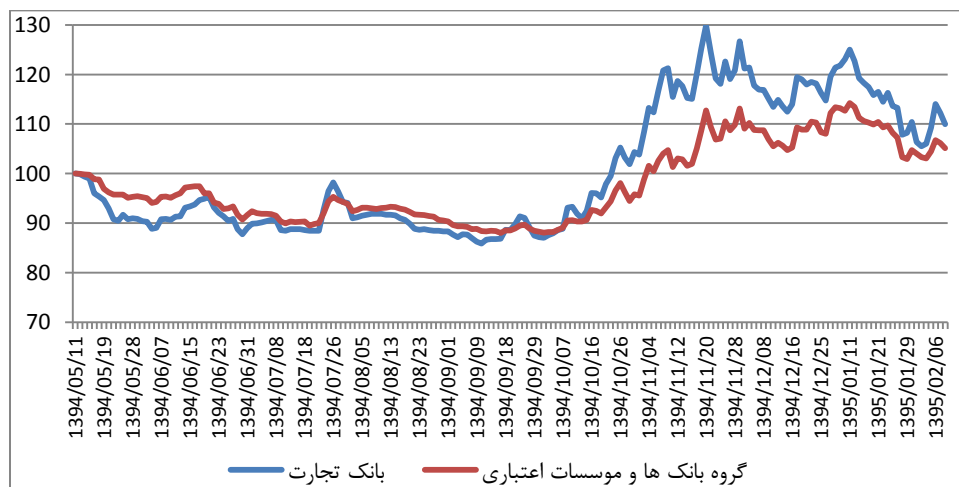
دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۱۸	۱/۱۶	

بانک تجارت نیز به مانند بانک ملت از خدمات دو صندوق اختصاصی بازارگردانی بهره می‌برد. در دوره‌ی بازارگردانی نسبت نوسان‌های قیمتی بانک تجارت به صنعت حدود ۱۹ درصد کاهش یافته که نشان‌دهنده‌ی عملکرد مناسب بازارگردانان در ایجاد ثبات قیمتی و کاهش نوسان‌پذیری است. علاوه بر این، گردش حجمی و ارزشی معاملات بانک تجارت و صنعت بانکداری در دوره بازارگردانی رشد مناسبی را تجربه کرده به طوری که گردش حجمی شرکت ۱۹ درصد و گردش ارزشی ۲۷ درصد رشد داشته است. گردش حجمی و ارزشی صنعت بانکداری نیز به ترتیب ۱۰ و ۱۹ درصد افزایش را تجربه کرده‌اند.

نمودار ۶۶: روند شاخص بانک تجارت و صنعت بانک و موسسات اعتباری قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی صبا نیک)



نمودار ۶۷: روند شاخص بانک تجارت و صنعت بانک و موسسات اعتباری در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی صبا نیک)





بانک تجارت				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۱۳/۷۳	۱۲/۴۸	۱۴/۸۱	۱۲/۴۴	گردش معاملات حجمی (درصد)
۱۲/۹۴	۱۰/۸۳	۱۶/۲۰	۱۲/۷۴	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۳۵	۱/۶۶	

۱-۱۳- صندوق اختصاصی بازارگردانی آینده‌نگر توسعه سینا

این صندوق در تاریخ ۱۳۹۴/۱۲/۰۸ فعالیت خود را آغاز و بازارگردانی سهام شرکت بورسی لابراتوارهای سینا دارو و شرکت فراپورسی توسعه‌ی فناوری خوارزمی را انجام می‌دهد. تعهدات بازارگردانی به صورت زیر در نظر گرفته شده است:

۱. حداکثر دامنه مظنه ۵ درصد؛

۲. سفارش انباشته برای شرکت

- لابراتوارهای سینا دارو ۵،۰۰۰ سهم یا حق تقدم؛

- توسعه‌ی فناوری خوارزمی ۱۰،۰۰۰ سهم یا حق تقدم.

۳. حداقل معاملات روزانه برای شرکت

- لابراتوارهای سینا دارو ۳۰،۰۰۰ سهم یا حق تقدم؛

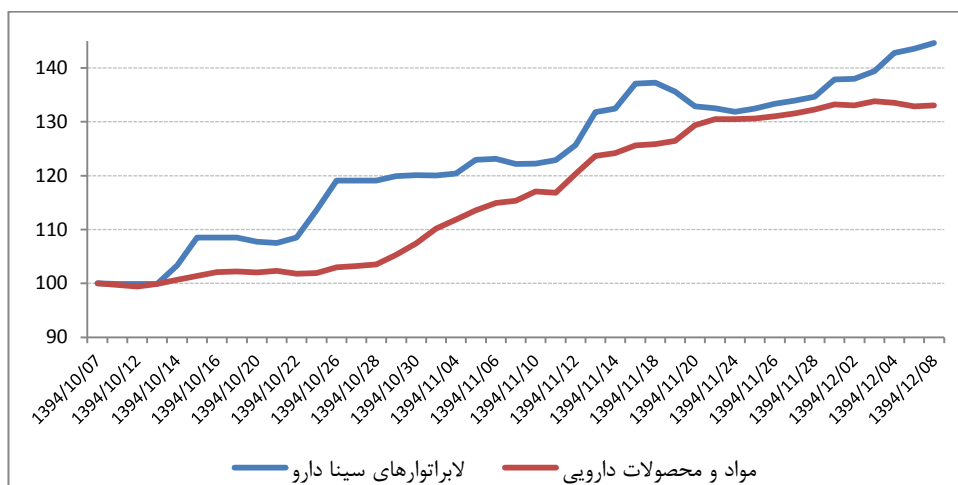
- توسعه‌ی فناوری خوارزمی ۶۰،۰۰۰ سهم یا حق تقدم.

باتوجه به عدم دسترسی به اطلاعات بازارگردانی شرکت توسعه فناوری خوارزمی، این شرکت در گزارش حاضر مورد مطالعه قرار نگرفته است.

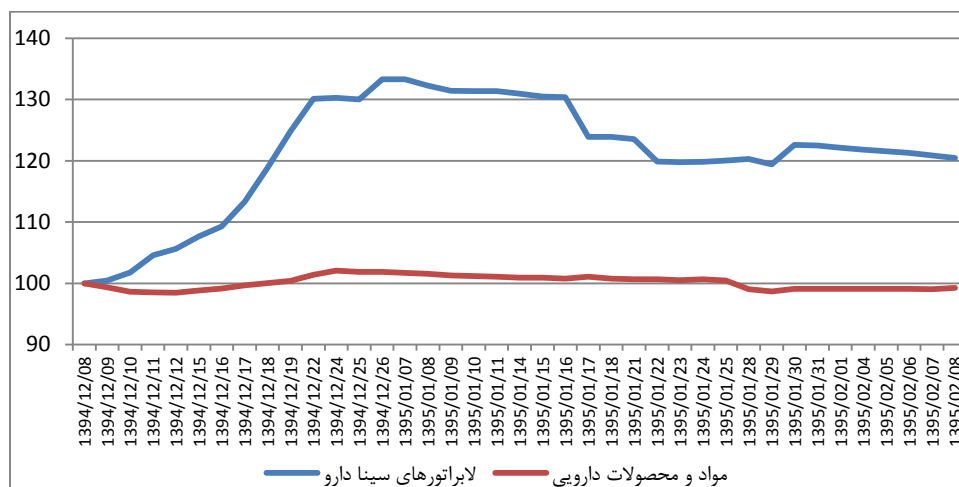
بررسی نمودارهای روند شاخص قیمت و بازده شرکت سینادارو و صنعت آن نشان می‌دهد که رشد قیمتی سهام شرکت در اسفند ۱۳۹۴ و عدم تغییر شاخص صنعت در آن دوره موجب افزایش ۷۴۵ درصدی نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت در دوره‌ی بازارگردانی در مقایسه با دوره‌ی قبل از آن شده است. بررسی گردش‌های حجمی و ارزشی شرکت نشان می‌دهد که حجم و ارزش معاملات شرکت سینادارو در مقایسه با شرکت‌های مورد بررسی در این گزارش و همچنین شرکت‌های همگروه بسیار کمتر است. در دوره‌ی بازارگردانی گردش حجمی و ارزشی شرکت نسبت به دوره‌ی قبل از آن به ترتیب ۲۸ و ۱۷ درصد کاهش یافت در حالی که گردش حجمی صنعت ۱۴ درصد و گردش ارزشی آن ۱۱ درصد افزایش داشته است. بنابراین فعالیت‌های بازارگردانی صندوق آینده‌نگر توسعه سینا به بهبود متغیرهای نقدشوندگی و کاهش نوسان‌های قیمتی منتج نشده است.



نمودار ۶۸: روند شاخص شرکت لابراتوارهای سینا دارو و صنعت دارو قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی آینده‌نگر توسعه سینا)



نمودار ۶۹: روند شاخص شرکت لابراتوارهای سینا دارو و صنعت دارو در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی آینده‌نگر توسعه سینا)



لابراتورهای سینا دارو				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۷/۸۶	۶/۸۸	۲/۳۳	۳/۲۳	گردش معاملات حجمی (درصد)
۶/۰۹	۵/۵۱	۲/۵۶	۳/۰۹	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۸/۶۲	۱/۰۲	

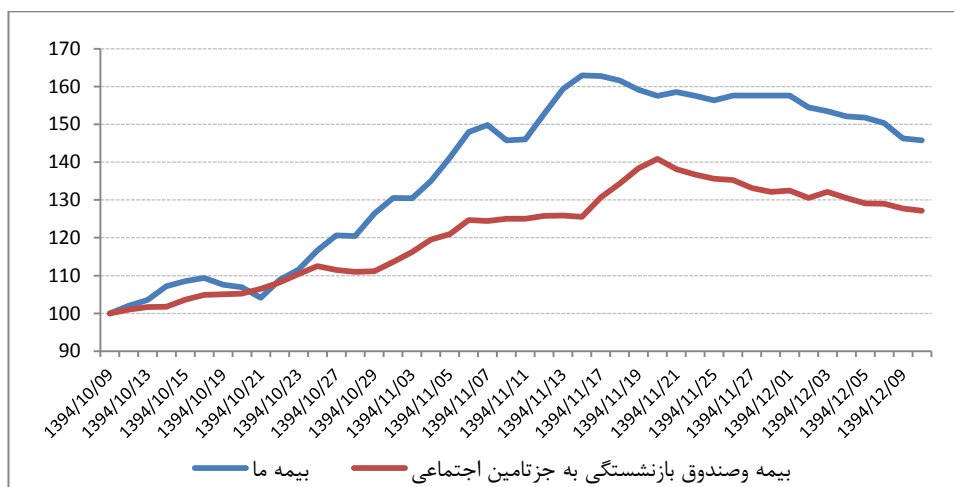
۱۴-۱- صندوق اختصاصی بازارگردانی ملت

این صندوق فعالیت خود را در تاریخ ۱۳۹۴/۱۲/۱۰ آغاز و سهام شرکت‌های بانک ملت و بیمه ما را بازارگردانی می‌کند. در آینده‌ی صندوق بازارگردانی بانک ملت تعهدات بازارگردانی به صورت زیر است:

۱. حداکثر دامنه مظنه ۵ درصد؛
۲. حداقل سفارش انباشته برای هر شرکت یادشده ۱۰,۰۰۰ سفارش؛
۳. حداقل معاملات روزانه برای شرکت
 - بانک ملت ۱,۵۰۰,۰۰۰ سهم یا حق تقدم؛
 - بیمه ما ۱۰۰,۰۰۰ سهم یا حق تقدم.

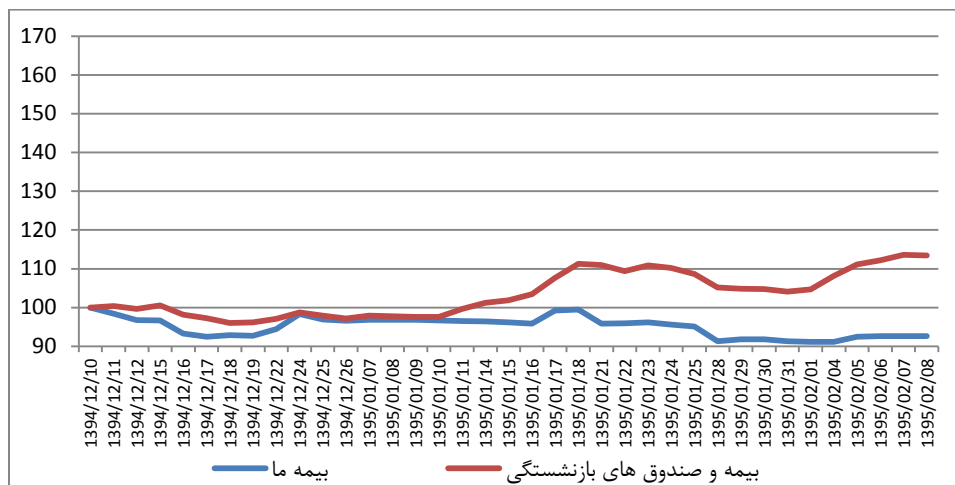
بیمه ما تنها شرکت بیمه‌ای پذیرفته‌شده در بورس است که توسط صندوق‌های اختصاصی، بازارگردانی می‌شود. نمودارهای شاخص قیمت و بازده شرکت و صنعت برای دوره‌های بازارگردانی و قبل از آن نشان می‌دهد که میزان نوسان قیمتی شرکت نسبت به صنعت بیمه در دوره‌ی بازارگردانی کاهش ۷۵ درصدی داشته است. بنابراین فعالیت‌های معاملاتی بازارگردان در راستای کاهش نوسان‌های قیمتی سهم مؤثر بوده است. بررسی گردش حجمی و ارزشی معاملات شرکت در دوره‌ی بازارگردانی نشان می‌دهد که این نسبت‌ها در مقایسه با دوره‌ی قبل آن بیش از ۷۸ درصد کاهش یافته است. این در حالی است که گردش حجمی و ارزشی صنعت بیمه به ترتیب رشد ۳۷ و ۲۳ درصدی را نشان می‌دهد. بنابراین در دوره‌ی بازارگردانی علی‌رغم افزایش حجم و ارزش معاملات صنعت بیمه، حجم و ارزش معاملات شرکت کاهش در خور توجهی داشته است که عملکرد نامناسب بازارگردان را در افزایش نقدشوندگی نشان می‌دهد.

نمودار ۷۰: روند شاخص شرکت بیمه ما و صنعت بیمه قبل از آغاز بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی ملت)





نمودار ۷۱: روند شاخص شرکت بیمه ما و صنعت بیمه در دوره‌ی بازارگردانی - (صندوق بازارگردانی ملت)



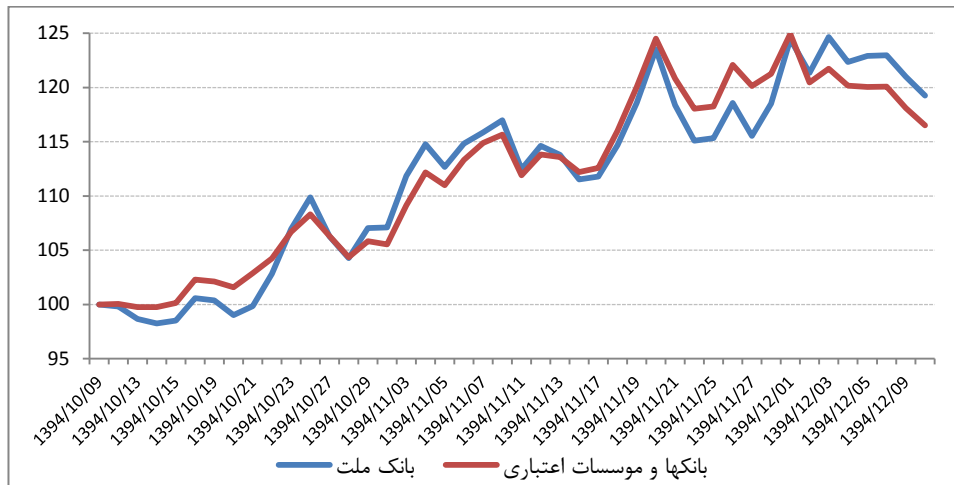
بیمه ما				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۶/۵۰	۴/۷۵	۱/۳۷	۵/۸۹	گردش معاملات حجمی (درصد)
۶/۳۱	۵/۱۱	۱/۴۳	۶/۵۳	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۰/۴۵	۱/۷۵	

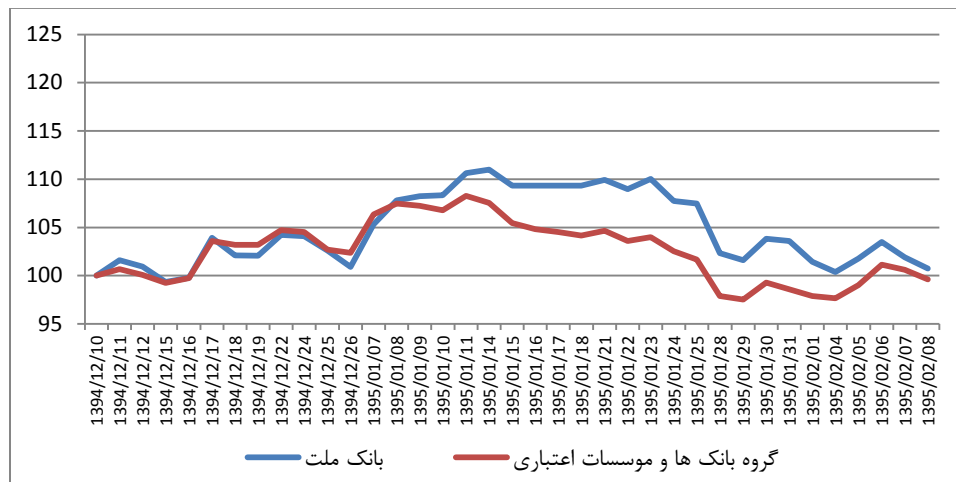
سهام شرکت بانک ملت توسط دو صندوق اختصاصی بازارگردانی به طور همزمان بازارگردانی می‌شود. نمودارهای روند شاخص قیمت و بازده شرکت و صنعت برای دوره‌های بازارگردانی و قبل از آن نشان می‌دهد نوسان قیمت سهام شرکت تا حد زیادی همسو با شاخص بانکداری است به طوری نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت در دوره‌ی بازارگردانی ۱۰ درصد افزایش یافته است. گردش حجمی و ارزشی معاملات بانک ملت در دوره بازارگردانی ۳۸ درصد و صنعت بانکداری نیز حدود ۵۰ کاهش را تجربه کرده‌اند که این آمار نشان می‌دهد فعالیت‌های معاملاتی بازارگردانان در سهام بانک ملت موجب شد نقدشوندگی سهام این بانک در مقایسه با سایر همگروه‌ها وضعیت مناسب‌تری را داشته باشد.



نمودار ۷۲: روند شاخص بانک ملت و صنعت بانک و موسسات اعتباری قبل از آغاز بازارگردانی - (سندوق بازارگردانی ملت)



نمودار ۷۳: روند شاخص بانک ملت و صنعت بانک و موسسات اعتباری قبل از آغاز بازارگردانی - (سندوق بازارگردانی ملت)



بانک ملت				
صنعت		شرکت		متغیر
بعد	قبل	بعد	قبل	
۳/۳۷	۶/۷۹	۴/۹۷	۸/۰۴	گردش معاملات حجمی (درصد)
۳/۴۹	۶/۷۸	۵/۲۱	۸/۳۵	گردش معاملات ارزشی (درصد)

دوره‌ی بازارگردانی	قبل از آغاز بازارگردانی	نسبت انحراف معیار شرکت به صنعت
۱/۱۸	۱/۰۶	



۱۵-۱- بررسی نوسان‌های سهام شرکت‌های دارای بازارگردان

برای بررسی نوسان‌های قیمتی شرکت‌هایی که دارای بازارگردان بوده‌اند، ۱۵ صندوق اختصاصی بازارگردان یادشده در گزارش مورد بررسی قرار گرفتند. در حال حاضر صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی، وظیفه‌ی بازارگردانی ۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس و فرابورس را بر عهده دارند. این در حالی است که چهار شرکت از این ۳۵ شرکت دارای دو بازارگردان هستند این شرکت‌ها عبارتند از بانک اقتصاد نوین، توسعه‌ی صنایع بهشهر، بانک تجارت، بانک ملت. بررسی‌های آماری نشان می‌دهد در حدود ۵۰ درصد موارد، انحراف معیار شرکت به صنعت در دوره‌ی قبل از بازارگردانی کمتر از دوره‌ی بازارگردانی بوده است. بنابراین نمی‌توان گفت شرکت‌های ناشر دارای بازارگردان نوسانات کمتری نسبت به صنعت خود تجربه کرده‌اند. در جدول زیر اطلاعات مقایسه‌ای شامل نام صندوق، نام شرکت ناشر و انحراف معیار شرکت به صنعت برای هر صندوق به تفکیک ارائه شده است.

جدول ۱۹: انحراف معیار شاخص شرکت‌های دارای بازارگردان و صنایع در دوره‌ی بازارگردانی

ردیف	صندوق اختصاصی بازارگردانی	شرکت	انحراف معیار شرکت به صنعت	
			دوره قبل از بازارگردانی	دوره‌ی بازارگردانی
۱	نوین پیشرو	بانک اقتصاد نوین	۰/۵۷	۱/۵۸
۲	امید لوتوس پارسیان	بانک پارسیان	۰/۹۷	۱/۹
		بیمه پارسیان	۰/۶	۱/۹۷
		تجارت الکترونیک پارسیان	۱/۱۴	۰/۷۵
۳	گنجینه سپهر صادرات	بانک صادرات	۱/۱۵	۱/۹۲
۴	گروه توسعه بهشهر	هلدینگ توسعه صنایع بهشهر	۰/۹۳	۱/۲۸
		گروه صنایع بهشهر ایران	۱/۰۳	۱/۶۱
		پاکسان	۴/۰۴	۲/۴۷
		گلتاش	۱/۴۸	۲/۷۳
		بانک اقتصاد نوین	۰/۷۵	۱/۵۷
		مارگارین	۰/۹۰	۱/۸۶
۵	آرمان اعتلاء کشاورزی	ایران دارو	۰/۹۸	۰/۶۹
		البرز دارو	۱/۲۳	۵/۱۶
		گروه دارویی سبحان	۱/۵۲	۱/۱۸
		سرمایه‌گذاری البرز	۱/۲	۰/۹۸
۶	بهمن گستر	گروه بهمن	۲/۰۷	۰/۶۰
		سرمایه‌گذاری بهمن	۱/۵	۱/۱۴
		سرمایه‌گذاری اعتبار ایران	۱/۴۲	۰/۶۲
۷	مپنا آشنا	گروه مپنا	۱	۱



۱/۱۲	۱/۱۲	معدنی و صنعتی گل‌گهر	امید ایرانیان	۸
۱/۵۷	۱/۴۴	هلدینگ توسعه‌ی صنایع بهشهر	توسعه ملی	۹
۱/۱۴	۰/۸۷	سرمایه‌گذاری و توسعه سیمان		
۰/۷	۱/۵۶	پتروشیمی سازند		
۱/۵۷	۲/۶۵	ایران ترانسفو		
۰/۵۰	۱/۸۹	سرمایه‌گذاری توسعه ملی		
۱/۰۹	۱/۲۶	سرمایه‌گذاری گروه توسعه ملی		
۱/۳۳	۱/۳۹	بانک سینا	بانک سینا	۱۰
۱/۵۷	۱/۶۳	سرمایه‌گذاری ملی ایران	تجارت ایرانیان اعتماد	۱۱
۲/۲۵	۰/۶۴	ایران کیش		
۰/۹۰	۱/۰۵	لیزینگ ایران		
۱/۴۷	۱/۲۱	بانک تجارت		
۱/۱۸	۱/۱۶	بانک ملت	صبا نیک	۱۲
۱/۳۵	۱/۶۶	بانک تجارت		
۸/۶۲	۱/۰۲	سینا دارو	آینده نگر توسعه سینا	۱۳
۰/۴۵	۱/۷۵	بیمه ما	ملت	۱۴
۱/۱۸	۱/۰۶	بانک ملت		

۲- بازارگردانی صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله

تفاوت اصلی ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله با صندوق‌های سرمایه‌گذاری موجود، ایجاد نقدشوندگی با بهره‌گیری از پتانسیل بازار سهام است. در صندوق‌های قابل معامله، بازارگردانان وظیفه‌ی فراهم‌کردن نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری و نزدیک کردن قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری به خالص ارزش دارایی‌های صندوق را برعهده دارند. بازارگردانان با ارایه‌ی مظنه‌ی خرید و فروش با دامنه‌ی مشخص و تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری معین مطابق با دستورالعمل بازارگردانی، نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری و کیفیت بازار صندوق‌های قابل معامله را افزایش می‌دهند. بازارگردان‌ها مطابق قانون نقش پررنگ و مؤثری در فعالیت صندوق‌های قبل معامله داشته و در صورت تأیید فرآیند پذیره‌نویسی اولیه و صدور مجوز فعالیت صندوق توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، صدور و ابطال واحدها در طول فعالیت صندوق، تنها به نام بازارگردان و به درخواست وی انجام می‌شود. از ویژگی‌های مهم صندوق‌های قابل معامله در بازار سرمایه کشور، ایجاد زیرساختارهای نرم‌افزاری و برقراری ارتباطات لحظه‌ای نرم‌افزارهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سامانه‌ی معاملات است. این امر امکان محاسبه و اعلام خالص ارزش دارایی هر صندوق را در هر ۲ دقیقه در ساعات معاملاتی فراهم می‌کند. در پایان معاملات نیز مدیر صندوق، خالص ارزش دارایی صدور و ابطال را اعلام می‌کند و



بازارگردان می‌تواند بر اساس آن درخواست صدور یا ابطال واحدها را به مدیر ارایه دهد. با هدف خود تنظیم بودن قیمت معاملاتی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله، حد نوسان قیمت در معاملات بازار (بورس یا فرابورس) تعریف نشده‌است و مکانیزم تعادلی بازار و فعالیت بازارگردان تعادل قیمت را فراهم خواهد کرد.

۲-۱- نقش بازارگردانان در صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله

بازارگردانان را می‌توان به عنوان از مهمترین ارکان صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله برشمرد. بازارگردانان درخواست صدور واحدهای سرمایه‌گذاری را در قالب فرم درخواست صدور واحد سرمایه‌گذاری برای بازارگردان از طریق نرم‌افزار صندوق سرمایه‌گذاری به مدیر ارائه می‌دهند. در صدور واحدهای سرمایه‌گذاری به درخواست بازارگردان، آخرین قیمت صدور قبل از ارائه درخواست که بر اساس مفاد اساسنامه و امیدنامه محاسبه می‌شود، ملاک خواهد بود. برای صدور واحد سرمایه‌گذاری کارمزد از بازارگردان دریافت نخواهد شد. مدیر موظف است حداکثر ۵ دقیقه پس از این که درخواست صدور واحد سرمایه‌گذاری را از بازارگردان دریافت نمود، درخواست ارائه شده را بررسی و نتیجه را از طریق نرم‌افزار صندوق به بازارگردان اطلاع دهد.

در صورتی که به علت حجم زیاد تقاضا برای واحدهای سرمایه‌گذاری یک EFT، قیمت معاملاتی واحدهای سرمایه‌گذاری افزایش یابد و از ارزش خالص دارایی‌های آن (NAV) فاصله بگیرد؛ بازارگردان با صدور واحد سرمایه‌گذاری به ارزش NAV و فروش به متقاضیان خرید در بازار به درخواست‌های خرید در قیمت بالای NAV پاسخ می‌دهد که این امر در نهایت باعث کاهش قیمت معاملاتی و تطبیق با NAV خواهد شد. بدیهی است این امر در شرایط کاهشی نیز با رویه عکس، با ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری توسط بازارگردان و خرید هم‌زمان در بازار به قیمت پایین‌تر از NAV باعث تعادل قیمتی خواهد شد.

۲-۲- بررسی عملکرد بازارگردانان فعال در صندوق‌های قابل معامله در بازار سرمایه ایران

به‌منظور سنجش کارایی بازارگردانی صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله، ۱۴ صندوق قابل معامله در بورس و فرابورس مورد بررسی قرار گرفته و در نهایت ۹ صندوق از ۱۴ صندوق مورد بررسی بر اساس معیارهایی نظیر داده‌های کافی و تضمین نکردن سود انتخاب شدند.

در این بخش، ابتدا هر صندوق معرفی شده و سپس پارامترهای تعیین‌شده برای بازارگردانی صندوق ارایه می‌شود و در نهایت به شاخص‌های محاسبه شده بر اساس قیمت پایانی و ابطال صندوق پرداخته می‌شود. نکته قابل توجه در قراردادهای بازارگردانی صندوق‌ها، ثابت بودن پارامترهای بازارگردانی ۷ صندوق از ۹ صندوق منتخب جدای از نوع، اندازه، تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری و سایر پارامترهای تأثیرگذار بر بازارگردانی صندوق می‌باشد. لیست صندوق‌های انتخاب شده به همراه نمادها و بازارگردان آن‌ها در جدول زیر ارایه شده است:



جدول ۲۰: نام و نماد صندوق‌های قابل معامله

ردیف	نماد صندوق	نام صندوق سرمایه‌گذاری	بازارگردان
۱	کاریس	سپهر کاریزما	تأمین سرمایه سپهر
۲	آساس	آسمان آرمانی سهام	تأمین سرمایه آرمان
۳	اطلس	توسعه اندوخته آینده	تأمین سرمایه سپهر
۴	الماس	امین تدبیرگران فردا	تأمین سرمایه امین
۵	فیروزه	شاخص ۳۰ شرکت بزرگ فیروزه	توسعه صنعتی ایران
۶	کاردان	تجارت شاخصی کاردان	تأمین سرمایه کاردان
۷	آسام	آرمان سپهر آیندگان	تأمین سرمایه سپهر
۸	صنوبین	سپهر اندیشه نوین	تأمین سرمایه سپهر
۹	ثروتم	ثروت آفرین پارسیان	تأمین سرمایه آرمان

اطلاعات مرتبط با قیمت پایانی که در این بخش از گزارش استفاده شده است از سایت شرکت مدیریت فناوری بورس تهران و اطلاعات قیمت ابطال از سایت صندوق‌ها استخراج شده است. اطلاعات مرتبط با قراردادهای بازارگردانی از سایت شرکت مدیریت فناوری بورس تهران، سایت صندوق‌ها و سایت شرکت فرابورس بدست آمده است.

۲-۱- صندوق کاریس

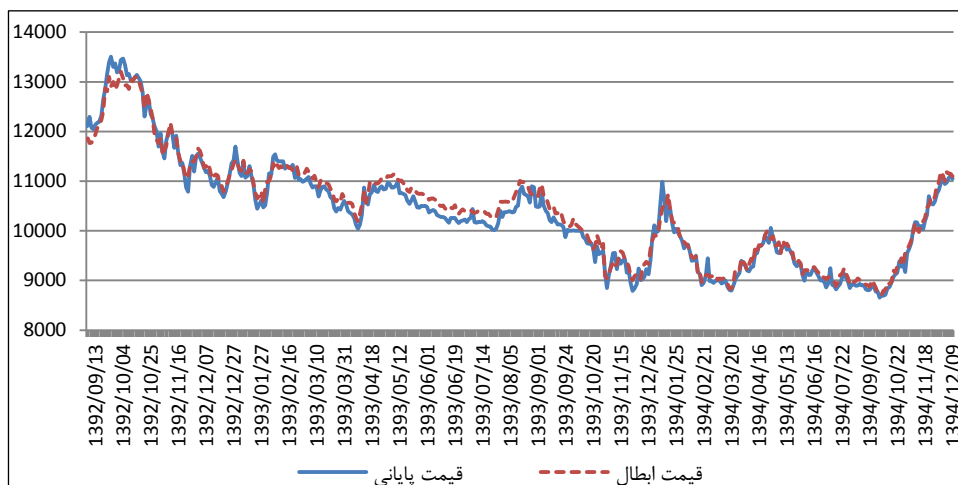
صندوق کاریس جزو صندوق‌های قابل معامله با اندازه بزرگ بوده و به لحاظ نوع صندوق جزو صندوق‌های در سهام دسته‌بندی و در فرابورس معامله می‌شود. بازارگردانی این صندوق را شرکت تأمین سرمایه سپهر بر عهده دارد و طبق امیدنامه صندوق، بازارگردان موظف است در طول تمامی روزهای معاملاتی اقدام به ارائه سفارش خرید و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری عادی در سامانه معاملاتی کند. دامنه‌ی مظنه سفارش‌های خرید و فروش بازارگردان (اختلاف بین قیمت خرید در سفارش خرید و قیمت فروش بازارگردان) حداکثر ۵ درصد خواهد بود. حداقل سفارش انباشته بازارگردان برابر ۱۰،۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری است. حداقل معاملات روزانه بازارگردان برابر ۵۰۰،۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری است. در صورتی که تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری خریداری شده یا فروخته شده توسط بازارگردان در هر روز معاملاتی به میزان حداقل معاملات روزانه برسد، آنگاه بازارگردان تعهدی برای خرید و فروش واحدهای سرمایه‌گذاری بیشتر در آن روز نخواهد داشت. در موقع انحلال و تصفیه صندوق، بازارگردان وجوه نقد لازم برای پرداخت‌های صندوق را تأمین می‌کند و آن بخش از دارایی‌های صندوق را که در بازار به فروش نرسد، در قبال سرمایه‌گذاری یا مطالبات خود از صندوق، دریافت می‌کند. در صورتی که مجمع صندوق نتواند جانشین بازارگردان را پس از استعفای وی ظرف مهلت مذکور در اساسنامه تعیین نماید، به شرط آن که پس از استعفای وی، صندوق هیچ بازارگردانی نداشته باشد، بازارگردان در شرایط مذکور در اساسنامه صندوق اختیار انحلال صندوق را خواهد داشت؛ لکن در صورت انحلال صندوق، بازارگردان موظف است تا



تصفیه کامل صندوق به مسئولیت خود عمل کند. نمودارها و تحلیل‌هایی که در ادامه آورده می‌شود بر اساس اطلاعات این صندوق در بازه زمانی ۱۳۹۲/۰۹/۰۹ تا ۱۳۹۴/۱۲/۰۹ است.

نموداری که در ادامه آورده می‌شود روند قیمت پایانی و قیمت ابطال صندوق را طی بازه زمانی یادشده نشان می‌دهد.

نمودار ۷۴: روند قیمت پایانی و قیمت ابطال صندوق کاریس



همان‌طور که در نمودار فوق مشاهده می‌کنید در اکثر روزها قیمت ابطال بیشتر از قیمت پایانی سهم بوده است. بر اساس اطلاعات عملکرد صندوق در دوره زمانی مورد بررسی در ۷۸,۶ درصد موارد، قیمت ابطال از قیمت پایانی کمتر بوده است. اطلاعات مرتبط با اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی صندوق کاریس در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۲۱: شاخص‌های قیمت پایانی و ابطال صندوق کاریس

مقدار	عنوان
1.34%	میانگین قدر مطلق تفاوت روزانه بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
0.00%	پنج درصد
24.83%	دو درصد
59.45%	یک درصد
79.95%	نیم درصد
4.30%	ماکزیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
-4.86%	مینیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
1083.85	انحراف معیار قیمت پایانی
1039.51	انحراف معیار قیمت ابطال

مطابق جدول فوق در طول بازه زمانی مورد بررسی به‌طور میانگین، روزانه تفاوت ۱,۳۴ درصدی بین قیمت ابطال و قیمت پایانی وجود داشته است، این در حالی است که میانگین بازدهی (تغییرات قیمتی روزانه) بر اساس قیمت پایانی و قیمت ابطال تقریباً یکسان است.

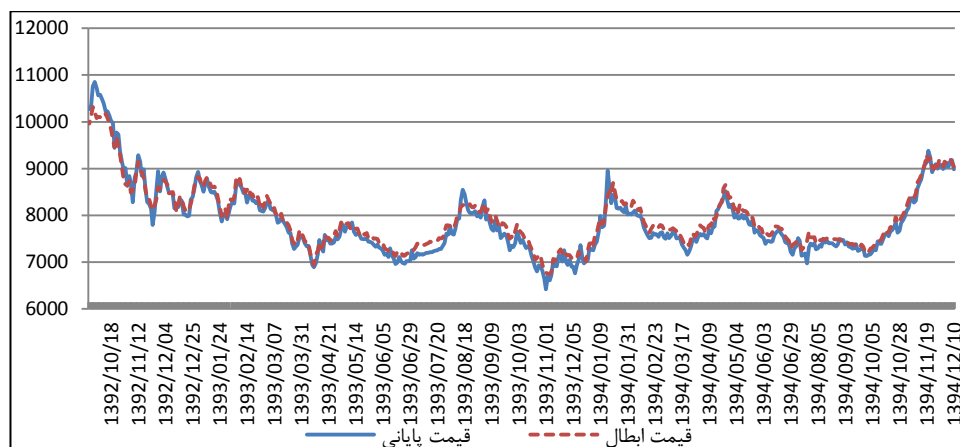


۲-۲-۲- صندوق آساز

صندوق آساز جزو صندوق‌های در سهام و با اندازه بزرگ است. این صندوق در فرابورس معامله می‌شود و بازارگردانی آن را شرکت تأمین سرمایه آرمان بر عهده دارد. دامنه مظنه تعیین شده برای بازارگردانی این صندوق حداکثر ۵ درصد، حداقل سفارش انباشته بازارگردان برابر ۱۰,۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری و حداقل معاملات روزانه بازارگردان برابر ۵۰۰,۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری است. اطلاعاتی که در ادامه آورده می‌شود بر اساس عملکرد صندوق طی بازه زمانی 1392/09/30 تا 1394/12/10 استخراج شده است.

نموداری زیر روند قیمت ابطال و قیمت پایانی صندوق را طی بازه زمانی یادشده نشان می‌دهد.

نمودار ۷۵: روند قیمت پایانی و قیمت ابطال صندوق آساز



در صندوق آساز نیز غالباً قیمت ابطال بیشتر از قیمت پایانی بوده است. از ۴۷۸ روز مورد بررسی در ۳۹۸ روز معادل ۸۳,۳ درصد روزها قیمت ابطال اعلامی صندوق بیشتر از قیمت پایانی در همان روز بوده است. سایر اطلاعات مرتبط با قیمت پایانی و ابطال صندوق آساز در جدول زیر آورده شده است.

جدول ۲۲: شاخص‌های قیمت پایانی و ابطال صندوق آساز

مقدار	عنوان
1.66%	میانگین قدر مطلق تفاوت روزانه بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
1.05%	پنج درصد
33.96%	دو درصد
74.21%	یک درصد
89.10%	نیم درصد
6.92%	ماکزیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
-6.07%	مینیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
743.21	انحراف معیار قیمت پایانی
663.36	انحراف معیار قیمت ابطال

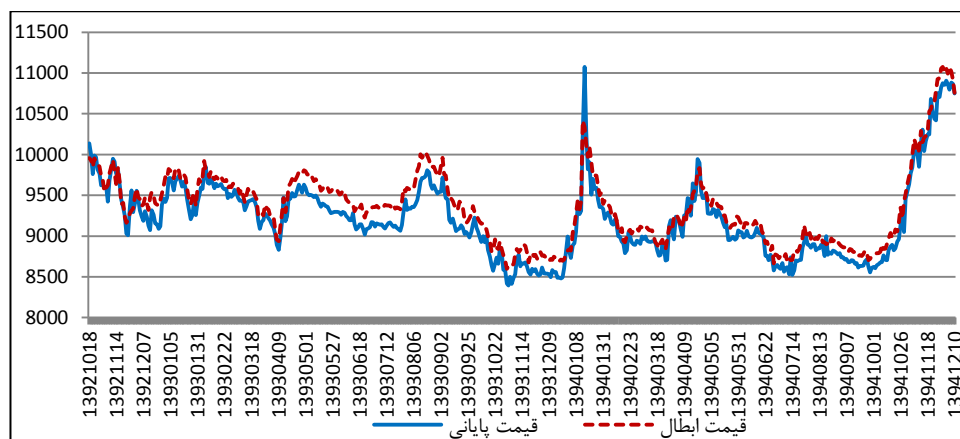


۲-۲-۳- صندوق اطلس

صندوق توسعه اندوخته آینده با نماد اطلس صندوقی با اندازه بزرگ است که عمده سرمایه‌گذاری‌های خود را در سهام انجام داده است. این صندوق در فرابورس ایران معامله شده و بازارگردانی آن را شرکت تأمین سرمایه سپهر بر عهده دارد. دامنه مظنه برای بازارگردانی این صندوق حداکثر ۵ درصد، حداقل سفارش انباشته ۱۰۰,۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری و حداقل معاملات روزانه بازارگردان ۵۰۰,۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری تعیین شده است. اطلاعاتی که در ادامه آورده می‌شود بر اساس عملکرد صندوق در بازه زمانی ۱۳۹۲/۱۰/۱۸ تا ۱۳۹۴/۱۲/۱۰ است.

نمودار زیر روند قیمت پایانی و قیمت ابطال را در بازه زمانی یادشده نشان می‌دهد.

نمودار ۷۶: روند قیمت پایانی و ابطال صندوق اطلس



همان‌طور که در نمودار فوق مشاهده می‌کنید در بیشتر روزها قیمت پایانی بیشتر از قیمت ابطال است. بر اساس عملکرد صندوق تنها در ۶/۸۲ درصد روزهای معاملاتی قیمت پایانی عددی بیشتر از قیمت ابطال را نشان می‌دهد و دامنه اختلاف بین قیمت پایانی و ابطال به‌صورت میانگین ۱/۶۷ درصد بوده است.

جدول ۲۳: شاخص‌های قیمت پایانی و ابطال صندوق اطلس

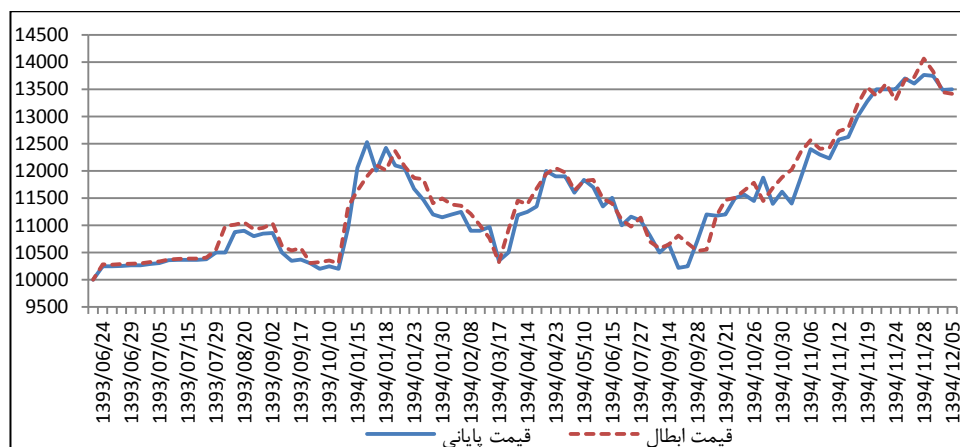
مقدار	عنوان
1.67%	میانگین قدر مطلق تفاوت روزانه بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
0.19%	پنج درصد
33.33%	دو درصد
77.78%	یک درصد
92.01%	نیم درصد
4.41%	ماکزیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
-6.66%	مینیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
479.25	انحراف معیار قیمت پایانی
467.36	انحراف معیار قیمت ابطال

۲-۲-۴- صندوق الماس

صندوق امین تدبیرگران فردا که با نماد الماس شناخته می‌شود جزو صندوق‌های با اندازه بزرگ و از نوع فعال در سهام بوده و در فرابورس معامله می‌شود. بازارگردانی این صندوق را شرکت تأمین سرمایه امین بر عهده دارد و طبق امید نامه صندوق موظف است دامنه مظنه حداکثر ۵ درصد و حداقل سفارش انباشته ۱۰,۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری را رعایت کند. حداقل معاملات روزانه بازارگردان ۵۰۰,۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شده است. آمار و اطلاعاتی که در ادامه آورده می‌شود بر اساس عملکرد صندوق در بازه زمانی ۱۳۹۳/۰۵/۲۹ تا ۱۳۹۴/۱۲/۰۵ است.

نمودار زیر در بردارنده روند قیمت پایانی و قیمت ابطال این صندوق طی بازه زمانی مورد بررسی است.

نمودار ۷۷: روند قیمت پایانی و ابطال صندوق الماس



قیمت ابطال در دوره زمانی که صندوق الماس بررسی شد در ۷۸ درصد موارد عددی بیشتر از قیمت پایانی را نشان می‌دهد این در حالی است که به‌طور میانگین اختلاف ۱/۵۴ درصدی بین قیمت ابطال و پایانی وجود دارد. جدول زیر در بردارنده اطلاعات مربوط به قیمت ابطال و قیمت پایانی صندوق است.

جدول ۲۴: شاخص‌های قیمت پایانی و ابطال صندوق الماس

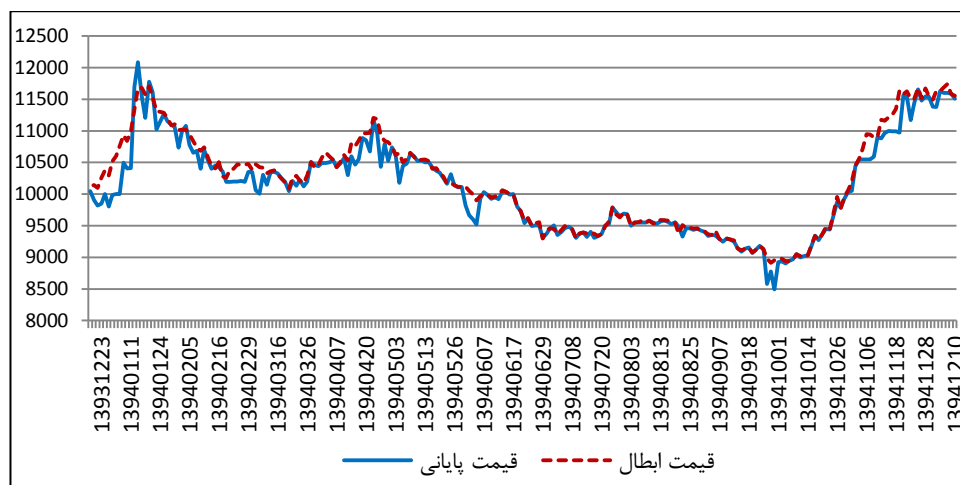
مقدار	عنوان
1.54%	میانگین قدر مطلق تفاوت روزانه بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
3.26%	پنج درصد
26.09%	دو درصد
54.35%	یک درصد
72.83%	نیم درصد
5.79%	ماکزیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
-5.76%	مینیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
1025.21	انحراف معیار قیمت پایانی
1018.48	انحراف معیار قیمت ابطال

۲-۲-۵- صندوق فیروزه

صندوق شاخص سی شرکت بزرگ فیروزه که با نماد فیروزه شناخته می‌شود، صندوقی با اندازه بزرگ و در سهام بوده و در بورس اوراق بهادار تهران معامله می‌شود. بازارگردانی این صندوق بر عهده شرکت سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی ایران بوده و دامنه مظنه برای بازارگردانی این صندوق حداکثر ۵ درصد، حداقل سفارش انباشته بازارگردان ۱۰,۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری و حداقل معاملات روزانه آن برابر با ۵۰۰,۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری تعیین شده است. اطلاعاتی که در ادامه آورده می‌شود عملکرد صندوق را طی بازه زمانی 1393/12/11 تا 1394/12/10 نشان می‌دهد.

نمودار روند قیمت پایانی و قیمت ابطال صندوق به صورت زیر است.

نمودار ۷۸: روند قیمت پایانی و ابطال صندوق فیروزه

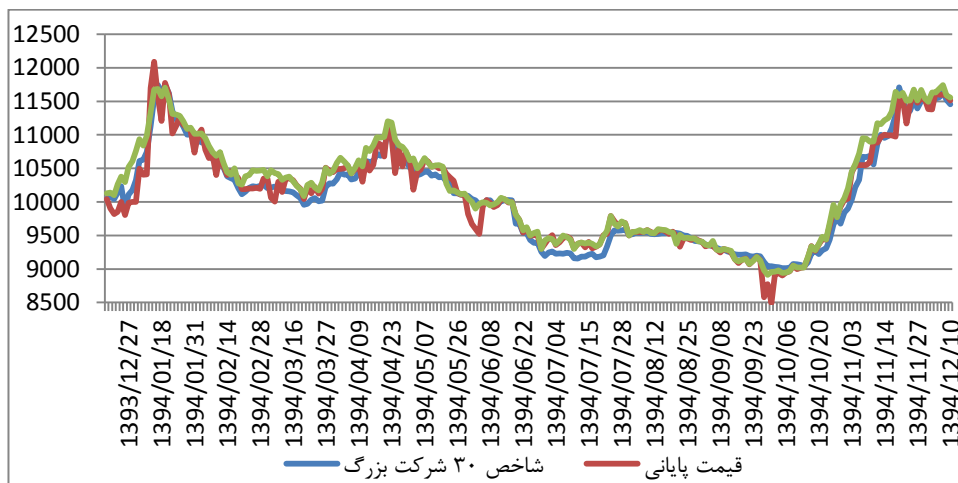


با نگاهی به روند تاریخی قیمت پایانی و ابطال صندوق مشاهده می‌شود که در ۷۵ درصد موارد قیمت ابطال بیشتر از قیمت پایانی بوده و اختلاف بین قیمت ابطال و پایانی به طور میانگین ۱ درصد بوده است.

جدول ۲۵: شاخص‌های قیمت پایانی و ابطال صندوق فیروزه

مقدار	عنوان
1.03%	میانگین قدر مطلق تفاوت روزانه بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
2.52%	پنج درصد
18.91%	دو درصد
28.15%	یک درصد
40.34%	نیم درصد
7.59%	ماکزیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
-3.42%	مینیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
733.79	انحراف معیار قیمت پایانی
764.62	انحراف معیار قیمت ابطال

در نمودار زیر روند قیمتی شاخص ۳۰ شرکت بزرگ، قیمت پایانی و قیمت ابطال آورده شده است.
نمودار ۷۹: روند شاخص ۳۰ شرکت بزرگ، قیمت پایانی و قیمت ابطال در صندوق فیروزه



در جدول زیر اطلاعات مرتبط با نمودار فوق آورده شده است.

جدول ۲۶: شاخص‌های قیمت پایانی و ابطال و شاخص ۳۰ شرکت بزرگ صندوق فیروزه

عنوان	مقدار برای شاخص و قیمت پایانی	مقدار برای شاخص و قیمت ابطال
میانگین قدر مطلق تفاوت روزانه	1.23%	1.29%
درصد روزهای بیشتر از	پنج درصد	0.00%
	دو درصد	18.61%
	یک درصد	48.92%
	نیم درصد	68.40%
	76.39%	
ماکزیمم درصد اختلاف بین	6.49%	1.71%
مینیمم درصد اختلاف بین	-4.85%	-4.07%
درصد اختلاف انحراف معیار	-0.58%	-4.59%

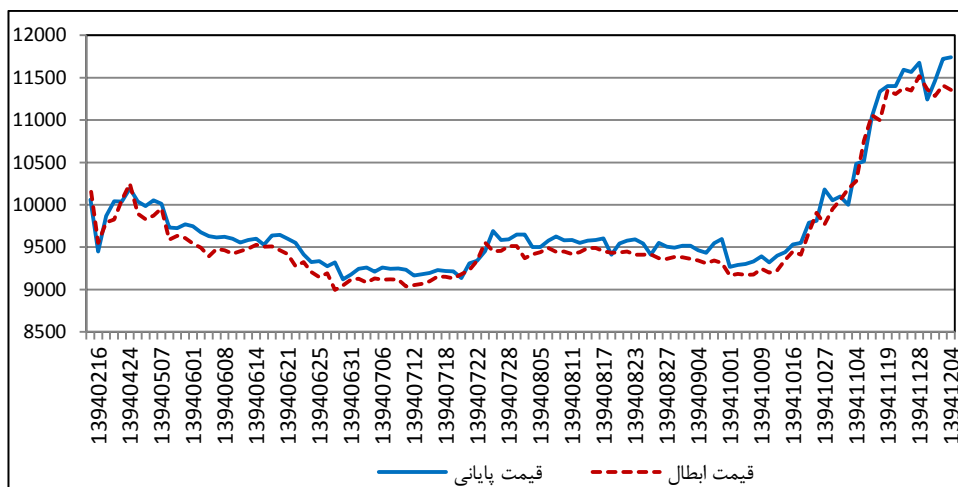
۲-۲-۶- صندوق کاردان

صندوق تجارت شاخصی کاردان با نماد کاردان در بورس اوراق بهادار تهران معامله می‌شود. این صندوق جزو صندوق‌های در سهام و با اندازه بزرگ است. صندوق کاردان در تاریخ ۱۳۹۴/۱۲/۱۲ بازارگردان صندوق را تغییر و شرکت تأمین سرمایه کاردان به عنوان بازارگردان جدید صندوق مذکور معرفی شد. در قرارداد بازارگردانی برای این صندوق دامنه مظنه حداکثر ۵ درصد، حداقل سفارش انباشته ۱۰,۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری و حداقل معاملات روزانه ۱۰۰,۰۰۰

واحد سرمایه‌گذاری تعیین شده است. پارامترهای بازارگردانی که برای بازارگردان قبلی تعیین شده بود کاملاً مشابه با بازارگردان جدید است. اطلاعاتی که در ادامه آورده می‌شود بر اساس عملکرد صندوق از تاریخ 1394/01/25 تا 1394/12/04 است.

نمودار زیر نشان‌دهنده روند قیمت‌های پایانی و ابطال در دوره زمانی مورد بررسی است.

نمودار ۸۰: روند قیمت پایانی و ابطال صندوق کاردان



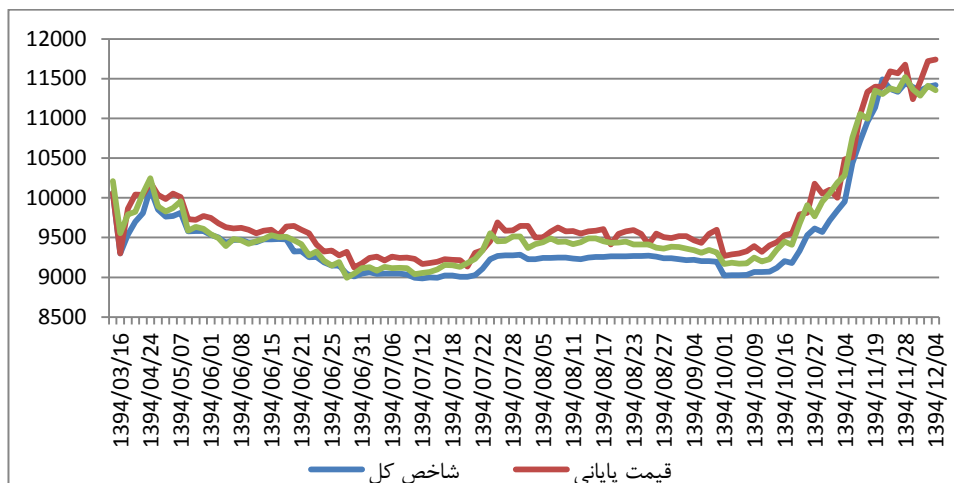
همان‌طور که در نمودار مشاهده می‌کنید برخلاف سایر صندوق‌هایی که تا اینجا بررسی شد در این صندوق در بیشتر موارد یا به عبارت دقیق‌تر در ۸۸ درصد روزهای معاملاتی مورد بررسی قیمت پایانی بیشتر از قیمت ابطال بوده است، هرچند به‌طور متوسط شاهد اختلاف ۱,۴ درصدی بین قیمت پایانی و قیمت ابطال هستیم. جدول زیر دربردارنده اطلاعات و آمار مرتبط با قیمت‌های پایانی و ابطال این صندوق است.

جدول ۲۷: شاخص‌های قیمت پایانی و ابطال صندوق کاردان

مقدار	عنوان
1.40%	میانگین قدر مطلق تفاوت روزانه بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
0.00%	پنج درصد
14.55%	دو درصد
70.00%	یک درصد
91.82%	نیم درصد
2.31%	ماکزیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
-4.04%	مینیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
636.68	انحراف معیار قیمت پایانی
631.67	انحراف معیار قیمت ابطال

در نمودار زیر روند حرکت شاخص کل، قیمت پایانی و قیمت ابطال نشان داده شده است.

نمودار ۸۱: روند حرکت شاخص کل، قیمت پایانی و قیمت ابطال



در جدول زیر شاخص‌های مرتبط با حرکت شاخص کل، قیمت پایانی و قیمت ابطال آورده شده است.

جدول ۲۸: شاخص‌های روند شاخص کل، قیمت پایانی و ابطال صندوق کاردان

عنوان	مقدار برای شاخص و قیمت پایانی	مقدار برای شاخص و قیمت ابطال
میانگین قدر مطلق تفاوت روزانه	۲/۵۶٪	۱/۴۱٪
درصد روزهای بیشتر از	پنج درصد	۱/۸۳٪
	دو درصد	۶۷/۸۹٪
	یک درصد	۹۵/۴۱٪
	نیم درصد	۷۷/۰۶٪
ماکزیمم درصد اختلاف بین	۱/۳۷٪	۱/۶۳٪
مینیمم درصد اختلاف بین	-۵/۵۷٪	-۳/۸۵٪
درصد اختلاف انحراف معیار	۱/۷۷٪	۲/۷۱٪

۲-۲-۷- صندوق آسام

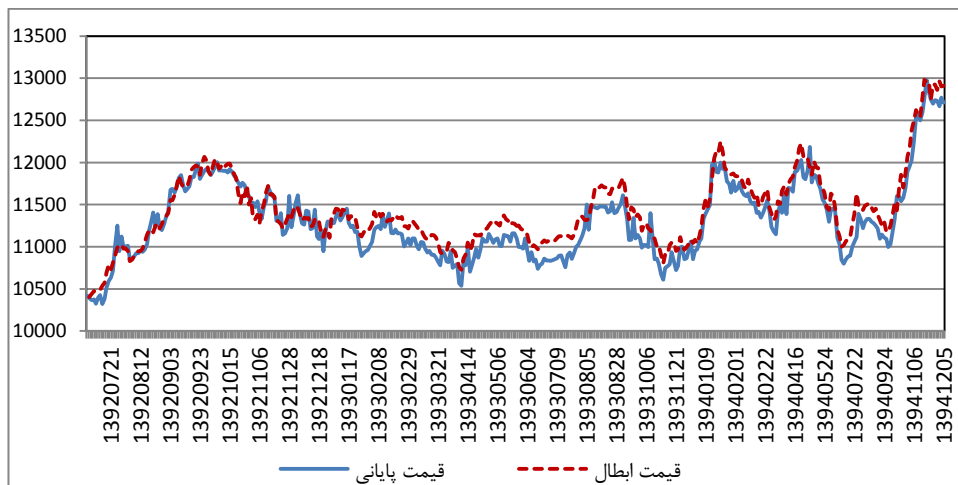
صندوق آسام جزو صندوق‌های قابل معامله با اندازه کوچک و از نوع مختلط بوده که در فرابورس معامله می‌شود. بازارگردانی این صندوق بر عهده شرکت تأمین سرمایه سپهر است. برای بازارگردانی این صندوق دامنه مظنه حداکثر ۵ درصد، حداقل سفارش انباشته ۱۰,۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری و حداقل معاملات روزانه بازارگردان ۵۰۰,۰۰۰ واحد



سرمایه‌گذاری است. اطلاعاتی که در ادامه ارائه می‌شود بر اساس عملکرد شرکت در دوره زمانی 1392/07/06 تا 1394/12/05 است.

نمودار زیر نشان دهنده روند قیمت پایانی و قیمت ابطال این صندوق در دوره زمانی فوق‌الذکر است.

نمودار ۸۲: روند قیمت پایانی و ابطال صندوق آسام



نمودار روند قیمتی فوق بیانگر آن است که تقریباً در ۸۵ درصد موارد قیمت ابطال بیشتر از قیمت پایانی بوده و اختلاف بین قیمت پایانی و قیمت ابطال بالغ بر $1/27$ درصد است. اطلاعاتی جدول زیر در بردارنده اطلاعات مرتبط با روند قیمت پایانی و قیمت ابطال در بازه زمانی مورد بررسی است.

جدول ۲۹: شاخص‌های قیمت پایانی و ابطال صندوق آسام

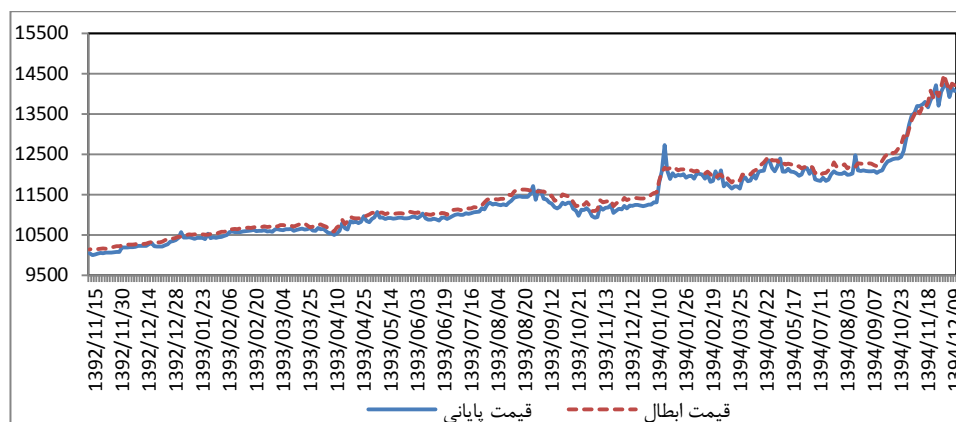
مقدار	عنوان
۱/۲۷٪	میانگین قدر مطلق تفاوت روزانه بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
۰/۰۰٪	پنج درصد
۲۰/۳۵٪	دو درصد
۶۱/۰۴٪	یک درصد
۸۰/۴۰٪	نیم درصد
۴/۷۱٪	ماکزیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
۲/۳۰٪	مینیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
۴۵۹/۱۹	انحراف معیار قیمت پایانی
۴۴۵/۲۲	انحراف معیار قیمت ابطال

۲-۲-۸- صندوق صنوین

صندوق سپهر اندیشه نوین که با نماد صنوین شناخته می‌شود جزو صندوق‌های مختلط با اندازه بزرگ است که در بورس اوراق بهادار تهران معامله می‌شود. بازارگردانی این صندوق را شرکت تأمین سرمایه سپهر انجام می‌دهد. طبق اطلاعاتی که در امیدنامه این صندوق ارائه شده است دامنه مظنه حداکثر ۵ درصد، حداقل سفارش انباشته برابر ۱۰,۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری و حداقل معاملات روزانه بازارگردان ۵۰۰,۰۰۰ تعیین شده است. اطلاعاتی که در ادامه آورده می‌شود بیانگر عملکرد صندوق طی بازه زمانی ۱۳۹۲/۱۱/۱۳ تا ۱۳۹۴/۱۲/۰۹ است.

نمودار زیر روند قیمت پایانی و قیمت ابطال صندوق را در دوره زمانی یادشده نشان می‌دهد.

نمودار ۸۳: روند قیمت پایانی و ابطال صندوق صنوین



همان‌طور که در نمودار فوق مشاهده می‌شود در اکثر روزهایی (بالغ بر ۹۳ درصد) که واحدهای صندوق معامله شده است، قیمت ابطال بیشتر از قیمت پایانی بوده است. همچنین اختلاف بین قیمت پایانی و ابطال در دوره مورد بررسی قریب به ۱/۱۶ درصد است. اطلاعات تکمیلی در جدول زیر آورده شده است.

جدول ۳۰: شاخص‌های قیمت پایانی و ابطال صندوق صنوین

مقدار	عنوان
۱/۱۶٪	میانگین قدر مطلق تفاوت روزانه بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
۰/۰۰٪	پنج درصد
۳/۴۱٪	دو درصد
۶۵/۶۳٪	یک درصد
۹۱/۳۳٪	نیم درصد
۲/۸۷٪	ماکزیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
۴/۴۵٪	مینیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
۹۸۷/۷۷	انحراف معیار قیمت پایانی
۸۹۶/۲۱	انحراف معیار قیمت ابطال

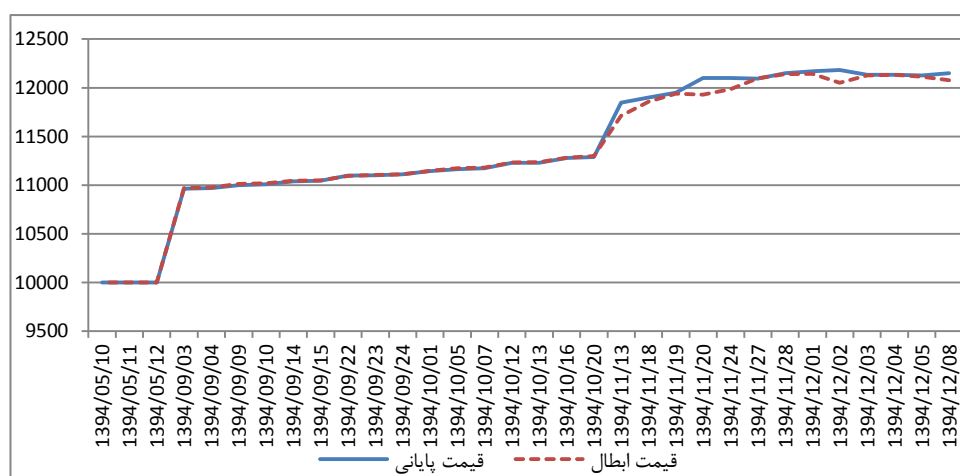


۲-۲-۹- صندوق ثروتم

صندوق ثروت آفرین پارسیان که با نماد ثروتم در فرابورس معامله می‌شود جزو صندوق‌های مختلط با اندازه کوچک است. بازارگردان این صندوق را شرکت تأمین سرمایه آرمان انجام می‌دهد. طبق قرارداد بازارگردانی، بازارگردان محدودیت دامنه نوسان روزانه ندارد، دامنه مظنه ۲ درصد، تعهد حداقل معاملات روزانه 5,000,000 واحد سرمایه‌گذاری و حداقل سفارش انباشته معادل 50,000 واحد سرمایه‌گذاری است. اطلاعاتی که در ادامه آورده می‌شود بر اساس عملکرد شرکت در بازه زمانی 1394/05/10 تا 1394/12/08 است.

نمودار زیر در بردارنده روند قیمت‌های پایانی و ابطال صندوق در بازه‌ی زمانی فوق‌الذکر است.

نمودار ۸۴: روند قیمت پایانی و ابطال صندوق ثروتم



قیمت ابطال این صندوق در ۶۳ درصد روزهای معاملاتی بیشتر از قیمت پایانی و اختلاف بین این دو قیمت در بازه زمانی مورد بررسی نزدیک به ۰/۲۲ درصد بوده است.

جدول ۳۱: شاخص‌های قیمت پایانی و ابطال صندوق ثروتم

مقدار	عنوان
۰/۲۲٪	میانگین قدر مطلق تفاوت روزانه بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
۰/۰۰٪	پنج درصد
۰/۰۰٪	دو درصد
۹/۳۸٪	یک درصد
۱۵/۶۳٪	نیم درصد
۰/۱۰٪	ماکزیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
۱/۴۰٪	مینیمم درصد اختلاف بین قیمت ابطال و قیمت پایانی
۶۴۹/۴۵	انحراف معیار قیمت پایانی
۶۲۶/۱۶	انحراف معیار قیمت ابطال



فصل سوم

مشکلات صنعت بازارگردانی در بازار سرمایه ایران

مقدمه

رشد و توسعه هر نوع فعالیت انتفاعی در دنیای امروز، به موازنه‌ی منطقی میان درآمدها و هزینه‌های آن بستگی دارد. این موضوع برای صنعت بازارگردانی نیز صادق است. اگر درآمدهای حاصل از فعالیت بازارگردانی (مانند انتفاع از تفاوت میان مظنه‌های پیشنهادی خرید و فروش، تخفیف‌های کارمزدی، پرداخت‌های ناشر و پاداش بورس) از هزینه‌های مرتبط با آن (مانند پرداخت کارمزد معاملات، هزینه تامین منابع مالی برای فعالیت بازارگردانی و) بیشتر باشد، نهادهای مالی بیشتری در بازار به فعالیت در این حوزه تشویق می‌شوند. بررسی قوانین بورس‌های توسعه‌یافته نشان می‌دهد که علاوه بر تعریف دقیق پارامترهای بازارگردانی، مشوق‌های مالی مناسبی برای بازارگردان‌ها پیش‌بینی شده است. در حال حاضر بازارگردانی در بازار سهام ایران مطابق با دستورالعمل فعالیت بازارگردانی سال ۱۳۸۸ انجام می‌شود. این دستورالعمل بر چارچوب‌های اصلی فعالیت بازارگردان و پارامترهای بازارگردانی تأکید دارد و مزیت‌های مالی مناسب برای تشویق بازارگردانان پیش‌بینی نکرده است. بنابراین بررسی مشکلات صنعت بازارگردانی در بازار سرمایه و ارایه راهکارهای مناسب برای بهبود درآمدها، کاهش هزینه‌ها و اصلاح زیرساخت‌ها می‌تواند به رونق صنعت بازارگردانی کمک کند. در این فصل مشکلات بااهمیت بازارگردانی در بازار سرمایه ایران با تمرکز بر بخش بازار سهام و با هدف بازنگری و اصلاح دستورالعمل فعالیت بازارگردانی بررسی شده است که حل آن‌ها، رشد و توسعه‌ی مناسب صنعت بازارگردانی را به همراه دارد. راهکارهای مناسب برای رفع هر یک از مشکلات زیر در توضیحات آن مورد اشاره قرار گرفته است.

۱. عدم بکارگیری معاملات الگوریتمی در بازارگردانی سهام

بررسی بورس‌های توسعه‌یافته نشان می‌دهد یکی از الزامات بورس‌ها برای اعطای مجوز بازارگردانی به نهادهای متقاضی در انواع ابزارهای مالی و از جمله سهام، در اختیار داشتن سیستم معاملات الگوریتمی است. یعنی بازارگردانان برای انجام بازارگردانی در بازار باید الزاماً از سیستم معاملات الگوریتمی بهره‌مند باشند. استفاده از این سیستم معاملات الگوریتمی موجب کاهش هزینه‌های بازارگردانی با استفاده از بکارگیری انواع استراتژی‌های معاملاتی می‌شود که در نتیجه‌ی آن فعالیت بازارگردانی به سودآوری منتهی خواهد شد. در حال حاضر، استفاده از معاملات الگوریتمی در بخش بازارگردانی اوراق صکوک و اسناد خزانه‌ی اسلامی بازار سرمایه‌ی ایران مجاز بوده و توسط برخی از نهادهای مالی فعال، پیاده‌سازی شده است. این در حالی است که تاکنون سازمان بورس و اوراق بهادار امکان بکارگیری معاملات الگوریتمی در بازار سهام توسط بازارگردانان دارای مجوز را صادر نکرده است.

۲. اجرا نکردن کامل مفاد دستورالعمل فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران

اجرای دقیق و کامل دستورالعمل بازارگردانی می‌تواند با حل مشکلات فعلی در زمینه‌ی نقدشوندگی و نوسان‌پذیری سهام شرکت‌ها، تا حد زیادی به رشد و توسعه‌ی فعالیت‌های بازارگردانی کمک کند. بررسی مقررات بازارگردانی در بورس‌های منتخب نشان می‌دهد موضوعات تأثیرگذار بر فعالیت‌های بازارگردانی در دستورالعمل یادشده پیش‌بینی شده است و اجرای دقیق مفاد آن برای رونق صنعت بازارگردانی ضرورت دارد. مطابق ماده ۱۱ دستورالعمل، حدود نوسان



قیمت نمادهای دارای بازارگردان باید حداقل به دو برابر دامنه‌ی نوسان در شرایط معمول افزایش یابد. در حال حاضر اجرای این بخش از دستورالعمل، در روش بازارگردانی معمول به صورت ناقص اجرا می‌شود یعنی نمادهای دارای بازارگردان به جای حدود نوسان ۱۰ درصدی، نوسان ۸ درصدی دارند. این موضوع هزینه‌های معاملاتی درخور توجهی را به بازارگردان تحمیل می‌کند، زیرا هر چه حدود نوسان قیمت در حضور بازارگردان بیشتر باشد، احتمال فعالیت معاملاتی بازارگردان و در نتیجه‌ی آن افزایش نقدشوندگی و کاهش نوسان‌پذیری بیشتر خواهد بود. در ضمن، این ماده از دستورالعمل برای صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی اجرا نمی‌شود، یعنی نمادهایی که دارای یک یا چند صندوق اختصاصی بازارگردانی هستند، حدود نوسان آن‌ها به مانند نمادهای بدون بازارگردان تعریف شده است. این در حالی است که الزامات و پارامترهای بازارگردانی هر دو سازوکار یادشده کاملاً مشابه یکدیگر بوده و صندوق اختصاصی بازارگردانی باید مشابه بازارگردان معمول رفتار کند. یکی دیگر از موضوعات مندرج در دستورالعمل بازارگردانی که برای صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی رعایت نمی‌شود ولی برای بازارگردان معمول اعمال شده است، حذف حجم مبنا در محاسبه‌ی قیمت پایانی نمادهای دارای قرارداد بازارگردانی است. اگر چه فلسفه‌ی تفاوت در اجرای مفاد دستورالعمل میان بازارگردان معمول و صندوق اختصاصی بازارگردانی مشخص نیست ولی باید مدنظر داشت که سازوکار صندوق اختصاصی بازارگردانی در مقایسه با بازارگردانی معمولی کاملاً موفق عمل کرده است به طوری که آمار و ارقام کاملاً مؤید آن است که استقبال نهادهای مالی از این سازوکار بازارگردانی مناسب و درخور توجه بوده است.

۳. ریزساختارهای ناکارآمد بازار

یکی از مشکلاتی که به نظر می‌رسد صنعت بازارگردانی و حتی کلیت بازار سرمایه را تحت تأثیر خود قرار داده و تا حد زیادی مانع از رشد و شکوفایی آن شده، ناکارآمدی ریزساختارهای بازار است. مطالعات بورس‌های توسعه‌یافته و در حال توسعه‌ی دنیا نشان می‌دهد ریزساختارهای بازار آن‌ها به طور پیوسته در حال اصلاح و بروز رسانی است. به عنوان مثال، مطالعات نشان می‌دهد تعیین قیمت پایانی در بازار سهام در بورس‌های مختلف از طریق برگزاری حراج پایانی انجام می‌شود و کمتر بررسی می‌توان یافت مشابه بورس اوراق بهادار تهران، قیمت پایانی را براساس میانگین موزون محاسبه کند. بسیاری دیگر از ریزساختارهای بازار مانند برگزاری حراج آغازین، حراج نوسان، برگزاری مرحله‌ی پس از معاملات (TAL)، حدود نوسان پویا، استفاده از معاملات الگوریتمی و پرتناوب و مانند آن با هدف افزایش نقدشوندگی و در نتیجه کیفیت بازار در بورس‌های پیشرفته پیاده‌سازی شده‌اند و عدم بکارگیری آن‌ها در بازار سرمایه ایران موجب می‌شود بسیاری از سازوکارهای افزایش نقدشوندگی و کاهش نوسان‌پذیری از جمله بازارگردانی، کارکرد مناسبی از خود نشان ندهند.

یکی دیگر از مشکلاتی که بازارگردانان ابزارهای مالی و از جمله واحدهای صندوق‌های قابل معامله با آن مواجه هستند عمق اندک بازار سرمایه و عدم کارایی ریزساختارها در افزایش نقدشوندگی است. در شرایطی که روند بازار کاملاً صعودی است و برای سرمایه‌گذاران امکان خرید اوراق بهادار در بازار به صورت روزانه وجود ندارد، حجم درخواست‌ها بر روی



واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های قابل معامله افزایش می‌یابد. یعنی به دلیل عدم امکان خرید اوراق بهادار، تقاضا برای واحدهای صندوق‌های قابل معامله بالاتر رفته و در نتیجه قیمت بازاری واحدهای سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. علاوه بر این، بازارگردان برای نزدیک کردن قیمت بازاری واحدهای سرمایه‌گذاری به خالص ارزش دارایی صندوق در طول ساعت معاملات، درخواست صدور و ابطال واحدها را بنا به شرایط بازار به مدیر صندوق ارایه می‌کند. در چنین شرایطی که امکان خرید و فروش سهام موجود در پرتفوی صندوق برای مدیر وجود ندارد، وی اجازه‌ی صدور یا ابطال واحدهای صندوق را به بازارگردان نمی‌دهد. زیرا مدیر صندوق در صورت صدور واحدهای جدید، وجه نقد بابت صدور دریافت می‌کند در حالی که امکان خرید سهم در بازار وجود ندارد و یا در صورت پذیرش ابطال از طرف بازارگردان، فروش دارایی و تأمین وجه نقد مورد نیاز امکان‌پذیر نیست. بنابراین در چنین شرایطی که حضور بازارگردان می‌تواند به نظم و نقدشوندگی بازار کمک کند، امکان معامله توسط وی به دلایلی چون تشکیل صف‌های خرید و فروش وجود ندارد. البته در شرایط صعودی و نزولی بازار، مدیر صندوق می‌تواند خالص ارزش دارایی صندوق را به صورت کارشناسی برآورد و خالص ارزش دارایی واقعی را مطابق برآورد خود تعدیل کند. ولی معمولاً به دلیل عدم امکان برآورد منصفانه‌ی قیمت سهام در زمانی که امکان معاملات در بازار وجود ندارد، از این راهکار استفاده نمی‌کند. از این رو با وجود درخواست بازارگردان برای صدور یا ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری، مدیر از انجام این کار امتناع می‌کند. در چنین شرایطی بازارگردان نمی‌تواند به تعهدات و وظایف خود به‌درستی عمل کند و بدین ترتیب قیمت بازاری واحدهای صندوق از خالص ارزش دارایی‌های آن فاصله‌ی قابل ملاحظه‌ای می‌گیرد.

۴. جدایی کارگزاری از بازارگردانی در بازار

نتایج بررسی بورس‌های توسعه‌یافته نشان می‌دهد که بازارگردانان فعال در بخش سهام، به عنوان کارگزار- معامله‌گر فعالیت می‌کنند. یعنی شرکت‌های بازارگردان ممکن است تحت عناوینی مانند تأمین سرمایه‌ها، شرکت‌های اوراق بهادار، بانک‌ها و امثال آن فعالیت کنند ولی مجوز فعالیت کارگزار-معامله‌گری را نیز در اختیار دارند که در نتیجه‌ی آن هزینه‌ی دسترسی به سامانه‌ی معاملات پرداخت نخواهند کرد. این موضوع هزینه دسترسی آن‌ها به پلتفرم‌های معاملاتی را کاهش می‌دهد. هزینه‌ی معاملات بازارگردانانی که مجوز فعالیت کارگزاری نداشته و در ازای معاملات خود کارمزد کارگزاری پرداخت می‌کنند، در مقایسه با نهادهای بازارگردانی که نقش کارگزار-معامله‌گر را نیز ایفا می‌کنند، بالاتر است. در بازار سرمایه‌ی ایران، هزینه‌های معاملات بازارگردانان با توجه به ماهیت آن‌ها متفاوت است، به طوری که هزینه معاملات صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی نسبت به بازارگردان معمول بیشتر است. مطابق مصوبه‌ی ۱۳۹۵/۰۴/۰۸ سازمان بورس و اوراق بهادار با عنوان "سقف نرخ کارمزدها و خدمات در بازار سرمایه ایران" (که در بخش پیوست ارایه شده است)، بازارگردانان معمول حدود ۹۰ درصد کارمزد سهم کارگزار و سایر ارکان (به استثنای کارمزد نظارت سازمان بورس)، تخفیف دریافت می‌کنند، در حالی که صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی موظف به پرداخت کارمزد سهم کارگزار (۰/۰۴ درصد) و ۲۰ درصد کارمزد سهم سایر ارکان به استثنای سهم نظارت سازمان هستند (یعنی ۸۰ درصد کارمزد



سهم سایر ارکان تخفیف دریافت می‌کنند). اگرچه برخی استدلال می‌کنند صندوق اختصاصی بازارگردانی می‌تواند نسبت به دریافت تخفیف کارمزد معاملات با کارگزار خود وارد مذاکره شود، ولی ارایه‌ی تخفیف از سوی کارگزاران مطابق "ضوابط بازاریابی و تخفیفات اعضاء کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار در بورس‌ها و فرا بورس" ممنوع بوده و بازارگردان باید کارمزد سهم کارگزار را به صورت کامل پرداخت کند.

۵. الزامات سخت‌گیرانه برای اعطای دسترسی مستقیم به سامانه‌ی معاملاتی

یکی از مشکلات بازارگردانان در بازار سرمایه ایران، الزاماتی است که برای دسترسی مستقیم به سامانه معاملات باید رعایت کند. در حال حاضر بازارگردان‌ها و به خصوص صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی می‌توانند به جای استفاده از تسهیلات کارگزاران و پرداخت کارمزد، از ایستگاه معاملاتی که بورس به صورت رایگان در اختیار آن‌ها قرار می‌دهد، استفاده کنند. اگر چه این راهکار کاهش هزینه‌های کارمزد معاملات به اندازه‌ی کارمزد سهم کارگزار را به همراه دارد، اما بازارگردان باید الزامات دریافت ایستگاه معاملاتی شامل اختصاص فضای فیزیکی، نیروی انسانی، تجهیزات و امثال آن را رعایت کند که این موضوع خود هزینه‌ها را افزایش می‌دهد. بنابراین ارایه‌ی مجوز بازارگردانی سهام به شرکت‌های کارگزاری و فراهم کردن دسترسی مستقیم صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی به سامانه معاملات بدون الزام به موارد یادشده، کارمزد معاملات بازارگردانی را کاهش خواهد داد.

۶. کفایت نامناسب مشوق‌های اقتصادی موجود و پرداخت نکردن مشوق‌ها بر اساس میزان ایفای تعهدات

مطالعات نشان می‌دهد بورس‌ها برای تشویق بازارگردانان به مظنه‌گذاری و حضور مؤثر در بازار، اقدام به ارایه‌ی مشوق‌های مالی بر اساس معیارها و شرایط معین می‌کنند. در بورس‌های مورد بررسی مشوق‌های ارایه شده به بازارگردانان صرفاً جنبه‌ی اقتصادی دارد و مشوق‌های غیراقتصادی مانند نگاه پیش‌دستانه‌ی به دفتر سفارش، اولویت در اجرای سفارش‌ها و مواردی مانند آن کاملاً منسوخ شده است. پرداخت مشوق‌های اقتصادی مانند تخفیف در کارمزدها، اعطای پاداش از سوی بورس، پرداخت ناشر و سایر موارد منوط به فراهم آوردن نقدشوندگی از سوی بازارگردان است. اگر بازارگردان بتواند در دوره‌ی بررسی، نصاب‌های تعیین‌شده در پارامترهای بازارگردانی را کسب کند، بورس تخفیف‌های مناسبی مطابق با لیست قیمت به وی پرداخت می‌کند. بر اساس لیست قیمت بورس‌ها، اگر مشارکت‌کنندگانی غیر از بازارگردان‌های دارای مجوز فعالیت، نسبت به فراهم کردن نقدشوندگی از طریق ارایه‌ی بهترین مظنه‌های خرید و فروش اقدام کنند، از مشوق‌های اقتصادی بهره‌مند می‌شوند. موضوع پرداخت مشوق‌های اقتصادی بر اساس کیفیت مظنه‌گذاری به مانند آنچه در بورس‌های توسعه‌یافته مشاهده شده است، در بازار سرمایه ایران وجود ندارد. تعریف نامناسب پارامترهای مظنه‌گذاری موجب شده است تخفیف‌های کارمزدی برای تمامی بازارگردانان برابر تعریف شود که این موضوع بر کیفیت فعالیت بازارگردانی تأثیر منفی خواهد داشت.



۷. نبود پیوند میان الزامات و شرایط سهام موضوع بازارگردانی

یکی از موضوعاتی که در دستورالعمل بازارگردانی مصوب سال ۱۳۸۸ باید بازنگری شود، تعریف پارامترهای بازارگردانی است. بررسی پارامترهای بازارگردانی در بورس‌های وین و فرانکفورت نشان می‌دهد پارامترهای حداکثر دامنه‌ی مظنه، حداقل اندازه سفارش و حداقل مدت زمان حضور مظنه‌های خرید و فروش بازارگردان، متناسب با شرایط سهام موضوع بازارگردانی تعریف می‌شوند. در این بورس‌ها، شرکت‌ها بر اساس متغیرهایی مانند درصد سهام شناور آزاد، متوسط حجم معاملات روزانه، نوسان‌های تاریخی و امثال آن در چندین طبقه‌ی نقدشوندگی دسته‌بندی می‌شوند. برای هر یک از این طبقات، پارامترهای بازارگردانی خاص تعریف شده و بازارگردان موظف است در ارزیابی درخواست بازارگردانی به بورس، آن‌ها را رعایت کند. در بورس نیویورک نیز پارامتر اصلی بازارگردانی، حداقل متوسط زمان حضور مظنه‌های خرید و فروش بازارگردان به عنوان بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش ملی (NBBO) در دوره‌ی بررسی است. حداقل زمان حضور برای انواع بازارگردان‌ها (DMM, SLP, RLP) متفاوت است. بازارگردانی که حداقل زمان حضور تعریف شده را رعایت کرده باشند از تخفیف در کارمزدها مطابق لیست قیمت بهره‌مند می‌شوند. حداقل زمان حضور به صورت درصدی از ساعات معاملات در دوره‌ی زمانی معین بیان می‌شود. اما در دستورالعمل بازارگردانی مصوب سال ۱۳۸۸، بازارگردان باید سه پارامتر حداکثر دامنه‌ی مظنه، حداقل اندازه سفارش و حداقل معاملات روزانه را رعایت کند. این سه پارامتر به صورت کلی مورد اشاره قرار گرفته و بازارگردان به صلاحدید خود مقادیر آن را به بورس پیشنهاد می‌دهد. بررسی پارامترهای بازارگردانی در قراردادهای موجود در بازار سرمایه نشان می‌دهد که این پارامترها بدون در نظر گرفتن متغیرهایی مانند سهام شناور آزاد، متوسط حجم معاملات و نوسان‌پذیری تاریخی سهم پیشنهاد شده و مورد تأیید بورس قرار گرفته است در حالی که در بورس‌های توسعه‌یافته سهام طبقه‌بندی شده و بر اساس هر طبقه حدود پارامترها تعیین شده‌اند.

۸. تعریف نشدن مناسب جرائم و تنبیهات

تعریف مناسب پارامترهای بازارگردانی و نظارت دقیق و سیستمی بر نحوه‌ی ایفای آن‌ها از سوی بازارگردانان تأثیرات مثبتی در توسعه‌ی صنعت بازارگردانی به همراه دارد. نتایج مطالعات نشان می‌دهد بورس‌ها علاوه بر ارزیابی مشوق‌های مناسب و قابل توجه در مقررات در صورت ایفای تعهدات از سوی بازارگردانان، اعمال جرائم و تنبیهات سخت‌گیرانه‌ای در صورت عدم رعایت الزامات و تعهدات پیش‌بینی کرده‌اند. یعنی در صورت عدم ایفای تعهدات از سوی بازارگردان، بورس می‌تواند نسبت به اعمال تنبیهاتی از جمله عدم پرداخت مشوق‌های اقتصادی، لغو مجوز بازارگردانی بر روی ابزار مالی موضوع قرارداد بازارگردانی، لغو مجوز بازارگردانی بر روی سایر ابزارهایی که وی مسئولیت بازارگردانی آن‌ها را برعهده دارد و حتی لغو صلاحیت بازارگردانی در بازار اقدام کند.



۹. نبود رقابت میان بازارگردانان

یکی از مواردی که بازارگردانان در بورس‌های توسعه‌یافته با آن مواجه هستند افزایش رقابت در مظنه‌گذاری برای کسب انتفاع از اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش و تخفیف در کارمزد به دلیل برآورده کردن تعهدات بازارگردانی است. اگر چه در بازار سرمایه ایران امکان حضور چند بازارگردان به طور همزمان وجود دارد ولی مطالعات نشان می‌دهد تعداد ابزارهایی که دارای چند بازارگردان هستند بسیار اندک بوده و به دلیل عدم جذابیت در مظنه‌گذاری رقابتی میان آن‌ها وجود ندارد. بنابراین ارایه‌ی مشوق‌های اقتصادی مناسب، ایجاد جذابیت در مظنه‌گذاری، رفع مشکلات ساختاری در مقررات بازارگردانی و امثال آن می‌تواند به افزایش رقابت و بهبود نقدشوندگی از طریق نزدیک شدن مظنه‌های خرید و فروش کمک در خور توجهی داشته باشد. در حال حاضر اختلاف میان مظنه‌های خرید و فروش بازارگردانان در مقایسه با بازارگردانان فعال در بورس‌های بررسی شده بسیار زیاد است. دامنه‌ی مظنه‌های بازارگردانان در بورس‌های پیشرفته نشان می‌دهد تفاوت بین مظنه‌های پیشنهادی خرید و فروش بسیار ناچیز است به طوری که در بورس‌های آمریکا حداکثر اختلاف بین میانگین وزنی مظنه‌های خرید و فروش در برخی ابزارهای مالی حدود ۰/۰۵ درصد و در برخی دیگر حدود ۰/۲۵ درصد می‌باشد. این در حالی است که در بازار سرمایه ایران حداکثر دامنه‌ی مظنه‌ی خرید و فروش بازارگردانان موجود صرف‌نظر از ابزارهای مالی ۵ درصد است که بسیار وسیع است. بالا بودن حداکثر دامنه‌ی مظنه بازارگردان علاوه بر تأثیر ناچیز بر افزایش نقدشوندگی، موجب افزایش هزینه‌های معاملات برای سرمایه‌گذاران می‌شود.

خلاصه

فعالیت‌های بازارگردانی بر روی انواع اوراق بهادار در حال حاضر به امری ضروری در بورس‌های دنیا تبدیل شده است. نهادهای بازارگردانی با توجه به وظایف و الزامات تصریح شده در قوانین و مقررات هر بورس، نام‌های متفاوتی دارند. فعالیت‌های بازارگردانی در بورس‌ها در بخش‌های مختلف سهام، اوراق بهادار مشتقه، اوراق با درآمد ثابت و صندوق‌های قابل معامله انجام می‌شوند. بورس‌ها معیارها و شرایط مختلفی مانند الزامات سرمایه‌ای، امکانات و تجهیزات سخت‌افزاری و نرم‌افزاری، نیروی انسانی و امثال آن را برای نهادهای مالی متقاضی فعالیت بازارگردانی تعیین می‌کنند. گزارش حاضر در دو بخش تهیه شده است که بخش اول آن به بررسی سازوکارهای بازارگردانی چند بورس منتخب دنیا از جمله بورس وین، نیویورک، دویچه بورس و بورس یورکس پرداخته است. در بخش دوم سازوکارهای بازارگردانی در بازار سرمایه کشور از جمله صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی و بازارگردانی واحد صندوق‌های قابل معامله و عملکرد آن‌ها بررسی شده است.

سازوکارهای بازارگردانی در بورس‌های اوراق بهادار دنیا در چندین گروه تقسیم می‌شود. نتایج مطالعه در این زمینه نشان می‌دهد روش‌های بازارگردانی متداول در دنیا به چهار سازوکار بازارگردانی شامل بازارگردان در بازار الکترونیک مظنه‌محور، متمرکز بازارگردانی در بازار تالار معاملاتی سفارش‌محور، متمرکز بازارگردانی در بازار الکترونیک سفارش‌محور و غیرمتمرکز بازارگردانی در بازار الکترونیک سفارش‌محور تقسیم می‌شود. در سازوکار سفارش‌محور عموم سرمایه‌گذاران، فضای رقابت اصلی میان سفارش‌ها را ایجاد می‌کنند و در روش مظنه‌محور صرفاً بازارگردانان به رقابت در میان خود می‌پردازند. وجه افتراق سازوکار متمرکز و غیرمتمرکز، تعداد بازارگردانان و نقش آن‌ها در بازار است. وجود بازارگردان واحد برای هر ناشر، برخورداری از اطلاعات انحصاری و اعلام پیوسته‌ی مظنه‌ها از ویژگی‌های سازوکار متمرکز است. در سازوکار غیرمتمرکز یک یا چند بازارگردان می‌توانند به طور پیوسته به حساب خود ثبت سفارش کنند. تفاوت بین دو سازوکار تالار و الکترونیک، حضور کارگزاران تالار است.

در این گزارش روش‌های بازارگردانی در بورس‌های وین، نیویورک و فرانکفورت و بورس مشتقات یورکس مورد مطالعه قرار گرفته است. در بورس وین، بازارها براساس معیارهای مشخص، بخش‌بندی شده و اوراق بهادار در آن‌ها پذیرش می‌شوند. بورس برای هر یک از این بازارها سازوکارهای بازارگردانی شامل بازارگردان، بازارگردان ویژه و نقدکننده معرفی کرده است. بازارگردان ویژه از طریق مناقصه برای هر یک از سهام بازار اصلی انتخاب می‌شود. عضو معاملاتی که بهترین پیشنهاد (در زمینه حداقل اندازه سفارش و حداکثر دامنه مظنه) را در مناقصه ارائه دهد به عنوان بازارگردان ویژه منصوب می‌شود. برای هر ابزار مالی فقط یک بازارگردان ویژه انتخاب می‌شود. بازارگردان و بازارگردان ویژه موظف به ورود مظنه‌ها در طول معاملات پیوسته مطابق با حداقل اندازه‌ی سفارش و حداکثر دامنه مظنه از پیش تعیین شده هستند. حداکثر دامنه‌ی مظنه و حداقل اندازه سفارش بر اساس طبقه‌ی نقدشوندگی تخصیص داده شده به هر سهم توسط بورس تعیین می‌شود.



در بورس نیویورک از بازارگردان منتخب، بازارگردان منتخب کمکی، نقدکننده‌ی تکمیلی و نقدکننده‌ی سفارشات خرد برای افزایش کیفیت بازار بهره می‌برد. بورس نیویورک دو نوع حراج حضوری و خودکار دارد که در حراج حضوری بازارگردان منتخب و در حراج خودکار بازارگردان منتخب به همراه سایر اعضا فعالیت می‌کند. بازارگردان منتخب به عنوان عضو بورس باید مجوز فعالیت در هر ابزار را به صورت جداگانه دریافت کند. مجوز فعالیت عضو با بررسی توانایی اجرای تعهدات، سرمایه‌ی کافی و سایر پارامترها صادر می‌شود. بازارگردان منتخب کمکی بورس نیویورک عضوی است که به عنوان بازارگردان منتخب عادی ثبت شده و وظایف آن مشابه بازارگردان منتخب عادی است و در غیاب بازارگردان منتخب عادی، در بازار حضور می‌یابد. نقش نقدکننده‌های تکمیلی به عنوان اعضای الکترونیکی بورس نیویورک، بهبود نقدشوندگی بازار بوده و در رقابت با سایر مظنه‌گذاران فعالیت می‌کنند. برنامه تأمین نقدشوندگی سفارشات خرد به بهبود قیمت سفارشات خرد سرمایه‌گذاران حقیقی کمک می‌کند. این برنامه، نقدکننده‌ها را ملزم می‌کند تا با حداقل تغییر، قیمت بهترین پیشنهاد خرید و فروش را بهبود دهند. تأمین‌کننده‌ی نقدشوندگی سفارشات خرد مجاز و نه ملزم به ارسال سفارش بهبود قیمت خرد در اوراق بهاداری که به او تخصیص نیافته به سامانه است.

در بورس سهام فرانکفورت از سازوکار بازارگردانی حامی منتخب در سامانه‌ی معاملات زترا استفاده می‌شود که وظیفه‌ی آن ارائه مظنه‌های واقعی در دو سوی عرضه و تقاضا عمدتاً برای سهامی با نقدشوندگی پایین در معاملات پیوسته و حراج است. مظنه‌های ارائه‌شده وی باید معیارهای کیفیت مشخصی تعیین‌شده توسط بورس فرانکفورت را به عنوان حداقل الزامات شامل حداقل اندازه سفارش، حداکثر دامنه‌ی مظنه و حداقل درصد مظنه‌دهی در حراج‌ها و معاملات پیوسته داشته باشد. شفافیت عملکرد حامی در سهام به واسطه‌ی رتبه‌بندی فصلی افزایش می‌یابد. این رتبه‌بندی معیاری کیفی برای حامیان منتخب بوده که شامل استانداردهای رتبه‌بندی مانند متوسط زمان ارائه مظنه، میانگین تفاوت قیمت عرضه و تقاضا و حجم معاملات حامی است. مطابق قانون برای انجام معاملات پیوسته در هر یک از صندوق‌های قابل معامله، محصولات قابل معامله و اوراق قرضه حداقل یک حامی منتخب ضروری است. در ارتباط با نقدشوندگی، هر سهمی که در معاملات پیوسته قیمت‌گذاری می‌شود نیاز به انتصاب یک حامی منتخب خواهد داشت. سطح نقدشوندگی براساس معیار نقدشوندگی زترا و متوسط گردش مالی روزانه دفتر سفارش تعیین می‌شود. حداقل الزامات حامی منتخب در سامانه‌ی زترا شامل حداکثر دامنه مظنه، حداقل اندازه مظنه، پارامترهای زمان واکنش و قوانین مشارکت در مظنه‌گذاری است. بررسی میزان مطابقت عملکرد حامی منتخب با حداقل الزامات تعریف‌شده بورس، به صورت روزانه انجام می‌شود. برای تعیین پارامترهای معاملاتی، سهامی که نقدشوندگی مشابه دارند در یک طبقه قرار می‌گیرند.

در سازوکار معاملاتی بورس یورکس، مظنه‌ها پس از ثبت در دفتر ثبت سفارش، برحسب نوع سفارش، قیمت و زمان ثبت دسته‌بندی می‌شوند. مظنه‌ها و سفارش‌های محدود با هم دسته‌بندی می‌شوند و هیچ ملاحظه‌ی ویژه‌ای برای مظنه‌های بازارگردان وجود ندارد. سفارش‌ها و مظنه‌ها در دفتر ثبت سفارش، ناشناس بوده و طرف معامله همیشه بخش



پایپای یورکس است. در قوانین بورس یورکس تمامی اعضای معاملاتی می‌توانند به عنوان بازارگردان اختیار معامله فعالیت کرده و از تخفیف در کارمزد منتفع شوند. این بازارگردانان می‌توانند بین سه طرح بازارگردانی، بازارگردان عادی (اختیار معامله‌هایی با نقدشوندگی پایین)، بازارگردان دائمی (تمامی اختیار معامله‌ها) و بازارگردان پیشرفته (بسته‌های از پیش تعریف شده‌ی اختیار معامله‌های سهام یا شاخص سهام و همچنین قراردادهای آتی اوراق با درآمد ثابت) یکی را انتخاب کنند. الزامات مظنه‌گذاری هر یک از این سازوکارها متفاوت از یکدیگر است. تخفیف کارمزد بازارگردانی در بورس یورکس بصورت برگشت درصدی از کارمزد درج شده در لیست قیمتی بورس است و پرداخت آن‌ها با توجه به ایفای تعهدات و به صورت ماهانه انجام می‌شود.

بررسی منابع درآمدی بازارگردانان نشان می‌دهد منبع اصلی درآمد آن‌ها از اختلاف بین مظنه‌های پیشنهادی خرید و فروش حاصل می‌شود. در برخی از بورس‌ها علاوه بر ارایه‌ی تخفیف در کارمزد بازارگردانی، برنامه‌های تشویقی نیز پیش‌بینی شده است. این برنامه‌ها دو دسته است. اول، زمانی که بازارگردان تعهدات خود را مطابق با الزامات انجام دهد، مبلغ ثابتی بر اساس آن‌چه در قرارداد بین ناشر و بازارگردان قید شده است، دریافت می‌کند. در دسته دوم، پاداش‌های نقدی بر اساس رقابت بین بازارگردانان به برندگان در این رقابت پرداخت می‌شود. الگوبرداری از این رویکرد می‌تواند چارچوب مناسبی برای فعالیت بازارگردانی اوراق بهاداری باشد که بازارگردان در آن‌ها سود مطلوبی را کسب نکرده و به همین دلیل تمایلی به بازارگردانی این نوع اوراق ندارد. ریسک‌ها و الزامات بازارگردانی می‌تواند در شرایط مختلف بازار منجر به زیان به بازارگردانان شود و از این‌رو سازوکارهایی مانند تخفیف‌های مالی، پاداش‌های مالی، قدرت در بازار (مانند انجام گشایش سهم توسط بازارگردان در بورس نیویورک) و سایر مزیت‌ها (مانند تعدیل الزامات بازارگردانی در شرایط خاص بازار در بورس لندن و دسترسی پیش‌دستانه به دفتر سفارش‌های محدود در بورس نیویورک) تا سال ۲۰۰۸ میلادی)) از سوی بورس‌ها برای جبران زیان پیش‌بینی شده است.

در بازار سرمایه ایران نهادهای بازارگردانی در بازارهای سهام، اوراق بهادار با درآمد ثابت و صندوق‌های قابل معامله فعالیت می‌کنند. بازارگردانی در بخش سهام با تصویب دستورالعمل بازارگردانی مصوب سال ۱۳۸۸ به شکل کنونی آغاز شد. در بازار اوراق بهادار با درآمد ثابت نیز بازارگردان به عنوان یکی از ارکان اصلی انتشار این اوراق حضور دارد. بنابراین در بازار سرمایه ایران، معاملات انواع اوراق صکوک، اوراق خزانه‌ی اسلامی، اوراق مشارکت و سایر اوراق با درآمد ثابت با حضور بازارگردان انجام می‌شود و از این‌رو نقدشوندگی آن‌ها در سطح مناسبی قرار دارد. بخش دیگری از بازار که بازارگردانان نقش ایفا می‌کنند، بازار صندوق‌های قابل معامله در بازار است که از نظر تعهدات و الزامات عملکردی بسیار مشابه با بازارگردانان بازار سهام است. بررسی عملکرد بازارگردانان فعال در صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله و همچنین صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی فعال در بازار سهام نشان می‌دهد قوانین و مقررات مربوط به بازارگردانی در بازار سرمایه ایران نیازمند بازنگری اساسی است. با مطالعه و بررسی مقررات بازارگردانی بورس‌های توسعه‌یافته و همچنین



بررسی شرایط بازار سرمایه ایران می‌توان به برخی از مهمترین مشکلات موجود در صنعت بازارگردانی به شرح زیر اشاره کرد:

۱. عدم بکارگیری معاملات الگوریتمی در بازارگردانی سهام
 ۲. اجرا نکردن کامل مفاد دستورالعمل بازارگردانی مصوب سال ۱۳۸۸
 ۳. ریزساختارهای ناکارآمد بازار
 ۴. جدایی کارگزاری از بازارگردانی در بازار
 ۵. الزامات سخت‌گیرانه‌ی برای اعطای نود معاملاتی
 ۶. کفایت نامناسب مشوق‌های اقتصادی موجود و پرداخت نکردن مشوق‌ها بر اساس میزان ایفای تعهدات
 ۷. نبود پیوند میان الزامات و شرایط سهام موضوع بازارگردانی
 ۸. تعریف نشدن مناسب جرائم و تنبیهات
 ۹. نبود رقابت میان بازارگردانان
- با توجه به نتایج بررسی بورس‌های توسعه‌یافته و استفاده از نظرات کارشناسی بازارگردانان فعال در بازار سرمایه می‌توان گفت ایجاد تغییرات اساسی در دستورالعمل بازارگردانی بازار سرمایه از جمله اقداماتی است که برای توسعه‌ی صنعت بازارگردانی در بخش‌های مختلف در اولویت اجرا قرار دارد. تعریف مجدد پارامترهای بازارگردانی برای بخش‌های مختلف بازار شامل سهام، اوراق بدهی و صندوق‌های قابل معامله، اصلاح مقررات در حوزه‌ی ارایه‌ی تخفیفات کارمزدی، تدوین مجموعه‌ای از مشوق‌ها و مجازات‌ها برای نهادهای بازارگردان، ایجاد الزام برای استفاده از معاملات الگوریتمی توسط بازارگردانان و ارایه‌ی آموزش‌های لازم از جمله اقداماتی است که در این حوزه قابل انجام است.



پیوست

الف) مقایسه سقف نرخ کارمزدها و خدمات بازارگردانان در بازار سرمایه

۱. سقف کارمزد در بورس اوراق بهادار تهران

توضیحات	تاریخ مصوبه هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار	تاریخ مصوبه شورا	جمع/سقف کارمزدها (میلیون ریال)	حداکثر مبلغ کارمزد فروش (میلیون ریال)	حداکثر مبلغ کارمزد خرید (میلیون ریال)	جمع	فروش	خرید	شرح کارمزد
مصوبه پنجاهمین جلسه هیأت مدیره و بند (۱) دویست و هفتادمین صورت جلسه هیأت مدیره سازمان	۱۳۸۶/۰۲/۰۲ و ۱۳۹۱/۰۷/۱۵	-	۴۰۰	۲۰۰	۲۰۰	۰/۰۰۸	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	کارمزد کارگزاران*
بند (۶) مصوبه یکصد و هشتاد و یکمین جلسه هیأت مدیره و بند (۱) دویست و هفتادمین صورت جلسه هیأت مدیره سازمان	۱۳۸۹/۰۳/۲۵ و ۱۳۹۱/۰۷/۱۵	-	۴۰۰	۲۲۰	۱۶۰	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۴۸	۰/۰۰۰۳۲	کارمزد بورس
مصوبه دویست و پنجاه و هفتمین جلسه هیأت مدیره و بند (۱) دویست و هفتادمین صورت جلسه هیأت مدیره سازمان	۸۹/۳/۲۵ و ۱۳۹۱/۰۲/۲۰ و ۱۳۹۱/۰۷/۱۵	-	۴۰۰	۲۴۰	۱۶۰	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۱۸	۰/۰۰۰۱۲	کارمزد سپرده گذاری
مصوبه دویست و پنجاه و هفتمین جلسه هیأت مدیره و بند (۱) دویست و هفتادمین صورت جلسه هیأت مدیره سازمان	۸۹/۳/۲۵ و ۱۳۹۱/۰۳/۲۰	-	۲۰۰	۱۲۰	۸۰	۰/۰۰۰۲۵	۰/۰۰۰۱۵	۰/۰۰۰۰۱	کارمزد مدیریت فناوری
بند ۲ مصوبه شورای عالی بورس	-	۱۳۸۹/۱۲/۹	۲۰۰	۱۲۰	۸۰	۰/۰۰۰۰۸	۰/۰۰۰۰۴۸	۰/۰۰۰۰۳۲	حق نظارت سازمان مالیات
ماده ۱۳۳ مکرر قانون مالیات مستقیم			-	فاقد سقف	فاقد سقف	۰/۰۰۰۰۵	۰/۰۰۰۰۵	۰/۰	
* بر اساس مصوبه هشتاد و چهارمین جلسه هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار مورخ ۱۳۸۶/۱۰/۳۰ سقف کارمزد کارگزاران در معاملات سهامی که ارزش زمان معامله آنها ۵ میلیون ریال یا کمتر باشد، "بیست هزار ریال" تعیین گردید.						۰/۰۱۵۱۵	۰/۰۱۰۳۹	۰/۰۰۴۸۶	جمع کل

جدول شماره (۱)
سهم و حق تقدم سهام

۲. سقف کارمزد در زمان حضور بازارگردانان معمول

توضیحات	تاریخ مصوبه هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار	تاریخ مصوبه شورا	جمع/سقف کارمزدها (میلیون ریال)	حداکثر مبلغ کارمزد فروش (میلیون ریال)	حداکثر مبلغ کارمزد خرید (میلیون ریال)	جمع	فروش	خرید	شرح کارمزد
						۰/۰۰۲۱۶	۰/۰۰۱۰۸	۰/۰۰۱۰۸	جمع کل
مصوبه یکصد و بیست و چهارمین جلسه هیأت مدیره و بند (۱-۱) سصد و هشتمین صورت جلسه هیأت مدیره سازمان	۱۳۸۷/۰۹/۰۳ و ۱۳۹۲/۶/۲۳		۴۰۰	۲۰۰	۲۰۰	۰/۰۰۴۴	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۴	کارمزد کارگزاران
			۴۰۰	۲۲۰	۱۶۰	۰/۰۰۰۵۱۲	۰/۰۰۰۴۸	۰/۰۰۰۳۲	کارمزد بورس
			۴۰۰	۲۴۰	۱۶۰	۰/۰۰۰۱۹۲	۰/۰۰۰۱۸	۰/۰۰۰۱۲	کارمزد سپرده گذاری
			۲۰۰	۱۲۰	۸۰	۰/۰۰۰۰۸	۰/۰۰۰۰۴۸	۰/۰۰۰۰۳۲	حق نظارت سازمان
			۲۰۰	۱۲۰	۸۰	۰/۰۰۰۰۱۶	۰/۰۰۰۰۱۵	۰/۰۰۰۰۰۱	کارمزد مدیریت فناوری
* بر اساس تبصره ۱ ماده ۷ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی، مالیات نقل و انتقال و مالیات ارزش افزوده در خصوص معاملات واحدهای سرمایه گذاری صندوق های سرمایه گذاری اخذ نمی گردد.						۰/۰۰۰۰۵	۰/۰۰۰۰۵	-	مالیات*
						۰/۰۱۱۰۶۴	۰/۰۱۰۳۹	۰/۰۰۰۷۷۴	جمع کل
مصوبه یکصد و بیست و چهارمین جلسه هیأت مدیره و بند (۱-۱) سصد و هشتمین صورت جلسه هیأت مدیره سازمان	۱۳۸۷/۰۹/۰۳ و ۱۳۹۲/۶/۲۳		۴۰۰	۲۰۰	۲۰۰	۰/۰۰۴۴	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۴	کارمزد کارگزاران
			۴۰۰	۲۲۰	۱۶۰	۰/۰۰۰۳۶۸	۰/۰۰۰۰۴۸	۰/۰۰۰۰۳۲	کارمزد بورس
			۳۰۰	۲۲۰	۱۶۰	۰/۰۰۰۱۳۸	۰/۰۰۰۰۱۸	۰/۰۰۰۰۱۲	کارمزد سپرده گذاری
			۲۰۰	۱۲۰	۸۰	۰/۰۰۰۰۸	۰/۰۰۰۰۴۸	۰/۰۰۰۰۳۲	حق نظارت سازمان
			۲۰۰	۱۲۰	۸۰	۰/۰۰۰۰۱۵	۰/۰۰۰۰۱۵	۰/۰۰۰۰۰۱	کارمزد مدیریت فناوری
* بر اساس تبصره ۱ ماده ۷ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی، مالیات نقل و انتقال و مالیات ارزش افزوده در خصوص معاملات واحدهای سرمایه گذاری صندوق های سرمایه گذاری اخذ نمی گردد. * بر اساس تبصره ۵- ماده (۱۳۳) مکرر قانون مالیات های مستقیم نقل و انتقال اوراق بهادار بازارگردانی بازارگردانان دارای مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار در بورس و فرابورس از پرداخت مالیات (۰٪) معاف است.						**	.	.	مالیات*
						۰/۰۰۵۸۲۱	۰/۰۰۰۰۹۶۱	۰/۰۰۰۴۸۶	جمع کل

۳. سقف کارمزد در زمان حضور صندوق های اختصاصی بازارگردان

توضیحات	تاریخ مصوبه هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار	تاریخ مصوبه شورا	جمع/سقف کارمزدها (میلیون ریال)	حداکثر مبلغ کارمزد فروش (میلیون ریال)	حداکثر مبلغ کارمزد خرید (میلیون ریال)	جمع	فروش	خرید	شرح کارمزد
بند ۲-۴ از مصوبات جلسه ۱۰۶ شورای عالی بورس - بندهای ۲ و ۳ سیدوسی و نهمین جلسه هیأت مدیره سازمان	۱۳۹۲/۳/۱۷	۱۳۹۲/۳/۱۲							جدول شماره (۲) میزان کارمزد پرداختی صندوق های سرمایه گذاری اختصاصی بازارگردانی
در مورد اوراق بهادار موضوع بازارگردانی صندوق های مذکور، سقف کارمزدهای شرکت بورس اوراق بهادار تهران، شرکت مدیریت فناوری بورس تهران، شرکت سپرده گذاری مرکزی از معاملات صندوق های مذکور، ۲۰٪ سقف نرخ کارمزد معاملات معمول اوراق بهادار با رعایت حداکثر سقف ریالی مصوب کارمزد در هر معامله خواهد بود. نرخ کارمزد سازمان بورس و اوراق بهادار معادل ۰/۰۰۰۱۶ با رعایت نسبت پرداخت ۶۰٪ توسط فروشنده و ۴۰٪ خریدار و سقف ۲۰۰ میلیون ریال در هر معامله تعیین می گردد.									



منابع

Radcliffe, Robert C. (1997). *Investment: Concepts, Analysis, Strategy*. Addison-Wesley Educational Publishers, Inc. p. 134. ISBN 0-673-99988-2.

http://xetra.com/xetra/dispatch/en/kir/navigation/xetra/200_listing/400_being_public/300_designated_sponsors.

<http://batstrading.com/Listings/> Competitive Liquidity Provider Program(ETP Listing Program).

<http://www.eurexchange.com/exchange-en/trading/market-model>.

<http://www.xetra.com/xetra-en/newsroom/xetra-circulars/Xetra-Release-16.0--Publication-of-documents/1772980>.

<http://www.xetra.com/xetra-en/meta/rules-and-regulations/General-Terms-and-Conditions-of-Deutsche-Boerse-AG-for-the-Regulated-Unofficial-Market--Freiverkehr--on-Frankfurter-Wertpapierboerse/1379314>.

[www.deutsche-boerse-cash-market.com/Third Amendment Ordinance to the Trading Regulation for the Regulated Unofficial Market on Frankfurter Wertpapierbörse](http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/Third-Amendment-Ordinance-to-the-Trading-Regulation-for-the-Regulated-Unofficial-Market-on-Frankfurter-Wertpapierboerse).

[www.deutsche-boerse-cash-market.com/Designated Sponsor Guide-Deutsche Börse Cash Market](http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/Designated-Sponsor-Guide-Deutsche-Börse-Cash-Market).

www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p018118.pdf

www.finra.org/industry/rules-and-guidance