Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Fall 2021, V. 14, No.55, pp. 241-260

The Impact of Dedicated Market-Making Funds on Stock Liquidity of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange[1]

Zahra Vakili[2]، Heydar Froghnezhad [3]، Alireza Heydarzadeh Henzaei[4]

Received: 2021/07/08
Accepted: 2021/09/26

Research Paper

Abstract

This study examines the impact of dedicated market-making funds on the liquidity of stocks listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) from2011 to 2017. In terms of purpose, this is an applied study, and in terms of methodology, it employs a correlational approach. To analyze the data and test the hypotheses, pooled regression and panel regression models with fixed effects were utilized. The results regarding the first hypothesis indicate that the presence of a dedicated market-making fund has an inverse relationship with stock liquidity (at a %95 confidence level). Furthermore, variables such as free-float shares, stock returns, the book-to-market value ratio, and the ratio of fixed assets exhibit a direct impact on stock liquidity, whereas capital structure shows an inverse relationship with liquidity the results concerning the second hypothesis reveal a significant difference in the liquidity of stocks listed on the Tehran Stock Exchange before and after the operation of dedicated market-making funds. Given that the mean liquidity was 0.0014 prior to the operation of these funds and 0.0010 afterward, it can be concluded that stock liquidity was higher before the implementation of these funds than it was subsequently

Key Words: Market-making, stock liquidity, Stock Exchange Organization, free-float shares

JEL Classification: G17

---

[1] DOI:10.22034/JSE.2022.11742.1823

[2] M.A. in Financial Management NT.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran
zary.mh632@gmail.com

[3] Assistant Prof, Department of Financial Management, NT.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran (Corresponding Author). h_froghnezhad@iau-tnb.ac.ir

[4] Assistant Prof, Department of Financial Management, NT.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran a_heidarzadeh@iau-tnb.ac.ir



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۵ پاییز ۱۴۰۰، صص ۲۶۰-۲۴۱

بررسی تاثیر صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران[۱]

زهرا وکیلی[۲]،حیدر فروغ‌نژاد[۳]،علیرضا حیدرزاده هنزائی[۴]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۱۷

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۷/۰۴

چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تاثیر صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی بر نقدشوندگی سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ پرداخته است. روش پژوهش از حیث هدف کاربردی از حیث نوع روش، روش همبستگی است. برای تحلیل داده‌های پژوهش و آزمون فرضیه ها از دو مدل رگرسیون ترکیبی پولد و پنل با اثرات ثابت استفاده شده است. بر پایه نتیجه فرضیه اول پژوهش، اثروجود صندوق اختصاصی بازارگردانی بر نقد شوندگی سهام در سطح۹۵٪ اطمینان به صورت معکوس است وهمچنین متغیرهایی چون سهام شناور آزاد، بازده سهام، نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار سهام، نسبت دارایی‌های ثابت، تاثیر مستقیم بر نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه با نقدشوندگی اثری معکوس دارد. بر پایه نتیجه فرضیه دوم پژوهش میزان نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران، در دورهای قبل و بعد از فعالیت صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی تفاوت معنادار وجود دارد. با توجه به اینکه میانگین نقدشوندگی قبل از فعالیت صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی برابر با ۰.۰۰۱۴ و بعد از آن برابر با ۰.۰۰۱۰ است لذا نتیجه می‌شود که میزان تقدشوندگی قبل از فعالیت این صندوقها بیشتر از بعد از آن است.

واژه‌های کلیدی: بازارگردانی، نقدشوندگی سهام، سازمان بورس اوراق بهادار، سهام شناور آزاد

طبقه بندی موضوعی: G۱۷

DOI:10.22034/JSE.2022.11742.1823.۱

۲ دانشجوی کارشناسی ارشد ،گروه مدیریت مالی، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

zary.mh632@gmail.com

۳ استادیار، گروه مدیریت مالی، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران(نویسنده مسئول).

h_froghnezhad@iau-tnb.ac.ir

٤ استادیار، گروه مدیریت مالی ، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

a_heidarzadeh@iau-tnb.ac.ir

مقدمه

مشکل اصلی بازارهای نوظهورو در حال توسعه، نقدشوندگی وگردش مالی روزانه پایین بوده و وجود سازوکار بازارگردانی موجب کاهش در نوسانپذیری قیمت وهزینه های معاملات می‌شود. ازنگاه فعالان و متخصصان بازارهای مالی، نقدشوندگی یکی از اصول مهم بازارکارا به حساب می‌آید .بر اساس تحقیقات انجام شده احتمال معامله دارایی‌هایی که نقدشوندگی کمتری دارند، به‌دلیل عدم وجود موقعیتهای خرید وفروش، پایین می‌آید. مهم ترین هدف بازارگردان افزایش نقدشوندگی است. (فدائی نژادوهمکاران، ۱۳۸۹).

در پژوهش حاضر موضوع اصلی تاثیر صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی بر نقدشوندگی سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و تلاش بر این است که هم نقش بازارگردان و هم اهمیت نقدشوندگی برای سرمایه گذاران مشخص گردد.

بازارگردانی درتعریف عمومی به فعالیتی اطلاق می‌شود که براساس آن نهاد مالی به‌عنوان بازارگردان باکسب مجوز از مراجع ذیصلاح، مظنه‌های پیشنهادی خریدوفروش خود را باهدف بهبود نقدشوندگی ابزارهای مالی در دو سوی تقاضا قرار می‌دهد. پیاده سازی سازوکارهای بازارگردانی علاوه بر افزایش نقدشوندگی، کیفیت بازار سرمایه رابه طور در خور توجهی توسعه می‌دهد. همچنین، فعالیت بازارگردانی هزینه معاملات و نوسان پذیری را کاهش داده وگردش مالی روزانه‌ی اوراق بهادار پذیرفته شده را افزایش می‌دهد.(عسکری فیروزجایی و همکاران،۱۳۹۵).

درسال ۱۳۹۳، سازمان بورس و اوراق بهادار با هدف حمایت ازسرمایه‌گذاران، بهبود نقدشوندگی در چارچوب توسعه فعالیت بازارگردانی، اقدام به معرفی صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی براساس دستورالعمل بازارگردانی مصوب سال ۱۳۸۸ کرد. به‌دلیل آشنایی فعالان ونهادهای مالی باساز وکار متداول صندوق‌های سرمایه گذاری، صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی مورد استقبال قرارگرفت. به طوری که تعداد درخواستهای فعالیت دراین بخش در خور توجهی افزایش یافت، هدف آنها جمع‌آوری وجوه ازسرمایه‌گذاران واختصاص آنها به خرید انواع اوراق بهادار تحت قرارداد بازارگردانی است.صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی به‌دلیل دارا بودن ساختارمشابه باصندوق‌های سرمایه‌گذاری، تخفیفات کارمزدی و همچنین نیاز بازار سهام به فعالیت مستمر این نهادهای مالی، مورد استقبال بازار قرارگرفته است. مطابق آخرین آمارتاپایان سال ۱۳۹۴ تعداد ۳۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران توسط ۱۴ صندوق، بازارگردانی می‌شوند. دراین میان ۵۱ درصد از صندوق‌های بازارگردانی بیش از یک شرکت را بازارگردانی می‌کنند. همچنین شرکت‌هایی مانند بانک ملت، بانک تجارت، بانک اقتصادنوین وتوسعه‌ی صنایع بهشهرتوسط دوصندوق اختصاصی، بازارگردانی می‌شوند. این صندوق‌های اختصاصی برای بازارگردانی سهام شرکت‌های ناشر راه اندازی شده‌اند و فعالیت بازارگردانی سایر ابزارهای مالی مانندصندوق‌های قابل معامله، اوراق بهادارتأمین مالی مانند اوراق مشارکت، انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) و اوراق خزانه‌ی اسلامی توسط سایر بازارگردانان انجام میشود. (عسکری فیروزجایی و همکاران،۱۳۹۵)

در پژوهش حاضر سعی بر این است که تأثیر صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی برنقدشوندگی سهام اوراق بهادار تهران مطالعه وبررسی شود وهمچنین تأثیر متغیرهایی کنترلی چون سهام شناور آزاد، بازده سهام، نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار سهام، نسبت دارایی‌های ثابت و ساختار سرمایه در رابطه با نقدشوندگی بررسی می‌شوند.

مبانی نظری

نقدشوندگی یک دارایی درساده ترین تعریف، توانایی بازار برای جذب حجم کلان معاملات بدون ایجاد نوسانهای شدید درقیمت، تعریف می‌شود. برای اینکه یک دارایی از نقدشوندگی برخورداباشد، وجود یک بازار نقدشونده برای آن دارایی ضروری است (سعیدی و افخم،۱۳۹۱).

بنابراین نقدشوندگی سهام می‌تواندمعیاری برای کارایی بازارمطرح شود. علاوه برجنبه تئوری به لحاظ عملی وباتوجه به واقعیتهای موجود مانند پدیده صف‌های خرید وفروش و مشکلات بسیاردیگر، توجه به نقدشوندگی وتلاش برای حل این مشکل ضروری می‌رسد. افزایش نقدشوندگی می‌تواند موجب توزیع هرچه بیشترریسک مالی ازطریق کاهش هزینه‌های پورتفوی گردانی وانگیزش بیشترسرمایه‌گذاران درتصمیم‌گیریهای معاملاتی شود. با افزایش نقدشوندگی هزینه معاملات به شکل چشمگیری پایین خواهدآمد. نقدشوندگی همچنین نقش مهمی را درفرآیندکشف قیمت بازی می‌کند.بازارکاملا نقدشونده بازاری است که هرمقدارازاوراق بهادارمی‌تواند فوری وبدون هزینه به وجه نقدتبدیل شود یا هرمقداروجه نقد می‌تواند به اوراق بهادارتبدیل شود.

نقدشوندگی دربعضی ازتعاریف به‌عنوان ویژگی یک دارایی معرفی شده‌است. دراین مورد، نقدشوندگی بعنوان آسانی تبدیل یک دارایی به وجه نقددرک می‌شود. به عبارت دیگر، یک دارایی که به آسانی فروخته می‌شود نقدشونده‌تراست. درنتیجه، وجه نقدخود به‌عنوان دارایی که دارای بیشترین درجه نقدشوندگی است، فرض می‌شود ودیگردارایی‌ها را می‌توان با اشاره به وجه نقد به‌عنوان بیشترین یاکمترین شباهت به وجه نقد، طبقه بندی کرد.

معنی دوم نقدشوندگی اشاره به بازارهادارد. براین اساس، یک بازارنقدشونده، بازاری است، که معامله کردن درآن درهرزمانی ممکن و مستقل ازاندازه معاملات است، اساساً موجب تغییرات قیمتی ناموجه نمی‌شود. در این‌باره، می‌توان گفت که بازار اوراق قرضه خزانه‌داری ایالات متحده، به‌دلیل اینکه عمدتاً هر مقداری ازاوراق می‌تواند در قیمت جاری جذب شود، بازاری نقدشونده است و اکثرا بعید است که بازاربه معاملات بزرگ واکنش نشان دهد.

دسته سوم ازتعاریف نقدشوندگی یا نقدینگی اشاره به توانایی شرکتها برای پرداخت تعهدات خود دارد. یک شرکت نقدینه هیچ مشکلی باتسویه حسابهایش درطی زمان ندارد، درحالیکه یک شرکت غیرنقدینه، ممکن است با مشکل عدم پرداخت به موقع تعهدات خود روبه رو شود و دارای ریسک عدم توانایی برای پرداخت بدهی باشد.

ارتباط بین مفاهیم نقدشوندگی

با درنظرگرفتن نقدشوندگی دارایی و نقدشوندگی بازارمی‌توان گفت که دارایی‌های نقدشونده، معمولاًدریک بازارمورد معامله قرارمی‌گیرند. دربازاری که تعداد زیادی معامله کننده فعال هستند، آسانتراست که یک دارایی را به سرعت ودرقیمت عادلانه فروخت. ازطرف دیگر، نقدشوندگی بالای یک دارایی موجب می‌شود که سرمایه‌گذاران بیشتربرای معامله، یک بازارنقدشونده را ایجادکنند. همچنین بین نقدشوندگی بازاریا دارایی و نقدشوندگی شرکت، علیرغم تمرکزمتفاوت این رویکردها می‌توان ارتباطی برقرارکرد. ازآنجاییکه تنهاراه ممکن برای پاسخگوبودن به تعهدات مالی، توانایی پرداخت به‌صورت وجه نقد ودردسترس بودن وجه نقداست، توانایی شرکت برای فروش سریع دارایی‌هایش برای حفظ نقدینگی بسیارمهم است. ازاینرو، اگریک شرکت بخش بزرگی ازدارایی‌هایش را به شکل دارایی‌های جاری نگه دارد، می توان آن شرکت را نسبت به دیگرشرکتها نقدشونده درنظرگرفت. میزان دردسترس بودن دارایی‌های نقدشونده مهم است اما تنها عامل تعیین کننده درتوانایی شرکت

برای پرداختن تعهدات مالی نیست. ساختار بدهیها ومنابع اعتباری به شدت مستقل ازقابلیت عرضه دارایی‌ها در بازاراست، اما آنها برنقدینگی شرکت، تاثیرمی‌گذارند. با این وجود، دردسترس بودن وجه نقد برای هردورویکرد مهم است.

نقدشوندگی در سهام

نقدشوندگی و به چگونگی سهولت خرید و فروش سهام و سایر اوراق بهادار در بورس ها یعنی بدون آن که مجبور به تغییر قیمت آن دارایی شویم اشاره دارد. برای مثال اگر شما سهمی را در بازار سهام خریده‌اید به ۱۰ دلار و بلا فاصله آن را به ۱۰ دلار یا عددی بسیار نزدیک با آن فروختید می‌گویند بازار آن سهم کاملا شرایط نقدشوندگی دارد. برعکس اگر هرگز نتوانید آن را بفروشید بازار کاملا با عدم نقدشوندگی مواجهه است این دو حالت به ندرت اتفاق می افتد در شرایط عادی بازار حالتی بین این دو حد است. تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و قیمت درخواستی فروش و حجم یک سهم خاص رابطه تنگاتنگی با هم دارد و نقش بسیار مهمی در نقدشوندگی بازار بازی می کنند. همان طور که اشاره شد قیمت پیشنهادی خرید عبارت است از بالاترین قیمتی که یک سرمایه گذار تمایل دارد برای یک سهم بپردازد. در حالی که قیمت درخواستی پایین ترین قیمتی است که یک سرمایه گذار حاضر است سهام خود را به آن بفروشد. از آن جایی که این دو قیمت باید برای انجام یک معامله با هم مطابقت داشته باشند بنابراین اسپرد با حجم کم معاملات در بورس ها مطابقت و سازگاری دارد و برعکس اگر تفاوت دو قیمت پیشنهادی خرید و درخواستی فروش در مورد یک سهم به طور نسبی بزرگ باشد این به آن معنی است که خریداران و فروشندگان از هم دورند و به احتمال زیاد معامله ای صورت نخواهدگرفت مگر آن که آن ها روی قیمتی توافق کنند این دامنه یا اسپرد تا چه زمانی بزرگی و اندازه خود را حفظ می کند؟ تا زمانی که تعداد معاملات کم و سطح حجم آن ها پایین است و نقدشوندگی ضعیف است. لذا یکی از آن دو قیمت یا هر دوی آن ها باید تغییر کنند تا معاملات در بورس ها صورت پذیرند هرچه این اسپرد کمتر باشند به آن معنی است که فاصله خریدار و فروشنده برای توافق بر سر آن سهام کمتر است و در نتیجه احتمال این که معامله زود تر تحقق یابد بیشتر است. اگر بازار به طور پیوسته این دو قیمت را به هم نزدیک سازد آن بازار در آن سهام خاص از قدرت نقدشوندگی خوبی برخوردار است هرچند معیارهای کمی خوبی برای سنجش نقدشوندگی بازار سهام و بورس ها مطرح می

کنند، ولی باید به یاد داشت که نقدشوندگی بیشتر معیاری کیفی است یعنی نمی توان تنها با توجه به حجم سهام، چگونگی نقدشوندگی یک سرمایه گذاری را ارز یابی کرد.

بازارگردانی:

درادبیات مالی، بازارسازها یا متخصصان، افرادیا مؤسساتی هستندکه با هدف کسب سود اقدام به خرید وفروش دارایی مالیت (اوراق بهادار) می‌کنند و بنا به ماهیت عملکرد از نوسانهای ناخواسته قیمت دارایی مالی می‌کاهند (تسه و زابتینا،۲۰۰۴).[۱]

بازارگردانی ازمفاهیم پذیرفته شده درعلم مالی ومفیدترین فعالیت برای کارایی بازاروکاهش عدم تعادل های بازار از دید فعالان بازار سرمایه است. بازارگردانان با ارائه سفارش خرید در هنگام فشار عرضه و با ارائه سفارش فروش در هنگام فشارتقاضا، نقدشوندگی سهام را بالا برده از کاهش یا افزایش ناگهانی قیمت جلوگیری به عمل آورده وریسک را برای سهامداران جزء کاهش می‌دهند.

شواهد وتحقیقات نشان دهنده این امراست که اغلب بازارهای نوظهوریا توسعه نیافته با دو مشکل اساسی کمبود سرمایه وکمبود شناوری مواجه اند. مشکلات اساسی ذکرشده به دنبال خود مسائل و مشکلات دیگری را نیزبه دنبال دارندکه ازآن جمله می‌توان به کاهش قدرت نقدشوندگی(ریسک بازار،عدم وجودمشتری) ونوسانهای بالای قیمت سهام اشاره کرد. یکی از راهکارهای حل مشکلات فوق، وجودبازارگردانها ویا به عبارتی اجرای فعالیت بازارگردانی است.تحقیقات وشواهد نشان می‌دهد که عمده‌ترین دستاوردهای پیاده‌سازی سیستم‌های بازارگردانی عبارتند از: افزایش نقدشوندگی، کاهش نوسان‌پذیری قیمت، وکاهش هزینه‌های تراکنش ازطریق کاهش شکاف قیمتی عرضه وتقاضا (بالن و همکاران، ۲۰۰۳)[۲].

در بازارهای مالی با افزایش رقابت، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به هزینه نهایی مورد انتظار فراهم سازی نقدینگی که همان مجموع هزینه های نگهداری موجودی و هزینه های انتخاب نادرست است نزدیک می‌گردد. بیشتر بودن تعداد بازارگردانها موجب بیشتر شدن رقابت و در نتیجه پایین آمدن اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش می‌گردد.

---

[۱] Tese and Zab tina

شـواهد نشـان می‌دهد که شـفافیت بازار و تعهدات بازارسـازان، عوامل تعیین‌کننده مهمی در تغییرات روزانه در هزینه‌های معاملاتی هستند(فرگوسن وهمکاران،۲۰۰۱)[۱].

در ادبیات اقتصادی، مالی و حقوقی در مورد مدل هزینه های انتخاب نادرست اتفاق نظر وجود دارد.

پیشینه پژوهش

هانوسـک و پودپیرا[۲] (۲۰۰۴) در پژوهشـی به بررسـی اثر اجرای نظام بازارگردانی بر نقدشـوندگی سـهام پرداختند. آنان با اسـتفاده از سـری زمانی حجم معاملات و شـکاف قیمت پیشـنهادی خرید و فروش و با وارد کردن متغیر مجازی وجود بازارگردان، نشـان دادند که اجرای نظام بازارگردانی موجب افزایش نقدشوندگی سهام و کاهش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش می‌شود.

جفری[۳](۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان «اثر کیفیت اطلاعات بر ریسک نقدشوندگی سهام» حساسیت بازده سهام نسبت به تغییرات غیرمنتظره نقدینگی بازار را بررسی کرد. نتایج نشان داد که کیفیت بالاتر اطلاعات موجب کاهش ریسک نقدشوندگی سهام می‌شود و در شرایطی که تغییرات نقدینگی بازار شدیدتر است، رابطه منفی میان کیفیت اطلاعات و ریسک نقدشوندگی نیز تقویت می‌شود.

فروغی و همکارن(۲۰۱۲)در پژوهشـی به بررسـی ارتباط عملکرد شـرکت به‌عنوان متغیر وابسـته و نقدشـوندگی و ارزش دفتری دارایی‌ها، شـاخص پنجاهشـرکت برتر و عمر شـرکت بـه‌عنوان متغیر مسـتقل پرداختنـد. نتـایج این پژوهش نشـان می‌دهـد کـه رابطـه مثبـت بین معیارنقدشـوندگیو عملکرد شـرکت‌های پذیرفته شـده در سـازمان بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد

زمانی و فغانی کندری (۱۳۹۵) در پژوهشـی با عنوان «محاسـبه میزان نقدشـوندگی سـهام بورس تهران و بررسـی عوامل اثرگذار بر آن» با اسـتفاده از معیار باتواتر و دامنه نسـبی،

---

[۱] Ferguson, M. F. & Mann, S. C

[۲] Hanousek, J. & Podpiera, R

[۳] Ng, J.

نقدشـوندگی سـهام را اندازه‌گیری کردند. نتایج نشـان داد که نقدشـوندگی سـهام در برخی روزهای هفته و ماه‌های خاص کاهش می‌یابد و بازده سهم و بازده بازار نیز بر دامنه تعدیل‌شده نقدشوندگی اثرگذارند.

خشـنود و فرخنده (۱۳۹۴)رابطه بین نقدشـوندگی سـهام و جریان نقدی آزاد شـرکت‌های پذیرفته‌شـده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بررسـی کردند. آنان با استفاده از حجم معاملات، گردش معاملات، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و درصد روزهای معاملاتی به‌عنوان معیارهای نقدشـوندگی، به این نتیجه رسـیدند که بین جریان نقدی آزاد و معیارهای نقدشوندگی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

احمدپور و باغبان (۱۳۹۳) نیز در پژوهشـی با عنوان «بررسـی رابطه بین نقدشـوندگی دارایی‌ها و نقدشـوندگی سـهام در بورس اوراق بهادار تهران» نشـان دادند که بین نقدشـوندگی دارایی‌های شرکت و نقدشوندگی سهام آن رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

محمودی قهسـاره و همکاران(۱۳۹۷) در بررسـی نقدشـوندگی دارایی ها بر جریان نقد صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری اثری مثبت داشته، در واقع نقدشوندگی پایین تأثیر منفی دارد. همچنین باعث عملکرد ضعیف صندوق و ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری می‌شود.

فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مطالب مطرح شده تاکنون، دو فرضیه اصلی پژوهش حاضر بصورت زیر است:

۱. وجود صندوق اختصاصی بازارگردانی بر نقد شوندگی سهام تأثیرمعنی داری دارد.
۲. بین نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران، در دورهای قبل و بعد از فعالیت صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی تفاوت معنادار وجود دارد.

روش پژوهش

روش پژوهش به لحاظ اهداف، کاربردی، به لحاظ نحوه جمع آوری داده‌ها از نوع مطالعات ثانویه وازنظرتجزیه وتحلیل داده‌ها ازنوع همبستگی می باشد. روش گردآوری اطلاعات به‌صورت کتابخانه‌ای بوده، بدین صورت که جهت تدوین ادبیات نظری پژوهش ازابزارهای همچون مقالات، طرحها پژوهشی، کتابها، نرم افزار ره آوردنوین و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران جهت جمع‌آوری داده‌ها استفاده گردید.

ازآنجایی که در پژوهش حاضر، وضعیت موجود متغیرها با استفاده از جمعآوری اطلاعات، از طریق اطلاعات گذشته مورد تحلیل و بررسی قرار گرفته است، در ردیف مطالعات توصیفی قرار میگیرد. با توجه به اینکه در این پژوهش رابطه میان متغیرها بر اساس هدف پژوهش تحلیل میگردد هدف پیش‌بینی متغیرهای وابسته براساس متغیرهای مستقل میباشد یک تحقیق همبستگی میباشد.

درپژوهش حاضر هدف اصلی ،پی بردن به نقش بازارگردان در نقدشوندگی سهام تحت قرارداد بازارگردانی است که سایر متغیرهابه‌عنوان متغیرکنترلی تاثیرشان نسبت به نقدشوندگی سهام شرکت‌های مورد مطالعه بررسی می‌گردد.

قلمرو مکانی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای بازارگردان اختصاصی می‌باشند و قلمرو زمانی آن جهت بررسی تاثیر متغیرهای کنترلی سهام شناور آزاد، بازده، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهم، نسبت دارایی و بدهی بر نقدشوندگی سهام مورد نظراز سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ به‌صورت ماهانه است. که روش نمونهگیری به‌صورت غربالگری به منظور انتخاب نمونه است و از میان شرکت‌های مورد نظر، شرکت‌هایی که دارای بازارگردان اختصاصی بوده و در دوره مطالعه توقف آنها نماد بیش از دو ماه نباشد، انتخاب شده‌اند.

در این پژوهش در بخش ادبیات نظری و پیشینه موضوعی از روش کتابخانهای استفاده شد و برای این منظور از منابعی همچون کتب، مقالات و منابع منتشر شده در سایتهای مرجع علمی و پژوهشی استفاده گردید. در بخش گردآوری دادههای پژوهش نیز به روش اسنادکاوی تلاش شد که دادههای موردنیاز از منابع معتبری همچون صورتها و گزارشهای مالی منتشر شده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایت مرجع اطلاعرسانی سازمان بورس استفاده شود. همچنین بخشی از دادههای خام نیز با مراجعه حضوری به سازمان بورس و اوراق

بهادار تهران و استفاده از پایگاه داده موجود در سازمان گردآوری شد. دادههای خام گردآوری شده در نرمافزار اکسل[۱] ذخیره شده و جهت دستیابی به دادههای نهایی، محاسباتی روی آنها انجام شد.

برای انجام تحلیلهای مناسب از آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده میگردد. از آمارههای توصیفی جهت توصیف دادهها استفاده شد. همچنین مواردی همچون نرمال بودن توزیع متغیرها، پایایی متغیرها، همبستگی بین متغیرها و همخطی بین آنها نیز بررسی گردید. جهت انجام تحلیلهای استنباطی و بررسی فرضیههای پژوهش از مدلهای رگرسیونی دادههای ترکیبی یا تلفیقی[۲] حسب مورد استفاده شد. این دادهها ترکیبی ازدادههای مربوط به شرکتهای مختلف در سالهای مختلف است برای تحلیل و آزمون فرضیهها از نرم‌افزارای ویوز[۳]استفاده میشود. برای آزمون مدلهای فرضیات پژوهش از روش رگرسیون چندگانه استفاده می شود در هرکدام از مدلهای برازش شده، آزمونهای مختلفی نیز انجام شدند. در خصوص آمارههای مختلف مطرح شده در این آزمونها، تصمیم‌گیری براساس مقایسه آمارهای بدست آمده با مقادیر بحرانی و همچنین از طریق مقایسه احتمال بدست آمده از آماره موردنظر با سطح خطای ۵ درصد (سطح اطمینان ۹۵ درصد) انجام گردید. آزمون های اقتصاد سنجی مورد استفاده در این پژوهش عبارتند از آزمون چاو، هاسمن، آزمون دیکی فولر و همچنین از سایر آزمون ها مانند :همسانی، مانایی، استقلال خطاها، دوربین واتسون و غیره استفاده می شود.

مدل پژوهش

مدل پژوهش بصورت زیرمی‌باشد:

$$liq_{it} = \propto + \beta_1 MM_1 + \beta_2\ FREE\ FLOAT + \beta_3 RETURN + \beta_4 BM + \beta_5 FAR + \beta_6 DAR + \varepsilon_i$$

liq: نقدشوندگی سهام (متغیر وابسته) در این پژوهش معیار نقدشوندگی سهام نسبت گردش معاملات را برای اندازه گیری نقدشوندگی به کار می‌بریم که درتحقیقات جاستین و همکاران این معیار فراوانی یا تعداد دفعات تکرار معاملات دارایی اندازه گیری شده وبا نقدشوندگی بازار رابطه مثبت دارد. آن‌ها به این نتیجه

---

[۱] Excel
[۲] Panel or Pooled
[۳] E. Views

رسیدند که هر چه نسبت گردش معاملات (تعداد سهام معامله شده به کل سهام منتشر شده) بزرگتر باشد نقدشوندگی سهام بیشتر است (جاستین،۲۰۰۷).

بنابراین نقدشوندگی سهام می‌تواند معیاری برای کارایی بازارمطرح شود.علاوه برجنبه تئوری به لحاظ عملی وباتوجه به واقعیتهای موجود مانند پدیده صف‌های خرید و فروش و مشکلات بسیاردیگر، توجه به نقدشوندگی و تلاش برای حل این مشکل ضروری می‌رسد. افزایش نقدشوندگی می‌تواند موجب توزیع هر چه بیشتر ریسک مالی از طریق کاهش هزینه‌های پورتفوی گردانی و انگیزش بیشترسرمایه‌گذاران درتصمیم‌گیریهای معاملاتی شود. با افزایش نقدشوندگی هزینه معاملات به شکل چشمگیری پایین خواهدآمد.

$$liq = \frac{m}{v}$$

$$liq = \frac{\text{The number of shares traded}}{\text{the total issued shares}}$$

FREE FLOAT: سهام شناور آزاد عبارت از بخشی از سهام یک شرکت است که در بازار مالی قابل معامله است و با اهداف مدیریتی توسط سهامداران کنترل‌کننده نگهداری نمی‌شود. عرضه و تقاضای این بخش از سهام به واسطه دخالت در فرآیند عرضه و تقاضای روزانه، قیمت را تعیین می‌کند و قابلیت نقدشوندگی سهام را فراهم می‌کند. کارشناسان بخشی ازسهام هرشرکتی را سهام شناورآزاد می‌دانندکه احتمال بیشتری برای حضوردر فرایند معاملات داشته باشد؛ چون در واقع، عرضه وتقاضای این بخش از سهام است که قیمت سهام شرکت راتعیین کرده وقابلیت نقدشوندگی سهام را نشان می‌دهد. اطلاعات آن ازپایگاه اطلاعاتی سازمان استخراج شده است.

RETURN: بازدهی سهام منظورازبازدهی یک سهم، درآمدهایی است که نصیب مالک آن می‌شود. برای اینکه بتوان بازده یک سهم ر امحاسبه کرد، باید تغییر قیمت و جریان نقدی حاصل ازآن را طی دورهء سرمایه گذاری محاسبه کرد.

$$r = \frac{p_2 - p_1 + Div}{p_1}$$

بازده واقعی یا بازده کل، مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهم تعلق می گیرد .

MM: متغیر مستقل که برای شناسایی دورهایی که سهم ،صندوق اختصاصی بازارگردانی دارد یا خیر به این ترتیب اگر در دوره‌ای‌که سهم صندوق اختصاصی بازارگردانی داشته باشد متغیر عدد یک، در غیر اینصورت متغیر صفر است.

BM[1]: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، مارتینز و دیگران (۲۰۰۴) ، معتقدندکه این فاکتور ریسک فاما و فرنچ منبعی شگفت انگیز ریسک نقدشوندگی است وآنرا با متغیری که ارتباط بسیار نزدیکی با نقدشوندگی سیستماتیک دارد قابل توضیح می‌دانند. این نسبت ازتقسیم ارزش دفتری (حقوق صاحبان سهام) برارزش بازارسهم بدست می‌آید.

$$BM = \frac{\text{BOOK VALUE}}{\text{MARKET VALUE}}$$

FAR[2]: (دارایی‌های ثابت) به‌عنوان نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها تعریف می‌شود.

DAR[3]: نسبت کل بدهی به دارایی‌ها

یافته‌های پژوهش

پژوهش به دنبال آزمون تاثیر صندوق اختصاصی بازارگردانی بر نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کشور است .در این نمونه تعداد ۴۰ شرکت که سهام آنها توسط صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی تحت قرارداد بازارگردانی مورد معامله قرار می‌گیرند انتخاب شده‌اند‌درمیان این ۴۰ شرکت نماد ۲۰ شرکت بیش از دوماه بسته بوده و جامعه آماری ما را مابقی شرکتها تشکیل می دهد. داده متغیرهای مورد مطالعه هر یک از اعضای نمونه آماری به طول شش سال گردآوری شده است .داده های پژوهش به صورت ماهانه بوده و در دامنه زمانی بین سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶قرار گرفته است .بنابراین هر یک از متغیرهای پژوهش تعداد۱۹۳۸ مشاهده دارد.

---

[1] Book value to Market value

[2] Fixed assets ratio

[3] Debt to asset ra

در این مطالعه از شاخص های گرایش مرکزی و پراکندگی استفاده شد و نتایج در جدول ۱ از جمله میانگین و میانه و شاخصهای پراکندگی ازجمله انحراف معیار، کشیدگی و چولگی برای متغیرهای مختلف محاسبه شده است.

جدول ۱: اطلاعات توصیفی متغیرهای پژوهش

شاخص	نقدشوندگی سهام	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	نسبت کل بدهی به دارایی‌ها	نسبت دارایی‌های ثابت	سهام شناور آزاد	بازده سهم
میانگین	۰.۰۰۱۲۷۲	۱.۶۶۳۷۳۹	۰.۴۶۹۸۳۵	۰.۱۲۲۰۸۶	۱۷.۱۱۷۵۵	۰.۰۲۲۰۶۱
میانه	۰.۰۰۰۳۶۹	۱.۰۷۹۵۹۳	۰.۴۷۷۴۲۷	۰.۰۴۱۴۱۵	۱۴.۷۴۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰
حداکثر	۰.۰۳۳۲۴۱	۲۴.۵۸۹۱۷	۰.۸۶۲۱۴۸	۰.۵۸۷۲۷۴	۴۷.۸۶۰۰۰	۰.۹۴۰۱۹۷
حداقل	۰.۰۰۰۰۰۰	-۰.۱۳۵۶۵	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	-۰.۷۲۷۹۹
انحراف معیار	۰.۰۰۲۸۳۶	۲.۳۵۷۳۰۶	۰.۲۲۷۱۶۸	۰.۱۵۲۲۲۹	۱۰.۵۵۲۸۶	۰.۱۲۹۲۰۵
چولگی	۵.۶۵۵۳۳۹	۴.۸۱۸۱۸۱	-۰.۰۵۲۴۶	۱.۳۴۶۱۶۸	۰.۹۶۳۹۱۴	۱.۴۲۷۰۳۲
کشیدگی	۴۴.۶۵۸۱۹	۳۲.۶۳۴۶۶	۱.۷۲۸۰۰۳	۳.۷۵۳۰۳۶	۳.۴۱۸۸۱۹	۹.۷۹۱۳۴۱

نقدشوندگی سهام متغیر وابسته است که در این پژوهش معیار نقدشوندگی سهام نسبت گردش معاملات را برای اندازه گیری نقدشوندگی به کار می‌بریم. این متغیر با میانگین ۰.۰۰۱۲۷۲ و انحراف معیار ۰.۰۰۲۸۳۶ دارای چولگی و کشیدگی مثبت است. شاخصهای توصیفی نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار ازتقسیم ارزش دفتری(حقوق صاحبان سهام)برارزش بازارسهم بدست می‌آید. که ارزش دفتری از صورتهای مالی وارزش بازار(حاصل ضرب تعدادسهام منتشره درقیمت پایانی سهم) ازسایت رسمی سازمان بورس استخراج شده است. این متغیر با میانگین ۱.۶۶۳۷۳۹ و انحراف معیار ۲.۳۵۷۳۰۶ دارای چولگی و کشیدگی مثبت است. شاخصهای توصیفی نسبت کل بدهی به دارایی‌ها به‌عنوان نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها تعریف می‌شود. که ازصورتهای مالی، استخراج شده است. این متغیر با میانگین ۰.۴۶۹۸۳۵و انحراف معیار ۰.۲۲۷۱۶۸ دارای چولگی منفی و کشیدگی مثبت است. شاخصهای توصیفی دارایی‌های ثابت به‌عنوان نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها تعریف می‌شود.که ازصورتهای مالی، استخراج شده است. این متغیر با میانگین ۰.۱۲۲۰۸۶و انحراف معیار ۰.۱۵۲۲۲۹ دارای چولگی و کشیدگی مثبت است. شاخصهای توصیفی سهام شناور آزاد عبارت از بخشی از سهام یک شرکت است که در بازار مالی قابل معامله است و با اهداف مدیریتی توسط سهامداران کنترل‌کننده نگهداری نمی‌شود. که اطلاعات آن ازپایگاه اطلاعاتی سازمان استخراج شده است. این متغیر با میانگین ۱۷.۱۱۷۵۵ و انحراف معیار۱۰.۵۵۲۸۶ دارای چولگی و کشیدگی مثبت است. شاخصهای توصیفی بازده سهم عبارت از بازده کلی که به سهام یک شرکت تعلق می‌گیرد این متغیر با میانگین ۰.۰۲۲۰۶۱ و انحراف معیار۰.۱۲۹۲۰۵ دارای چولگی و کشیدگی مثبت است.چولگی به توزیع مشاهده‌ها در دامنه مقیاس و کشیدگی به منحنی توزیع مشاهده‌ها اشاره دارد. چولگی مثبت توزیع نقدشوندگی سهام، شاخصهای توصیفی نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، شاخصهای توصیفی دارایی‌های ثابت، شاخصهای توصیفی سهام شناور آزاد، شاخصهای توصیفی بازده سهم بیانگر این است که مشاهده‌های دور افتاده از شاخص‌های مرکزی در دامنه راست مقیاس اندازه گیری قرار گرفته است و کشیدگی مثبت بیانگر این است که منحنی توزیع بلندتر است. چولگی منفی توزیع شاخصهای توصیفی نسبت کل بدهی به دارایی‌ها بیانگر این است که مشاهده‌های دور افتاده از شاخص‌های مرکزی در دامنه چپ مقیاس اندازه گیری قرار گرفته است.

آمار استنباطی

تعیین روش تخمین رگرسیون (آزمون چاو)

در این پژوهش مدل های مربوطه با توجه به داده های ترکیبی مربوط به سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برآورد می‌شوند. در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی تحلیل داده های پول و پانل مواجه هستیم که با آزمونهای مناسب قابل تشخیص هستند. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش تلفیقی و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف- لیمر استفاده می‌کنیم.

در هر دو روش پول و پانل ضریب شیب مقداری ثابت است ولی عرض از مبدأ در مدل پول ثابت و در مدل پانل متغیر است. مدل پانل را می‌توان به دو طبقه‌ی جدید رده‌بندی نمود. اگر عرض از مبدأهای متفاوت مدل‌های پانلی با متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون، همبستگی معناداری داشته باشند (و به‌صورت تصادفی تعیین نشوند) می‌گوییم الگو از نوع اثرات ثابت است. چنانچه عرض از مبدأهای متفاوت الگوهای پانلی با متغیر توضیحی مدل رگرسیون، همبستگی معناداری نداشته باشند (و به‌صورت تصادفی تعیین شوند) گفته می‌شود الگو از نوع اثرات تصادفی است. هر دو الگوی اثرات ثابت و تصادفی در طبقه برآورد پانلی قرار می‌گیرند. در برآورد یک مدل که داده‌های آن از نوع ترکیبی است، ابتدا باید نوع الگوی برآورد مشخص شود.

فرضیه‌های آماری این آزمون به شرح زیر است.

$H_0: \alpha_1 = \alpha_1 = \ldots$: تمام عرض از مبدأها باهم برابرند (داده های تلفیقی)

$H_1: \alpha_i \neq \alpha_j$ حداقل یکی از عرض از مبدأها با بقیه متفاوت است (داده های تابلویی)

نتایج آزمون چاو درجدول ۲ آمده است. در این جدول ملاحظه می‌شود که مقدار p برای مدل پژوهش کوچکتر از ۰.۰۵ است. بنابراین فرض صفر این آزمون رد می‌شود. بنابراین برای انتخاب یکی از روش های اثرات ثابت یا تصادفی، لازم است آزمون هاسمن انجام شود.

جدول ۲: آزمون آماری چاو

آزمون	مقدار	p-value	نتیجه
آزمون چاو	۵۰۲.۷۰	۰.۰۰۰	استفاده از روش داده های تابلوئی

آزمون هاسمن

در آزمون هاسمن اگر مقدار p-value بیشتر از سطح خطای ۵٪ باشد، فرض صفر رد نمی‌شود و روش مناسب روش اثرات تصادفی خواهد بود ولی اگر کمتر از ۵٪ باشد فرض صفر رد شده و بهترین روش، روش اثرات ثابت خواهد بود.

$H_0: bs = Bs$ روش اثرات تصادفی

$H_1: bs \neq Bs$ روش اثرات ثابت

نتایج آزمون هاسمن در جدول ۳ مشاهده می‌شود. با توجه به این جدول برای تخمین مدل پژوهش از مدل با اثرات ثابت استفاده می‌شود ($p<۰.۰۵$).

جدول ۳:نتایج آزمون هاسمن

آزمون	مقدار	p-value	نتیجه
آزمون هاسمن	۱۹.۴۳	۰.۰۰۳۵	استفاده از روش اثرات ثابت

تخمین مدل رگرسیون

در این بخش مدل رگرسیون پژوهش، تخمین زده می‌شود و با استفاده از نتایج حاصل فرضیات پژوهش مورد آزمون قرار می گیرند.

نتایج حاصل از برازش مدل رگرسیونی پژوهش در جدول ۴ آمده است. با توجه به نتایج حاصل از آزمون F برای بررسی معناداری رگرسیون، ملاحظه می‌شود که مقدار p برای متغیرهای mm(داشتن و نداشتن صندوق)، سهام شناور آزاد، بازده سهم، برابر با ۰، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار برابر با ۰.۰۴۸۴، نسبت دارایی‌های ثابت برابر با ۰.۰۰۱۲ است که کوچکتر از ۰.۰۵است، لذا معناداری رگرسیون تایید می‌شود. اما در مورد نسبت کل بدهی به

دارایی‌ها که برابر با ۰.۹۸۷۲و بزرگتر از ۰.۰۵است لذا در مورد این متغیر رگرسیون معنادار ناست. همچنین ضریب تعیین R۲ برای مدل برابر با ۰.۵۱۲است که نشان می دهد در مدل رگرسیونی متغیرهای مستقل ۵۱.۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می کنند. همچنین در این جدول آماره دوربین واتسون برابر با ۱.۹۹۳ می باشد که با توجه به اینکه بین ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد لذا نتیجه می‌شود که همبستگی در خطاها وجود ندارد و خطاها از یکدیگر مستقل هستند. با توجه به برقراری مفروضات رگرسیون به بررسی معناداری ضرایب پرداخته می‌شود و فرضیات پژوهش با استفاده از این نتایج مورد آزمون قرار می‌گیرند.

جدول ۴: نتایج حاصل از برازش مدل رگرسیونی

روش	روش اثرات تصادفی			
متغیر وابسته	نقدشوندگی			
متغیر مستقل	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p
C	-۳.۶۶۲۳۳	۰.۰۸۲۸۵	-۴۴.۲۰۴	۰
MM	-۰.۱۶۴۰۳	۰.۰۲۷۰۷۱	-۶.۰۵۹۳۲	۰
FREE_FLOAT	۰.۰۲۲۵۱۲	۰.۰۰۱۹۴۷	۱۱.۵۶۱۷۸	۰
RUTERN	۱.۳۱۴۲۱۹	۰.۰۸۸۲۹۷	۱۴.۸۸۳۹۹	۰
BM	۰.۰۱۴۱۰۶	۰.۰۰۷۱۴	۱.۹۷۵۴۸۸	۰.۰۴۸۴
FAR	-۰.۸۳۰۴۴	۰.۲۵۵۹۴۲	-۳.۲۴۴۶۳	۰.۰۰۱۲
DAR	۰.۰۰۲۱۲۷	۰.۱۳۲۰۹۵	۰.۰۱۶۱۰۱	۰.۹۸۷۲
R2	۰.۵۱۲			
F (p)	۶۷.۵۳۰ (۰.۰۰)			
آماره دوربین واتسون	۱.۹۹۳			

فرضیه۱: وجود صندوق اختصاصی بازارگردانی بر نقد شوندگی سهام تأثیرمعنی داری دارد.

با توجه به نتایج تحلیل رگرسیون پانلی با اثرات ثابت در جدول ۴ ملاحظه می‌شود که ضریب رگرسیونی متغیر وجود صندوق اختصاصی بازارگردانی برابر با ۰.۱۶۴- است و مقدار

p برای این متغیر برابر با ۰ است که چون کوچکتر از ۰.۰۵ است لذا این ضریب رگرسیونی معنادار است. به عبارت دیگر وجود صندوق اختصاصی بازارگردانی بر نقد شوندگی سهام تأثیرمعنی داری دارد. بنابراین فرضیه ۱ پژوهش تایید می‌شود.

$H_0: \beta_1 = 0$
$H_1: \beta_1 \neq 0$

لازم به ذکر است که طبق شواهد ضریب این متغیر(mm) منفی است بنابراین وجود صندوق اختصاصی بازارگردانی در این پژوهش در رابطه با نقدشوندگی اثر معکوس دارد.

فرضیه ۲: بین نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران، در دورهای قبل و بعد از فعالیت صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی تفاوت معنادار وجود دارد.

با توجه به جدول ۵ ملاحظه می‌شود که مقدار p برابر با ۰.۰۰۱ است که چون کوچکتر از ۰.۰۵ است لذا میزان نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران، در دورهای قبل و بعد از فعالیت صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی تفاوت معنادار وجود دارد. با توجه به اینکه میانگین نقدشوندگی قبل از فعالیت صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی برابر با ۰.۰۰۱۴ و بعد از آن برابر با ۰.۰۰۱۰ است لذا نتیجه می‌شود که میزان تقدشوندگی قبل از فعالیت این صندوقها بیشتر از بعد از آن است.

$H_0: \mu_1 = \mu_2$
$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$

جدول ۵: نتایج آزمون t زوجی برای فرضیه ۲ پژوهش

		اطلاعات توصیفی		آزمون t		
متغیر	مرحله	میانگین	انحراف معیار	T	d f	p
نقدشوندگی	قبل	۰.۰۰۱۴	۰.۰۰۱۷	۳.۸۷۸	۱۹	۰.۰۰۱
	بعد	۰.۰۰۱۰	۰.۰۰۱۹			

بحث و نتایج آزمونها

یکی ازکارکردهای سیستمهای بازارگردانی دراکثربازارهای مالی دنیا، افزایش نقدشونگی سهام است راهکارهای مختلفی در مورد افزایش نقدشوندگی ارائه شده است که در بورس اوراق بهادار تهران صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی یکی از این راهکارهاست.

در پژوهش حاضر تأثیر صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی برنقدشوندگی سهام مطالعه وبررسی گردید وهمچنین تأثیر متغیرهایی کنترلی چون سهام شناور آزاد، بازده سهام، نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار سهام، نسبت دارایی‌های ثابت و ساختار سرمایه در رابطه با نقدشوندگی بررسی شدند.

ابتدا برای آزمون نرمال بودن متغیر وابسته ازتبدیل لگاریتم استفاده کردیم که متغیر نقدشوندگی دارای توزیع نرمال شود ودر آزمون مانایی تمامی متغیرها در دوره پژوهش در سطح مانا بود ه اند. بنابراین مشکل رگرسیون کاذب وجود نخواهد داشت. در بررسی هم‌خطی به‌دلیل اینکه کلیه مقادیر بدست آمده زیر ۵ هستند بنابراین هم‌خطی بین متغیرها وجود ندارد و تخمین رگرسیون به‌دست‌آمده معتبر است.بعد از انجام این آزمونها برای تعیین روش تخمین رگرسیون از آزمون اف- لیمر استفاده کردیم. که نتایج نشان دهنده دادهای پنل است.

برای شناسایی اینکه الگو از نوع اثرات ثابت است یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شدکه ننتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد، برای تخمین مدل پژوهش از مدل با اثرات ثابت استفاده می‌شود. با توجه به نتایج حاصل از برازش مدل رگرسیونی پژوهش و نتایج حاصل از آزمون F برای بررسی معناداری رگرسیون، ملاحظه می‌شود که مقدار p برای متغیرهای mm(داشتن و نداشتن صندوق)، سهام شناور آزاد، بازده سهم، برابر با ۰، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار برابر با ۰.۰۴۸۴، نسبت دارایی‌های ثابت برابر با ۰.۰۰۱۲ است که کوچکتر از ۰.۰۵است، لذا معناداری رگرسیون تایید می‌شود. اما در مورد نسبت کل بدهی به دارایی‌ها که برابر با ۰.۹۸۷۲ و بزرگتر از ۰.۰۵است لذا در مورد این متغیر رگرسیون معنادار ناست. همچنین ضریب تعیین R۲ برای مدل برابر با ۰.۵۱۲ می‌باشد، که نشان می دهد در مدل رگرسیونی متغیرهای مستقل ۵۱.۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می کنند. همچنین در این جدول آماره دوربین واتسون برابر با ۱.۹۹۳ است که با توجه به اینکه بین ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد لذا نتیجه می‌شود که همبستگی در خطاها وجود ندارد و خطاها از یکدیگر مستقل هستند. با توجه به

برقراری مفروضات رگرسیون به بررسی معناداری ضرایب پرداخته می‌شود و فرضیات پژوهش با استفاده از این نتایج مورد آزمون قرار می گیرند.

با توجه به نتایج تحلیل رگرسیون پانلی با اثرات ثابت ملاحظه می‌شود که ضریب رگرسیونی متغیر وجود صندوق اختصاصی بازارگردانی برابر با ۰.۱۶۴- است و مقدار p برای این متغیر برابر با ۰ است که چون کوچکتر از ۰.۰۵ است لذا این ضریب رگرسیونی معنادار است. به عبارت دیگر وجود صندوق اختصاصی بازارگردانی بر نقد شوندگی سهام تأثیرمعنی داری دارد. بنابراین فرضیه ۱ پژوهش تایید می‌شود. لازم به ذکر است که طبق شواهد ضریب این متغیر(mm)منفی است بنابراین وجود صندوق اختصاصی بازارگردانی در این پژوهش در رابطه با نقدشوندگی اثر معکوس دارد.

با توجه به آزمون t زوجی ملاحظه می‌شود که مقدار p برابر با ۰.۰۰۱ است که چون کوچکتر از ۰.۰۵ است لذا میزان نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران، در دورهای قبل و بعد از فعالیت صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی تفاوت معنادار وجود دارد. با توجه به اینکه میانگین نقدشوندگی قبل از فعالیت صندوق‌های اختصاصی بازارگردانی برابر با ۰.۰۰۱۴ و بعد از آن برابر با ۰.۰۰۱۰ است لذا نتیجه می‌شود که میزان تقدشوندگی قبل از فعالیت این صندوقها بیشتر از بعد از آن است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادهای کاربردی

بازار سهام ایران بازاری است نوپا که مجموعه عوامل افزایش نقدشوندگی در آن کمتر دیده می‌شود.از راهکارهایی که نقدشوندگی بازار را افزایش می‌دهد افشای شفاف و کامل اطلاعات توسط شرکت‌های بورسی است که در سال‌های اخیر توجه چندانی به آن نشده است. توجه به این موضوع می‌تواند در کنار گزارش‌های تحلیلی منسجم اطمینان فعالان بازار را نسبت به وجود تقارن اطلاعاتی بالا برده و در نهایت نقدشوندگی بازار را افزایش دهد.همچنین تنوع ابزارهای مالی، حضور سرمایه‌گذاران بین‌المللی از راهکارهایی است که می‌تواند در بلند مدت تاثیر بسزایی در نقدشوندگی بازار داشته باشد. توصیه می‌گردد با اجرای قوانین مناسب برای حمایت از سرمایه‌گذاران خارجی و مالکیت خصوصی می‌توان تسهیل معاملات مالی و

اجرای قراردادها و کاهش هزینه‌های نظارت بر اجرای قراردادها را در بر داشته باشد. همچنین تنوع ابزارهای مالی در بازار سرمایه باعث جذب سلایق سرمایه‌گذاران مختلف از حیث ریسک و بازده از طریق تنوع ابزارهای مالی می‌شود که این موضوع می‌تواند در بلندمدت موجب افزایش حضور سرمایه‌گذاران خرد و کلان در بازار شود. حضور سرمایه‌گذاران بین‌المللی در بازار سهام کشور علاوه بر انتقال تجارب و تکنولوژی‌های به روز سرمایه‌گذاری، شرایط افزایش نقدشوندگی بازار را فراهم می‌آورد. برای حضور سرمایه‌گذاران خارجی علاوه بر قوانین حمایت‌کننده، حداقل باید صورت‌های مالی شفاف که بر مبنای استانداردهای بین‌المللی تهیه و حسابرسی می‌شود، ارائه شود.

درمورد فن آوری، رشد معاملات آنلاین مستلزم توسعه فناوری‌های معاملاتی است که توان پاسخگویی به نیاز کاربران و افزایش حجم و فراوانی معاملات را داشته باشد. از راهکارهای دیگرکه می‌توان اشاره کرداین است که با توجه به این موضوع که در حال حاضر میزان سهام شناور شرکت‌های بورسی و فرابورسی در سطح قابل قبولی قرار ندارد، افزایش میزان سهام شناور آزاد در بورس می‌تواند، باعث افزایش نقدشوندگی در بازار سهام گردد. نظام حاکمیت شرکتی نیز از دیگر مواردی است که می‌تواند نقدشوندگی بازار را افزایش می‌دهدشرکتها باید شرایط افزایش کیفیت سود، ارائه اطلاعات شفاف، کارآیی بازار و در نهایت افزایش عمق بازار را فراهم آورند. واما در مورد بازارگردانان، باید گفت یکی از دلائلی که بازارگردانان در ایران در زمینه نقدشوندگی موفق نیستند به خاطر وجود پدیده حد نوسان است. زمانی که قیمت سهم با کاهش مواجه است، حد نوسان باعث تأخیردرکاهش قیمت می‌شود. در اینگونه مواقع بازارگردانها فقط نقش خریدار سهام به منظور حمایت سهامداران جزء، را برعهده دارند. پیشنهاد می‌گرددکه نهادهای ناظردرمورد حد نوسان وحجم مبنا تجدید نظر کرده، تا صندوق‌های بازارگردانی به جای ایفا کردن نقش به‌عنوان یک صندوق سرمایه گذاری به مقوله بازارگردانی و افزایش نقدشوندگی سهام بپردازند.

هر تحقیقی هر چند که به‌صورت جامع فرض شود، به لحاظ برخی محدودیت های ماهوی و شکلی اعم از موضوعی و زمانی، قادر نیست به همه ابعاد موضوع نگریسته و از جنبه های مختلف به آن بپردازد. این پژوهش نیز از این قاعده مستثنی نبوده است، بنابراین برای انجام

برخی تحقیقات همسو با این موضوع و همچنین توسعه آن، پیشنهادهایی به شرح ذیل برای انجام تحقیقات بعدی و پژوهشگران آتی، ارائه می‌شود.

۱-بررسی تأثیرقوانین ومقررات بازار سرمایه بر نقدشوندگی سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران(مطالعه موردی حد نوسان قیمت، حجم مبنا)

۲-بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی، افزایش کیفیت سود، ارائه اطلاعات شفاف، بر نقدشوندگی سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۳- بررسی تأثیر ورود سرمایه گذار خارجی بر نقدشوندگی سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

منابع

اصلانی، عظیم، خدابخشی، نسرین. ، و جوانبخت مرتضی (۱۳۹۳)، " بررسی میزان سهام شناور آزاد بر عملکرد مالی و ایجاد مزیت رقابتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر شرکت‌های گروه صنعت خودرو و ساخت قطعات ایران)" اولین کنفرانس اقتصاد و مدیریت کاربردی با رویکرد ملی

بوستانی، احمد (۱۳۹۳)، " نقدی بر فعالیت بازارگردانی. نشریه اوراق بهادار" .(۵۵–۵۴)

حسینی، سهیل و همکاران. (۱۳۹۰)، " بررسی ارتباط بین عملکرد شرکت‌ها و نقدشوندگی سهام" فصلنامه بورس اوراق بهادر پاییز ۱۳۸۹ شماره ۱۱

خشنود، مهدی و فرخنده، مهسا (۱۳۹۴)، " بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و جریان نقدی آزاد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار" چشم‌انداز مدیریت مالی، ۵(۱۱), ۱۱۵-۱۳۲.

زمانی، شیوا و فغانی‌کندری، پگاه (۱۳۹۵)، " محاسبه میزان نقدشوندگی سهام بورس تهران و بررسی عوامل اثرگذار بر آن" چشم‌انداز مدیریت مالی، (۱۵)۶، ۶۱–۸۰.

سعیدی، علی و افخمی، عادل (۱۳۹۱)، " بررسی رابطه ریسک، بازده و نقدشوندگی با سهام شناور آزاد در بورس اوراق بهادار تهران"تحقیقات مالی، ۱۴(۲)، ۶۵–۸۰.

عسکری فیروزجایی، احسان، پیرایش شیرازی‌نژاد، حسین و بیناباجی، مریم (۱۳۹۵)، "آسیب‌شناسی بازارگردانی در بازار سرمایه ایران با بررسی تطبیقی روش‌های بازارگردانی در بورس‌های دنیا" نشریه بورس اوراق بهادار.

فدائی‌نژاد، محمد اسماعیل و کامل‌نیا، مجتبی(۱۳۹۰)، " بررسی اثرات بازارگردانی بر نقدشوندگی سهام و سودآوری آن برای بازارگردان در بورس اوراق بهادار تهران"چشم انداز مدیریت مالی

مشکی، مهدی و پورمحمد ضیابری، مریم (۱۳۹۳)، " بررسی مقایسه ای نقدشوندگی و نسبت qتوبین سهام رشدی و ارزشی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" تحقیقات مالی، ۱۰.۲۲۰۵۹/jfr.۲۰۱۴.۵۱۸۴۴

یعقوب‌نژاد، احمد و ذبیحی علی (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین کیفیت افشا و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" مجله دانش مالی و تحلیل اوراق بهادار، (مطالعات مالی)، ۴ (۱۰)، ۲۱۷–۲۳۵.

Ahmadpour, A. & Bagheban, M. (2014). The relationship between the liquidity of assets and the liquidity of shares in the Tehran Stock Exchange. Empirical Research in Accounting, 4(14), 61–77.

Askari Firouzjaei, A., Pirayesh Shirazinejad, H., and Binabaji, M. (2016). Pathology of market manipulation in the Iranian capital market with a comparative study of market manipulation methods in world stock exchanges. Stock Exchange Journal. https://www.sukuk.ir(in Persian).

Aslani Azim, Kh., Khodabakhshi, N., and Javanbakht, M. (2014). Investigating the effect of free float on financial performance and creating competitive advantage of companies listed on the Tehran Stock Exchange (with emphasis on companies in the automotive industry and parts manufacturing group of Iran). The first conference on applied economics and management with a national approach https://civilica.com/doc/289937/ (in Persian).

Boustani, A. (2014). A critique of market manipulation activities. Securities Journal, (54–55). https://www.magiran.com/paper/1337707/ (in Persian).

Bollen, N. P. B. Smith, T. & Whaley, R. E. (2003). Optimal contract design: For whom? Journal of Futures Markets, 23(8), 719–750.

Ferguson, M. F. & Mann, S. C. (2001). Execution costs and their intraday variation in futures markets. Journal of Business, 74(4), 629–659.

Fadainejad, M. A., and Kamelnia, M. (2011). Investigating the effects of market making on stock liquidity and its profitability for market makers in the Tehran Stock Exchange. (e94346). Financial Management Perspectives, 1(3), e94346. https://jfmp.sbu.ac.ir/article_94346.html (in Persian).

Foroghi,D , Farahmand,S & Ebrahimi,M. (2012). The Relationship between Stock Market Liquidity and Corporate Performance in Tehran Stock Exchange Listed Companies. Quarterly Journal of Securities Exchange, 4(15), 125-143.Hong, J. C. S. P. & Subrahmanyam, M. G. (2007). A tale of two prices: Liquidity and asset prices in multiple markets. Journal of Banking & Finance, 32, 947–960.

Hanousek, J. & Podpiera, R. (2004). Czech experience with market maker trading system. Economic Systems, 28(2), 177–191.

Hosseini, S et al. (2011), "Investigating the relationship between companies' performance and stock liquidity", Bahadur Stock Exchange Quarterly, Autumn 2019, No. 11(in Persian).

Khoshnood, M., & Farkhunde, M. (2015). Investigating the relationship between stock liquidity and free cash flow in companies listed on the Stock Exchange. Financial Management Perspective 5(11) ,115-132 https://iranjournals.nlai.ir/handle/123456789/737311 (in Persian).

Mahmoudi Ghahsareh, A, Abdolbaghi, A, & Fathi, S. (2018). Liquidity, Performance, Market Conditions and Redemption: Evidence from Mutual

Funds in Iran. Journal Of Securities Exchange, 11(43), 73-89. SID. https://sid.ir/paper/405297/en

Meshki, M., and Pourmohammad Ziabari, M. (2014). Financial Research, 10.22059/jfr.2014.51844 https://jfr.ut.ac.ir/article_51844.html (in Persian).

Ng, J. (2011). The effect of information quality on liquidity risk. Journal of Accounting and Economics, 52(2–3) 126–143. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.03.004.

Saeedi, A., and Afkhami, A. (2012). Investigating the relationship between risk, return and liquidity with free-floating stocks in Tehran Stock Exchange. Financial Research 10.22059/jfr.2013.51059 https://jfr.ut.ac.ir/article_51059.html (in Persian).

Shen, P. & Starr, R. M. (2002). Market-makers' supply and pricing of financial market liquidity. Economics Letters, 76(1), 53–58.

Tse, Y. & Zabotina, T. (2004). Do designated market makers improve liquidity in open-outcry futures markets? Journal of Futures Markets, 25(5), 519–541.

Yaghoubnejad, A., and Zabihi, A. (2011). Investigating the relationship between disclosure quality and liquidity of shares of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Journal of Financial Knowledge and Securities Analysis, 4(10), 217–235. SID. https://sid.ir/paper/200111/fa (in Persian).

Zamani, Sh., and Faghani-Kandari, P. (2016). Calculating the liquidity of Tehran Stock Exchange stocks and investigating the factors affecting it. Financial Management Perspective, 6(15), 61–80. https://jfmp.sbu.ac.ir/article_94930.html (in Persian).

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license