



## سنجش میزان اثر بخشی فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران

خدیجه ربیعی<sup>۱</sup> ©

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

حسن جباری

دکترای حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۶ اسفند ۱۴۰۲؛ تاریخ پذیرش: ۲۵ اردیبهشت ۱۴۰۳)

یکی از ویژگی‌های مهم بورس، نقدشوندگی بالای آن در مقایسه با سایر بازارهای سرمایه‌گذاری است. گردش مالی بالای این بازار موجب کاهش ریسک نقدشوندگی آن شده است. سازمان بورس اوراق بهادار تهران، برای حل مشکل تشکیل مداوم صف‌های خرید و فروش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه، از تاریخ ۱۳۹۹/۰۶/۲۰ شرکت‌ها و سهامداران عمده آنها را ملزم به انتخاب و انعقاد قرارداد با بازارگردان کرد. تحقیق حاضر با هدف سنجش میزان اثربخشی فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. جامعه آماری تحقیق، شامل آندسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که دارای بازارگردان بوده و بازارگردانی سهام خود را به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی واگذار کرده‌اند. دوره زمانی تحقیق یک سال قبل از تاریخ الزام شرکت‌های بورسی و فرابورسی و سهامداران عمده آنها به بازارگردانی (۱۳۹۹/۰۶/۲۰) و یک سال پس از آن است. نتایج تحقیق نشان داد که فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی تحقیق اثربخش نبوده است به طوری که تعداد روزهای صف فروش در یک سال بعد از بازارگردانی نسبت به یک سال قبل از آن افزایش یافته است. البته میزان نوسان قیمت سهام شرکت‌های دارای بازارگردان بعد از الزام شرکت‌ها به بازارگردانی، کاهش یافته است. نتایج تحقیق وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین منابع در اختیار بازارگردان و میزان نقدشوندگی سهام و وجود رابطه معکوس و معنی‌دار بین میزان منابع در اختیار بازارگردان و میزان نوسان قیمت سهام را تایید نکرد. همچنین زیان ده بودن فعالیت بازارگردانی تایید نشد.

**واژه‌های کلیدی:** فعالیت بازارگردانی، نقدشوندگی سهام، صندوق‌های بازارگردانی، بازار سرمایه.

<sup>۱</sup> k.rabiee@pnu.ac.ir

© (نویسنده مسئول)

مقاله علمی - پژوهشی

## مقدمه

یکی از ویژگی‌های مهم بورس، نقدشوندگی بالای آن در مقایسه با سایر بازارهای سرمایه‌گذاری است. گردش مالی بالای این بازار موجب کاهش ریسک نقدشوندگی آن شده است. نقدشوندگی یک موضوع مهم برای اوراق بهادار معامله شده در بازارهای مالی است. یک سطح مطمئن از نقدشوندگی برای اوراق بهادار لازم است تا به موقع بدون هیچ گونه کاهش قیمت در حجم مورد نظر معامله شوند [۳]. هدف نهایی بورسهای اوراق بهادار رسیدن به کارایی در تخصیص منابع اقتصادی است که پیش نیاز آن رسیدن به کارایی اطلاعاتی است [۱]. سازمان بورس اوراق بهادار تهران، برای حل مشکل تشکیل مداوم صف‌های خرید و فروش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه (با توجه به محدودیت دامنه نوسان)، از تاریخ ۱۳۹۹/۰۶/۲۰ شرکت‌ها و سهامداران عمده آنها را ملزم به انتخاب و انعقاد قرارداد با بازارگردان کرد. دستورالعمل فعالیت بازارگردانی در تاریخ ۱۴۰۰/۰۵/۱۸ از سوی سازمان بورس ابلاغ شد. بازارگردان به نهاد یا شرکتی گفته می‌شود که با کسب مجوز از مراجع ذیربط، باعث افزایش نقدشوندگی سهام، تعادل در عرضه و تقاضای سهم و تحدید دامنه نوسان قیمت سهم می‌شود. در زمان انجام این تحقیق، از تعداد ۷۳۲ شرکت بورسی و فرابورسی (۳۷۹ شرکت بورسی، ۱۶۴ شرکت فرابورسی و ۱۸۹ شرکت بازار پایه فرابورسی)، تعداد ۳۴۷ شرکت بازارگردان داشتند. اسامی شرکت‌ها، بازارگردانان، حداقل حجم سفارش، حداقل حجم معامله روزانه، دامنه مظنه، تاریخ شروع قرارداد بازارگردانی و تاریخ خاتمه آن، در صفحه اطلاعات بازار نقد تارنمای شرکت بورس اوراق بهادار تهران به نشانی **tse.ir** آمده است. تقریباً همه ناشران و سهامداران عمده آنها، بازارگردانی سهام را به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی واگذار کرده‌اند. قرارداد بازارگردانی ممکن است بین ناشر و صندوق سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی و یا بین سهامدار عمده و صندوق سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی منعقد شود.

بازارگردان‌ها موظف‌اند روزانه تعداد مشخصی از سهام یک شرکت را معامله کنند. زمانی که بورس درگیر صف‌های خرید است، بازارگردان با فروش سهام، باعث تعادل در عرضه و تقاضای سهم می‌شود. همچنین بازارگردان از ایجاد هیجان در معاملات جلوگیری می‌کند و زمانی که بورس به دلیل اخبار و حواشی نامناسب درگیر صف‌های فروش می‌شود، بازارگردان با خرید سهام شرکت به صورت روزانه، نقدشوندگی سهم را افزایش و هیجان منفی کاذب را کاهش می‌دهد.

بازارگردان برای ایفای مسئولیت‌های خود، نیاز به داشتن تعداد مشخصی از سهام (برای فروش در صف‌های خرید) و منابع نقدی (برای خرید در صف‌های فروش) دارد و تحقق اهداف آن، رابطه مستقیم با منابع تامین شده دارد. در دستورالعمل فعلی فعالیت بازارگردانی، حداقل منابعی که باید در اختیار صندوق بازارگردانی قرار گیرد تا بتواند به مسئولیت‌های خود عمل کند، تعیین نشده است و صندوق‌های بازارگردانی اهرم قانونی برای مطالبه منابع بیشتر از ناشران و سهامداران عمده ندارند. هدف بازارگردان کسب سود از معاملات نیست، ولی شرایط بازار ممکن است باعث سودآوری فعالیت بازارگردانی شود. آورده

سهامدار عمده یا ناشر در قرارداد بازارگردانی، پول نقد و سهم بوده و سود و زیان خرید و فروش به طرف قرارداد بازارگردانی تعلق دارد.

### مبانی نظری و پیشینه تحقیق

#### مبانی نظری

#### تعریف بازارگردانی

بازارگردانی در تعریف عمومی به فعالیتی اطلاق می‌شود که بر اساس آن نهاد مالی به عنوان بازارگردان با کسب مجوز از مراجع ذیصلاح، سفارش های خرید و فروش خود را با هدف بهبود نقدشوندگی ابزارهای مالی در دو سوی عرضه و تقاضا قرار می‌دهد. نتایج برخی مطالعات انجام شده 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.

#### سازوکارهای بازارگردانی در بازارهای اوراق بهادار و انواع آن

سازوکارهای بازارگردانی شامل سازوکارهای بازارگردانی متمرکز، غیرمتمرکز و معامله گراست. در سازوکار بازارگردانی متمرکز بازارگردان موظف است به‌طور مرتب مظنه‌های عرضه و تقاضا بهترین سفارش خرید یا فروش را اعلام کند. به‌علاوه هر زمان که عدم تعادل میان عرضه و تقاضا وجود داشته باشد بازارگردانان وارد عمل شده و با خرید و فروش به حساب خود، نقدشوندگی مورد نیاز را فراهم می‌کنند.

در بازارهایی که از سازوکار بازارگردانی غیرمتمرکز استفاده می‌کنند، بازارگردانان موظف هستند به‌طور پیوسته با ثبت سفارش به حساب خود به خرید یا فروش بپردازند. این سفارشها، مظنه‌های اصلی عرضه و تقاضا نامیده می‌شوند و از قوانین کمی و فرمول محاسباتی تعیین شده پیروی می‌کنند.

عایدات سه سازوکار بازارگردانی متمرکز، غیرمتمرکز و معامله‌گر متفاوت است. عایدی بازارگردان عمدتاً از تغییرات روزانه‌ی موجودی سهام بازارگردانان به‌علاوه‌ی تغییر روزانه‌ی وجوه نقد آنها که ناشی از معاملات به حساب خود بازارگردان است، حاصل می‌شود. از سایر عایدات بازارگردانان سازوکار متمرکز و سازوکار مظنه‌محور، کمیسیون کارگزاران تالار و کمیسیون سفارش است.

در سازوکار غیرمتمرکز بازارگردانی برخلاف دو سازوکار دیگر، عایدات بازارگردانان به‌طور عمده از جوهی است که در قرارداد میان بازارگردان و ناشر تعیین شده است.

سازوکارهای بازارگردانی را می‌توان در چهار گروه زیر طبقه بندی کرد:

#### الف. سازوکار بازارگردانی در بازار الکترونیک مظنه‌محور<sup>۱</sup>

این سازوکار به دلیل دسترسی بازارگردان به جریان سفارشها، مزیت‌هایی را به همراه داشته و عموماً مورد توجه سرمایه‌گذاران نهادی است زیرا برای آنها چه در صورت داشتن قرارداد با یک کارگزار و چه

<sup>۱</sup> Market-making ( Dealer) System in a Quote-Driven, Electronic Market

در صورت همکاری با چندین معامله‌گر، کمترین هزینه را دارد. 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، قیمت معامله در بازار نوسان کمتری دارد. یکی از معایب اصلی این سازوکار، کنترل انحصاری بازارگردان این سازوکار بر قیمت ابزارهایی است که معامله می‌کنند. باتوجه به این که آنها همواره در دو سوی هر معامله قرار دارند، بخش عمده ای از سفارشها توسط آنها صورت می‌گیرد.

یکی دیگر از معایب سازوکار معامله‌گری، تبنانی است که در میان معامله‌گران مشاهده می‌شود. این تبنانی 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.

#### ب- سازوکار متمرکز بازارگردانی در بازار تالار معاملاتی سفارش محور<sup>۱</sup>

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

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 بازارگردانان ویژه به آنها امکان می‌دهد اطلاعات منحصر به فردی از بازار به دلیل مشاهده ی مستمر دو طرف عرضه و تقاضا کسب کنند. این دسترسی ممکن است به عملکرد غیرمنصفانه‌ی بازارگردانان منتهی شود. 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 مظنه دهی 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.

#### ب- سازوکار متمرکز بازارگردانی در بازار الکترونیک سفارش محور<sup>۲</sup>

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

<sup>۱</sup> Centralized Market-making System in an Order-driven, Floor-based Market

<sup>۲</sup> Centralized Market-making System in an Order-driven Electronic Market

قابل رویت است. از این رو هیچ اطلاعات انحصاری از جریان سفارش ها 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.

به دلیل این که وظایف بازارگردان در سازوکار غیر متمرکز براساس قوانین از پیش تعیین شده است و صحت مظنه‌ها به صورت الکترونیکی فرموله و کنترل می‌شود، نظارت بر بازارگردان در این سازوکار کم هزینه‌تر است. علاوه بر این، 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 پیش 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 غیر رقابتی 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) تأثیری ندارد. علاوه بر این 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.

#### ت-سازوکار غیرمتمرکز بازارگردانی در بازار الکترونیک سفارش محور<sup>۱</sup>

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

وجوه تشابه و تمایز چهار سازوکار بازارگردانی به شرح جدول زیر است:

<sup>۱</sup> Decentralized Market-making System in an Order-driven Electronic Market

## جدول ۱: شباهت‌ها و تفاوت‌های میان انواع سازوکارهای بازارگردانی

سازوکار متمرکز بازارگردانی سفارش محور در تالار	سازوکار متمرکز بازارگردانی سفارش محور در بازار الکترونیک	سازوکار غیرمتمرکز بازارگردانی سفارش محور در بازار الکترونیک	سازوکار معامله‌گر در بازار الکترونیک مظنه محور
<p>تشابه تمامی سازوکارهای بازارگردانی در بازارهای سفارش محور 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 سفارش محور هر دو سوی یک معامله عموماً سرمایه‌گذاران هستند که از طریق کارگزاران با سازوکار ثبت الکترونیکی سفارش داد و ستد می‌کنند.</p>			<p>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.</p>
<p>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 و منصفانه در زمان اعلام مظنه‌های عرضه و تقاضای سرمایه‌گذاران را توصیف می‌کند.</p>		<p>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 سفارش (اندازه مظنه) و حداکثر دامنه مظنه است.</p>	
<p>تالار مکانی فیزیکی است که کارگزاران تالار با سرعت بیشتر و بدون آشکار ساختن مقاصد خود برای عموم می‌توانند به مذاکره و معامله بپردازند. بازارگردان، دلال سفارشات کارگزاران تالار هستند.</p>	<p>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 بازارگردان درج می‌شود. بازارگردان مدیریت معاملات (مطابقت دادن دو طرف عرضه و تقاضا) را برعهده دارد.</p>		

## پیشینه تحقیق

قلیزاده و حسینی مقدم در سال ۱۳۸۴ به ارزیابی عملکرد بازارگردانان در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها پارامترهایی نظیر نقدشوندگی را در دوره قبل و بعد از بازارگردانی آزمون کردند. با توجه به مدل آمیهود و تأثیر حجم معاملات بر نقدشوندگی سهام و همچنین تأثیر متغیر سیاسی در دوره مورد بررسی ایشان از حجم معاملات تعدیل حجم معاملات در دوره استفاده شده است که شاخص هر صنعت بیانگر دقیق تری از شاخص کل ارزیابی گردید. ایشان در پژوهش خود ضمن اعلام شرکت هایی که در دوره مورد بررسی از عملکرد مطلوبی برخوردار بودند، پیشنهاداتی را نیز ارائه نمودند. آنها در محاسبه شکاف قیمتی از مدل چپانگ استفاده کردند.

موسسه توسعه صنعت سرمایه گذاری در پژوهشی که در خرداد ماه ۱۳۸۳ صورت گرفت ابتدا به بررسی شیوه معاملات بازارگردانان پرداخته شد و در ادامه ضمن معرفی بازار گردشی و غیر گردشی، چگونگی تعیین قیمت اوراق بهادار بررسی گردید. این گروه عوامل موثر بر سود بازارگردان ها را شامل عرض بازار، عمق بازار و نسبت سرمایه گذاران اطلاعات مدار به نقدینه مدار معرفی نمایند.

در این تحقیق آمده است " بازارگردانی در بازارهای در حال توسعه و کم ثبات به لحاظ مسایل سیاسی، اقتصادی و سیاستگذاری نیز با مفهوم آن در بازارهای توسعه یافته مغایرت بنیادین دارد. بررسی ها نشان می دهد که پهنا و عمق بازارهای توسعه یافته با در حال ظهور تفاوت معنی دار دارد و ضمناً منحنی های عرضه و تقاضای بازارهای در حال ظهور نیز پیوستگی ندارد".

محمدزاده اصل و حسینی مقدم (۱۳۸۷)، اثر فعالیت بازارگردانی بر روند قیمتی و نقد شوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۵ را بررسی کردند. آنها با مقایسه روند قیمتی سهام شرکت ها در دوره های با حضور و بدون حضور بازارگردان، به این نتیجه رسیدند که بازارگانی باعث تحدید دامنه نوسان و افزایش نقد شوندگی سهام شده است. آنها دریافتند که در دوره های حضور بازارگردان، شوک های به وجود آمده در روند قیمت با سرعت بیشتری از بین می روند. همچنین در دوره حضور بازارگردان، حجم معاملات به صورت معنی داری افزایش یافته است.

فدائی نژاد و کامل نیا (۱۳۹۰)، اثرات بازارگردانی روی نقدشوندگی سهام و سودآوری آن برای بازارگردان در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. آنها با استفاده از چند شاخص معتبر نقدشوندگی، به بررسی آثار بازارگردانی روی نقدشوندگی سهام پرداختند. همچنین آنها سودآوری فعالیت بازارگردانی برای بازارگردان ها را مورد بررسی قرار دادند. آنها دریافتند که بازارگردانی تأثیری بر افزایش نقد شوندگی سهام نداشته است. همچنین بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران سودآور نبوده است.

جباری خوزانی و همکاران (۱۴۰۲) به طراحی الگوی پویایی بازار مالی با تحلیل تم و رویکرد ساختاری تفسیری - دلفی فازی پرداختند. جامعه آماری پژوهش را مدیران و کارشناسان در حوزه بازار سرمایه و خبرگان دانشگاهی تشکیل می دهند که با استفاده از اصل کفایت نظری و روش نمونه گیری گلوله برفی ۱۶ نفر از آنان به عنوان اعضای نمونه انتخاب گردید. در بخش کیفی پژوهش از روش تحلیل مضمون (تم)

برای شناسایی عوامل اثرگذار بر پویایی بازار مالی و تحلیل دلفی جهت تعیین حد اجماع نظری استفاده گردید. برای گردآوری داده‌ها از مصاحبه نیمه ساختار یافته (عمیق) بهره گرفته شد که روایی و پایایی آن به ترتیب با استفاده از روایی محتوا و آزمون روش نرخ ناسازگاری (اختلاف میانگین فازی کمتر از ۰/۱) تأیید شد و داده‌های به دست آمده از مصاحبه با استفاده از نرم افزار **SPSS** و روش کدگذاری تحلیل شد. همچنین در بخش کمی برای گردآوری اطلاعات از پرسشنامه استفاده شد که روایی و پایایی آن با استفاده از روایی محتوا و نرخ ناسازگاری مورد تأیید قرار گرفت و برای تعیین اثرگذارترین مولفه‌ها، از تحلیل ساختاری تفسیری و تحلیل **MCMAC** استفاده شده است. نتایج پژوهش مشتمل بر شناسایی و اولویت‌بندی مهمترین عوامل اثرگذار بر پویایی بازار مالی در بازار سرمایه ایران است که در نهایت ۴ مولفه اصلی و ۹ مضمون تعیین کننده از نظر خبرگان شناسایی شد.

#### مساله تحقیق

برخی از کارشناسان اعتقاد دارند که فعالیت بازارگردانی اساساً یک فعالیت زیان ده است و ناشران و سهامداران عمده آنها برای رفع تکلیف، قراردادهایی را با صندوق‌های بازارگردانی منعقد کرده و منابع (نقدینگی و سهام) محدودی را در اختیار آنان گذاشته‌اند. منابع محدود تامین شده برای ایجاد تعادل در عرضه و تقاضای سهم، کافی نبوده و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نمی‌توانند در بازار نقش موثری ایفا کنند. این گروه از کارشناسان نتیجه گرفتند که فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران اثر بخش نبوده است. گروهی دیگر از کارشناسان، ادعا می‌کنند که صندوق‌های بازارگردانی در حال حاضر با خالص ارزش بیش از شصت همت و ارزش معاملات ماهانه بیش از ده همت، در بازار سرمایه کشور نقش موثری دارند و به اهداف مورد انتظار دست یافته‌اند. مساله این تحقیق از ادعاهای متضاد کارشناسان ناشی می‌شود. اینکه ادعای کدام گروه و تا چه میزانی، قابل تایید است و ادعای کدام گروه تایید نمی‌شود؟ آیا ادعای زیان‌ده بودن فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران صحت دارد؟ با توجه به توضیحات فوق، این تحقیق با هدف پاسخ به سوال‌های زیر انجام می‌شود:

- ۱- آیا فعالیت بازارگردانی که از ابتدای مهرماه سال ۱۳۹۹ الزامی شده است، اثر بخش بوده است؟ برای پاسخ به این سوال باید به دو سوال فرعی زیر پاسخ داده شود:
  - ۱-۱- آیا نقدشوندگی سهام شرکت‌های بورسی و فرابورسی پس از مهرماه سال ۱۳۹۹، در مقایسه با دوره قبل از آن، به طور معنی‌داری افزایش یافته است؟
  - ۱-۲- آیا نوسان قیمت سهام شرکت‌های بورسی و فرابورسی پس از مهرماه سال ۱۳۹۹، در مقایسه با دوره قبل از آن، به طور معنی‌داری کاهش یافته است؟
- ۲- آیا منابع در اختیار صندوق‌های بازارگردانی (نقدینگی و سهام) بر نقدشوندگی و نوسان قیمت سهام موثر بوده است؟ برای پاسخ به این سوال، باید به دو سوال فرعی زیر پاسخ داده شود:
  - ۲-۱- آیا بین منابع در اختیار بازارگردان و نقدشوندگی سهام، رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد؟
  - ۲-۲- آیا بین منابع در اختیار بازارگردان و نوسان قیمت سهام، رابطه معکوس معنی‌داری وجود دارد؟

۳- آیا فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران زیان‌ده است؟

#### اهداف تحقیق

برخی عوامل مانند میزان نقدینگی و سهام در اختیار بازارگردان و شرایط بازار (نوسان شدید یا روند طبیعی) در اثربخشی فعالیت بازارگردانی اثر دارد. هدف این تحقیق، سنجش میزان اثربخشی فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه آن با دوره قبل از الزام ناشران و سهامداران عمده آنها به انتخاب و انعقاد قرارداد با بازارگردان است. این تحقیق با هدف دستیابی به اهداف زیر انجام می‌شود:

۱- بررسی اثربخشی فعالیت بازارگردانی از طریق:

الف- مقایسه نقدشوندگی سهام دارای بازارگردان در دوره‌های بعد و قبل از الزام ناشران و سهامداران عمده شرکت‌های بورسی و فرابورسی به بازارگردانی

ب- مقایسه نوسانات قیمت سهام دارای بازارگردان در دوره‌های بعد و قبل از الزام ناشران و سهامداران عمده شرکت‌های بورسی و فرابورسی به بازارگردانی

۲- بررسی تاثیر منابع در اختیار بازارگردان (نقدینگی و سهام) بر اثربخشی فعالیت بازارگردانی از طریق:

الف- مطالعه رابطه منابع در اختیار بازارگردان با نقدشوندگی سهام

ب- مطالعه رابطه منابع در اختیار بازارگردان با نوسانات قیمت سهام

۳- مطالعه صورتهای مالی شرکت‌های بورسی و فرابورسی دارای بازارگردان برای تشخیص سود یا زیان‌ده بودن فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران

#### فرضیه‌های تحقیق

با توجه به توضیحات ارائه شده در بخش‌های قبلی، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر بیان می‌شود:

۱- میزان نقدشوندگی سهام شرکت‌های دارای بازارگردان، بعد از الزام شرکت‌ها به بازارگردانی، به طور معنی‌داری افزایش یافته است.

۲- میزان نوسان قیمت سهام شرکت‌های دارای بازارگردان، بعد از الزام شرکت‌ها به بازارگردانی، به طور معنی‌داری کاهش یافته است.

۳- بین میزان منابع در اختیار بازارگردان و میزان نقد شونده سهام، رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد.

۴- بین میزان منابع در اختیار بازارگردان و میزان نوسان قیمت سهام، رابطه معکوس معنی‌داری وجود دارد.

۵- فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران زیان‌ده است.

#### روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات گذشته‌نگر و دارای ماهیت کمی بوده که با روش آرشویی انجام شده است. برای آزمون فرضیه‌های نخست و دوم، میزان نقدشوندگی و نوسانات قیمت سهام دارای بازارگردان، برای دوره‌های قبل و بعد از الزام شرکت‌ها به بازارگردانی اندازه‌گیری و با هم مقایسه شده‌اند. چنانچه میزان نقدشوندگی و نوسانات قیمت سهام بعد از الزام شرکت‌ها به بازارگردانی، در مقایسه با دوره قبل، به ترتیب

به طور معنی داری افزایش و کاهش یافته باشند، نتیجه گرفته خواهد شد که فعالیت بازارگردانی اثربخش بوده است و برعکس. برای آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم، میزان منابع در اختیار بازارگردان از تارنمای شرکت مدیریت فناوری بورس تهران به نشانی **tsetnc.ir** استخراج شده و همبستگی بین آن با میزان نقدشوندگی و نوسانات قیمت سهام بررسی شده است. چنانچه همبستگی بین میزان منابع در اختیار بازارگردان و میزان نقدشوندگی سهام مثبت و معنی دار باشد، فرضیه سوم تایید خواهد شد. همچنین در صورتی که همبستگی بین نوسانات قیمت سهام و میزان منابع در اختیار بازارگردان، منفی و معنی دار باشد، فرضیه چهارم تایید خواهد شد.

برای آزمون فرضیه پنجم، سود و زیان فعالیت بازارگردانی، از صورتهای مالی ناشران دارای بازارگردان استخراج و بررسی خواهد شد. چنانچه اغلب ناشران در نتیجه بازارگردانی، زیان کرده باشند، فرضیه پنجم تایید و در غیر این صورت رد خواهد شد.

#### جامعه و نحوه انتخاب شرکت‌ها برای مطالعه

اغلب ناشران و سهامداران عمده آنها، فعالیت بازارگردانی را به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی محول کرده‌اند. منابع لازم برای بازارگردانی نیز توسط سهامدار عمده، شرکت‌های سرمایه‌گذاری هم‌گروه یا ناشر تامین شده است. دامنه این تحقیق محدود به شرکت‌هایی است که بازارگردانی آنها از طریق انعقاد قرارداد، به صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی محول شده است. چنانچه سهامدار عمده یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری هم‌گروه، راساً (غیر از طریق صندوق سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی) معاملاتی را با هدف بازارگردانی انجام داده باشند، به دلیل میسر نبودن تفکیک معاملات با مقاصد سود آوری از معاملات با هدف بازارگردانی، این فعالیت‌ها در دامنه تحقیق قرار نگرفته است. صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی با علامت اختصاری **BFM** در صفحه سهامداران هر نماد در تارنمای شرکت بورس اوراق بهادار تهران به نشانی **tsetnc.ir** مشخص شده‌اند.

طبق اطلاعات منتشر شده در صفحه اطلاعات بازار نقد سایت بورس اوراق بهادار تهران به نشانی **tse.ir**، در زمان انجام این تحقیق تعداد ۳۴۷ شرکت بورسی و فرابورسی، دارای قرارداد بازارگردانی فعال بودند. برای انتخاب شرکت‌ها به منظور مطالعه متغیرهای تحقیق، از روش حذف سیستماتیک استفاده شد. به گونه‌ای که اطلاعات هر یک از ۳۴۷ شرکت در تارنمای شرکت مدیریت فناوری بورس تهران به نشانی **tsetnc.ir** بررسی شده و شرکت‌های زیر از جامع تحقیق حذف شدند:

الف- تعلق کمتر از یک درصد سهام ناشر به بازارگردان که منجر به عدم نمایش اطلاعات سهامداری در صفحه سهامداران تارنمای یاد شده و در نتیجه عدم امکان محاسبه منابع در اختیار بازارگردان می‌شود.  
ب- گذشت کمتر از دوازده ماه از تاریخ شروع قرارداد بازارگردانی (برای انطباق با قلمرو زمانی تحقیق).  
پ- متقارن نبودن دوره زمانی قبل و بعد از تاریخ شروع قرارداد بازارگردانی به دلیل عرضه اولیه سهام در خلال دوره.

در نهایت و پس از بررسی های انجام شده، تعداد ۹۴ شرکت برای مطالعه باقیمانده. تعداد جامعه و نحوه تعیین شرکت های باقیمانده برای مطالعه، به شرح زیر است.

#### جدول ۲: تعداد جامعه و نحوه تعیین شرکت های باقیمانده برای مطالعه

تعداد	شرح
۷۳۲	شرکت های بوری و فرابورسی
(۳۸۵)	شرکت های فاقد قرارداد بازارگردانی فعال
۳۴۷	شرکت های دارای قرارداد بازارگردانی فعال
(۱۸۶)	شرکت های دارای بازارگردان با مالکیت کمتر از یک درصد سهام
(۶۷)	شرکت های دارای بازارگردان با فعالیت کمتر از یک سال
(۴)	شرکت هایی که دوره زمانی قبل و بعد از شروع بازارگردانی متقارن نیست
۹۴	شرکت های باقیمانده برای مطالعه

#### قلمرو زمانی تحقیق

در زمان انجام این تحقیق، بیش از یکسال از تاریخ الزام شرکت های بوری و فرابورسی و سهامداران عمده آنها به بازارگردانی می گذرد. شرکت ها یا سهامداران عمده آنها در تاریخ های متفاوتی با صندوق های سرمایه گذاری قرارداد بازارگردانی منعقد کرده اند و تاریخ شروع قراردادهای بازارگردانی یکسان نیست. برای آزمون فرضیه های نخست و دوم، نقدشوندگی و نوسانات قیمت سهام در دوازده ماه بعد از تاریخ آغاز قرارداد بازارگردانی با نقدشوندگی و نوسانات قیمت سهام در دوازده ماه قبل از تاریخ آغاز قرارداد بازارگردانی مقایسه شد. با توجه به الزام شرکت ها و سهامداران عمده آنها به بازارگردانی از تاریخ ۱۳۹۹/۰۶/۲۰، فرضیه های سوم تا پنجم در دوره بعد از تاریخ آغاز قرارداد بازارگردانی بررسی شده است.

#### نحوه گردآوری داده ها

با توجه به مفروضات تبیین شده، متغیرهای تحقیق شامل نقد شونددگی سهام، نوسانات قیمت سهام، منابع در اختیار بازارگردان و سود و زیان فعالیت بازارگردانی است. معیارهای جایگزین بسیاری برای سنجش نقدشوندگی سهام معرفی شده اند. پژوهشگران سه بعد قابلیت انجام سریع معامله، قابلیت خرید و فروش یک دارایی به قیمتی نسبتاً مشابه در یک زمان و قابلیت خرید و فروش مقدار معینی از دارایی بدون داشتن اثر قابل ملاحظه در قیمت را برای سنجش نقدشوندگی سهام در نظر می گیرند [۱۶]. اکتین و وین (۱۹۹۷) تعداد ۶۸ معیار برای اندازه گیری نقدشوندگی معرفی کرده اند. معیارهای مبتنی بر سفارشات سهام و معیارهای مبتنی بر معاملات، دو گروه اصلی معیارهای سنجش نقدشوندگی هستند. [۳]. هدف اصلی این تحقیق، سنجش اثربخشی فعالیت بازارگردانی بوده و با توجه به محدود بودن دامنه نوسان قیمت سهام در بازار بورس و اوراق بهادار تهران، فعالیت بازارگردانی وقتی اثربخش تلقی می شود که سهم در تعداد روزهای کمتری در صف های خرید یا فروش قفل شود. بنابراین در این تحقیق از معیار تعداد روزهای صف فروش و صف خرید به ترتیب برای سنجش میزان نقدشوندگی

سهام و میزان نوسان قیمت سهام استفاده شد. هرچه تعداد روزهایی که سهم با صف خرید بسته شده است بیشتر باشد، میزان نوسان قیمت سهام افزایش می‌یابد. هرچه تعداد روزهایی که سهم با صف فروش بسته شده است بیشتر باشد، میزان نقد شوندگی سهام کاهش می‌یابد. تعداد روزهایی که سهم با صف خرید یا صف فروش بسته شده است، از صفحه سابقه معاملات تارنمای شرکت مدیریت فناوری بورس تهران به نشانی **tsetmc.ir** استخراج شده است.

برای تعیین میزان منابع در اختیار بازارگردان، اسامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی هر نماد از صفحه اطلاعات بازار نقد تارنمای شرکت بورس و اوراق بهادار تهران به نشانی **tse.ir** استخراج شده و سپس با مراجعه به صفحه سهامداران هر نماد در تارنمای شرکت مدیریت فناوری بورس تهران به نشانی **tsetmc.ir** میزان سهام متعلق به بازارگردان در تاریخ‌های متفاوت بررسی شده است. بیشترین میزان سهام متعلق به بازارگردان در دوران بازارگردانی شناسایی شده و در قیمت سهام همان تاریخ ضرب شده است تا منابع در اختیار بازارگردان محاسبه شود. در این حالت، کل منابع در اختیار بازارگردان شامل منابع تامین شده توسط سهامدار عمده، شرکت‌های سرمایه‌گذاری هم‌گروه و ناشر، در محاسبات منظور می‌شود. میزان منابع در اختیار بازارگردان، عدد مطلق است و در صورت بی‌توجهی به اندازه شرکت و میزان شناوری سهام، قابلیت مقایسه نخواهد داشت. در این تحقیق برای مقایسه پذیری شرکت‌ها، میزان منابع در اختیار بازارگردان با تقسیم بر ارزش سهام شناور در تاریخ تعلق بیشترین تعداد سهام به بازارگردان، استاندارد شده است.

صورت‌های مالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی در سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار منتشر نمی‌شود. بنابراین امکان استخراج سود و زیان فعالیت بازارگردانی به صورت مستقیم فراهم نیست. با وجود این، چنانچه قرارداد بازارگردانی، بین ناشر و بازارگردان (صندوق سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی) منعقد شود، طبق رای شماره ۱۲۰ مورخ ۱۴۰۰/۰۵/۰۴ کمیته فنی سازمان حسابرسی، سهام خریداری و فروخته شده توسط بازارگردان در حکم سهام خزانه بوده و سود و زیان خرید و فروش سهام یاد شده به عنوان صرف یا کسر سهام خزانه شناسایی و در بخش حقوق مالکانه صورت وضعیت مالی ناشر طبقه بندی می‌شود. بنابراین در این گونه موارد، سود و زیان بازارگردانی از صورتهای مالی ناشر قابل استخراج است. بدیهی است در این صورت، مواردی که قرارداد بازارگردانی آنها بین سهامداران عمده و بازارگردان منعقد شده است، در دامنه شرکت‌های باقیمانده برای مطالعه فرض پنجم قرار نمی‌گیرد.

#### یافته‌های تحقیق:

برای ارابه بهتر داده‌های تحقیق، شرکت‌های باقیمانده برای مطالعه بر اساس اندازه شرکت طبقه بندی شدند. شرکت‌های با ارزش بازار کمتر از بیست هزار میلیارد ریال به عنوان شرکت‌های کوچک، شرکت‌های با ارزش بازار بیشتر از بیست هزار میلیارد ریال و کمتر از پنجاه هزار میلیارد ریال به عنوان شرکت‌های با اندازه متوسط و شرکت‌های با ارزش بازار بیشتر از پنجاه هزار میلیارد ریال به عنوان شرکت‌های بزرگ

طبقه بندی شدند. متوسط تعداد روزهای صف خرید و صف فروش شرکت های مطالعه شده در یک سال قبل و یک سال بعد از تاریخ شروع قرارداد بازارگردانی، در جدول زیر آمده است.

جدول ۳: متوسط تعداد روزهای صف خرید و صف فروش

اندازه شرکت	تعداد شرکت	یک سال قبل از بازارگردانی		یک سال بعد از بازارگردانی		درصد تغییر در	
		متوسط روزهای صف خرید	متوسط روزهای صف فروش	متوسط روزهای صف خرید	متوسط روزهای صف فروش	تعداد روزهای صف خرید	تعداد روزهای صف فروش
بزرگ	۲۶	۵۲	۳۱	۲۲	۴۴	-۶۲	۴۲
متوسط	۱۵	۶۴	۵۰	۲۷	۶۷	-۵۸	۳۴
کوچک	۵۳	۷۱	۶۲	۳۰	۹۰	-۵۸	۴۵

از جدول فوق استفاده می شود که تعداد روزهای صف خرید در یک سال بعد از تاریخ شروع قرارداد بازارگردانی در مقایسه با یک سال قبل از آن، حدود ۶۰ درصد کاهش یافته است. ولی تعداد روزهای صف فروش در یک سال بعد از تاریخ شروع قرارداد بازارگردانی در مقایسه با یک سال قبل از آن، حدود ۴۰ درصد افزایش یافته است. به عبارت دیگر، نوسان قیمت و نقدشوندگی سهام شرکت های مطالعه شده پس از مهرماه سال ۱۳۹۹ در مقایسه با یک سال قبل از آن، هر دو کاهش یافته است. کاهش نقدشوندگی سهام پس از الزام شرکت ها به بازارگردانی در مقایسه با دوره قبل از آن، مغایر با اهداف تعیین شده برای فعالیت بازارگردانی بوده و فرض نخست تحقیق را تایید نمی کند. اما کاهش نوسان قیمت سهام پس از الزام شرکت ها به بازارگردانی در مقایسه با دوره قبل از آن، موید فرض دوم تحقیق است. این وضعیت نشان می دهد که بازارگردانان با عرضه سهام در روزهای صف خرید، نوسان قیمت را کاهش داده اند ولی در صف های فروش، به اندازه کافی سهم نخریده اند تا تعداد روزهای صف فروش کاهش و نقد شوندگی سهام افزایش یابد.

منابع در اختیار بازارگردان و تعداد روزهای صف خرید و صف فروش در یک سال بعد از تاریخ شروع قرارداد بازارگردانی در مقایسه با یک سال قبل از آن، در جدول زیر آمده است. برای درک بهتر رابطه بین منابع در اختیار بازارگردان و تعداد روزهای صف خرید و صف فروش، نسبت منابع در اختیار بازارگردان به ارزش سهام شناور در سه گروه بیشتر از ده درصد، بین یک درصد و ده درصد و کمتر از یک درصد، طبقه بندی شده است. با این کار، میزان منابع در اختیار بازارگردان براساس اندازه شرکت و ارزش سهام شناور، استاندارد شده است.

جدول ۴: نسبت منابع در اختیار بازارگردان به ارزش سهام شناور

درصد تغییر در		یک سال بعد از		یک سال قبل از		تعداد شرکت	نسبت منابع در اختیار بازارگردان به ارزش سهام شناور
		بازارگردانی		بازارگردانی			
متوسط تعداد روزهای صف خرید	متوسط تعداد روزهای صف فروش	متوسط روزهای صف فروش	متوسط روزهای صف خرید	متوسط روزهای صف فروش	متوسط روزهای صف خرید		
۱۰۰	-۶۳	۸۴	۲۶	۴۲	۷۰	۷	بیشتر از ده درصد
۶۱	-۵۷	۱۰۰	۳۳	۶۲	۷۶	۷	بین یک درصد و ده درصد
۳۹	-۵۹	۷۱	۲۶	۵۱	۶۳	۸۰	کمتر از یک درصد

از تعداد ۹۴ شرکت باقیمانده برای مطالعه، نسبت منابع در اختیار بازارگردان به ارزش سهام شناور در هشتاد شرکت کمتر از یک درصد بوده است. این وضعیت نشان می‌دهد که ناشران یا سهامدار عمده آنان، منابع کافی برای فعالیت بازارگردانی، در اختیار بازارگردان قرار نداده‌اند.

همانگونه که در جدول فوق مشاهده می‌شود، متوسط تعداد روزهای صف فروش در همه طبقات و بدون توجه به میزان منابع در اختیار بازارگردان، در مقایسه با یک سال قبل از شروع قرارداد بازارگردانی افزایش یافته است. همچنین ضریب همبستگی بین نسبت منابع در اختیار بازارگردان به ارزش سهام شناور و تعداد روزهای صف فروش ۰,۱۰۳ درصد است. این موضوع نشان می‌دهد که بین میزان منابع در اختیار بازارگردان و میزان نقدشوندگی سهام، رابطه مثبت و معنی داری وجود ندارد. مطابق فرض سوم تحقیق، با افزایش منابع در اختیار بازارگردان، میزان نقدشوندگی سهام باید افزایش یابد. بنابراین فرض سوم تحقیق تایید نمی‌شود.

همچنین از جدول فوق استفاده می‌شود که متوسط تعداد روزهای صف خرید در یک سال بعد از تاریخ شروع قرارداد بازارگردانی در مقایسه با یک سال قبل از آن، صرف نظر از منابع اختصاص یافته به بازارگردان، حدود ۶۰ درصد کاهش یافته است. این موضوع نشان‌دهنده کاهش نوسان قیمت سهام پس

از تاریخ شروع قرارداد بازارگردانی در مقایسه با یک سال قبل از آن است. اما برای تایید فرض چهارم تحقیق، باید با افزایش نسبت منابع در اختیار بازارگردان به ارزش سهام شناور، تعداد روزهای صف خرید به طور معنی داری کاهش یابد. محاسبه ضریب همبستگی بین نسبت منابع در اختیار بازارگردان به ارزش سهام شناور و تعداد روزهای صف خرید (۰,۳۶-) درصد، نشان داد که بین میزان منابع در اختیار بازارگردان و نوسان قیمت سهام، رابطه معکوس معنی داری وجود ندارد و فرض چهارم تحقیق تایید نشد. به عبارت دیگر، تعداد روزهای صف خرید بعد از شروع دوره بازارگردانی، در همه طبقات و صرف نظر از میزان منابع اختصاص یافته به بازارگردان، تقریباً به یک اندازه کاهش یافته است.

همانگونه که قبلاً ذکر شد، در صورت انعقاد قرارداد بازارگردانی بین ناشر و صندوق سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی، سود و زیان فعالیت بازارگردانی طبق رای شماره ۱۲۰ مورخ ۱۴۰۰/۰۵/۰۴ کمیته فنی سازمان حسابرسی، به عنوان صرف یا کسر سهام خزانه شناسایی و در بخش حقوق مالکانه صورت وضعیت مالی ناشر طبقه‌بندی می‌شود. از تعداد ۸۴ شرکت انتخاب شده برای مطالعه، صرف یا کسر سهام خزانه در صورت وضعیت مالی ۱۳ شرکت (در ۱۲ شرکت صرف سهام خزانه و در یک شرکت کسر سهام خزانه) گزارش شده بود. در بقیه شرکت‌ها، سود و زیان فعالیت بازارگردانی به دلیل انعقاد قرارداد بازارگردانی بین سهامدار عمده و بازارگردان، از صورت‌های مالی ناشر قابل استخراج نبود. باتوجه به بیشتر بودن تعداد شرکت‌های دارای صرف سهام خزانه از شرکت‌های دارای کسر سهام خزانه، فرض پنجم تحقیق تایید نمی‌شود. به عبارت دیگر، فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران زیان‌ده نیست.

### تحلیل یافته‌ها و نتیجه‌گیری

یافته‌های تحقیق نشان داد که فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی تحقیق اثربخش نبوده است به طوری که تعداد روزهای صف فروش در یک سال بعد از بازارگردانی نسبت به یک سال قبل از آن افزایش یافته است. البته میزان نوسان قیمت سهام شرکت‌های دارای بازارگردان بعد از الزام شرکت‌ها به بازارگردانی، کاهش یافته است. نتایج تحقیق وجود رابطه مثبت و معنی دار بین منابع در اختیار بازارگردان و میزان نقدشوندگی سهام و وجود رابطه معکوس و معنی دار بین میزان منابع در اختیار بازارگردان و میزان نوسان قیمت سهام را تایید نکرد. همچنین زیان ده بودن فعالیت بازارگردانی تایید نشد. همچنین یافته‌های تحقیق نشان داد که در دوره زمانی تحقیق، منابع کافی توسط ناشران و سهامداران عمده آن‌ها به بازارگردان‌ها اختصاص نیافته است. بنابراین فرض‌های یک و سه تا پنج تحقیق تایید نشد. فروش زیاد سهام توسط سرمایه‌گذاران در روزهای صف خرید و عدم تمایل آنان به خرید سهام در روزهای صف فروش، باعث شد که بازارگردانان با منابع محدود در اختیار، قادر به ایفای مسولیت خود به صورت اثر بخش نباشند. خروج مداوم و زیاد پول توسط سهامداران حقیقی از بازار سهام پس از مردادماه سال ۱۳۹۹، موبد این موضوع است. شاخص‌هایی مانند ارزش دلاری بورس، نسبت قیمت به درآمد آینده نگر و شاخص تعدیل شده براساس تورم، نشان می‌دهد که بورس اوراق بهادار تهران در پنج ماه نخست سال ۱۳۹۹ دچار حباب شده است. شاخص کل در این مدت ۳۰۰ درصد افزایش یافت. علاوه بر نداشتن

منابع کافی، بازارگردانان (صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی) به طور منطقی به خرید سهام دارای حباب در روزهای صف فروش، تمایلی نداشتند. چون در صورت خرید، دچار زیان می‌شوند و باید پاسخگوی دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری (ناشران یا سهامداران عمده آن‌ها) باشند.

تایید نشدن فرض‌های یک و سه تا پنج تحقیق، به معنی اثربخش نبودن فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی تحقیق است و قطعاً حبابی بودن بازار در این دوره، بر نتایج تحقیق اثر گذاشته است. به نظر می‌رسد تکرار تحقیق در دوره زمانی دیگر که بازار دچار حباب یا کم‌نمایی ارزش نباشد، نتایج متفاوتی به دست دهد. همچنین می‌توان نتیجه گرفت که در شرایط حبابی بودن بازار، الزام شرکت‌ها به خرید سهام (با هدف افزایش نقد شوندگی سهام) کارساز نبوده و شرکت‌ها براساس صرفه و صلاح خود و قواعد تجاری، تصمیمات سرمایه‌گذاری را اتخاذ می‌کنند (هرچند برای رفع تکلیف قانونی، منابع محدودی جهت خرید و فروش سهام به بازارگردان تخصیص دهند). زیان‌ده نبودن فعالیت بازارگردانی در بورس اوراق بهادار تهران در یک‌سال بعد از الزام شرکت‌ها به بازارگردانی، به رغم کاهش شدید قیمت‌های سهام در این دوره، موید این موضوع است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردانی در دوره نزولی بازار (تخلیه حباب)، اقدام به خرید سهام نکرده‌اند و یا حداقل، به میزانی سهم نخریده‌اند که تعداد روزهای صف فروش کاهش و نقدشوندگی سهام افزایش یابد.

#### پیشنهادها

الف- پیشنهاد می‌شود تحقیق در شرایطی که شاخص دارای حباب یا کم‌نمایی ارزش با اهمیت نیست، تکرار شود. در این شرایط، احتمال دستیابی به نتایج متفاوت از نتایج این تحقیق، وجود دارد.

ب- دامنه نوسان روزانه قیمت سهام توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران افزایش یابد. این امر منجر به کاهش تعداد روزهای صف فروش و صف خرید و در نتیجه افزایش نقد شوندگی و کاهش نوسان قیمت سهام می‌شود.

پ- الزام ناشران یا سهامداران عمده آن‌ها به تامین منابع کافی برای بازارگردانان، باعث افزایش اثربخشی فعالیت آنان می‌شود.

#### فهرست منابع

۱. تالانه، عبدالرضا و هجران کش راد، حدیث. (۱۳۹۰). "بررسی کارایی بورس اوراق بهادار تهران در سطح ضعیف و نیمه قوی". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۳(۱۲)، ۶۴-۸۱.
۲. جباری خوزانی، آرزو؛ صالحی، اله کرم؛ کعب عمیر، احمد و زرین جوی الوار، سهیلا. (۱۴۰۲). "طراحی الگوی پویایی بازار مالی با تحلیل تم و رویکرد ساختاری تفسیری دلفی فازی". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۱۲(۴۷)، ۱۳۱-۱۵۴.
۳. رامشه، منیژه. (۱۳۹۳). "همبستگی شاخصهای نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۳(۹)، ۶۸-۷۹.

۴. فدائی نژاد، محمد اسماعیل و کامل نیا، مجتبی. (۱۳۹۰). "بررسی اثرات بازارگردانی روی نقدشوندگی سهام و سودآوری آن برای بازارگردان در بورس اوراق بهادار تهران". **چشم انداز مدیریت مالی**، ۱(۳)، ۴۱-۵۴.
۵. قلی زاده، محمد حسن و حسینی مقدم، روح الله. (۱۳۸۴). "ارزیابی عملکرد بازارگردانی". مجموعه مقالات اولین همایش سراسری بازارگردانی، گیلان.
۶. علی خانی، رضیه و رضوانی گیل کلایی، جهانگیر. (۱۳۹۵). "مروری بر معیارهای سنجش نقدشوندگی سهام". اولین کنفرانس ملی پژوهش های کاربردی در مدیریت، اقتصاد، حسابداری و علوم تربیتی، گرگان.
۷. موسسه توسعه صنعت سرمایه گذاری. (۱۳۸۴). **بازارگردانی از تئوری تا عمل**، موسسه توسعه صنعت سرمایه گذاری.
۸. محمدزاده اصل، نازی و حسینی مقدم، سید روح الله. (۱۳۸۷). "اثر فعالیت بازارگردانی بر روند قیمتی و نقد شونددگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار**، شماره ۲ (پاییز ۱۳۸۷)، صفحات ۸۵-۱۱۲.
۹. Radcliffe, R.C. (1997). "Investment: Concepts, Analysis, Strategy. Addison-Wesley Educational Publishers", Inc. P. 134. ISBN 0-673-99988-2.
۱۰. [http://xetra.com/xetra/dispatch/en/kir/navigation/xetra/200\\_listing/400\\_being\\_public/300\\_designated\\_sponsors](http://xetra.com/xetra/dispatch/en/kir/navigation/xetra/200_listing/400_being_public/300_designated_sponsors).
۱۱. [http://batstrading.com/Listings/Competitive Liquidity Provider Program \(ETP Listing Program\)](http://batstrading.com/Listings/Competitive_Liquidity_Provider_Program_(ETP_Listing_Program)).
۱۲. <http://www.eurexchange.com/exchange-en/trading/market-model>.
۱۳. <http://www.xetra.com/xetra-en/newsroom/xetra-circulars/Xetra-Release-16.0--Publication-of-Documents/1772980>.
۱۴. <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>.
۱۵. [www.deutsche-boerse-cash-market.com/Third Amendment Ordinance to the Trading Regulation for the Regulated Unofficial Market on Frankfurter Wertpapierboerse](http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/Third_Amendment_Ordinance_to_the_Trading_Regulation_for_the_Regulated_Unofficial_Market_on_Frankfurter_Wertpapierboerse).
۱۶. [www.deutsche-boerse-cash-market.com/Designated Sponsor Guide-Deutsche Borse Cash Market](http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/Designated_Sponsor_Guide-Deutsche_Borse_Cash_Market).
۱۷. [www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p018118.pdf](http://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p018118.pdf)
۱۸. [www.iinra.org/industry/rules-and-guidance](http://www.iinra.org/industry/rules-and-guidance)
۱۹. Wyss, R.N. (2004). *Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market*. Dissertation Nr. 2899.



## Measuring the Effectiveness of Market Making Activity in Tehran Stock Exchange

**Khadijeh Rabiee<sup>1</sup>©**

Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University (PNU), Tehran, Iran

**Hasan Jabbari**

Ph.D. in Accounting, Tehran University, Tehran, Iran

(Received: March 6, 2024; Accepted: May 14, 2024)

One of the important features of the stock market is its high liquidity compared to other investment markets. The high turnover of this market has reduced its liquidity risk. In order to solve the problem of continuous queues for buying and selling companies' shares in the capital market, Tehran Stock Exchange Organization has required companies and their major shareholders to choose and conclude contracts from 20/06/2019 He did with the bazaar. The present research was conducted with the aim of measuring the effectiveness of market making activity in Tehran Stock Exchange. The statistical population of the research includes some of the companies admitted to the Tehran Stock Exchange, which have a market manager and have entrusted the market making of their shares to special investment funds for market making. The time period of the research is one year before the date of the obligation of listed and over-the-counter companies and their major shareholders to market making (10/09/2020) and one year after that. The results of the research showed that the market making activity in the Tehran Stock Exchange was not effective during the research period, so that the number of sales queue days increased in one year after the market making compared to the previous year. Of course, the amount of fluctuation in the stock price of companies with market making has decreased after the companies were required to manage the market. The results of the research did not confirm the existence of a positive and significant relationship between the resources at the market operator's disposal and the amount of stock liquidity, and the existence of an inverse and significant relationship between the number of resources at the market operator's disposal and the stock price volatility. Also, it was not confirmed that the marketing activity was unprofitable.

**Keywords:** Market Making Activity, Stock Liquidity, Market Making Funds, Capital Market.

---

<sup>1</sup> k.rabiee@pnu.ac.ir© (Corresponding Author)