

هزینه معاملات سهام و قیمت سهام: نقش تعدیلی سرمایه‌گذاران نهادی

احمد خدای پور^{۱*}، اسماعیل امیری^۲

چکیده

حضور سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار حاکمیت شرکت‌ها و بازارهای مالی به عنوان تضمینی برای حفظ حقوق اقلیت و نقدشوندگی بیش‌تر سهام شناخته شده است. از طرف دیگر، پژوهش‌های اخیر هزینه معاملات را به عنوان شاخص کلیدی برای سنجش عملکرد و نقش محوری در بازارهای مالی بیان می‌کنند. در پژوهش حاضر رابطه بین هزینه معاملات سهام و قیمت سهام مورد آزمون قرار گرفته و نقش تعدیلی سرمایه‌گذاران نهادی بر این ارتباط بررسی شده است. با توجه به ویژگی‌های داده‌های پژوهش، نمونه آماری پژوهش شامل تعداد ۶۹ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی بازه زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۴ انتخاب شده است. روش تحلیل آماری پژوهش متکی به رگرسیون خطی چندمتغیره است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که، بین هزینه معاملات سهام و قیمت سهام رابطه مثبت و در حد ضعیفی وجود دارد. همچنین، وجود سرمایه‌گذاران نهادی باعث کاهش هزینه معاملات سهام می‌شوند. این یافته به دست آمده استدلال می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل توانایی برتری که در دسترسی به اطلاعات دارند و همچنین نقش نظارتی آن‌ها بر مدیران موجب کاهش هزینه معاملات سهام حاصل از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می‌شود. افزون بر این، نتایج دیگر پژوهش حاکی از این است که، سرمایه‌گذاران نهادی باعث منفی شدن رابطه بین قیمت سهام و هزینه معاملات سهام می‌شود.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاران نهادی، هزینه معاملات سهام، قیمت سهام.

۱. دانشیار حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان
۲. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه مازندران، بابلسر

تاریخ دریافت مقاله: ۹۵/۱۰/۱

تاریخ پذیرش مقاله: ۹۶/۳/۲۲

* نویسنده مسئول: احمد خدای پور

Khodamipour@uk.ac.ir

مقدمه

شناخت انواع هزینه‌های معاملاتی اوراق بهادار برای انواع مسائل مربوط به بازار مهم می‌باشد. تحولات اخیر بازار سرمایه و قیمت‌گذاری دارایی‌ها نشان می‌دهد، هزینه‌های معاملاتی^۱ نقش محوری در کشف قیمت‌ها بازی می‌کند. اخیراً پژوهش‌های بازار سرمایه، هزینه‌های معاملاتی را به عنوان شاخص کلیدی برای سنجش عملکرد و نقش محوری در بازارهای مالی بیان می‌کنند. در بسیاری از این پژوهش‌ها، هزینه‌های معاملاتی به صورت عدم‌نقدشوندگی مورد بحث قرار گرفته است، به طوری که هزینه‌های معاملاتی عاملی تعیین کننده در نقدشوندگی بازار و بازده دارایی‌ها است (سپوی، ۲۰۱۴). تجزیه و تحلیل هزینه‌های معاملاتی به عنوان یکی از پیامدهای ریز ساختار بازار سرمایه منافع زیادی برای مدیریت پرتفوی و معامله‌گران دارد؛ زیرا، از آن می‌توان برای ارزیابی و بهبود عملکرد از روند تشکیل پرتفوی بهره گرفت. در طی دهه گذشته، ابعاد هزینه‌های معاملاتی به طور قابل توجهی تکامل یافته است ولی هنوز به عنوان یک مفهوم مبهم و بدون ساختار است. دانش از هزینه‌های معاملاتی در بازارهای نوظهور بسیار مهم است، زیرا هزینه‌های معاملاتی تا حد زیادی می‌تواند استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد. اگر هزینه‌های معاملاتی کم باشند، استراتژی تخصیص دارایی‌های مختلف جذاب خواهد بود. در مقابل، اگر هزینه‌های معاملاتی بالا باشند، استراتژی خرید و نگاه‌داشتن ممکن است یک جایگزینی بهتری باشد (بکر و کیماز، ۲۰۱۳).

دمسترز (۱۹۶۸) استدلال می‌کند که قیمت سهام به طور قابل توجهی با هزینه‌های معاملاتی سهام ارتباط مثبت دارد؛ زیرا، هزینه‌های معاملاتی بر اثر افزایش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام که به دلیل عدم آگاهی سرمایه‌گذاران در خصوص اطلاعات مرتبط با قیمت سهام، افزایش می‌یابد. در این راستا، توماس و گالای (۱۹۸۳) ادعا کردند عدم اطمینان اطلاعاتی ارتباط مثبتی با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام دارد و شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام ارتباط مثبتی با سطح عملکرد قیمت سهام دارد. این بدان معنی است که افزایش قیمت سهام بدون افشای اطلاعاتی آن در بازار سرمایه، منجر به افزایش هزینه‌های معاملات سهام از طریق انتخاب نادرست سرمایه‌گذاران در حین اتخاذ تصمیم برای خرید و فروش سهام می‌شود. در پی این استدلال هانگ (۲۰۰۴) سطح قیمت را یکی از عوامل مهم فرآیند سفارش و مربوط به مساله انتخاب نادرست جزء عدم تقارن اطلاعاتی بیان می‌کند. بنابراین، کاهش هزینه‌های معاملاتی همواره جزء مسئله دغدغه‌آمیز سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بوده و با حداقل رساندن هزینه‌های معاملات، سرمایه‌گذاران سریعاً "به تعادل قیمت می‌رسند و از اجرای معاملاتشان منفعی

1. Trading costs

کسب می‌کنند. این امر نیازمند سازوکارهای قوی است که بر رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در افشای اطلاعات در بازار سرمایه نظارت شود. مطالعه‌های تجربی پیشین نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل مالکیت سهام در شرکت‌ها انگیزه دارند تا بر عملکرد و تصمیمات مدیران نظارت کنند.

موضوعی که در ارزیابی سرمایه‌گذاران نهادی به وجود می‌آید این است که همه نهادها مایل یا قادر به اعمال اثر نمی‌باشند. ساختاری در حال رشد از ادبیات حاکمیت شرکتی، به این عنوان ناهمگونی سرمایه‌گذاران نهادی اشاره می‌کند (اگروال، ۲۰۱۲). سرمایه‌گذاران نهادی با یک سرمایه‌گذاری بزرگ در یک شرکت، دارای انگیزه‌های مستقیمی برای جستجوی اطلاعات جامع‌تر در مورد روش‌های مدیریت ریسک پرتفوی خود و واکنش از طریق خروج یا تعامل می‌باشند. این سرمایه‌گذاران نهادی مستقیماً از طریق مالکیت در شرکت‌های سرمایه‌گذار یا به طور غیرمستقیم با مبادله سهام خود بر شرکت اثر می‌گذارند (هارپر، ۲۰۱۰). هرچه مالکیت نهادی متمرکز شود، احتمال دسترسی سهامداران بزرگ به اطلاعات محرمانه بیش‌تر می‌شود. به عبارت دیگر، تمرکز مالکیت باعث می‌شود که مدیران شرکت، ارائه اطلاعات به افراد در بازار را افزایش دهند و در حقیقت عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یابد (کاظمی و محمدنژاد، ۱۳۹۰).

با بازنگری در مطالب فوق مشخص است که هر چه نظارت بر فرآیند افشا اطلاعات صورت گیرد، آنگاه سرمایه‌گذاران با بینش اطلاعاتی که به دست می‌آورند، اقدام به سرمایه‌گذاری از طریق تشکیل پرتفوی بهینه می‌کنند و هزینه معاملات سهام به حداقل می‌رسد. در ادامه، این مطالعه به آزمون نقش سرمایه‌گذاران نهادی در ارتباط با هزینه معاملات سهام و قیمت سهام که در مطالعه‌های قبلی در نظر گرفته نشده است را توسعه می‌دهد. همچنین اولین مطالعه‌ای است که شواهدی را در خصوص نقش حضور سرمایه‌گذاران نهادی در ارتباط با هزینه معاملات سهام ارائه می‌کند. بنابراین یافته‌های این پژوهش پیامدهای مهمی برای سیاست‌گذاران، سرمایه‌گذاران، مدیران و دیگر استفاده‌کنندگان دارد.

مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش

سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه معاملات سهام

معاملات در بازار اوراق بهادار در بردارنده دو نوع هزینه می‌باشد: الف) هزینه‌های آشکار^۱ که شامل کارمزد کارگزارها و مالیات می‌باشند، ب) هزینه‌های پنهان (ضمنی)^۲ که مرتبط با موضوع نقدشوندگی هستند (فدایی‌نژاد و همکاران، ۱۳۹۱). هزینه‌های پنهان (ضمنی) شامل هزینه‌های

1. Implicit Costs
2. Explicit Costs

تأثیر بازار،^۱ هزینه فرصت از دست‌رفته،^۲ هزینه زمان‌بندی.^۳ عموماً هزینه‌های تأثیر بازار، مهم‌ترین جزء هزینه معاملاتی می‌باشند و به طیفی از تغییرات نامطلوب قیمت‌ها و جبران نقدشوندگی نمایان می‌شوند (وریر، ۲۰۱۰). هزینه‌های آشکار، قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد چرا که آن‌ها باعث کاهش بازده از زمانی که سهام خریداری و تا زمانی به فروش می‌رسد. با این حال، خریدار می‌داند روزی که مجبور به فروش سهام است متحمل هزینه معاملاتی می‌شود. او همچنین می‌داند سرمایه‌گذاری که از او می‌خرد مجبور به پرداخت هزینه معامله از زمان خرید و تا زمانی که آن را به فروش می‌رساند. بنابراین، ارزش فعلی قیمت سهام بایستی تمام هزینه معاملاتی مورد انتظار آینده را کاهش دهد. در مقابل، هر چیزی که به طور دائم باعث کاهش هزینه معامله می‌شود باید به طور دائم قیمت سهام را افزایش بدهد (جونز، ۲۰۱۳).

صرفنظر از مبالغ کارمزد و مالیات نقل و انتقالات، دو نوع هزینه معاملاتی وجود دارد عبارتند از هزینه‌های نسبی (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اعلان شده و موثر) و هزینه‌های غیرنسبی (تأثیر قیمت‌ها). هزینه‌های معاملاتی نسبی مستقل از اندازه سید سهام (پرتفوی) معامله شده هستند؛ در حالی که هزینه‌های معاملاتی غیرنسبی با اندازه سید سهام افزایش می‌یابند (کوراچکزیک و ساداکا، ۲۰۰۴). به دلیل میزان گردش بالای سهام، صرفه‌جویی در هزینه‌های معاملاتی منجر به تخصیص بهینه سرمایه در سیستم اقتصادی می‌شود؛ این صرفه‌جویی منجر به بازده سرمایه‌گذاری می‌شود (بیایس و همکاران، ۲۰۰۵). بر مبنای دیدگاه تئوری عدم‌تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های معاملات سهام بر اثر جزء انتخاب نادرست اطلاعاتی به دست می‌آید. زیرا، توزیع نامتقارن اطلاعات، پیامدهای نامطلوبی از جمله افزایش هزینه‌های معاملاتی در پی دارد. به بیان دیگر، این هزینه‌ها به دلیل این واقعیت ایجاد می‌شوند که بازارگردان‌ها در فراهم نمودن نقدینگی ممکن است با افرادی معامله کنند که از تغییرات مورد انتظار در مورد اوراق بهادار مطلع باشند (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۵).

هزینه‌های معاملات سهام بزرگ‌ترین زیر مجموعه هزینه معاملاتی می‌باشد زیرا، در طول اجرای واقعی سفارش رخ می‌دهد. در حالی که این هزینه‌ها را نمی‌توان حذف کرد، آن‌ها را می‌توان به درستی بر اساس نیازهای تشکیل پرتفوی سهام مدیریت کرد. این هزینه‌ها از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام روزانه حاصل می‌شوند. پژوهشگرانی مانند هانوسک و پودپیرا (۲۰۰۳)، هی و نیو (۲۰۰۹)، بکر و سی (۲۰۰۶)، ژانگ و لیو (۲۰۰۶)، فرنچ (۲۰۰۸)، واسان و بون (۲۰۱۰)، وریر (۲۰۱۰)، لانگ و همکاران (۲۰۱۱)، سیلوا و همکاران (۲۰۱۴) شکاف

1. Market impact Costs
2. Opportunity Costs
3. Timing Costs

قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام روزانه را مهم‌ترین عامل تعیین هزینه معاملات سهام بیان می‌کنند. هزینه معاملاتی حاصل از شکاف بین بالاترین قیمتی که خریدار مایل به پرداخت دارایی است (پیشنهاد قیمت)، و پایین‌ترین قیمتی که فروشنده حاضر به فروش دارایی است (درخواست قیمت)، را به عنوان هزینه معاملات برای اجرای سفارش بیان می‌کند که قیمت‌های اساسی یک دارایی در داخل این محدوده قرار دارد (سیلوا و همکاران، ۲۰۱۴).

سرمایه‌گذاران نهادی در دو گروه بر اساس روابط تجاری بالقوه خود با شرکت‌ها مشخص می‌شوند که در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند. گروه نخست، با توجه به روابط بالقوه تجاری با شرکت‌های سرمایه‌گذار، به عنوان مالکان حساس به فشار تعریف می‌شوند، احتمال کمی وجود دارد که آن‌ها از ترس به خطر انداختن رابطه، مدیریت را به چالش بکشند. گروه دوم، با توجه به این استثنا به عنوان مالکان غیرحساس به فشار تعریف می‌شوند که آن‌ها روابط تجاری بالقوه قابل توجهی با شرکت‌ها نخواهند داشت و از این رو به احتمال زیاد مستقیماً مدیریت را به چالش می‌کشند. برای هر گروه، سرمایه‌گذاری نهادی به عنوان نسبتی از سهام از کل سهام منتشر شده محاسبه می‌شود (هاتچینسون و همکاران، ۲۰۱۴).

شرکت‌ها روش‌های حاکمیتی خود را برای نظارت بر رفتار مدیریتی و جلوگیری از ریسک‌پذیری کم‌تر از حد مطلوب طراحی می‌کنند. پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهد که ریسک‌پذیری کم‌تر از حد مطلوب با حاکمیت شرکتی کاهش می‌یابد زیرا، ریسک خاص شرکت رابطه منفی با متغیرهای حاکمیتی استقلال هیأت مدیره و صلاحیت‌های مدیر دارد. سرمایه‌گذاران نهادی از ظرفیت قوی در دریافت و پردازش اطلاعات برخوردار هستند. بالسام و همکاران (۲۰۰۲) نشان دادند مالکان نهادی، زودتر اطلاعات را نسبت به دیگر سرمایه‌گذاران همتای خود درک می‌نمایند. گلوستن و میلگرام (۱۹۸۵) و ایزلی و اوهارا (۱۹۸۷) بیان کردند اقدامات غیراستراتژیک توسط سرمایه‌گذاران آگاه، ریسک مربوط به افزایش هزینه معاملات ناشی از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را برای سرمایه‌گذاران ناآگاه افزایش می‌دهند. ارتباط بین مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه معاملات سهام ناشی از عدم تقارن اطلاعات بین ذینفعان مختلف در شرکت است که این رابطه می‌تواند ناشی از جزء انتخاب نادرست، معامله و تئوری علامت‌دهی باشد. با توجه به ادبیات بالا فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تبیین می‌شود:

فرضیه اول: بین سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه معاملات سهام رابطه معناداری وجود دارد.

قیمت سهام و هزینه معاملات سهام

نیل به اهداف بلندمدت اقتصادی در گرو عملکرد مناسب بازارهای مالی است و عملکرد مناسب بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه، در گرو وجود اطلاعاتی باکیفیت بالا است (مرادزاده‌فرد و ابوحمز، ۱۳۹۰). در صورتی که اطلاعات به صورت نامتقارن در بازار سرمایه توزیع شود پدیده عدم تقارن اطلاعاتی در بازار تشدید می‌شود (دای و همکاران، ۲۰۱۳). توزیع نامتقارن اطلاعات در بازار سرمایه، پیامدهای نامطلوبی از جمله افزایش هزینه‌های معاملاتی به همراه دارد. قیمت سهام شرکت‌های بزرگ نسبت به قیمت سهام شرکت‌های کوچک‌تر حاوی افشای اطلاعات بیش‌تری هستند و عدم تقارن اطلاعاتی کم‌تری در بازار سرمایه دارند. استول (۲۰۰۰)، نشان داد هزینه‌های انتخاب نادرست بستگی به قیمت سهام شرکت‌ها دارد. استول (۱۹۷۸) و هریس (۱۹۹۴)، بیان داشتند هزینه‌های انتخاب نادرست با سطوح مختلف قیمت متفاوتند. قیمت پایین سهام شرکت‌ها ریسک بیش‌تری نسبت به قیمت بالای سهام شرکت‌ها دارند و حاوی افشای اطلاعات کم‌تری هستند و در نتیجه معاملات بیش‌تری توسط معامله‌گران مطلع صورت می‌گیرد. استول (۲۰۰۰)، بیان می‌کند قیمت‌گذاری پایین سهام، هزینه‌های انتخاب نادرست را بیش‌تر می‌کند. ونکاتاش و چیانگ (۱۹۸۶)، با شواهد بررسی شده نشان دادند عدم تقارن اطلاعاتی بیش‌تری برای شرکت‌ها با قیمت سهام پایین نسبت به قیمت سهام بالا وجود دارد. بنابراین، انتظار می‌رود عدم افشای کافی درباره قیمت سهام باعث افزایش هزینه معاملات سهام شوند. بدین ترتیب فرضیه دوم پژوهش به بیان زیر مطرح شده است:

فرضیه دوم: بین قیمت سهام و هزینه معاملات سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

نقش تعدیل‌کننده سرمایه‌گذاران نهادی، قیمت سهام و هزینه معاملات سهام

گیلان و استارکس (۲۰۰۳) معتقدند که مالکان نهادی در شکل‌گیری بسیاری از تغییرات در سیستم‌های حاکمیت شرکتی نقشی اصلی داشته‌اند. این گروه از سهامداران با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای برخوردارند و آن‌ها می‌توانند رویه‌های حسابداری و گزارشگری مالی را تحت تأثیر قرار دهند. پژوهشگرانی مانند بروس و کینی (۱۹۹۴) بیان کردند که بین قیمت سهام و سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مثبتی وجود دارد (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹). مطالعه لالاند (۱۹۹۲)، نشان داد، معاملاتی که به وسیله گروه‌های داخلی از جمله مالکان نهادی صورت می‌پذیرد، چند پیامد و نتیجه عمده در بردارد: قیمت‌های سهام، بهتر اطلاعات را منعکس نموده و به طور میانگین قیمت‌ها از سطوح بالاتری برخوردار هستند، وجود معاملات این گروه‌ها در بازار به طور کل به کارایی بازار کمک می‌کند، زیرا

موجب می‌گردد تا قیمت‌ها اطلاعات بیش‌تر و دقیق‌تری را در مورد شرکت منعکس نمایند که از طریق شیوه‌های سنتی افشا در دسترس نمی‌باشند. این انتقال اطلاعات به سهامداران اجازه می‌دهد تا سبدهای بهتری ترتیب دهند (کارلتون و ذیل، ۱۹۸۳، دیانتی و همکاران، ۱۳۹۱). در واقع با نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی بر شرکت‌ها، مدیران اطلاعات بیش‌تری درباره قیمت سهام افشا می‌کنند و با آگاهی دیگر همتای سرمایه‌گذاران هزینه معاملات کاهش می‌یابد. با این مطالب ارائه شده فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه سوم: سرمایه‌گذاران نهادی باعث رابطه منفی بین قیمت سهام و هزینه معاملات سهام می‌شوند.

پیشینه تجربی پژوهش

وین (۲۰۱۶) در مطالعه، آیا مالکان نهادی باعث افزایش نوسان بازده سهام می‌شوند؟ بررسی کردند و به این نتیجه رسید که، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی باعث ایجاد تثبیت در نوسانات بازده می‌شود و اثر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌ها با پرداخت سود سهام بیش‌تر می‌باشد. بون و وایت (۲۰۱۵) تأثیر مالکان نهادی بر شفافیت اطلاعات و محیط اطلاعاتی را بررسی کردند. نتایج آن‌ها نشان داد که، مالکان نهادی با مدیریت افشای بالا اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهند. شرکت با کیفیت بالای افشای اطلاعات با عدم تقارن اطلاعاتی کمتر مواجه شده و باعث افزایش نظارت و کاهش هزینه معاملات می‌شوند. آیمن و همکاران (۲۰۱۵) در پی بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی نشان دادند، سرمایه‌گذاران نهادی با انجام معاملات بزرگ نقدینگی بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهند و با مدیریت دارایی‌های بزرگ صندوق‌های بازنشستگی، هزینه معاملات کاهش و نقدینگی بازار بهبود می‌یابد.

هاتچینسون و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی نقش سرمایه‌گذاران نهادی بر نظارت ریسک و عملکرد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. مطالعه تجربی آن‌ها نشان می‌دهد، رابطه معنادار بین ریسک و سرمایه‌گذاران نهادی بستگی به توانایی سرمایه‌گذاران نهادی در نفوذ مدیریت شرکت دارد که این به نوبه خود بستگی به اندازه مالکیت و اینکه آیا شرکت معامله تجاری بالقوه با سرمایه‌گذار داشته است؟

کائو و پتراسک (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای تأثیر مالکان نهادی را بر ریسک نقدشوندگی بررسی نمودند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد، انواع سرمایه‌گذاران نهادی به درجات متفاوتی بر ریسک نقدشوندگی سهام تأثیر می‌گذارند. مالکان نهادی باعث کاهش ریسک نقدشوندگی سهام

می‌شوند. سهام نگهداری شده توسط سرمایه‌گذاران نهادی ریسک نقدینگی کم‌تری نسبت به سرمایه‌گذاران انفرادی دارد.

لی (۲۰۱۳)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین اجزای ارقام تعهدی و هزینه معاملات سهام در بازار بورس سهام چین پرداخت. نتایج نشان می‌دهد، اجزای ارقام تعهدی (اختیاری و غیراختیاری) با هزینه معاملات سهام ارتباط معناداری دارند. گرچه به دلیل محدودیت‌های فروش کوتاه‌مدت سهام در بورس چین، ارقام تعهدی منفی هر دو جزء اختیاری و غیراختیاری نسبت به ارقام تعهدی مثبت هر دو جزء اختیاری و غیراختیاری اثرات بیش‌تری بر هزینه معاملات سهام دارند.

جرد و همکاران (۲۰۱۳) طی مطالعه رابطه تمرکز مالکیت و حاکمیت شرکتی با نقدشوندگی سهام را بررسی نمودند. یافته‌های حاصل از پژوهش آن‌ها بیانگر آن است که، استقلال هیأت مدیره، افشای اطلاعات و نظارت خارجی بر شرکت اثرات معکوسی بر هزینه معاملاتی می‌گذارند و معامله‌گران خودی با ارائه راهنمایی از سوی سازندگان بازار باعث کاهش هزینه معاملاتی می‌شوند.

لافوند و همکاران (۲۰۰۷)، در پژوهشی رابطه میان هموارسازی سود و تمایل سرمایه‌گذار برای داد و ستد به عنوان نقدشوندگی سهام بررسی نمودند. نتایج حاصل پژوهش آن‌ها نشان‌دهنده این است که، شرکت‌هایی که سطوح بیش‌تری از هموارسازی اختیاری سود را تجربه می‌کنند با نقدشوندگی سهام پایین، حجم معاملات کم‌تر و هزینه معاملاتی بالاتری مواجه هستند.

مهرانی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی رابطه بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی با مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از این است که، بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی با مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری روابط معناداری وجود دارد، ولی جهت این روابط متفاوت است.

رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد بین میزان مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و تمرکز مالکیت نهادی موجب کاهش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها می‌شود. این روابط هم در مورد معیارهای معاملاتی نظیر حجم معاملات، درصد سهام شناور و معیار آمیهود و هم در مورد معیارهای اطلاعاتی مانند شکاف قیمتی عرضه و تقاضای سهام مشاهده شده است.

حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۸۷)، رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت بوده و موید فرضیه نظارت کارآمد است. با این وجود، نتایج تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معنادار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت بوده و فرضیه همگرایی منافع را تایید نمی‌کند.

روش‌شناسی پژوهش

قلمرو این پژوهش در حوزه پژوهش‌های بازار سرمایه قرار دارد. روش مورد نظر برای انجام این پژوهش شبه‌تجربی و از نوع پس‌رویدادی است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون چندگانه و آزمون T و سطح معناداری آن مورد آزمون قرار گرفته‌اند. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران با دوره زمانی ۱۳۸۵ لغایت ۱۳۹۴ می‌باشد. نمونه پژوهش نیز با داشتن شرایط زیر با روش حذفی انتخاب می‌شوند. بدین صورت که شرکت‌ها باید ویژگی‌های زیر را داشته باشند:

- (۱) سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد و سال مالی خود را تغییر داده باشند.
 - (۲) شرکت‌ها جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک و بیمه نباشند.
 - (۳) وقفه معاملاتی بیش از شش ماه در مورد معاملات سهام آن‌ها وجود نداشته باشند.
 - (۴) داده‌های مورد نیاز این پژوهش از جمله قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام روزانه آن‌ها در دسترس باشد.
- با در نظر گرفتن محدودیت‌های فوق، تعداد ۶۹ شرکت طی دوره زمانی ده ساله ۱۳۸۵-۱۳۹۴ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

مدل‌های پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های مطرح شده در مبانی نظری از مدل رگرسیونی چند متغیره به شرح زیر استفاده شده است. برای آزمون فرضیه اول از مدل (۱) و آزمون فرضیه‌های دوم و سوم از مدل (۲) به شرح زیر استفاده شده است.

$$\text{Trading cost}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Insl}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Volatility}_{it} + \beta_4 \text{Volume}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$\text{Trading cost}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Insl}_{it} + \beta_2 \text{Price}_{it} + \beta_3 \text{Price}_{it} \times \text{Insl}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Volatility}_{it} + \beta_6 \text{Volume}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

که در آن:

Trading cost_{it} : هزینه معاملات سهام، Insl_{it} : سرمایه‌گذاران نهادی، Price_{it} : قیمت سهام، Size_{it} : اندازه شرکت، Volatility_{it} : نوسان‌پذیری بازده سهام و Volume_{it} : حجم معاملات سهام هستند.

متغیرهای پژوهش و تعریف عملیاتی آن‌ها

الف - متغیر وابسته پژوهش

متغیر وابسته پژوهش هزینه معاملات سهام می‌باشد که از پژوهش لی (۲۰۱۳) استفاده شده است. این مدل از بسط شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اعلان شده به دست می‌آید.

$${}^1\text{QSP} = \frac{1}{D_i} \sum_{d=1}^D \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \frac{\text{ASK}_{it} - \text{Bid}_{it}}{(\text{ASK}_{it} + \text{Bid}_{it})/2}$$

که در آن:

D_i : تعداد روزهای معاملات سهام در سال که برای آن بالاترین قیمت پیشنهادی خرید و کمترین قیمت پیشنهادی فروش برای سهام i ، برای شرکت موجود باشند.

Bid_{it} : بالاترین قیمت پیشنهادی خرید سهام روزانه i در زمان t .

ASK_{it} : کمترین قیمت پیشنهادی فروش سهام روزانه i در زمان t .

T_i : تعداد معاملات سهام در یک روز برای سهام i

Price_{it} : قیمت سهام i در زمان t هستند.

برای محاسبه هزینه معاملات سهام، ابتدا داده‌های روزانه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از آرشیو معاملات سایت بورس اوراق بهادار تهران استخراج و پس از رعایت نکات زیر، داده‌های موجود در مدل شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام قرار گرفته است تا هزینه معاملات سهام به دست آید:

(۱) هر دو قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام برای روزهای معاملاتی برای نمونه انتخابی موجود و در دسترس باشد.

1. Quoted spread

- (۲) با رعایت مورد (۱)، تفاضل بین بیش‌ترین و کم‌ترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش روزانه سهام منفی نباشد. در صورت مشاهده این مورد، آن روز معاملاتی حذف گردیده است.
- (۳) قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام روزانه سهام در بازه زمانی جلسه رسمی معاملاتی (ساعت ۹:۰۰ تا ۱۲:۰۰) باشد.

ب- متغیرهای مستقل پژوهش

متغیرهای مستقل این پژوهش عبارتند از سرمایه‌گذاران نهادی و قیمت سهام.

سرمایه‌گذاران نهادی ($InsI_{it}$)

بر اساس دستورالعمل سرمایه‌گذاران نهادی موضوع بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا. سرمایه‌گذاران نهادی به یکی از نهادهای شش‌گانه زیر اطلاق می‌شود:

(۱) بانک‌ها و بیمه‌ها (۲) هلدینگ‌ها، شرکتهای سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تامین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار، (۳) هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵٪ یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند، (۴) سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی، (۵) شرکتهای دولتی (۶) اعضای هیات مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارمزد مشابه دارند. در این پژوهش هر شخص حقیقی و حقوقی که بیش از ۵٪ سهام منتشره شده را در اختیار داشته باشد به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی شناخته شده است. بر همین اساس، در این پژوهش جمع درصد مالکیت این اشخاص به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی در نظر گرفته شده است.^۱

قیمت سهام ($Price_{it}$)

متغیر قیمت سهام از میانگین سالانه قیمت پایانی روزانه سهام شرکت محاسبه شده است (لی، ۲۰۱۳).

ج- متغیر تعدیل‌کننده

متغیر تعدیل‌کننده پژوهش، سرمایه‌گذاران نهادی در قیمت سهام می‌باشد و از ضرب این دو متغیر حاصل می‌شود.

1. <http://tse.ir/cms/Page411.html>

د- متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی شامل حجم معاملات سهام و نوسان‌پذیری بازده سهام و اندازه شرکت، هستند

حجم معاملات سهام ($Volume_{it}$)

حجم معاملات سهام نقش مهمی در هزینه معاملات ایفا می‌کند. زیرا، شرکت‌ها با حجم معاملات سهام بالاتر با نقدشوندگی بیشتری از سهام مواجه هستند و با افزایش نقدشوندگی، هزینه معاملات سهام به حداقل می‌رسد. بنابراین، حجم معاملات سهام اثر کاهشی بر هزینه معاملات سهام دارد. در این پژوهش حجم معاملات سهام از لگاریتم طبیعی میانگین حجم معاملات روزانه سهام در طی یک سال اندازه‌گیری می‌شود (لی، ۲۰۱۳).

نوسان‌پذیری بازده سهام ($Volatility_{it}$)

نوسان‌پذیری بازده سهام ابزاری برای نشان دادن درجه عدم اطمینان نسبت به نوسان‌پذیری بازده سهام آتی است. به طوری که هر گاه درجه نوسان‌پذیری افزایش یابد احتمال کاهش و افزایش قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد (خدامی‌پور و قدیری، ۱۳۸۹). بنابراین شرکت‌های که نوسان‌پذیری بیشتری مواجه هستند با ریسک بالای در بازار سرمایه مواجه می‌شوند (کاناگارتنام و همکاران، ۲۰۰۷، لی، ۲۰۱۳). بنابراین، انتظار می‌رود که نوسان‌پذیری بازده سهام ارتباط مثبتی با هزینه‌های معاملات سهام داشته باشد. نوسان‌پذیری بازده سهام از انحراف معیار بازده روزانه سهام در طی سال محاسبه شده است (لی، ۲۰۱۳) و به شرح زیر اندازه‌گیری این متغیر آورده شده است.

$$Volatility = \sqrt{\frac{1}{Di} \sum_{d=1}^D (R_i - \bar{R}_i)^2}$$

که در آن:

$Volatility$: نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت i در سال t ; R_i : بازده روزانه سهام شرکت i است، به طوری که اگر P_t قیمت پایانی روز t باشد بازده روزانه سهام از فرمول زیر به دست می‌آید:

$$R_i = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

که در آن:

P_t : قیمت پایانی سهام شرکت i در روز t ; P_{t-1} : قیمت پایانی سهام شرکت i در روز $t-1$

D_i : تعداد روزهایی از سال t که برای آن‌ها بازده روزانه سهام شرکت محاسبه شده است (خدمای‌پور و قدیری، ۱۳۸۹).

اندازه شرکت ($Size_{it}$)

تحقیقات پیشین (به عنوان مثال، لانگ و لاندهوم، ۱۹۹۳) رابطه مثبتی بین اندازه شرکت و افشای اطلاعات شرکت را نشان دادند. شرکت‌های بزرگ تحلیلگران بیشتری را نسبت به هم‌تایان کوچک‌تر خود جذب می‌کنند. شرکت‌های بزرگ‌تر نیز دارای بالاترین درجه شفافیت اطلاعات هستند و بر اثر چنین سنجشی، شدت عدم‌تقارن اطلاعاتی کم‌تر و هزینه‌های معاملات سهام به حداقل می‌رسد. در این پژوهش اندازه شرکت با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال شرکت اندازه‌گیری شده است (لی، ۲۰۱۳).

یافته‌های آماری

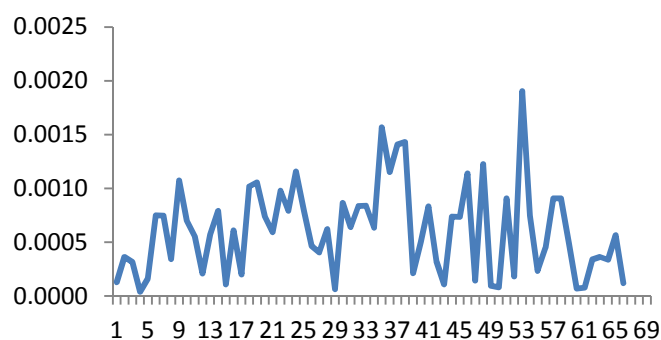
نتایج آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است. با توجه به نزدیکی مقادیر میانگین و میانه، مشاهدات از توزیع نرمال برخوردار هستند. ملاحظه می‌شود که هزینه معاملات سهام نزدیک به حدود ۳٪ (۰/۰۰۲۹) از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را پوشش داده است. مقدار متغیر سرمایه‌گذاران نهادی بیانگر این است که به طور متوسط حدود ۶۷٪ از مالکیت سهامداران در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشد. مقدار میانگین قیمت سهام برابر با ۴۴۷۸ ریال می‌باشد و اختلاف بین بیش‌ترین و کم‌ترین قیمت سهام پیداست که شرکت‌های نمونه مورد بررسی از تنوع اعلام قیمت سهام برخوردار بودند. مقدار تفاوت بین بیش‌ترین و کم‌ترین متغیر نوسان‌پذیری بازده سهام ناشی از بازدهی شرکت‌ها و در نتیجه عملکرد شرکت‌ها در بازار بورس بیان می‌شود. با توجه به لگاریتم طبیعی حجم معاملات سهام مقادیر بیش‌ترین و کم‌ترین آن نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه از وضعیت حجم معاملات سهام در وضعیتی مشابه با هم بودند. در نمودار (۱) و (۲) نتایج شدت هزینه معاملات حاصل از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۹۴ که به ترتیب بیش‌ترین و کم‌ترین شدت افزایش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در یافته‌های پژوهش به دست آمده، آورده شده است. مشخص است که بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبت به سال‌های ماقبل آن از نقدشوندگی بیش‌تر و با کاهش هزینه معاملات مواجه بوده است.

جدول ۱: نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

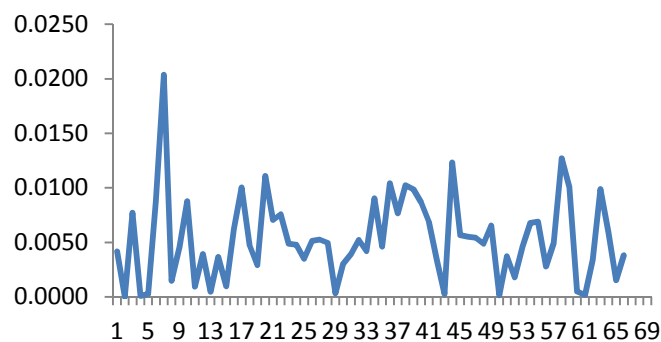
متغیرها	میانگین	میان	انحراف معیار	بیش‌ترین	کم‌ترین
هزینه معاملات سهام	۰/۰۰۲۹	۰/۰۰۳۷	۰/۰۰۱۶۸	۰/۰۴۴۸	۰/۰۰۰۰۰۶
سرمایه‌گذاران نهادی	۰/۶۷۹	۰/۵۸۷	۰/۳۹۷۱	۰/۹۲۵	۰/۰۷۴
قیمت سهام	۴۴۷۸	۴۰۱۴	۷۴۵۹/۲۴	۵۷۸۹۴	۵۰۴
اندازه شرکت	۱۴/۲۱	۱۲/۹۵	۱/۸۹	۱۸/۲۷	۹/۲۷
نوسان‌پذیری بازده سهام	۰/۱۸۹	۰/۱۱۴	۰/۰۹۸۷	۰/۲۱	۰/۰۰۰۱
حجم معاملات سهام	۱۲/۴۵	۱۱/۹۸	۲/۸۳	۱۸/۸۷	۶/۹۸

QSP



نمودار ۱. هزینه معاملات سهام در سال ۱۳۹۴

QSP



نمودار ۲. هزینه معاملات سهام در سال ۱۳۸۵

نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

مانایی متغیرهای پژوهش با استفاده از آماره لوین، لو و چو مورد آزمون قرار گرفته است و این نتایج در جدول ۲ ارائه شده است. با توجه به این که، مقدار خطای این آماره کم‌تر از ۰/۰۱ می‌باشد. بیانگر این است که، متغیرهای پژوهش با سطح اطمینان ۹۹٪ مانا می‌باشند.

جدول ۲: نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیرها	نماد	آماره	سطح معناداری
هزینه معاملات سهام	Trading cost _{it}	-۱۷/۷۲	۰/۰۰۰
سرمایه‌گذاران نهادی	Insl _{it}	-۱۶/۴۶	۰/۰۰۰
قیمت سهام	Size _{it}	-۹/۳۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	Price _{it}	-۱۱/۷۸	۰/۰۰۰
نوسان‌پذیری بازده سهام	Volatility _{it}	-۲۱/۷۵	۰/۰۰۰
حجم معاملات سهام	Volume _{it}	-۱۲/۹۷	۰/۰۰۰

نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

پس از آزمون مانایی متغیرهای پژوهش و اطمینان از نبود ریشه واحد در متغیرها با استفاده از آزمون چاو (F لیمر) و آزمون هاسمن نوع تخمین مدل تعیین می‌گردد. از آنجا که برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده شده است، در روش داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی از آزمون چاو (F لیمر) استفاده شد. نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد که مقدار سطح خطای آماره چاو (F لیمر) کم‌تر از ۰/۰۱ می‌باشد، بنابراین، الگوی انتخابی داده‌ها تابلویی است. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده گردید. با توجه به نتایج جدول ۳ مقدار سطح خطای آماره آزمون هاسمن کم‌تر از ۰/۰۱ می‌باشد. بنابراین از روش اثرات ثابت استفاده شد.

جدول ۳: نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

مدل‌ها	آزمون F لیمر		آزمون هاسمن		تعیین الگو
	F	سطح معناداری	کای اسکور	سطح معناداری	
مدل اول	۴/۴۵۸	۰/۰۰۰	۴۸/۲۲۳	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
مدل دوم	۵/۶۵۹	۰/۰۰۰	۵۲/۶۴۷	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

نتایج آزمون فرضیه اول

در جدول ۴ نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش ارائه شده است. نتایج ارائه شده در جدول ۴ نشان می‌دهد که، مقدار آماره F مدل از لحاظ آماری در سطح اطمینان ۹۹٪، بهینه می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر این است که، ۴۳٪ تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی بیان می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون نشانگر این است که، صحت الگوی رگرسیون را در مورد خطی بودن روابط بین متغیرها و استقلال مشاهدات تأیید می‌کند. مقدار ضریب و آماره t متغیر سرمایه‌گذاران نهادی منفی می‌باشد و در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است و این حاکی از وجود رابطه معکوسی بین سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه معاملات سهام می‌باشد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۹٪ پذیرفته می‌شود.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه‌های اول

Trading cost _{it} = β ₀ + β ₁ Insl _{it} + β ₂ Size _{it} + β ₃ Volatility _{it} + β ₄ Volume _{it} + ε _{it}				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	β ₀	۱/۷۵۴	۳/۵۲۷	۰/۰۰۰
سرمایه‌گذاران نهادی	Insl _{it}	-۲/۴۵۷	-۳/۱۴۷	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	Size _{it}	-۲/۳۵۷	-۵/۶۷۸	۰/۰۰۰
نوسان‌پذیری بازده سهام	Volatility _{it}	۱/۲۱۵	۳/۴۶۷	۰/۰۰۰
حجم معاملات سهام	Volume _{it}	-۳/۹۷۳	-۲/۶۸۵	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳	آماره F		۲۳/۷۴
آماره دوربین واتسون	۲/۰۸	سطح معناداری کل مدل		۰/۰۰۰

نتایج آزمون فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش در جدول ۵ ارائه گردیده است. ملاحظه می‌گردد که مقدار آماره F بیانگر این است که، مدل در سطح اطمینان ۹۹٪ به خوبی برازش شده است. مقدار آماره دوربین واتسون بیانگر این است که خود همبستگی سریالی میان جملات باقیمانده الگوی پژوهش وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد ۳۵٪ تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. مقدار ضریب متغیر قیمت سهام مثبت می‌باشد. در نتیجه، وجود رابطه مثبت اما در حد ضعیفی بین قیمت سهام و هزینه معاملات سهام در سطح اطمینان ۹۹٪ مشاهده می‌گردد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۹٪

پذیرفته می‌شود. مقدار ضریب متغیر سرمایه‌گذاران نهادی در قیمت سهام برابر با $-۰/۴۱۸$ می‌باشد و حاکی از این است که، سرمایه‌گذاران نهادی باعث شده‌اند تا رابطه بین قیمت سهام و هزینه معاملات سهام معکوس شود. بنابراین فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۹٪ پذیرفته می‌شود.

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش

Trading cost _{it} = $\beta_0 + \beta_1 \text{Insl}_{it} + \beta_2 \text{Price}_{it} + \beta_3 \text{Price}_{it} \times \text{Insl}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Volatility}_{it} + \beta_6 \text{Volume}_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	β_0	۱/۲۲۷	۳/۸۷۴	۰/۰۰۰
سرمایه‌گذاران نهادی	Insl _{it}	-۰/۴۵۷	-۴/۵۱۶	۰/۰۰۰
قیمت سهام	Price _{it}	۰/۰۰۰۰۶۲	۶/۳۲۵	۰/۰۰۰
سرمایه‌گذاران نهادی در قیمت سهام	Price _{it} × Insl _{it}	-۰/۴۱۸	-۴/۷۵۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	Size _{it}	-۳/۸۷۵	-۴/۴۴۸	۰/۰۰۰
نوسان‌پذیری بازده سهام	Volatility _{it}	۲/۷۲۸	۴/۳۶۹	۰/۰۰۰
حجم معاملات سهام	Volume _{it}	-۰/۲۲۷	-۳/۷۳۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۵	آماره F	۲۸/۴۶
آماره دوربین واتسون		۲/۱۳	سطح معناداری کل مدل	۰/۰۰۰

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که بین سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه معاملات سهام رابطه معکوس و معنادار در سطح اطمینان ۹۹٪ وجود دارد. این نتایج برآزش شده در بازار بورس با مطالعات قبلی همانند بارتو و همکاران (۲۰۰۲)، گلستن و میلگرام (۱۹۸۵) و ایزلی و اوهارا (۱۹۸۷) همخوانی دارد که آن‌ها بیان می‌دارند سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل بینش برتری که در اطلاعات داخلی شرکت نسبت به دیگر هم‌تایان سرمایه‌گذار خود دارند باعث شده تا هزینه معاملات سهام حاصل از معاملاتشان کاهش یابد. در فرضیه دوم رابطه مثبت بین قیمت سهام و هزینه معاملات سهام مشاهده گردید، اما این رابطه در حد ضعیفی بود. از این نتیجه بر مبنای یافته‌های پژوهش استول (۲۰۰۰) چنین استنباط می‌شود، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران افشای اطلاعاتی کم‌تری نسبت به قیمت سهام ارائه می‌نمایند و این موضوع موجب افزایش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می‌شود و افزایش هزینه

معاملاتی را به همراه دارد. یافته‌های فرضیه سوم نشان می‌دهد که، سرمایه‌گذاران نهادی عاملی تقویت‌شونده در معکوس کردن رابطه بین قیمت سهام و هزینه معاملات سهام می‌باشند. استنباط می‌شود، به دلیل نقش نظارتی که سرمایه‌گذاران نهادی بر مدیران شرکت‌ها دارند باعث شده تا شرکت‌ها شفافیت اطلاعاتی بیش‌تری درباره قیمت سهام ارائه نمایند و این افشای مناسب، هزینه معاملات را کاسته و موجب می‌شود تا بازار عملکرد بهتری داشته باشد. یافته‌های این پژوهش پیشنهاد می‌کند، سرمایه‌گذاران هنگام تشکیل پرتفوی سهام میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌ها را مدنظر قرار بدهند زیرا نقش نظارتی آن‌ها بر مدیران باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. به تدوین‌کنندگان مقررات بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد زمینه‌های مشارکت بیش‌تر سرمایه‌گذاران نهادی را در بازار تامین نمایند، زیرا باعث افزایش عملکرد بازار از طریق کیفیت بالای افشای اطلاعات می‌شود. این مزیت باعث می‌شود تا خریدار و فروشنده سریعاً به قیمت تعادلی برسند و هرچه میزان هزینه معاملات پایین‌تر باشد بازار با نقدشوندگی بیش‌تری روبرو خواهد شد و چرخه خرید و فروش سهام رونق یابد.

پیشنادهایی برای پژوهش‌های آتی

با توجه به اهمیت موضوع پژوهش حاضر، پیشنهاد می‌گردد در پژوهش آتی به منظور عملیاتی شدن نتایج پژوهش، موضوع‌های زیر به عنوان پژوهش مدنظر قرار گیرد.

- (۱) پژوهشی در ارتباط با نقش حاکمیت شرکتی بر هزینه معاملات سهام بررسی شود.
- (۲) مطالعه در ارتباط ساختار مالکیت بر هزینه معاملات سهام صورت گیرد.

منابع

- احمدپور، ا. و رساییان، ا. (۱۳۸۵). "رابطه اطلاعات مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام". مجله نامه مفید، ۱۲ (۵۷)، ۲۹-۴۸.
- حساس‌یگانه، ی.، مرادی، م. و اسکندر، ه. (۱۳۸۷). "بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت". فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵ (۵۲)، ۱۰۷-۱۲۲.
- خدای‌پور، ا. و قدیری، م. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران". پیشرفت‌های حسابداری، ۲ (۲)، ۱-۲۹.
- رحمانی، ع.، حسینی، س. و رضاپور، ن. (۱۳۸۹). "رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام". فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷ (۳)، ۳۹-۵۴.

دیانتی، ز.، مرادزاده، م. و محمودی، س. (۱۳۹۱). ”بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام“. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ۱ (۲)، ۱-۱۸.

فدایی‌نژاد، م.، نوفرستی، م. و شالیباف‌یزدی، س. (۱۳۹۱). ”بررسی ارتباط عدم نقدشوندگی و اثر گرایشی با دوره نگهداری سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران“. چشم‌انداز مدیریت مالی، ۵، ۲۹-۵۲.

کاظمی، ح. و محمدنژاد، ع. (۱۳۹۰). ”بررسی رابطه بین مالکیت نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد مالی شرکت‌ها“. مجله دانش حسابداری مالی، ۱ (۲)، ۱۱۰-۱۲۸.

مرادزاده فرد، م. و ابوحمز، م. (۱۳۹۰). ”اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران“. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۸ (۳۲)، ۷۳-۱۰۲.

مهرانی، س.، فعال قیومی، ع. و مرادی، م. (۱۳۹۱). ”رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری“. مجله دانش حسابداری، ۳ (۱۱)، ۳۱-۵۵.

مهرانی، س.، کرمی، غ.، مرادی، م. و اسکندر، ه. (۱۳۸۹). ”بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت گزارشگری مالی“. فصلنامه پیشرفت‌های حسابداری، ۲ (۱)، ۲۲۷-۲۴۹.

Agrawal, A. (2012). “Corporate Governance Objectives of Labor Union Shareholders: Evidence From Proxy Voting”. *Review of Financial Studies*, 25 (1): 187-226.

Aymen, A., Faten. L. and Danielle, S. (2015). “Institutional Investors, Information Asymmetry and Stock Market Liquidity in France”. *International Journal of Managerial Finance*, 11 (1): 44-59.

Balsam, S., Bartov, E. and Carol, M. (2002). “Accruals Management, Investor Sophistication, and Equity Valuation: Evidence from Form 10-Q Filings”. *Journal of Accounting Research*, 40 (4): 987-1012.

Baker, H.K. and Kiymaz, H. (2013). “Market Microstructure in Emerging and Developed Markets: Price Discovery, Information Flows, and Transaction Co Costs”. DOI: 10.1002/9781118681145.ch13

Becker, T. Sy, A. (2006). “Were Bid-Ask Spreads in the FX Market Excessive During the Asian Crisis?”. *International Review of Financial Analysis*, 15 (4): 43-449.

Biais, B., Glosten, L. and Spatt, C. (2005). “Market Microstructure: a Survey of Micro Foundations, Empirical Results and Policy Implications”. *Journal of Financial Markets*, 8 (2): 217-264.

- Boone, A. and White, J. (2015). "The Effect of Institutional Ownership on Firm Transparency and Information Production". *Journal of Financial Economics*, 117 (3): 508-533.
- Brous, P.A. and Kini, O. (1994). "The Valuation Effects of Equity Issues and the Level of Institutional Ownership: Evidence from Analysis' Earning Forecasts". *Financial Management*, 23 (1): 33-46.
- Carlton, D.W. and Daniel, R.F. (1983). "The Regulation of Insider Trading". *Stanford Law Review*, 35 (5): 857-866.
- Cepoi, C.O. (2014). "How Trading Costs Affect Liquidity on Bucharest Stock Exchange?". *Procedia Economics and Finance*, 15: 1153-1158.
- Cao, C. and Petrasek, L. (2014). "Liquidity Risk and Institutional Ownership". *Journal of Financial Markets*, 21: 76-97.
- Thomas, E.C. and Galai, D. (1983). "Information Effects on the Bid-Ask Spread". *Journal of Finance*, 38 (5): 1457-1469.
- Dai, Y., Kong, D. and Wang, L. (2013). "Information Asymmetry, Mutual Funds and Earnings Management: Evidence from China". *China Journal of Accounting Research*, 6 (3): 187-209.
- Demsetz, H. (1968). "The Cost of Transaction". *Quarterly Journal of Economics*, 82 (1): 33-53.
- Easley, D. and O'Hara, M. (1987). "Price, Trade Size, and Information in Securities Markets". *Journal of Financial Economics*, 19 (1): 69-90.
- French, K. (2008). "Presidential Address: The Cost of Active Investing". *Journal of Financ*, 63 (4): 1537-1573.
- Glosten, L. and Milgrom, P. (1985). "Bid-ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders". *Journal of Financial Economics*, 14 (1): 71-100.
- Gjerde, T., Mahenthiran, S. and Cademartori, D. (2013). "Effect of Ownership, Governance, and Transparency on Liquidity-Chilean Evidence". *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9 (2): 183-202.
- Gillan, S.G. and Starks, L.T. (2003). .A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence.. Available at ssrn: <http://ssrn.com/abstract=663523>.
- Harris, L. (1994). "Minimum Price Variations, Discrete Bid-Ask Spreads, and Quotations Sizes". *Review of Financial Studies*, 7 (1): 149-178.

- Hanousek, J. and Podpiera, R. (2003). "Informed Trading and the Bid-Ask Spread: Evidence from an Emerging Market". *Journal of Comparative Economics*, 31 (2): 275-296.
- Harper, H.V.E. (2010). "Enlightened Shareholder Value: Corporate Governance beyond the Ahareholder-Stakeholder Divide". *Journal of Corporate Law*, 36 (1): 59-112.
- He, X. and Niu, H. (2009). "The Externality of Liquidity and Lnverse Selection". *Management World*, 7: 56-66.
- Hutchinson, M., Seamer, M. and Chapple, L. (2014). "Institutional Investors, Risk/Performance and Corporate Governance, *The International Journal of Accounting*, 50 (1): 31-52.
- Huang, Y.C. (2004). "The Components of Bid-Ask Spread and their Determinants: TAIFEX versus SGX-DT". *Journal of Futures Markets*, 24 (9): 835-860.
- Jones, C.M. (2013). What Do We Know About High-Frequency Trading? Columbia Business School Research Paper, Available at <http://ssrn.com>.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. and Whalen, D. (2007). "Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?". *Journal of Accounting and Public Policy*, 26 (4): 497-522.
- Korajczyk, R. and Sadka, R. (2004). "Are Momentum Profits Robust to Trading Cost?". *The Journal of Finance*, 59 (3): 1039-1082.
- LaFond, R., Lang, M. and Skaife, H. (2007). "Earnings Smoothing, Governance and Liquidity International Evidence". Available at <http://ssrn.com>
- Lang, M.H. and Lundholm, R. (1993). "Cross-sectional Determinants of Analys Tratings of Corporate Disclosures". *Journal of Accounting Research*, 31 (2): 246-271.
- Lang, L., Karly, L. and Mark, M. (2011). "Transparency, Liquidity, and Valuation: International Evidence on when Transparency Matters Most". *Journal of Accounting Research*, Available at <http://ssrn.com>.
- Leland, H.E. (1992). "Insider Trading: should it be Prohibited?". *Journal of Political Economy*, 100 (4): 859-887.
- Lei, Q. (2013). "Accrual Components and Stock Trading Costs". *China Journal of Accounting Research*, 6 (4): 287-300.
- Stoll, H. (2000). "Friction". *Journal of Finance*, 55 (4): 1479-1514.

- Stoll, H. (1978). "The Supply of Dealer Services in Securities Markets". *Journal of Finance*, 33 (4): 1133-1151.
- Silva, A.G., Barbedo, C. and Vicente, J. (2014). "The Adverse Selection Cost Component of the Spread of Brazilian Stocks". *Emerging Markets Review*, 21 (C): 21-41.
- Venkatesh, P. and Chiang, R. (1986). "Information Asymmetry and The Dealer's Bid-Ask Spread: a Case Study of Earnings and Dividend Announcements". *Journal of Finance*, 41 (5): 1089-1102.
- Vinh, V.X. (2016). "Does Institutional Ownership Increase Stock Return Volatility? Evidence from Vietnam". *International Review of Financial Analysis*, 45 (C): 54-61.
- Verrier, T. (2010). "Selected Essays in Stock Market Liquidity : Innovative XLM Measure at the Frankfurt Stock Exchange; Cloudy Skies, Time of the Day and the Role of Designated Sponsors for Stock Market Liquidity". Doctoral Thesis, zugl. Dissertation, European Business School, available at: <http://hdl.handle.net>.
- Wasan, S. and Boone, P. (2010). "Do Accruals Exacerbate Information Asymmetry in the Market?". *Advances in Accounting*, 26 (1): 66-78.
- Zhang, Z. and Liu, L. (2006). "Turnovers and Stock Returns: Liquidity Premium or Speculative Bubbles?". *China Economic Quarterly*, 3: 871-892.