

# الزامات بازارگردانی سهام در بورس های اوراق بهادار



بورس اوراق بهادار تهران

معاونت توسعه

مدیریت تحقیق و توسعه

مهرماه ۱۴۰۲

بورس اوراق بهادار تهران  
مدیریت تحقیق و توسعه  
شناسنامه سند

عنوان: الزامات بازارگردانی سهام در بورس های اوراق بهادار  
تهیه کننده: حمید اسکندری  
تاریخ انتشار: مهر ماه ۱۴۰۲  
شماره ویراست: اول

۱.....	مقدمه
۲.....	۱- تعاریف بازارگردانی.....
۳.....	۲- اهمیت فعالیت بازارگردانی در بورس‌های اوراق بهادار.....
۴.....	۳- تعهدات مرتبط با فعالیت بازارگردانی.....
۵.....	حداکثر دامنه‌ی مظنه.....
۶.....	حداقل اندازه‌ی سفارش.....
۶.....	چگونگی تعیین پارامترهای بازارگردانی.....
۷.....	تعریف نقدشوندگی و چگونگی طبقه‌بندی شرکت‌ها.....
۸.....	تعیین پارامترهای بازارگردانی.....
۱۲.....	میزان حضور در بازار.....
۱۳.....	کفایت سرمایه.....
۱۳.....	سیستم‌های کنترلی.....
۱۴.....	۴- مشوق‌های بازارگردانی.....
۱۷.....	۵- ضمانت اجرایی بازارگردانی.....
۱۹.....	۶- بازارگردانی در شرایط خاص.....
۲۱.....	۷- جمع‌بندی.....
۲۲.....	منابع.....



## مقدمه

موضوع بازارگردانی همواره یکی از مطالب با اهمیت برای بورس‌ها و فعالان بازارهای سرمایه بوده است؛ زیرا با کمک بازارگردان‌ها در بازارهای سهام است که نقدشوندگی افزایش می‌یابد و جریان پایدار معاملات ایجاد می‌شود. در چنین فضایی است که سرمایه‌گذاران می‌توانند معاملات خود را با سرعت بالا و با قیمت نزدیک به قیمت بازار انجام دهند. به دلیل همین نقش مهم بازارگردانی است که بسیاری از بورس‌ها، داشتن بازارگردانی را از جمله الزامات پذیرش شرکت‌ها تعریف کرده‌اند. به عبارت دیگر بورس‌های پیشرفته بررسی شده در این گزارش، داشتن بازارگردان را برای حضور شرکت‌ها در بازار اصلی امری اجباری تعریف کرده‌اند و برای اطمینان از عملکرد صحیح بازارگردانی، به صورت پیوسته بر شرایط بازار، چگونگی کارکرد سازوکار بازارگردانی و اثربخشی الزامات بازارگردانی نظارت می‌کنند. در حین این نظارت و در صورت لزوم، بورس‌ها قوانین یا مقررات مرتبط به فعالیت بازارگردانی را به روزرسانی می‌کنند. با توجه به اینکه کلیات سازوکار بازارگردانی در بورس‌های اوراق بهادار تقریباً یکسان است و تفاوت اصلی در الزامات بازارگردانی مورد استفاده است، بورس تهران نیز اقدام به بررسی الزامات بازارگردانی توسط بورس‌های اوراق بهادار کرده و در این گزارش به صورت اجمالی کلیات مربوط به آن را شرح داده است. امید است با به‌روزرسانی الزامات بازارگردانی در بازار سرمایه ایران، نقدشوندگی و کارایی بازار بهبود یابد.



## ۱- تعاریف بازارگردانی

بازارگردان در بورس‌های اوراق بهادار دارای تعاریف مشابه است. سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آیسکو)<sup>۱</sup> و بورس‌های پیشرفته‌ای همچون بورس نیویورک و گروه بورس‌های اوراق بهادار ژاپن، بازارگردان را به شرح زیر تعریف کرده‌اند:

- سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار: بازارگردان به شرکتی گفته می‌شود که به حساب خود معامله می‌کند و مظنه‌های دو طرفه (خرید و فروش) را به صورت منظم و مستمر به سامانه معاملات ارسال می‌کند.
- گروه بورس‌های اوراق بهادار ژاپن: بازارگردان یک عضو ثبت‌شده بورس<sup>۲</sup> است که بر اساس توافق با بورس، مظنه‌های خرید و فروش یک اوراق بهادار خاص را به صورت مستمر و به منظور تسهیل معاملات آن اوراق بهادار به سیستم معاملات ارسال می‌کند.
- کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا<sup>۳</sup>: بازارگردان شخصی است که برای اوراق بهادار خاص، با توجه به الزامات یا قوانین مقرر شده توسط بورس، مظنه‌های خرید و فروش هم‌زمان را در سیستم معاملات بورس ثبت می‌کند.

در بازار سهام، معمولاً بازارگردان، کارگزاری است که به صورت پیوسته و با استفاده از حساب خود اقدام به ارسال مظنه‌های دو طرفه (خرید و فروش) به سیستم معاملات می‌کند. بورس‌ها برای اطمینان از عملکرد صحیح بازارگردانی، الزاماتی را برای این فعالیت تعیین می‌کنند. از جمله رایج‌ترین الزامات بازارگردانی، تعیین حداقل مدت زمان معینی برای حضور در بازار است. بر اساس این الزام، بازارگردان باید برای حداقل زمان معینی، اقدام به مظنه‌گذاری پیوسته در بازار کند. الزام بعدی حداقل اندازه‌ی سفارش است که بر اساس آن، مجموع حجم سفارش‌هایی که بازارگردان در سامانه معاملات ثبت می‌کند، باید از یک حد معینی بیشتر باشد. الزام دیگر حداکثر دامنه‌ی مظنه است که بازارگردان را موظف می‌کند که مظنه‌های خرید و فروش خود را در یک دامنه معین ثبت کند. موارد یادشده، شالوده اصلی فعالیت بازارگردانی سهام در بورس‌ها را تشکیل می‌دهند.

کارگزاریانی که علاقمند به انجام فعالیت بازارگردانی هستند، باید درخواست دریافت مجوز بازارگردانی را به بورس بدهند. بورس برای اعطای چنین مجوزی، الزاماتی همچون داشتن امکانات فنی مورد نیاز، نیروی انسانی متخصص در حوزه بازارگردانی، داشتن سازوکار مناسب برای تفکیک فعالیت بازارگردانی از سایر معاملات کارگزار و امثال آن را مورد بررسی قرار داده و پس از اطمینان از کفایت موارد مورد نیاز، مجوز بازارگردانی به کارگزار می‌دهد. در مرحله بعد کارگزار پس از مذاکره با بورس و تعیین نماد معاملاتی مورد بازارگردانی، با بورس قرارداد بازارگردانی امضا می‌کند. بر اساس این قرارداد وظایف طرفین

<sup>1</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

<sup>2</sup> Registered Market Participant

<sup>3</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)



قرارداد مشخص می‌شود. بازارگردان در این قرارداد متعهد می‌شود که الزامات بازارگردانی را رعایت کند و بورس متعهد می‌شود که نیازمندی‌های مورد نیاز برای ایفای تعهدات بازارگردان را فراهم سازد. در این قرارداد، طول دوره زمانی بازارگردانی، شرایط انصراف از بازارگردانی، مشوق‌های این فعالیت، تغییر الزامات بازارگردانی در شرایط نامتعارف و اضطراری و امثال آن به صورت شفاف بیان می‌شوند. از جمله بورس‌هایی که در آن بازارگردان با بورس برای فعالیت بازارگردانی قرارداد امضا می‌کند می‌توان به بورس‌های ایالات متحده آمریکا، بورس‌های عضو اتحادیه اروپا، بورس تداول عربستان، بورس کویت و مالزی اشاره کرد. البته باید به این نکته توجه کرد که بازارگردان‌ها از اعضای بورس هستند و در نتیجه از قوانین و مقررات بورس نیز تبعیت می‌کنند. بنابراین، بازارگردان‌ها علاوه بر رعایت مفاد قرارداد بازارگردانی، ملزم به اجرای قوانین و مقررات بورس نیز هستند.

## ۲- اهمیت فعالیت بازارگردانی در بورس‌های اوراق بهادار

بازارگردانی سهام در بازار سرمایه دارای اهمیت زیادی است زیرا نقش به‌سزایی در افزایش نقدشوندگی بازار دارد. تعداد زیادی از بورس‌ها با توجه به میزان اهمیت این موضوع، بازارگردانی را امری ضروری دانسته و داشتن بازارگردان را جزو الزامات پذیرش شرکت‌ها در بورس قرار داده‌اند. به عنوان نمونه‌ای از این بورس‌ها، می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- **بورس نزدک:** در این بورس هر نماد معاملاتی (سهام) به صورت میانگین دارای ۱۴ بازارگردان است که نشان‌دهنده فعالیت گسترده‌ی بازارگردان‌ها در این بورس است. در بورس نزدک شرکت‌هایی که دارای نقدشوندگی بالا و ثبات مالی هستند در شاخص بازار جهانی نزدک<sup>۱</sup> پذیرش می‌شوند. شرکت‌ها برای حضور در این شاخص باید دارای حداقل دو بازارگردان باشند. الزام وجود حداقل دو بازارگردان برای بازار دیگر این بورس یعنی بازار منتخب جهانی نزدک<sup>۲</sup> نیز وجود دارد.
- **بورس یورونکست:** یورونکست یک بورس اروپایی است که در کشورهای فرانسه، بلژیک، ایرلند، هلند، نروژ، پرتغال و بریتانیا فعالیت دارد. این بورس برای اطمینان از نقدشوندگی مناسب، تمام شرکت‌هایی را که در بازار اصلی پذیرفته شده‌اند<sup>۴</sup>، ملزم به داشتن حداقل یک بازارگردان کرده است.

<sup>1</sup> Nasdaq Global Market

<sup>2</sup> Nasdaq Global Select Market

<sup>3</sup> Euronext

<sup>4</sup> منظور بازار معاملات پیوسته (Continouse Trading) است.



- **بورس وین<sup>۱</sup>**: برای انجام معاملات پیوسته سهام در این بورس، شرکت‌ها باید در یکی از دو بازار اصلی<sup>۲</sup> یا بازار استاندارد<sup>۳</sup> درج و پذیرش شوند. پذیرش شرکت‌ها در هر دو بازار، مستلزم داشتن حداقل یک بازارگردان است.
- **بورس زاگرب<sup>۴</sup>**: برای حضور شرکت‌ها در این بورس، چهار بازار تعریف شده است و ناشران باید در یکی از این بازارها پذیرش شوند. در بازار اصلی<sup>۵</sup> بورس، برترین شرکت‌ها از لحاظ معیارهایی همچون ارزش بازار، میزان شناور آزاد و تعداد سهامدار پذیرش می‌شوند. این بورس برای شرکت‌هایی که قصد حضور در بازار اصلی بورس را دارند، الزام داشتن حداقل یک بازارگردان را لحاظ کرده است. ولی برای پذیرش شرکت‌ها در سایر بازارها این الزام وجود ندارد.
- **بورس نزدک امکس<sup>۶</sup>**: این بورس دارای سه بازار با نام‌های بازارهای اصلی<sup>۷</sup>، اول<sup>۸</sup> و پرایم<sup>۹</sup> است. بر اساس الزامات پذیرش، داشتن بازارگردان برای شرکت‌ها به منظور حضور در هر سه بازار امری الزامی است. شایان ذکر است، در بررسی مقررات بورس‌های در حال توسعه همچون بورس مالزی و استانبول، الزامی مبنی بر داشتن بازارگردان برای شرکت‌ها به منظور حضور در بازار مشاهده نشده است. البته این بورس‌ها سابقه کمتری در بکارگیری از خدمات بازارگردانی دارند و این امکان وجود دارد که در آینده و با گسترش فعالیت بازارگردانی، این بورس‌ها نیز استفاده از بازارگردان را به ویژه در بازارهای اصلی خود را الزامی کنند.

### ۳- تعهدات مرتبط با فعالیت بازارگردانی

بازارگردان‌ها در بازارهای سرمایه دارای تعهداتی هستند که مهم‌ترین آن‌ها رعایت حداکثر دامنه‌ی مظنه<sup>۱۰</sup> و حداقل اندازه‌ی سفارش<sup>۱۱</sup> و مدت زمان حضور در بازار است. البته تعهدات بازارگردان محدود به این موارد نیست و بورس‌ها بر اساس شرایط خاص خود، تعهدات دیگری را نیز برای شرکت‌ها در نظر می‌گیرند. از جمله سایر تعهدات مورد استفاده می‌توان به مواردی همچون کفایت سرمایه و سیستم‌های کنترلی اشاره کرد.

<sup>1</sup> Vienna Stock Exchange

<sup>2</sup> Prime Market

<sup>3</sup> Standard Market

<sup>4</sup> Zagreb Stock Exchange

<sup>5</sup> Prime Market

<sup>6</sup> NASDAQ OMX Nordic

<sup>7</sup> Main Market

<sup>8</sup> First North Growth Market

<sup>9</sup> First North Premier Market

<sup>10</sup> Max Bid-Ask Spread

<sup>11</sup> Min Order Size



## حداکثر دامنه‌ی مظنه

یکی از تعهدات مهم بازارگردان در بازار سهام، مظنه‌گذاری دو طرفه<sup>۱</sup> برای نمادهایی است که برای آن‌ها بازارگردانی می‌کند. به عبارت دیگر بازارگردان باید به صورت هم‌زمان اقدام به ارسال مظنه‌های خرید و فروش به سامانه معاملات کند. در مظنه‌گذاری دو طرفه، قیمت سفارش فروش بیشتر از قیمت سفارش خرید ثبت می‌شود و برای میزان تفاوت مجاز این دو قیمت، الزامی با عنوان حداکثر دامنه‌ی مظنه تعریف می‌شود. حداکثر دامنه‌ی مظنه به تفاوت بین کمترین قیمتی که بازارگردان مایل به فروش سهم با آن قیمت است (مظنه فروش) و بالاترین قیمتی که بازارگردان مایل به خرید سهم با آن قیمت است (مظنه خرید)، گفته می‌شود. به عبارت دیگر این معیار نشان‌دهنده حداکثر مقداری است که مظنه فروش می‌تواند بالاتر از مظنه خرید ثبت شود و معمولاً به صورت درصدی بیان می‌شود. برای نمونه اگر فرض کنیم که حداکثر دامنه‌ی مظنه ۲ درصد اعلام شده باشد و قیمت مظنه خرید ۱۰۰ ریال باشد، مظنه‌ی فروش می‌تواند مقداری کوچکتر یا مساوی ۱۰۲ ریال داشته باشد.

بازارگردان‌ها با مظنه‌گذاری دو طرفه به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهند تا سهام خود را با قیمتی منصفانه معامله کنند. منصفانه‌تر شدن قیمت‌ها به بهبود کارایی بازار کمک می‌کند و در نتیجه آن سرمایه‌گذاران می‌توانند تصمیم‌های معاملاتی آگاهانه‌تری داشته باشند. در تمام بورس‌های اوراق بهادار مورد بررسی از جمله بورس وین، بورس ایتالیا، بورس مالزی، بورس تداول عربستان سعودی، بورس استانبول و همچنین سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آیسکو) مظنه‌گذاری دو طرفه برای انجام فعالیت بازارگردانی امری الزامی تعریف شده است.

## ثبت سفارش‌های ثابت<sup>۲</sup>

در مقررات تمام بورس‌های بررسی‌شده در این گزارش، صراحتاً بیان شده که در بررسی ایفای تعهدات، سفارش‌هایی از سوی بازارگردان مد نظر قرار می‌گیرند که از نوع سفارش ثابت باشند. منظور از ثابت بودن سفارش این است که بازارگردان به‌جز دو حالت، نمی‌تواند سفارش‌های خود را اصلاح یا لغو کند. حالت اول این است که مدت زمان مشخصی از ثبت سفارش در سامانه معاملات گذشته باشد. پس از سپری شدن یک بازه‌ی زمانی معین است که بازارگردان می‌تواند اقدام به لغو یا به‌روزرسانی سفارش‌ها کند. به عنوان نمونه شرکت‌ها در بورس نزدک به دو گروه تقسیم شده‌اند. در گروه اول شرکت‌ها، بازارگردان می‌تواند سفارش خود را پس از ۵ ثانیه و در گروه دوم پس از ۳۰ ثانیه تغییر داده یا لغو کند. البته در برخی بورس‌ها مانند بورس بحرین این بازه زمانی به پنج دقیقه رسیده است. حالت دوم مربوط به اجرای کامل یک طرف از سفارش‌های خرید یا فروش است. یعنی اگر یکی سفارش بازارگردان در یک

<sup>1</sup> Two-Way or Two-Sided Quotes

<sup>2</sup> Firm Quotes





طرف به صورت کامل معامله شد، بازارگردان فوراً می‌تواند سفارش موجود در سامانه معاملات را تغییر داده یا لغو کند. الزام بازارگردانان به ارائه سفارش‌های ثابت با هدف جلوگیری از عقب‌نشینی<sup>۱</sup> سریع و لحظه‌ای بازارگردان از مظنه‌های اعلامی او بوده و احتمال تبدیل این سفارش‌ها به معامله را افزایش می‌دهد. نوع دیگر سفارش‌گذاری که توسط بازارگردان‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد و برخلاف سفارش ثابت است، سفارش‌گذاری اسمی<sup>۲</sup> است. در این نوع از سفارش‌ها محدودیت زمانی برای لغو یا اصلاح سفارش وجود ندارد. سفارش‌های اسمی به منظور کمک به سرمایه‌گذاران برای تخمین قیمت معامله، پیش از اخذ تصمیم به معامله به‌کار می‌روند و با پیشوند FYI<sup>۳</sup> یا FVO<sup>۴</sup> نشان داده می‌شوند.

### حداقل اندازه‌ی سفارش

حداقل اندازه‌ی سفارش برابر کمترین تعداد سهامی است که بازارگردان ملزم است سفارش خرید و فروش آن میزان سهم را به طور هم‌زمان و با رعایت دامنه مظنه وارد سامانه معاملات کند. تعیین این پارامتر بازارگردانی بر اساس نقدشوندگی سهام، توسط بورس‌های اوراق بهادار انجام و به بازارگردانان اعلام می‌شود.

### چگونگی تعیین پارامترهای بازارگردانی

بورس‌های اوراق بهادار معمولاً برای بازارگردانی تمام شرکت‌های پذیرفته شده، تعهدات یکسانی در نظر نمی‌گیرند. در بورس‌های بررسی‌شده در این گزارش، یعنی بورس‌های اوراق بهادار وین، مصر، مالزی، تداول عربستان سعودی و لوکزامبورگ، بورس‌ها ابتدا شرکت‌های پذیرفته‌شده را بر اساس معیارهای نقدشوندگی گروه‌بندی می‌کنند. سپس برای هر گروه از شرکت‌ها، الزامات بازارگردانی مجزایی تعیین می‌کنند. در این سازوکار، هر چه گروهی که شرکت در آن قرار گرفته، دارای نقدشوندگی بیشتری باشد، شامل الزامات بازارگردانی سخت‌گیرانه‌تری خواهد بود. شرکت‌هایی که دارای نقدشوندگی بالایی هستند، به صورت معمول دارای فاصله‌ی مظنه خرید و فروش کوچکتری هستند. برای اثربخشی فعالیت بازارگردانی، حداکثر دامنه مظنه‌ی مورد استفاده برای این شرکت‌ها باید کوچکتر باشد. همچنین از آنجایی که سهم‌ها با نقدشوندگی بالا دارای ارزش معاملات بالایی هستند، بازارگردان نیاز به سرمایه بیشتری برای انجام تعهدات خود دارد. دلیل نیاز به سرمایه بیشتر همان ارزش معاملات بالاتر بازارگردان است، زیرا اگر بازارگردان سرمایه کافی در اختیار نداشته باشد، نمی‌تواند حجم بزرگی از سفارش‌ها را در سامانه معاملات ثبت کند.

<sup>۱</sup> Backing away

<sup>۲</sup> Nominal Quotation

<sup>۳</sup> For Your Information

<sup>۴</sup> For Valuation Only



در ادامه این بخش به منظور ایجاد درک بهتر چگونگی تأثیر نقدشوندگی بر فعالیت بازارگردانی، ابتدا نقدشوندگی تعریف و پس از آن چگونگی تقسیم‌بندی شرکت‌ها در بورس‌های اوراق بهادار شرح داده شده است. پس از آن نحوه‌ی تنظیم پارامترهای بازارگردانی در این بورس‌ها مورد بررسی قرار گرفته است.

### تعریف نقدشوندگی و چگونگی طبقه‌بندی شرکت‌ها

در بازار سهام، به امکان خرید و فروش سریع اوراق بهادار توسط سرمایه‌گذاران بدون تأثیر چشمگیر بر قیمت، نقدشوندگی گفته می‌شود. هر چه سهمی دارای نقدشوندگی بیشتری باشد، بدین معنا است که بازار فروشندگان و خریداران پرشماری دارد و می‌توان سهم را با سرعت بالاتر و در بازه‌ی قیمتی محدودتری معامله کرد. موضوع نقدشوندگی برای سرمایه‌گذاران دارای اهمیت زیادی است زیرا نقدشوندگی بالای سهم است که به آن‌ها این فرصت را می‌دهد تا بتوانند با کمترین تأثیر بر قیمت به بازار ورود کرده یا از آن خارج شوند. تأمین نقدشوندگی در بورس‌ها بر عهده بازارگردان‌ها است. بورس‌ها برای اطمینان از وجود نقدشوندگی مناسب در بازار، ابتدا شرکت‌ها را بر اساس میزان نقدشوندگی تقسیم‌بندی می‌کنند. بدین منظور بورس‌ها از معیارهایی همچون گردش معاملات، تعداد روزهای معاملاتی، ارزش معاملات، میانگین دامنه مظنه، نوسان سهم و شناور آزاد سهم برای تعیین میزان نقدشوندگی هر گروه از شرکت‌ها استفاده می‌کنند. برای درک بهتر چگونگی این تقسیم‌بندی، جزئیات مربوط به چند بورس در ادامه شرح داده شده است.

(۱) بورس مصر: ناشران این بورس با استفاده از دو معیار ارزش معاملات و تعداد روزهای معاملاتی در سال، به شش گروه به شرح زیر تقسیم‌بندی می‌شوند:

- گروه اول: شرکت‌هایی که میانگین روزانه ارزش معاملات آن‌ها بیش از ۸ میلیون پوند مصر<sup>۱</sup> است و درصد روزهای معاملاتی در سال گذشته ۱۰۰ درصد بوده است (فاقد تعلیق یا توقف روزانه بوده است)؛
- گروه دوم: شرکت‌هایی که میانگین روزانه ارزش معاملات آن‌ها بیش از ۲/۵ میلیون پوند مصر است و درصد روزهای معاملاتی در سال گذشته ۱۰۰ درصد بوده است؛
- گروه سوم: شرکت‌هایی که میانگین روزانه ارزش معاملات آن‌ها بیش از ۲۴۵ هزار پوند مصر است و درصد روزهای معاملاتی در سال گذشته کمتر از ۹۰ درصد نبوده است؛
- گروه چهارم: شرکت‌هایی که میانگین روزانه ارزش معاملات آن‌ها بیش از ۱۰۰ هزار پوند مصر است و درصد روزهای معاملاتی در سال گذشته کمتر از ۸۰ درصد نبوده است؛
- گروه پنجم: شرکت‌هایی که میانگین روزانه ارزش معاملات آن‌ها بیش از ۵۲ هزار پوند مصر است و درصد روزهای معاملاتی در سال گذشته کمتر از ۶۰ درصد نبوده است؛

<sup>1</sup> Egyptian Pound

واحد پول رسمی مصر، پوند مصر است.



- گروه ششم: شرکت‌هایی که میانگین روزانه ارزش معاملات آن‌ها کمتر از ۵۲ هزار پوند مصر است و یا درصد روزهای معاملاتی در سال گذشته کمتر از ۶۰ درصد بوده است؛
- (۲) بورس تداول عربستان سعودی<sup>۱</sup>: شرکت‌ها در این بورس بر اساس میانگین حجم معاملات و میانگین دامنه‌ی مظنه در بازه شش ماه به پنج گروه به شرح زیر تقسیم‌بندی می‌شوند:
- گروه اول: شرکت‌ها با نقدشوندگی بسیار زیاد؛
- گروه دوم: شرکت‌ها با نقدشوندگی زیاد؛
- گروه سوم: شرکت‌ها با نقدشوندگی متوسط؛
- گروه چهارم: شرکت‌ها با نقدشوندگی کم؛
- گروه پنجم: شرکت‌ها با نقدشوندگی بسیار کم.
- (۳) بورس اوراق بهادار لوکزامبورگ<sup>۲</sup>: شرکت‌های پذیرفته شده در این بورس به دو دسته ناشران با نقدشوندگی بالا و ناشران با نقدشوندگی اندک تقسیم می‌شوند.
- (۴) بورس اوراق بهادار وین: شرکت‌های پذیرفته شده در این بورس در شش طبقه نقدشوندگی تقسیم‌بندی می‌شوند. این بورس برای این طبقه‌بندی از معیارهای ارزش معاملات، نوسان تاریخی، ارزش بازار سهام شناور آزاد، میانگین سه ماهه دامنه‌ی مظنه استفاده می‌کند. در این طبقه‌بندی اولین طبقه دارای بیشترین نقدشوندگی و طبقه ششم دارای کمترین نقدشوندگی است. این بورس طبقه‌بندی بورس‌ها را در بازه‌های زمانی یکساله به روز رسانی می‌کند.
- (۵) بورس مالزی: این بورس شرکت‌های خود را با استفاده از معیار گردش معاملات<sup>۳</sup> به سه سطح (گروه) به شرح زیر تقسیم‌بندی می‌کند:
- سطح اول: شرکت‌های دارای گردش معاملات سه ماهه کمتر از ۱۰ درصد؛
- سطح دوم: شرکت‌های دارای گردش معاملات سه ماهه بین ۱۰ تا ۲۰ درصد؛
- سطح سوم: شرکت‌های دارای گردش معاملات سه ماهه بیشتر از ۲۰ درصد.
- در این بورس، برخلاف سایر بورس‌ها، بالاترین طبقه یا سطح دارای کمترین میزان نقدشوندگی است. در بورس‌های یادشده شرکت‌هایی که متعلق به یک گروه یا یک سطح هستند، الزامات بازارگردانی یکسانی دارند.

### تعیین پارامترهای بازارگردانی

پس از طبقه‌بندی شرکت‌ها بر اساس میزان نقدشوندگی، بورس‌های اوراق بهادار، مقادیر دو پارامتر بازارگردانی یعنی حداکثر دامنه‌ی مظنه و حداقل اندازه‌ی سفارش را تعیین می‌کنند. در ادامه‌ی مقادیر این پارامترها در بورس‌های اوراق بهادار منتخب ارائه شده است:

<sup>1</sup> Tadawul Stock Exchange

<sup>2</sup> Luxembourg Stock Exchange

<sup>3</sup> Velocity

**حداکثر دامنه‌ی مظنه:**

بورس اوراق بهادار وین: گروه اول که دارای بیشترین میزان نقدشوندگی است دارای حداکثر دامنه‌ی مظنه ۰/۶۵ درصدی است. این دامنه با کاهش نقدشوندگی کاهش یافته و در آخرین گروه یا همان گروه ششم به ۴ درصد افزایش پیدا می‌کند. به عبارت دیگر در این بورس با کاهش نقدشوندگی در طبقات نقدشوندگی، حداکثر دامنه‌ی مظنه به شرح جدول (۱) افزایش می‌یابد.

جدول ۱: حداکثر دامنه‌ی مظنه برای ناشران بورس اوراق بهادار وین

طبقه نقدشوندگی	حداکثر دامنه مظنه (%)
اول	۰/۶۵
دوم	۰/۸۵
سوم	۱/۳
چهارم	۱/۸
پنجم	۲/۷
ششم	۴

❖ بورس تداول: حداکثر دامنه‌ی مظنه در این بورس برای هر طبقه نقدشوندگی به شرح جدول (۲) تعیین شده است. شرکت‌های اولین گروه که دارای بیشترین میزان نقدشوندگی هستند دارای حداکثر دامنه‌ی مظنه ۰/۳ درصدی هستند و شرکت‌های حاضر در گروه پنجم که دارای کمترین میزان نقدشوندگی هستند دارای حداکثر دامنه‌ی مظنه ۳ تا ۵ درصدی هستند. برای هر شرکت حاضر در این گروه، دامنه‌ی ۳ تا ۵ درصدی تخصیص داده شده است. بنابراین بورس تداول نیز با کاهش میزان نقدشوندگی سهم، اقدام به افزایش حداکثر دامنه‌ی مظنه کرده است.

جدول ۲: حداکثر دامنه‌ی مظنه برای ناشران بورس تداول

طبقه نقدشوندگی	حداکثر دامنه مظنه (%)
اول	۰/۳
دوم	۰/۴
سوم	۰/۴۵-۰/۵۰
چهارم	۰/۶-۰/۷
پنجم	۳/۰-۵/۰

❖ بورس لوکزامبورگ: حداکثر دامنه‌ی مظنه برای ناشران با نقدشوندگی بالا در این بورس برابر با ۲ درصد و برای شرکت‌ها با نقدشوندگی اندک برابر ۵ درصد است.

❖ بورس مالزی: همان‌طور که پیش‌تر شرح داده شد، شرکت‌ها در این بورس در سه سطح تفکیک شده‌اند و برای هر سطح دامنه‌ی مظنه تعیین شده است. شایان ذکر است، بورس مالزی برای تعیین حداکثر



دامنه‌ی مظنه از درصد استفاده نکرده و از تیک سایز<sup>۱</sup> به جای آن بهره برده است. تیک سایز یا تیک به حداقل مقداری اشاره دارد که قیمت یک ورقه بهادار، می‌تواند به آن میزان تغییر کند. در این بورس حداکثر دامنه‌ی مظنه برای هر شرکت‌های هر سطح به شرح زیر است:

جدول ۳: حداکثر دامنه‌ی مظنه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مالزی

سطح شرکت بر اساس گردش معاملات	حداکثر دامنه مظنه (تیک سایز)
اول	۶
دوم	۴
سوم	۲

❖ بورس مصر: شرکت‌های پذیرفته شده در این بورس در شش طبقه تقسیم‌بندی شده است. حداکثر دامنه‌ی مظنه برای طبقه اول با بیشترین میزان نقدشوندگی برابر ۱/۵ درصد و برای طبقه ششم که دارای کمترین میزان نقدشوندگی است برابر ۱۰ درصد تعریف شده است. حداکثر دامنه‌ی مظنه برای سایر طبقات به شرح جدول (۵) است.

جدول ۴: حداکثر دامنه‌ی مظنه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مصر

طبقه نقدشوندگی	حداکثر دامنه مظنه (%)
اول	۱/۵
دوم	۲
سوم	۳/۵
چهارم	۵
پنجم	۷
ششم	۱۰

#### حداقل اندازه‌ی سفارش:

❖ اتحادیه اروپا: بر اساس مقررات میفید<sup>۲</sup>، در بورس‌های عضو اتحادیه اروپا، بازارگردان در طی نشست معاملاتی باید حداقل اندازه سفارش ۵ هزار یورو داشته باشد. البته هر بورس بنا به شرایط خاص خود می‌تواند مقادیر بیشتر و متفاوتی را برای بازارها یا ابزارهای خود در نظر بگیرد.

❖ بورس وین: حداقل اندازه‌ی سفارش برای گروه اول که دارای بیشترین میزان نقدشوندگی است برابر ۳۵ هزار یورو است. با کاهش میزان نقدشوندگی سهم در این بورس، حداقل اندازه‌ی سفارش کاهش می‌یابد. البته این روند کاهش تا سطح چهارم ادامه دارد و طبقه چهارم و پنجم دارای حداقل اندازه‌ی سفارش برابر

<sup>۱</sup> Tick Size

<sup>۲</sup> MiFID II



به میزان ۹ هزار یورو هستند. شایان ذکر است سه طبقه آخر نقدشوندگی دارای مقادیر نزدیک به هم هستند و حداقل اندازه‌ی سفارش در طبقه ششم کمی بیشتر از طبقه پنجم و برابر ۱۰ هزار یورو است. مقادیر مربوط به این معیار در بورس وین به صورت خلاصه در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۵: حداقل اندازه‌ی سفارش در بورس اوراق بهادار وین

طبقه نقدشوندگی	حداقل اندازه‌ی سفارش (هزار یورو)
اول	۳۵
دوم	۲۵
سوم	۱۷
چهارم	۹
پنجم	۹
ششم	۱۰

❖ بورس تداول: حداقل اندازه‌ی سفارش برای هر شرکت به صورت جداگانه و در کل بین ۱۰۰ تا ۵۰۰ هزار ریال سعودی تعیین می‌شود.

❖ بورس لوکزامبورگ: حداقل اندازه‌ی سفارش برای بازارگردانی سهام تمام شرکت‌ها، ده هزار یورویی تعیین شده است.

❖ بورس مالزی: در این بورس برای نقدشونده‌ترین شرکت‌ها سطح سوم قرار دارند، حداقل اندازه سفارش ۱۰۰ هزار رینگیتی تعریف شده است. با کاهش میزان نقدشوندگی حداقل اندازه سفارش نیز کاسته شده به صورتی که برای شرکت‌ها با کمترین میزان نقدشوندگی (سطح اول) حداقل اندازه سفارش ۲۰ هزار رینگیتی در نظر گرفته شده است. جدول زیر خلاصه‌ای از حد نصاب این معیار را در بورس مالزی نشان داده است:

جدول ۶: حداقل اندازه‌ی سفارش در بورس اوراق بهادار مالزی

سطح شرکت بر اساس گردش معاملات	حداقل اندازه سفارش (هزار رینگیت)
اول	۲۰
دوم	۵۰
سوم	۱۰۰



## میزان حضور در بازار

مطابق اعلام سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (آیسکو) بازارگردان برای ایفای تعهدات خود باید برای مدت زمان مشخصی در سامانه معاملات حضور داشته باشد<sup>۱</sup>. منظور از حضور همان ثبت سفارش خرید و فروش هم‌زمان و به صورت مستمر در سامانه معاملات است. بازارگردان‌ها برای ایفای این تعهد، ممکن است از سیستم‌های معاملاتی خودکار برای ثبت سفارش‌ها، اصلاح مظنه‌ها با توجه به تغییر شرایط بازار و نظارت پیوسته بر دفتر ثبت سفارش استفاده کنند. هر بورس بنا به شرایط خاص خود میزان حداقل زمان حضور در بازار را تعیین می‌کند. برخی بورس‌ها مقدار یکسانی را برای کل بازار تعریف می‌کنند و برخی دیگر مقدار این پارامتر بازارگردانی را برای هر طبقه نقدشوندگی به صورت مجزا تعیین می‌کنند. به عنوان نمونه می‌توان به مقدار این پارامتر در بورس‌های اوراق بهادار زیر اشاره کرد:

- ❖ اتحادیه اروپا: بر اساس مقررات میفید<sup>۲</sup>، بازارگردان باید حداقل ۵۰ درصد ساعت معاملات در بازار حضور داشته باشد. هر بورس اروپایی بنا به شرایط خاص خود می‌تواند مقداری بالاتر را تعریف کند؛
- ❖ بورس وین و مالزی حداقل زمان حضور بازارگردان ۸۰ درصد اعلام کرده‌اند؛
- ❖ بورس ایتالیا حداقل زمان حضور بازارگردان را ۶۰ درصد اعلام کرده است؛
- ❖ بورس لوکزامبورگ حداقل زمان حضور بازارگردان را ۵۰ درصد اعلام کرده است.
- ❖ بورس تداوال عربستان نیز برای هر گروه از شرکت‌ها حداقل حضور را به شرح جدول زیر تعیین کرده است.

جدول ۷: میزان حداقل حضور بازارگردان در بازار برای ناشران بورس تداوال عربستان

طبقه نقدشوندگی	حداقل حضور در بازار (%)
اول	۸۰
دوم	۷۰
سوم	۶۰
چهارم	۵۰
پنجم	۵۰

<sup>۱</sup> Presence In the Order Book

<sup>۲</sup> MIFID II



## کفایت سرمایه<sup>۱</sup>

فعالیت بازارگردانی شامل توانایی خرید و فروش سریع اوراق بهادار و نگهداری موجودی آن‌ها برای ایجاد جریان پیوسته معاملات است. انجام چنین فرآیندی به منابع مالی یا سرمایه‌ی قابل توجهی نیاز دارد. با استفاده از این سرمایه است که بازارگردان‌ها قادرند تا سفارش‌های دو طرفه را برای سهام خود ارسال کنند. داشتن سرمایه کافی به بازارگردان‌ها این امکان را می‌دهد که با خرید و فروش اوراق بهادار به بهبود نقدشوندگی بازار کمک کنند. افزایش نقدشوندگی می‌تواند منجر به کاهش دامنه‌ی مظنه خرید و فروش شده و برای فعالان بازار این اطمینان را حاصل کند که همواره در بورس خریدار و فروشنده وجود دارد. به همین دلایل است که بورس‌ها برای بازارگردان‌ها الزامات حداقل سرمایه تعیین می‌کنند.

## سیستم‌های کنترلی

بازارگردان‌ها در بازارهای سهام باید سیستم‌ها و کنترل‌های<sup>۲</sup> خاصی داشته باشند تا اطمینان حاصل کنند که می‌توانند به تعهدات خود در بورس عمل کنند. این سیستم‌ها و کنترل‌ها حداقل شامل موارد زیر است:

- سیستم مدیریت ریسک: این سیستم ریسک‌های مرتبط با بازارگردانی را شناسایی و مدیریت می‌کند.
  - سیستم انطباق: تضمین پیروی بازارگردان از تمام قوانین و مقررات قابل اجرا، توسط این سیستم انجام می‌شود.
  - سیستم گزارش‌دهی: بازارگردان برای ارزیابی عملکرد و بررسی ریسک‌هایی که متحمل می‌شود، نیازمند اطلاعاتی است توسط این سیستم تهیه می‌شود.
  - سیستم آموزشی: کارکنان بازارگردان باید از مسئولیت‌های خود آگاه باشند و بتوانند وظایف خود را به طور مؤثر انجام دهند. اطمینان از انجام این مهم به کمک سیستم آموزشی میسر می‌شود.
- بهره‌گیری از این سیستم‌ها و کنترل‌ها برای تضمین عملکرد صحیح و ایمن بازارگردان‌ها ضروری است. با وجود این سیستم‌ها، بازارگردان‌ها می‌توانند به اطمینان از عملکرد صحیح بازار و حفاظت از منافع سرمایه‌گذاران کمک کنند.

<sup>1</sup> Having Sufficient Capital

<sup>2</sup> Have in place specific systems and controls





#### ۴- مشوق‌های بازارگردانی

بورس‌های اوراق بهادار به منظور تشویق بازارگردان، مشوق‌هایی تعریف کرده‌اند. این مشوق‌ها متناسب با وظایف بازارگردان است. رایج‌ترین مشوق‌ها در بورس‌های اوراق بهادار را می‌توان به شرح زیر برشمرد:

- **برگشت کارمزد<sup>۱</sup>:** بیشتر بورس‌ها از برگشت کارمزد به عنوان مشوق بازارگردانی استفاده می‌کنند. این مشوق نوعی تخفیف در کارمزد است. نحوه‌ی پرداخت این مشوق بدین صورت است که بازارگردان ابتدا تمام کارمزدهای معاملات را پرداخت می‌کند. پس از آن بر اساس میزان ایفای تعهدات بازارگردان، تخفیف کارمزد محاسبه شده و بخشی از کارمزد پرداخت شده به بازارگردان برگشت داده می‌شود. این تخفیف برای تشویق بازارگردان‌ها به بهبود نقدشوندگی بازار است که از طریق سودآورتر کردن فعالیت بازارگردانی انجام می‌شود. دلایل متعددی وجود دارد که چرا بورس‌ها از برگشت کارمزد به عنوان مشوق بازارگردانی استفاده می‌کنند. اول این کاهش کارمزد می‌تواند به کاهش هزینه‌های تأمین نقدینگی بازارگردان کمک کند. زیرا بازارگردان می‌تواند با استفاده از این تخفیف‌ها، بخشی از هزینه‌های خود مانند کارمزد معاملات اوراق بهادار و هزینه‌ی حفظ موقعیت در بازار را پوشش دهد. دوم، برگشت کارمزد می‌تواند به افزایش تعداد بازارگردان‌ها در بازار کمک کند. زیرا این تخفیف‌ها باعث سوددهی بیشتر فعالیت بازارگردانی شده و می‌تواند منجر به رقابت بیشتر بین بازارگردان‌ها شود. سوم، برگشت کارمزد می‌تواند به بهبود نقدشوندگی در بازار کمک کند. زیرا باعث انگیزش بازارگردان‌ها برای حضور هر چه بیشتر در بازار است.
- **معافیت از پرداخت کارمزد معاملات<sup>۲</sup>:** در این حالت، بازارگردان از پرداخت تمام یا بخشی از کارمزد معاف است؛ یعنی از ابتدا تمام یا بخشی از کارمزد معاملات را پرداخت نمی‌کند. آنگاه پس از سپری شدن یک بازه زمانی مشخص (مانند یک‌ماه)، میزان تعهدات ایفا شده بازارگردان محاسبه شده و در صورت عدم ایفای تعهدات، کارمزدها از وی دریافت خواهد شد و در صورت ایفای تعهدات مبلغی از وی دریافت نمی‌شود. بنابراین تفاوت اصلی معافیت از کارمزد با برگشت از کارمزد در نحوه‌ی پرداخت کارمزد است. یعنی در معافیت ابتدا تمام یا بخشی از کارمزد پرداخت نمی‌شود ولی در برگشت از کارمزد، ابتدا کارمزد پرداخت شده و پس از ایفای تعهدات، برگشت داده می‌شود. برخی از بورس‌های اوراق بهادار مانند بورس ایتالیا در ازای ایفای تعهدات بازارگردان، وی را از پرداخت تمام کارمزد معاملات معاف می‌کنند. برخی دیگر از بورس‌ها مانند بورس تداول عربستان برای سهم‌هایی که دارای

<sup>1</sup> Rebate

<sup>2</sup> Waivers of Transaction Fees



نقدشوندگی اندک هستند معافیت کامل در نظر گرفته‌اند و برای سهم‌هایی که دارای نقدشوندگی بالایی هستند، معافیت از پرداخت کارمزد را تعریف نکرده‌اند.

- **معافیت از پرداخت حق عضویت<sup>۱</sup>:** این معافیت، مشوق رایج دیگری است که بورس‌های اوراق بهادار از آن استفاده می‌کنند. این بدان معناست که بازارگردانی که به تعهدات خود عمل کرده، ممکن است از پرداخت حق عضویت یا هزینه‌های خاصی معاف شود. البته این مورد محدود به حق عضویت در بورس نمی‌شود و بورس ممکن است نسبت به سایر هزینه‌های ارائه خدمات نیز معافیت در نظر بگیرد. به عنوان نمونه ممکن است بورس نسبت به حق دسترسی به سامانه معاملات<sup>۲</sup>، دسترسی به داده<sup>۳</sup> و امثال آن معافیت در نظر بگیرد.
- **اولویت سفارش در سامانه معاملات<sup>۴</sup>:** در بیشتر بورس‌های اوراق بهادار اجرای سفارش‌ها بر اساس اولویت قیمت-زمان است. این در حالی است که سفارش‌های ارسالی بازارگردان در برخی از بورس‌های اوراق بهادار در اولویت زمانی قرار دارند و همواره در قیمت‌های یکسان در ابتدای دفتر ثبت سفارش قرار می‌گیرند. به عنوان مثال، اگر بازارگردان سفارش خرید یک سهم را با قیمت ۱۰ دلار ارسال کند و سرمایه‌گذار دیگری پیش از وی برای همان سهم با همان قیمت ۱۰ دلار، سفارش خرید ارسال کرده باشد، در صورت وجود سفارش قابل انطباق، ابتدا سفارش بازارگردان اجرا می‌شود و پس از آن سفارش سرمایه‌گذار قابلیت معامله پیدا می‌کند.
- **ارتقای محدودیت تعداد پیام ارسالی<sup>۵</sup>:** محدودیت تعداد پیام، فرآیندی است که بورس‌ها برای محدود کردن تعداد پیام‌هایی که می‌تواند توسط یک عضو در یک بازه‌ی زمانی مشخص ارسال شود، استفاده می‌کنند. منظور از پیام هر نوع اطلاعات ارسالی از سمت کاغزار به هسته معاملات مانند سفارش خرید یا فروش، تغییر یا حذف سفارش، انواع درخواست‌ها، خطاها و امثال آن است. این محدودیت معمولاً برای جلوگیری از بارگذاری بیش از حد شبکه و هسته معاملات و همچنین اطمینان از وجود نظم در بازار انجام می‌شود. در برخی بورس‌ها برای انگیزش بازارگردان، محدودیت تعداد پیام ارسالی را تعدیل می‌کنند. این بدان معناست که بازارگردان در مقایسه با سایر اعضا، تعداد پیام‌ها یا سفارش‌های بیشتری می‌تواند در یک بازه‌ی زمانی خاص ارسال کند.

<sup>1</sup> Waivers of Membership Fees

<sup>2</sup> Access to Trading System

<sup>3</sup> Data Feeds

<sup>4</sup> Priority in the Order Book

<sup>5</sup> Increase in Message Throttling Parameters



- **معافیت از برخی جرایم<sup>۱</sup>:** بورس‌ها برای تشویق بازارگردان ممکن است از برخی تخلفات وی چشم‌پوشی کنند. به عنوان نمونه برخی از بورس‌ها به منظور جلوگیری از ارسال سفارش‌هایی که قصد معامله ندارند، حذف پرشمار سفارش‌ها را مشمول جریمه می‌کنند. این موضوع برای حفظ نظم بازار به‌ویژه در ارتباط با معاملات با بسامد بالا<sup>۲</sup> اهمیت بسزایی پیدا می‌کند. به عنوان نمونه در سال ۲۰۱۶ در بورس اوراق بهادار شیکاگو نسبت تعداد سفارش‌های لغوشده توسط معامله‌گران به تعداد معاملات در روز<sup>۳</sup> به ۴,۴۳۷ رسید. به عبارت دیگر تعداد سفارش‌های لغوشده نزدیک به ۴,۵۰۰ برابر سفارش‌های انجام‌شده بوده است. به دلیل رشد زیاد سفارش‌های لغوشده و تأثیر منفی آن بر روند بازار، مقرراتی برای محدود کردن نسبت سفارش به معامله در بورس‌های پیشرفته وضع شده که معامله‌گران خاطی از این مقررات را مشمول جرایمی کرده است. البته در این ارتباط، بازارگردان از پرداخت چنین جریمه‌ای معاف شده است.
- **عدم شمول محدودیت‌های فروش استقراضی<sup>۴</sup>:** فروش استقراضی در بورس‌های اوراق بهادار همواره شامل برخی محدودیت‌ها است که برای تسهیل ایجاد نقدشوندگی در بازار بسیاری از آن‌ها شامل بازارگردان نمی‌شود. به عنوان نمونه معمولاً برای هر نماد، سقف معینی برای کل حجم فروش استقراضی تعریف می‌شود و فعالان بازار نمی‌توانند بیش از این مقدار اقدام به فروش استقراضی کنند. این محدودیت شامل بازارگردان نمی‌شود و وی از این موضوع مستثنی است. به عنوان نمونه‌ی دیگری از این محدودیت‌ها می‌توان به قانون یک تیک سایز بالاتر<sup>۵</sup> در ایالات متحده آمریکا اشاره کرد. بر اساس این قانون چنانچه قیمت سهمی در یک روز معاملاتی به میزان ۱۰ درصد افت کند، انجام فروش استقراضی تنها با قیمتی با حداقل یک تیک سایز بالاتر از قیمت تابلو امکان‌پذیر است. اما این قانون نیز شامل حال بازارگردان نمی‌شود و حتی اگر قیمت سهم ده درصد افت کند، باز هم بازارگردان می‌تواند به قیمت کمتر از تابلو اقدام به فروش استقراضی کند.
- **دسترسی خاص به سامانه معاملات:** در این مشوق به بازارگردان‌ها ظرفیت اتصال به سامانه‌ی معاملات بیشتری داده می‌شود و آن‌ها می‌توانند سفارش‌های خود را با سرعت بیشتری ارسال کنند. بدین منظور ممکن است به بازارگردان دسترسی به پلتفرم معاملاتی اختصاصی داده شود که این پلتفرم در دسترس عموم معامله‌گران قرار ندارد. چنین مشوقی به عکس‌العمل سریع‌تر بازارگردان با تغییرات بازار کمک می‌کند.

<sup>1</sup> Exemptions from some Penalties

<sup>2</sup> High Frequency Trading

<sup>3</sup> Cancel to Trade Ratio

<sup>4</sup> Relief from Short Sale Restrictions

<sup>5</sup> Uptick Rule



## ۵- ضمانت اجرایی بازارگردانی

بورس‌ها به منظور اطمینان از اجرای ایفای تعهدات بازارگردان‌ها همواره اقدام به نظارت بر فعالیت آن‌ها می‌کنند و برای تعیین میزان تعهدات ایفا شده، معمولاً در بازه‌های زمانی خاص، اقدام به گزارش‌گیری می‌کنند. بازه‌ی زمانی مورد استفاده بدین منظور به بورس بستگی دارد و از یک روز معاملاتی تا یک ماه متغیر است. پس از دریافت گزارش و تعیین دقیق عملکرد بازارگردان، اقدام متناسب انجام می‌شود یعنی اگر بازارگردان به تعهدات خود عمل کرده باشد، مشوق‌ها به وی داده می‌شود و چنانچه در انجام تعهدات کوتاهی کرده باشد یا مرتکب تخلفی شده باشد، به صورت زیر با وی برخورد می‌شود:

1. **تذکر کتبی**<sup>۱</sup>: در بیشتر موارد، اولین گام در فرآیند انضباطی، صدور نامه‌ای کتبی به بازارگردان است که در آن موضوع خاصی که شناسایی شده، بیان می‌شود. این نامه ممکن است شامل جزئیاتی در مورد تعهدات خاصی باشد که انجام نشده‌اند، و همچنین هرگونه مجازات یا عواقبی که ممکن است در صورت عدم پاسخگویی به نامه یا تکرار موضوع اعمال شود. هدف از نامه کتبی این است که فرصتی به بازارگردان داده شود تا به موضوع یا مشکل رسیدگی کند و در نهایت بتواند به تعهدات خود عمل کند. بسته به شدت مسائل، ممکن است به بازارگردان یک دوره‌ی زمانی مشخص فرصت داده شود تا قبل از اقدامات انضباطی بیشتر، اصلاحات مورد نیاز را انجام دهد. چنانچه بازارگردان نتواند یا نخواهد اقدام به پاسخگویی به مسائل مشخص شده در نامه کتبی کند، ممکن است اقدامات انضباطی شدیدی برای وی در نظر گرفته شود.
2. **کاهش مزایا**<sup>۲</sup>: این اقدام تنبیهی ممکن است شامل کاهش میزان مشوق‌ها یا پاداش‌هایی باشد که بازارگردان برای ایجاد نقدشوندگی در بازار دریافت می‌کند. به عنوان مثال، اگر یک بازارگردان نتواند به تعهدات خود عمل کند، ممکن است بخشی از مشوق‌ها را دریافت نکند. این کاهش مزایا ممکن است منجر به تشویق بازارگردان برای انجام اقدامات اصلاحی و انجام تعهدات شود. از سوی دیگر، کاهش مزایا ممکن است به عنوان هشدار به بازارگردان تلقی شود که نشان می‌دهد در صورت ادامه کوتاهی در انجام تعهدات، اقدامات انضباطی بیشتری در انتظار وی است.
3. **جریمه نقدی**<sup>۳</sup>: جریمه نقدی به دلیل عدم انجام تعهدات یا تخلف از بازارگردان دریافت می‌شود. در صورت عدم ایفای تعهدات بازارگردانی، این جریمه بسته به قوانین و مقررات خاص بورس یا نهاد ناظر ممکن است مبلغی ثابت یا درصدی از حجم معاملات بازارگردان باشد.

<sup>1</sup> Warning letters

<sup>2</sup> Reduction of Benefits

<sup>3</sup> Imposing a Fee Penalty



4. **حذف از بازارگردانی سهام**<sup>1</sup>: چنانچه بازارگردان مکرراً به تعهدات خود عمل نکند، ممکن است با حذف کامل از برنامه یا طرح بازارگردانی سهام مواجه شود. این بدان معنی است که وی دیگر نمی‌تواند به عنوان بازارگردان آن ورقه بهادار فعالیت کند. حذف از برنامه بازارگردانی اغلب به عنوان آخرین راه حل استفاده می‌شود، و معمولاً تنها پس از آن صورت می‌گیرد که به بازارگردان فرصت‌های متعددی داده شود تا به تعهدات خود عمل کند. تصمیم برای حذف یک بازارگردان از برنامه اغلب توسط بورس یا نهاد ناظر گرفته می‌شود.
5. **لغو مجوز بازارگردانی**<sup>2</sup>: به طور کلی، اگر بازارگردان دارای سابقه عملیاتی مناسبی نباشد و اقدامات بورس برای اصلاح بازارگردان به نتیجه نرسد، بورس مجوز بازارگردانی وی را باطل خواهد کرد. بنابراین بازارگردان در هیچ سهمی امکان انجام فعالیت بازارگردانی را نخواهد داشت. لغو مجوز بازارگردان برای اطمینان از این است که نظم در بازار حفظ می‌شود و بورس با تخلفات با جدیت برخورد می‌کند. این اقدام، نهایتاً منجر به افزایش اعتماد به بازار سرمایه خواهد شد.
6. **سایر اقدامات تنبیهی**: اقدامات بورس و مقام ناظر در برابر عدم ایفای تعهدات بازارگردان محدود به موارد یاد شده نیست و می‌توانند از سایر تنبیهات نیز استفاده کنند. به عنوان نمونه یکی از اقدامات انضباطی بالقوه تعلیق<sup>3</sup> فعالیت بازارگردان است. تعلیق یک اقدام انضباطی موقت است که ممکن است علیه بازارگردانی که به تعهدات خود عمل نکرده است، انجام شود. در طول دوره تعلیق، بازارگردان از حضور در بازار به عنوان بازارگردان منع می‌شود. یکی دیگر از اقدامات انضباطی احتمالی، انتشار اطلاعیه در بازار در ارتباط با فعالیت بازارگردان است. این اطلاعیه که توسط بورس یا نهاد نظارتی اعلام می‌شود، کوتاهی بازارگردان در انجام تعهدات خود و اقدامات انضباطی که علیه وی انجام شده است را بیان می‌کند. هدف از انتشار این اطلاعیه، اطلاع‌رسانی به فعالان بازار از چگونگی فعالیت بازارگردان و اقدامات انجام شده برای اصلاح وی است.

<sup>1</sup> Removal from the Program or Scheme Completely

<sup>2</sup> Removal of a License

<sup>3</sup> Suspensions



## ۶- بازارگردانی در شرایط خاص

بورس‌های اوراق بهادار برای تمام شرایط بازار وظایف یکسانی برای بازارگردانی در نظر نمی‌گیرند. یعنی در دو وضعیت، یعنی شرایط اضطراری<sup>۱</sup> و شرایط نامتعارف بازار<sup>۲</sup> تعهدات بازارگردانی تغییر می‌کند. به علت اهمیت این موضوع ابتدا این وضعیت‌ها تعریف می‌شود.

۱) شرایط اضطراری به وضعیتی در بازار سهام گفته می‌شود است که در آن نوسانات شدید یا سایر شرایط غیرعادی به وجود بیاید به نحوی که عملکرد عادی بازار را مختل کند. شرایط اضطراری می‌تواند به دلایل مختلفی همچون موارد زیر روی دهد:

- نوسان شدید منجر به فعال شدن متوقف‌کننده خودکار در بیشتر نمادهای معاملات بورس؛
- بی‌نظمی در معاملات<sup>۳</sup> منجر به از بین رفتن شفافیت و انصاف در بازار (مانند وجود خطاهای پرشمار در سفارش‌ها و معاملات، اشباع ظرفیت سامانه معاملات و عدم عملکرد صحیح آن و امثال آن)؛
- نقص فنی سیستم معاملات؛
- مشکل فنی در سیستم تسویه و پایاپای معاملات؛
- بلایای طبیعی مانند سیل، زلزله، آتش‌سوزی و امثال آن؛
- رویدادهای اجتماعی از جمله آشوب، کودتا، بمب‌گذاری، شورش، جنگ، ...؛
- مشکلات در زیرساخت از جمله خرابی شبکه‌ی ارتباطی کارگزاران با سامانه معاملات، قطع برق و امثال آن.

از جمله بزرگترین موارد شرایط اضطراری در دنیا می‌توان به بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸ و پاندمی کرونا در سال ۲۰۲۰ اشاره کرد.

۲) شرایط نامتعارف بازار به وضعیتی گفته می‌شود که تغییرات کوتاه‌مدت شدید در حجم و قیمت معاملات ایجاد شود. در مقررات برای میزان تغییرات حجم و قیمت که منجر به ورود به شرایط نامتعارف می‌شود، اعداد مشخصی بیان نشده است و تشخیص چنین وضعیتی در اختیار بورس است. شایان ذکر است بیشتر بورس‌ها برای مدیریت شرایط نامتعارف بازار از سازوکارهای کنترل نوسان بهره می‌برند.

در شرایط اضطراری یا نامتعارف، برخی بورس‌ها فعالیت بازارگردانی را اختیاری کرده و برخی دیگر الزامات فعالیت آن را کاهش می‌دهند یعنی دامنه مظنه را بزرگتر و حداقل سفارش انباشته را کمتر

<sup>1</sup> Exceptional Market Condition

<sup>2</sup> Stressed Market Condition

<sup>3</sup> Disorderly Trading Conditions



می کنند. به عنوان نمونه در بورس وین ، بازارگردانان در شرایط اضطراری از انجام فعالیت خود معاف می شوند و در شرایط نامتعارف نیز الزامات فعالیت آنها به شرح جدول زیر تغییر می کند:

جدول ۸: تغییر تعهدات بازارگردانی در شرایط نامتعارف در بورس وین

شرایط نامتعارف		شرایط نرمال		طبقه نقدشوندگی
حداقل اندازه سفارش	حداکثر دامنه مظنه (%)	حداقل اندازه سفارش	حداکثر دامنه مظنه (%)	
۱۷/۵	۱/۳	۳۵	۰/۶۵	اول
۱۲/۵	۱/۷	۲۵	۰/۸۵	دوم
۸/۵	۲/۶	۱۷	۱/۳	سوم
۴/۵	۳/۶	۹	۱/۸	چهارم
۴/۵	۵/۴	۹	۲/۷	پنجم
۵	۸	۱۰	۴	ششم

بورس لوکزامبورگ نیز اقدامات مشابهی انجام می دهد. این بورس در شرایط اضطراری نظارت بر تعهدات بازارگردان را متوقف می شود و در چنین شرایطی بازارگردان ها دارای هیچ تعهدی نیستند. همچنین در شرایط نامتعارف بازار حداکثر دامنه مظنه دو برابر شده و حداقل اندازه سفارش نیز به نصف کاهش می یابد. ولی حداقل زمان حضور در بازار تغییری نمی کند.

شایان ذکر است تغییر تعهدات بازارگردان در شرایط نامتعارف و اضطراری محدود به دو بورس یاد شده نیست و در سایر کشورهای عضو اتحادیه اروپا نیز وجود دارد. به عبارت بهتر، بر اساس مقررات میفید در شرایط نامتعارف بازار، حداقل اندازه سفارش بازارگردان باید به نصف کاهش یافته، حداکثر دامنه مظنه دو برابر شود و برای فعالیت بازارگردان در چنین شرایطی مشوق مالی نیز در نظر گرفته شود. مطابق این مقررات بازارگردان در شرایط اضطراری، دارای هیچ تعهدی نخواهد بود.



## ۷- جمع بندی

مهم ترین موارد حاصل از بررسی سازوکار بازارگردانی در بورس های اوراق بهادار به صورت خلاصه به شرح زیر است:

- بازارگردانی در بازار اصلی بورس های پیشرفته بررسی شده در این گزارش الزامی است؛
- بازارگردانی با هدف افزایش نقدشوندگی بازار با ورود سفارش های دوطرفه خرید و فروش در دامنه ی مظنه مشخص در تمام بورس های بررسی شده انجام می شود؛
- دامنه ی مظنه، حداقل اندازه ی سفارش و میزان حضور در بازار پارامترهای اصلی بازارگردانی را شکل می دهند؛
- پارامترهای بازارگردانی بر اساس میزان نقدشوندگی سهم تعیین می شوند و با افزایش نقدشوندگی پارامترهای بازارگردانی سخت گیرانه تر می شوند؛
- سفارش بازارگردانی باید از نوع ثابت بوده و برای مدت مشخص (از چند ثانیه تا چند دقیقه) قابل لغو یا اصلاح نیستند؛
- تخفیف در کارمزد، معافیت از حق عضویت، اولویت سفارش در سامانه معاملات و ارتقای تعداد پیام ارسالی از جمله مشوق های اصلی بازارگردانی به شمار می روند؛
- بازارگردانان در شرایط اضطراری از انجام تعهدات معاف می شوند و تعهدات آنها در شرایط نامتعارف کاهش می یابد.





## منابع

[https://www.bursamalaysia.com/sites/5d809dcf39fba22790cad230/assets/5fc8d35139fba27c7fd5dbbb/CHAPTER\\_4\\_07.12.2020\\_clean.pdf](https://www.bursamalaysia.com/sites/5d809dcf39fba22790cad230/assets/5fc8d35139fba27c7fd5dbbb/CHAPTER_4_07.12.2020_clean.pdf)

[https://www.bursamalaysia.com/bm/about\\_bursa/media\\_centre/bursa-malaysia-to-introduce-a-pilot-market-making-program-aimed-at-improving-liquidity-and-price-efficiency-of-eligible-stocks](https://www.bursamalaysia.com/bm/about_bursa/media_centre/bursa-malaysia-to-introduce-a-pilot-market-making-program-aimed-at-improving-liquidity-and-price-efficiency-of-eligible-stocks)

[https://www.borsaistanbul.com/files/pay\\_piyasa\\_yapici\\_liste.pdf](https://www.borsaistanbul.com/files/pay_piyasa_yapici_liste.pdf)

<https://www.bursamalaysia.com/sites/5bb54be15f36ca0af339077a/assets/5d38308b5b711a253d233555/MM-Guidelines-v5.0web.pdf>

<https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS574.pdf>

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD660.pdf>

<https://www.borsaistanbul.com/en/sayfa/2857/market-functioning>

<https://www.borsaistanbul.com/files/equity-market-directive.pdf>

[https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse/designated\\_market\\_makers.pdf](https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/markets/nyse/designated_market_makers.pdf)

[https://www.bursamalaysia.com/sites/5d809dcf39fba22790cad230/assets/60a22fcf39fba25c7b58035a/Annexure1\\_-\\_Directive\\_on\\_PMMP.pdf](https://www.bursamalaysia.com/sites/5d809dcf39fba22790cad230/assets/60a22fcf39fba25c7b58035a/Annexure1_-_Directive_on_PMMP.pdf)

<https://www.egx.com.eg/en/membersmarketmakersobligations.aspx>

<https://www.bourse.lu/market-makers>

<https://www.wienerborse.at/en/trading/liquidity-provider/market-maker/>

[https://www.euronext.com/sites/default/files/2023-](https://www.euronext.com/sites/default/files/2023-02/market_maker_liquidity_provider_trading_fee_guide_euronext_cash_markets_effective_2023.pdf)

[02/market\\_maker\\_liquidity\\_provider\\_trading\\_fee\\_guide\\_euronext\\_cash\\_markets\\_effective\\_2023.pdf](https://www.euronext.com/sites/default/files/2023-02/market_maker_liquidity_provider_trading_fee_guide_euronext_cash_markets_effective_2023.pdf)

<https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/trading/participants-directory/market-makers/obligations-incentives>

[https://www.saudiexchange.sa/wps/wcm/connect/tadawulv2\\_en/sa-tadawul/SA-Rules-](https://www.saudiexchange.sa/wps/wcm/connect/tadawulv2_en/sa-tadawul/SA-Rules-Guidance/sa-all-faqdetails/faqs?source=library&srv=cmpnt&cmpntid=0fab4b0e-4ba5-48c5-)

[Guidance/sa-all-faqdetails/faqs?source=library&srv=cmpnt&cmpntid=0fab4b0e-4ba5-48c5-](https://www.saudiexchange.sa/wps/wcm/connect/tadawulv2_en/sa-tadawul/SA-Rules-Guidance/sa-all-faqdetails/faqs?source=library&srv=cmpnt&cmpntid=0fab4b0e-4ba5-48c5-)



a896-

cbc2ac45c9ca&WCM\_Page.ResetAll=TRUE&CACHE=NONE&CONTENTCACHE=NON

E&CONNECTORCACHE=NONE&qcat=TadawulV2\_Design/FAQ-Categories/CAT-

CategorySections/market-maker

[https://www.sec.gov/marketstructure/datavis/ma\\_exchange\\_canceltrade.html](https://www.sec.gov/marketstructure/datavis/ma_exchange_canceltrade.html)

<https://www.luxse.com/trading/liquidity-providers-and-market-makers>

<https://www.handbook.fca.org.uk/techstandards/MIFID->

[MIFIR/2017/reg\\_del\\_2017\\_578\\_oj/007.html?date=2021-01-01](https://www.handbook.fca.org.uk/techstandards/MIFID-MIFIR/2017/reg_del_2017_578_oj/007.html?date=2021-01-01)

<https://www.xetra.com/resource/blob/324550/0cdb7914fca01cd7490b6c13bf6f8db4/data/Wor>

[kshop-Market-Maker-under-Mifid-II-en.pdf](https://www.xetra.com/resource/blob/324550/0cdb7914fca01cd7490b6c13bf6f8db4/data/Workshop-Market-Maker-under-Mifid-II-en.pdf)

<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/continuedguide.pdf>

<https://www.investopedia.com/terms/n/nominalquotation.asp>

<https://www.nasdaq.com/glossary/n/nominal-quotation>