فصلنامه حسابداری مالی/سال دهم/ شماره ۳۷ /بهار ۹۷/صفحات ۱۴۹- ۱۱۹

تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر هزینه معاملات سهام

یحیی کامیابی *
احمد خدامی پور **
اسماعیل امیری ***

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۱۲/۱۹ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۴/۱۹

چکیده

افزایش هزینه معاملاتی استراتژی‌های سرمایه‌گذاران را مختل می‌کند و باعث کاهش بازده سرمایه‌گذاری می‌شود. با برنامه‌ریزی روی این موضوع از طریق سازوکارهای نظام راهبری شرکتی قوی می‌توان هزینه معاملاتی را کاهش داد. بدین منظور، این مطالعه تأثیر برخی سازوکارهای راهبری شرکتی را بر هزینه معاملات سهام مورد آزمون قرار داده است. اطلاعات مالی جامعه آماری پژوهش شامل تعداد ۹۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸- ۱۳۹۵ است. برای آزمون و تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد که مالکان عمده با دسترسی به اطلاعات محرمانه و داخلی شرکت، نابرابری اطلاعاتی را میان سهامداران اقلیت و سرمایه‌گذاران ناآگاه تشدید می‌کنند و هزینه معاملات سهام افزایش می‌یابد، همچنین مالکیت مدیران به دلیل انگیزههای شخصی ایجاب می‌کند تا سرمایه‌گذاران برای درک و توانایی پردازش و تفسیر اطلاعات کند عمل کنند و هزینه معاملات سهام را به سرمایه‌گذاران تحمیل کنند. نتایج دیگر پژوهش

*دانشیار حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران (نویسنده مسئول)
Email: y.kamyabi@umz.ac.ir
**دانشیار حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، ایران
Email: Khodamipour@uk.ac.ir
***دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران.
Email: Esmaeilamiri303@yahoo.com

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نشان داد که به دلیل نقش نظارتی اعضای مستقل هیئت‌مدیره بر فعالیت‌های مدیران، کیفیت اطلاعات بهبود می‌یابد و هزینه معاملات سهام کاهش می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: استقلال اعضای هیئت‌مدیره، تمرکز مالکیت، مالکیت مدیران، هزینه معاملات سهام.

۱- مقدمه

هزینه‌های معاملاتی یکی از بزرگ‌ترین حوزه‌های تحقیقاتی در ریزساختار بازار سرمایه است؛ زیرا حوزه ریز ساختار بازار سرمایه به مطالعه هزینه معامله اوراق بهادار و تأثیر این هزینه بر رفتار کوتاه‌مدت معامله‌گران بازار و در نهایت قیمت سهام می‌پردازد. در واقع، حوزه ریزساختار بازار سرمایه از دانش مالی برای چگونگی تأثیر سازوکارهای معاملاتی و طراحی بازار بر فرآیند شکل‌گیری قیمت‌ها و معاملات بهره می‌گیرد (رهبر، سلیمانی و فلاح شمس، ۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل هزینه‌های معاملاتی به عنوان یکی از پیامدهای ریزساختار بازار سرمایه منافع زیادی برای مدیریت پرتفوی و معامله‌گران دارد. برای مثال، معامله‌گران هنگام انتخاب راهبردهای سرمایه‌گذاری تمرکز ویژه‌ای در خصوص هزینه معاملاتی دارند و برای اکثر سرمایه‌گذاران فعال در بازار سرمایه هزینه‌های معاملاتی عامل تعیین‌کننده‌ای در بازده استراتژی‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها است و از آن برای ارزیابی عملکرد از روند تشکیل سبد سرمایه‌گذاری بهره می‌گیرند. کارگزاران با فرض مسئولیت نمایندگی بهترین اجرای معاملات مشتری را تضمین می‌کنند و با کاهش هزینه معاملاتی سرعت معامله را بهبود می‌بخشند. برای قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان مقررات بازار سرمایه موضوع هزینه معاملاتی مهم هستند (هوانگ،[1] ۲۰۱۳)؛ زیرا قانون‌گذاران مقرراتی را برای کاهش هزینه معاملاتی به‌منظور بهبود وضعیت نقد شوندگی بازار وضع می‌کنند تا اطمینان حاصل کنند که اجرای معامله در بهترین وضعیت ممکن انجام می‌شود (چانگ و لاک،[2] ۱۹۹۴؛ اسمیت و والی[3]، ۱۹۹۴).

طی دهه گذشته، ابعاد هزینه معاملاتی به‌طور قابل‌توجهی تکامل یافته است، ولی هنوز به‌عنوان یک مفهوم مبهم و بدون ساختار است. آگاهی 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 نگهداشت

1 Huang
2 Chang and Locke
3 Smith and Whaley

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ممکن است یک جایگزین بهتر باشد (بکر و کیمز،[1] ۲۰۱۳). بر اساس تئوری‌های ریزساختار بازار سرمایه شناخت ویژگی‌های هزینه معاملاتی با سؤالاتی به شرح زیر همراه بوده است (کورتایس،[2] ۲۰۱۴):

۱) آیا ارتباطی میان هزینه معاملاتی و بازده دارایی‌های تشکیل دهنده پرتفوی وجود دارد؟
۲) چگونه می‌توان هزینه معاملاتی مؤثر را برآورد کرد؟
۳) چگونه می‌توان در راستای بهبود و اصلاح هزینه معاملاتی گام برداشت؟

ازاین‌رو سرمایه‌گذاران باید درباره هزینه‌های معاملاتی شناخت کسب کنند. بسیاری از پژوهشگران در زمینه عوامل به وجود آورنده هزینه معاملاتی در بازار سرمایه مطالعاتی را انجام داده‌اند (بیایس، گلستن و اسپات[3]، ۲۰۰۵؛ لی[4]، ۲۰۱۳ و هوانگ، ۲۰۱۳). نتایج این مطالعات حاکی از این است که صرفه‌جویی در هزینه‌های معاملاتی منجر به تخصیص بهینه سرمایه در بازار سرمایه می‌شود و به دلیل میزان بالای گردش سهام در بازار سرمایه موضوع کاهش هزینه معاملاتی منجر به افزایش بازده سرمایه‌گذاری می‌شود (بیایس و همکاران، ۲۰۰۵). درنتیجه کاهش هزینه معاملاتی یک پیش‌شرط حیاتی برای رشد و توسعه بازار مالی است (وانگ[5]، ۲۰۱۳)؛ بنابراین، کاهش هزینه معاملاتی به افزایش ارزش شرکت و افزایش نقد شوندگی کمک می‌کند.

مطالعات گذشته (جنسن[6]، ۱۹۷۸و لی، ۲۰۱۳) حاکی از این است که سرمایه‌گذاران ناآگاه بر اثر خطای قیمت‌گذاری اقلام تعهدی صورت‌های مالی، هزینه معاملاتی زیادی را متحمل می‌شوند و به دلیل غفلت از این موضوع از معاملاتشان ضرر می‌کنند. در مطالعات داخلی خدامی پور و امیری (۱۳۹۶) این وضعیت را تأیید کردند. آن‌ها نشان دادند سرمایه‌گذاران به دلیل تفسیر ناهمگنی که از اقلام تعهدی صورت‌های مالی دارند، باعث شده تا رفتار نامتقارنی در هزینه معاملات سهام به وجود آید. این در حالی است که مطالعات پیشین نشان می‌دهد که اندازه هزینه معاملات سهام در کشورهای مختلف به حمایت‌های قانونی و ماهیت محیط اطلاعاتی بستگی دارد (باسیدور و سوفیانوس[7]، ۲۰۰۲؛ بروکمن و چانگ[8]، ۲۰۰۳ و چانگ[9]، ۲۰۰۶).

1 Baker and Kiymaz
2 Kourtis
3 Biais, Glosten and Spatt
4 Lei
5 Wang
6 Jensen
7 Bacidore and Sofianos
8 Brockman and Chung
9 Chung

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ازاین‌رو کشورها اصلاحات راهبری شرکتی را با هدف کاهش هزینه نمایندگی و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران که نهایتاً منجر به توسعه و تقویت بازار سرمایه می‌شود، انجام داده‌اند (چانگ، الدر و کیم[1]، ۲۰۱۰؛ هامدان[2]، ۲۰۱۷).

نظام راهبری شرکتی با کنترل و برنامه‌ریزی در شرکت باعث کاهش هزینه معاملات سهام و افزایش سریع مبادلات سهام می‌شود؛ زیرا یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، نظام راهبری شرکتی است که دربرگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیران شرکت، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع است (مشکی میاوقی و هاشمی، ۱۳۹۴) که در هدایت و مدیریت فعالیت‌های تجاری شرکت و در جهت بهبود ارزش و افزایش مسئولیت پاسخگویی شرکت بکار می‌رود (ستایش و کریمی، ۱۳۹۱)؛ بنابراین، وجود سازوکارهای قوی راهبری شرکتی منجر به کاهش نابرابری اطلاعاتی میان مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران می‌شود و سرمایه‌گذاران با بینش بهتری که از اطلاعات داخلی شرکت کسب می‌کنند، سریعاً به تعادل قیمتی می‌رسند. در غیر این صورت نابرابری اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران هزینه زیادی در بردارد و سرمایه‌گذاران متحمل هزینه معاملاتی براثر ناآگاهی از منابع اطلاعاتی داخلی شرکت در بازار سرمایه می‌شوند (واسان و بون[3]،۲۰۱۰). بنابراین، نظام راهبری شرکتی مؤثر و کارا نقش بسزایی در ریزساختار بازار سرمایه ایفا نموده و باعث رونق حجم معاملات سهام بر اثر کاهش هزینه معاملات سهام می‌شود. بدین ترتیب، ضرورت انجام پژوهش در خصوص تأثیر نظام راهبری شرکتی بـر هزینه معاملات سهام در بـازار بـورس اوراق بهـادار تهران احساس می‌شود. به دلیل اینکه در سال‌های اخیر بورس اوراق بهادار تهران رشد چشمگیری در نقد شوندگی سهام نسبت به سال‌های قبل داشته است. بدون تردید این مسئله تحت تأثیر نظام راهبری شرکتی قوی، روند سریع‌تری را به خود خواهد گرفت و سرمایه‌گذاران سریعاً به تعادل قیمتی خواهند رسید و از معاملاتشان منفعت حـاصل می‌کنند. همچنین، این موضوع باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران بتوانند با اطمینان بیشتر از تخصیص بهینه منابع خود در شرکت‌های که نظام راهبری شرکتی قوی دارند گام بردارند.

یافته‌های این پژوهش حاضر از چندین جهات قابل بیان است؛ اول شواهدی را در خصوص شناخت هزینه معاملات سهام در تئوری ریزساختار بازار سرمایه فراهم می‌کند. دوم ایده‌های جدیدی درباره پیامدهای ریزساختار بازار سرمایه یعنی هزینه معاملات سهام معرفی می‌کند. سوم، برای سرمایه‌گذاران شواهدی در خصوص پیامدهای منفی هزینه معاملات سهام فراهم کرده

1 Chung, Elder, and Kim
2 Hamdan
3 Wasan and Boone

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

است. در نهایت، سازوکارهای راهبری شرکتی باعث کاهش ائتلاف منابع سرمایه‌گذاران شده و بینش سرمایه‌گذاران ناآگاه نسبت به اطلاعات داخلی برای انجام معامله بیشتر می‌شود.

لازم به ذکر است که در مطالعات گذشته داخلی پژوهش‌هایی در خصوص نظام راهبری شرکتی و نابرابری اطلاعاتی (رحیمیان، صالح‌نژاد و سالکی، ۱۳۸۸ و ولی‌پور، مرادی و پرویزپور، ۱۳۹۴) و کیفیت حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام (قربانی، محمدی و عسگری، ۱۳۹۳) بررسی شده است؛ اما در خصوص نقش سازوکارهای راهبری شرکتی بر پیامد ریزساختار بازار سرمایه یعنی هزینه معاملات سهام توجهی نشده است؛ بنابراین در این پژوهش هزینه ضمنی (پنهان) معاملات سهام که سرمایه‌گذار بر اثر ناآگاهی از آن متحمل می‌شود، مورد بررسی قرار گرفته است. در این پژوهش با استفاده از ادبیات نظری و تجربی موجود و بهره‌گیری از مدل رگرسیونی اقتصادسنجی به آزمون فرضیه‌ها پرداخته‌شده است. برای دست‌یابی به اهداف فوق در ادامه ساختار پژوهش چنین تدوین شده است؛ ابتدا مبانی نظری فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش بیان شده است. سپس با استفاده از روش‌های آماری به تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه‌ها پژوهش پرداخته شده است. در بخش پایانی نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش ارائه شده است.

۲- مبانی نظری پژوهش

۲-۱- هزینه معاملات سهام

در علم اقتصاد، هزینه‌های معاملاتی، هزینه‌هایی که توسط خریداران پرداخت شده‌اند، اما توسط فروشندگان دریافت نشده است. در ادبیات مالی، هزینه‌های معاملاتی سنجشی از نقد شوندگی هستند که بر بازده سرمایه‌گذاری تأثیر بسزایی دارند هزینه معاملاتی متشکل از اجزای ثابت و متغیر یا آشکار و پنهان است. هزینه معاملاتی ثابت وابسته به پیاده‌سازی استراتژی‌های مدیریت نیستند و در صورت پیاده‌سازی استراتژی‌های مدیریت هزینه معاملاتی کاهش پیدا نمی‌کنند و مستقل از اندازه معامله و شرایط بازار هستند. در مقابل، هزینه‌های معاملاتی متغیر در طی اجرای تصمیم سرمایه‌گذاری تغییر می‌کنند و تابعی از پیاده‌سازی استراتژی‌های مدیریت و متأثر از اندازه معامله و شرایط بازار هستند. اکثریت اجزای هزینه معاملاتی از هزینه‌های متغیر تشکیل شده است. مدیران مالی، معامله‌گران و کارگزاران می‌توانند هزینه معاملاتی متغیر را در یک شیوه‌ای سازگار با هدف سرمایه‌گذاری و مدیریت پرتفوی و همچنین با اجرای فرآیندهای اضافی کنترل کنند (کیسل و گلانتز[1]، ۲۰۰۳).

1 Kissell and Glantz

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

هزینه‌های معاملاتی ثابت و متغیر به طیف دیگری از هزینه‌های صریح (آشکار[1]) معاملاتی و هزینه‌های ضمنی (پنهان[2]) معاملاتی طبقه‌بندی شده‌اند. هزینه‌های صریح (آشکار) معاملاتی شامل هزینه‌های که قابل مشاهده هستند و طیفی از هزینه‌های ثابت مانند کمیسیون، مالیات، حق‌الـزحمه کارگزاری و هزینه‌هـای متحمل شده در رابطه بـا پردازش سفـارش و مبادلات می باشند. در مقابل، هزینه معاملاتی ضمنی (پنهان) شامل هزینه‌هایی که غیرقابل رؤیت هستند و آن‌ها طیفی از هزینه‌های تأثیر بازار (تأثیر قیمت)، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، هزینه‌های زمان‌بندی، تأخیر و هزینه‌های فرصت از دست رفته تشکیل شده است (هوانگ، ۲۰۱۳). البته، شایان ذکر است در بعضی از متون مالی شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، شامل هر دو جزء هزینه‌های معاملاتی صریح (آشکار) و هزینه معاملاتی ضمنی (پنهان) در نظر گرفته شده است. از آنجا که در عمل نمی‌توان تمایز قاطعی بین هزینه‌های معاملاتی صریح (آشکار) و هزینه معاملاتی ضمنی برای شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام قائل شد، بر این اساس، معنای ارجاعی به‌واسطه ارزش‌گذاری شکل می‌گیرد و همواره با قضاوت ارزشی همراه خواهد بود. هزینه‌های معاملاتی ضمنی (پنهان) برخلاف هزینه‌های صریح (آشکار) در گزارش‌هـای حسابـداری نمایان نمی‌شوند و باید تخمین زده شوند و در اندازه‌گیری‌های آن‌ها اختلاف نظر وجود دارد. برای مثال دمستز[3] (۱۹۸۶) شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را مهم‌ترین هزینه معاملات سهام مطرح کرد و هنگامی که خریداران بزرگ، قیمت‌ها را افزایش می‌دهند و فروشندگان، قیمت را به سمت پایین هدایت می‌کنند. این تأثیرات قیمتی به‌عنوان هزینه معاملاتی شناخته شده است یا هزینه‌های معاملاتی فرصت از دست رفته نیز به هزینه‌های معاملاتی که بر اثر معاملاتی که انجام نشده است و یا معامله با شکست مواجه شده است (هوانگ، ۲۰۱۳).

هزینه‌های معاملات سهام، بزرگ‌ترین زیر مجموعه هزینه معاملاتی است؛ زیرا در نتیجه معاملات واقعی رخ می‌دهند؛ و این هزینه‌ها را نمی‌توان حذف کرد و تنها می‌توان آن‌ها را بر اساس نیازها و چگونگی تشکیل سبد سرمایه‌گذاری، مدیریت کرد. هزینه معاملات سهام به علت ناکارایی بازار به وجود می‌آید. در این باره مسئله ناهماهنگی و ناکارایی اطلاعاتی بیشتر شایان به ذکر است. مسئله ناهماهنگی به این دلیل به وجود می‌آید که سفارش‌های خرید و فروش به‌طور هم‌زمان وارد بازار نمی‌شوند و مسئله ناکارایی اطلاعاتی به توزیع نابرابری اطلاعات در میان

1 Explicit Costs
2 Implicit Costs
3 Demsetz

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سرمایه‌گذاران اشاره دارد. بسیاری سرمایه‌گذاران هنگام خرید و فروش سهام به اطلاعاتی نیاز دارند تا بتوانند از استراتژی معامله خود منفعت حاصل کنند (کراب و فابوزی[1]، ۲۰۱۵). این هزینه از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام روزانه حاصل می‌شوند. بسیاری از پژوهشگران همانند هانوسیک و پودپیرا[2] (۲۰۰۳)، هی و نیو[3] (۲۰۰۴)، بیکر و سی[4] (۲۰۰۶)، ژانگ و لیو[5] (۲۰۰۶)، فرنچ (۲۰۰۸)، واسان و بون (۲۰۱۰)، وریر[6] (۲۰۱۰)، لانگ، کارلو و مارک[7] (۲۰۱۱) و سیلوا، باربید و ویسینت[8] (۲۰۱۴) شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام روزانه را مهم‌ترین عامل تعیین هزینه معاملات سهام بیان می‌کنند. همچنین هزینه معاملات سهام از مسئله انتخاب نادرست اطلاعاتی به دست می‌آید. این هزینه‌ها به دلیل این واقعیت ایجاد می‌شوند که بازار گردان‌ها در فراهم نمودن نقدینگی ممکن است با افرادی معامله کنند که از تغییرات مورد انتظار در مورد اوراق بهادار مطلع نباشند (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۵).

۲-۲- سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و هزینه معاملات سهام

جدایی مالکیت از مدیریت در شرکت‌های مدرن، نابرابری اطلاعاتی را بین مدیران و سرمایه‌گذاران تشدید می‌کند و بدین سبب مدیران از اطلاعات داخلی نسبت به سرمایه‌گذاران آگاهی بیشتری دارند (جنسن و مکلینگ،[9] ۱۹۷۶). چنین نابرابری اطلاعاتی، مسئله خطر اخلاقی را تشدید کرده و مدیران با انجام هزینه‌های نظارت بیرونی، انگیزه دارند تا منافع و ثروت شرکت و خودشان را شفاف نشان دهند (اسویتزیر و وانگ،[10] ۲۰۱۳). از سوی دیگر، رفتار فرصت‌طلبانه مدیران می‌تواند شامل عدول از مسئولیت، پاداش بیشتر، امتیازات و مقام‌گرایی باشد. به منظور سلب مالکیت ثروت سهامداران، مدیران فرصت‌طلب ممکن است به عدم افشای اطلاعات بپردازند و نابرابری اطلاعاتی را تشدید کنند. در چنین مواردی وجود سازوکارهای راهبری شرکتی الزام‌آور است که رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را نظارت و از حقوق سهامداران محافظت کنند (سی‌رت، بنجامین و

1 Crabbe and Fabozzi
2 Hanousek and Podpiera
3 He and Niu
4 Becker and Sy
5 Zhang and Liu
6 Verrier
7 Lang, Karlv and Mark
8 Silva, Barbedo and Vicente
9 Jensen and Meckling
10 Switzer and Wang

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جن[1]، ۲۰۱۷). فاما و جنسن[2] (۱۹۸۳) استدلال کردند، هیئت‌مدیره کارا، قادر است تصمیم‌گیری-های بهتری برای کاهش نابرابری اطلاعاتی اتخاذ نماید. سازوکارهای راهبری شرکتی (مانند استقلال اعضای هیئت‌مدیره و کمیته‌های فرعی آن) انگیزه‌های مدیریت را برای تحریف اطلاعات افشا شده کاهش داده و در نتیجه شفافیت اطلاعات را در شرکت بهبود می‌بخشد. سازوکارهای راهبری شرکتی مدیران را تشویق کنند تا به‌طور کامل اطلاعات قابل اعتماد را به بازار افشا کنند. به عبارت دیگر، نظام راهبری شرکتی به دنبال بررسی ساختار توزیع قدرت در درون واحد تجاری و افراد برون سازمانی است (علیمرادی و احمدی، ۱۳۹۲). بسیاری از مطالعات همانند بیکز و برون[3] (۲۰۰۶) و بیکز، برون و ژانگ[4] (۲۰۱۵) به‌طور تجربی نشان دادند، شرکت‌های با رتبه بالای راهبری شرکتی، اطلاعات با کیفیت‌تری در اختیار سهامداران قرار می‌دهند؛ بنابراین سازوکارهای راهبری شرکتی قوی، نابرابری اطلاعاتی را کاهش می‌دهد (سی‌رت و همکاران، ۲۰۱۷). به دلیل کاهش نابرابری اطلاعاتی، مسئله انتخاب نادرست اطلاعاتی توسط سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد و هزینه معاملات سهام کمتری از بابت معاملاتشان محتمل می‌شوند و آن‌ها سریعاً با دیگر شرایط بازار به قیمت تعادلی می‌رسند؛ بنابراین وجود سازوکارهای راهبری شرکتی به‌عنوان یک کاتالیزور در افشای اطلاعات به سرمایه‌گذاران کمک می‌کنند و هزینه معاملات سهام کاهش می‌یابد. به دلیل اهمیت و نقش سازوکارهای راهبری شرکتی بر روی هزینه معاملات سهام، در ادامه ادبیات سازوکارهای نظام راهبری شرکتی مانند استقلال اعضای هیئت‌مدیره، تمرکز مالکیت و مالکیت مدیران بر هزینه معاملات سهام تشریح شده است.

۲-۲-۱- استقلال اعضای هیئت‌مدیره و هزینه معاملات سهام

نسبت استقلال اعضای هیئت‌مدیره یکی از ویژگی‌های کلیدی ساختار هیئت‌مدیره است. از دیدگاه تئوری نمایندگی، استدلال شده است که مدیران مستقل ابزاری را برای نظارت بر فعالیت‌های مدیریت از طریق افزایش تمرکز بر روی عملکرد مالی شرکت‌ها و در نتیجه به حداقل رساندن هزینه‌های نمایندگی ارائه می‌کنند (فاما و جنسن، ۱۹۸۳). پژوهشگرانی همانند رادرفورد و بوخولتز[5] (۲۰۰۷) ادعا کردند که افزایش در نسبت مدیران مستقل به‌طور مثبت با سطح هوشیاری هیئت‌مدیره ارتباط دارد؛ آن‌ها کمک می‌کنند تا درجه نابرابری اطلاعاتی کاهش یافته و درنهایت هیئت‌مدیره کیفیت اطلاعات را افزایش می‌دهد. استدلال‌های پژوهشگران پیشین

1 Searat, Benjamin and Jen
2 Fama
3 Beekes and Brown
4 Zhang
5 Rutherford and Buchholtz

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نشان می‌دهد که حضور مدیران مستقل در هیئت‌مدیره راهکار مناسبی برای شرکت در راستای کاهش عدم اطمینان محیطی و توسعه راهبردها و اجرای آن‌هاست. مطالعه‌های قبلی همانند پیرس و زهرا[1] (۱۹۹۲). بثالا و رائو[2] (۱۹۹۵) گزارش دادند که مدیران مستقل نقش مهمی در راهبری مؤثر شرکت‌های بزرگ به ویژه در شرایط تصمیم‌گیری و کنترل عملکرد ایفا می‌کنند. با نظارت مدیران مستقل در هیئت‌مدیره نگرانی مدیرعامل در مورد سلب شهرت ناشی از سوگیری رفتاری و احتمال جایگزینی مدیر دیگر افزایش می‌یابد؛ و همچنین از انگیزه مدیران مستقل انتظار می‌رود که سلامت مالی و ارزش شرکت زیر نظر خود را به حداکثر برسانند.

بسیاری از پژوهشگران همانند چو، لی و ین[3] (۲۰۱۰) و الومی و گویل[4] (۲۰۰۱) دریافتند که مدیران مستقل نقش مهمی در بهبود شرایط مالی یک شرکت ایفا می‌کنند و از اعتقاد به اینکه مدیران بیرونی استقلال مدیریتی دارند و بر فعالیت‌های مدیران نظارت می‌کنند؛ همچنین انتظار می‌رود که اعضای هیئت‌مدیره مستقل به دلیل شهرت بالا نفوذ بیشتری داشته باشند و آن‌ها تجربه، توانایی‌ها و ایده‌های مربوط به خارج از سازمان را در شرکت به اشتراک می‌گذارند (کنسر و جانسون[5]، ۱۹۹۰). با توجه به جلسات مکرر هیئت‌مدیره، احتمالاً اعضای مستقل هیئت‌مدیره اطلاعات غنی‌تر در مورد محیط عملیاتی شرکت کسب می‌کنند که این امر توانایی اعضای مستقل هیئت‌مدیره را بر نقش نظارتی فعالیت‌های مدیریت بهبود می‌بخشد (رادرفورد و بوخولتز، ۲۰۰۷)، و توانایی و انگیزه مدیریت را برای تحریف افشای اطلاعات کاهش می‌دهد (سی‌رت و همکاران، ۲۰۱۷). مطالعات گذشته هم حاکی از این است که استقلال هیئت‌مدیره و جلسات هیئت‌مدیره، نقد شوندگی سهام را بهبود می‌بخشد (فو و زین[6]، ۲۰۱۰). بنابراین بر اساس تئوری نمایندگی و نظارت می‌توان استدلال کرد که استقلال اعضای هیئت‌مدیره اعتماد به نفس سهامداران را در خصوص افشای اطلاعات افزایش می‌دهد و نقش نظارتی آن‌ها بر فعالیت‌های مدیریت باعث می‌شود تا نوسان‌های حاصل از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش یابد و سرمایه‌گذاران هزینه معاملات سهام کمتری متحمل می‌شوند و از معاملاتشان سود ببرند. به این ترتیب می‌توان بیان کرد که استقلال اعضای هیئت‌مدیره شرکت باعث کاهش هزینه معاملات سهام می‌شود.

1 Pearce and Zahra
2 Bathala and Rao
3 Chou, Li and Yin
4 Elloumi and Gueyle
5 Kesner and Johnson
6 Foo and Zain

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۲-۲-۲- تمرکز مالکیت و هزینه معاملات سهام

طبق تئوری نمایندگی، تمرکز مالکیت یک ساختار کلیدی از سازوکارهای راهبری شرکتی است که به منظور محدود کردن مشکلات نمایندگی ناشی از جدایی بین مالکیت و مدیریت، کمک می‌کند (شلایفر و ویشنی[1]، ۱۹۸۶). به‌طور کلی، در شرکت‌های دارای تمرکز مالکیت بالا، مشکلات نمایندگی ممکن است افزایش یافته یا کاهش پیدا کنند. از یک سو، کنترل مؤثر و کارآمد امور توسط سهامداران عمده می‌تواند موجب این شود که از طریق ریسک‌پذیری کمتر از حد مطلوب و پاداش‌های غیرمنتظره، منابع شرکتی را غصب کنند که این امر به سهامداران اقلیت لطمه وارد می‌کند. این شیوه‌ها ظاهراً با کیفیت گزارش‌دهی مالی رابطه معکوس دارند (کوهن، کریشنـامورزی و رایت[2]، ۲۰۰۲). پژوهشگری همانند چاو و لئونگ[3] (۲۰۰۶) در مطالعه‌ای گزارش کردند که تمرکز مالکیت با استراتژی‌های راهبری جمعی در داخل شرکت رابطه منفی دارد و ممکن است عدم شفافیت در فرآیند گزارش‌دهی مالی همچنان وجود داشته باشد و موجب شود که سهامداران عمده برای خود منافع شخصی دست و پا کنند (فان و وانگ[4]، ۲۰۰۴). به همین نحو، سهامداران عمده در راستای پایین نگاه داشتن سطح نظارت‌ها و پنهان ساختن دست‌اندازی‌های خویش شاید ترجیح دهند که گزارش‌های مالی توسط یک حسابرس دارای کیفیت کاری پایین‌تر مورد حسابرسی قرار گیرند (لین و لیو[5]، ۲۰۰۹). در طیف دیگری، مطابق با فرضیه نظارت فعال، سهامداران عمده شرکت مدیران را متقاعد به افشای اطلاعات بیشتر می‌کنند و وجود سهامداران عمده بدان معنی است که آن‌ها کنترل قابل توجهی بر حقوق جریان نقدی دارند و این باعث کاهش توانایی مدیران برای سلب منفعت سهامداران می‌شود. با این حال و به‌طور کلی سهامداران عمده انگیزه زیادی برای نظارت بر مدیران دارند، چرا که نظارت برای آن‌ها بسیار مهم است (جنسن، ۱۹۹۳، اشلایفر و ویشنی ۱۹۹۷ هامدان، ۲۰۱۷).

مرور بر ادبیات قبلی نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت ممکن است نابرابری اطلاعاتی را میان سهامداران اقلیت تشدید کند. بر اساس این منطق، سهامداران عمده ممکن است در مدیریت نفوذ کنند و صرف‌نظر از منافع سهامداران اقلیت، منافع شخصی خود را دنبال نمایند (لاپورتا، لوپز و شلیفر[6]، ۲۰۰۰). از سوی دیگر، سهامداران عمده شاید از سازوکارهای نظارتی بیرونی بهره

1 Shleifer and Vishny
2 Cohen, Krishnamoorthy and Wright
3 Chau and Leung
4 Fan and Wong
5 Lin and Liu
6 La Porta, Lopez and Shleifer

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

گرفته و بدین ترتیب توانایی خویش در زمینه سوء استفاده از منابع را کاهش دهد. می‌توان به‌طور قاطعانه بیان کرد که شرکت باید در ارتباط با فرآیند راهبری جمعی و گزارش‌دهی مالی خویش به سهامداران اقلیت و سرمایه‌گذاران بالقوه اطمینان خاطر دهد تا از منافع آن‌ها به خوبی مراقبت می‌شود (رید، دونوهر و بارنز[1]، ۲۰۰۴)، در این مواقع از مالکیت ثروت سهـامداران اقلیت محافظت شده است (لی و یـه[2]، ۲۰۰۴). سهامداران عمده جزء معامله‌گران مطلع تلقی می‌شوند، زیرا آن‌ها به اطلاعات محرمانه و داخلی شرکت دسترسی دارند و در تلاش‌اند صحت و دقت اطلاعات را برای دیگر سرمایه‌گذاران ناآگاه پنهان نمایند. سهامداران عمده به دلیل آگاهی و برخورداری از محیط غنی اطلاعات به هنگام معامله بیشترین منفعت را می‌برند. در نتیجه سرمایه‌گذاران ناآگاه به دلیل ناتوانی در کسب آگاهی از محیط اطلاعات داخلی و خاص شرکت، هنگام حل‌وفصل نقد شوندگی سهام با مشکل مواجه می‌شوند و هزینه معاملات سهام بیشتری متحمل می‌شوند.

۲-۲-۳- مالکیت مدیران و هزینه معاملات سهام

تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که مالکیت مدیرعامل از سازوکارهای کنترل داخلی مؤثر برای حل و فصل مشکلات نمایندگی است (جنسن و مکلینگ[3]، ۱۹۷۶). در پژوهشی جنسن و روباک[4] (۱۹۸۳) با شواهدی بیشتر نشان می‌دهند که مدیران باید سهام قابل توجهی در شرکت‌های خود نگه دارند که به آن‌ها انگیزه می‌دهد همسو با منافع سهامداران عمل کنند. همچنین استدلال می‌شود که مالکیت مدیران دقت درک عملیات شرکت را افزایش می‌دهد (لنه، میتچل و رامسی[5]، ۲۰۰۵). بسیاری از مطالعات تجربی به نتایجی دست یافتند که میزان مالکیت مدیران در شرکت منافع زیادی دارد. برای مثال مهران (۱۹۹۵) گزارش کرد زمانی که مالکیت مدیرعامل افزایش می‌یابد، سرمایه‌گذاران شرکت را به‌عنوان یک هدف سرمایه‌گذاری با کیفیت بالا ارزیابی می‌کنند. علاوه بر این یافته‌های هانسون و سانگ[6] (۲۰۰۰) از فرضیه‌ای حمایت می‌کند که سطح بالاتر مالکیت، به مدیران انگیزه می‌دهد تا دارایی‌هایی که هم‌افزایی منفی ایجاد می‌کنند را به فروش برسانند. پژوهشگرانی همانند شمسول[7] (۲۰۰۶) و الومی و گویل (۲۰۰۱) در تحقیقات خود از شرکت‌های با بحران مالی نشان دادند که مالکیت مدیرعامل در یک شرکت انگیزه مدیران را برای

1 Reed, Donoher and Barnes
2 Lee and Yeh
3 Jensen and Meckling
4 Ruback
5 Lenne, Mitchell and Ramsay
6 Hanson and Song
7 Shamsul

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نظارت بر مدیریت جهت جلوگیری از بحران مالی تقویت می‌کند. بنا بر اصل اعتمادسازی و افشای اطلاعات از سوی مدیران، مالکیت مدیران این انگیزه را در پی دارد که آن‌ها برای خرید سهام جدید تمامی اطلاعات در دسترس و مربوط را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار ندهند تا بتوانند در معاملاتشان موفق و به اهداف خود دست یابند. این در حالی است که سرمایه‌گذاران ناآگاه به دلیل عدم اطلاع از صحت و دقت اطلاعات و عدم اطمینان درباره ارزش شرکت بیشترین هزینه معاملات سهام را محتمل می‌شوند؛ به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران ناآگاه به دلیل فقدان درک و ناتوانی در پردازش و تفسیر اطلاعات، هزینه‌های معاملاتی را محتمل می‌شوند؛ بنابراین برای حمایت تجربی از اثرات انگیزشی مالکیت مدیرعامل در افشای اطلاعات به هنگام مبادله سهام، در فرضیه سوم پژوهش به بررسی این موضوع پرداخته شده است.

۳- پیشینه تجربی پژوهش

جانسون و سو[1] (۲۰۱۷) در پژوهشی نامتقارنی هزینه معاملاتی قبل از اعلامیه سود را بررسی کردند. نمونه آماری نهایی آن‌ها شامل ۲۱۵ ۷۵۴ اعلامیه سود سه‌ماهه از سال ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۲ است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که هزینه معاملاتی روی اخبار منفی نسبت به اخبار مثبت قبل از اعلامیه سود افزایش می‌یابد. شواهد آن‌ها نشان داد این نامتقارنی هزینه به خاطر واسطه‌گری‌های مالی است که در معرض ریسک اطلاع‌رسانی قرار می‌گیرند.

چانگ و هاه[2] (۲۰۱۶) در پژوهشی هزینه معاملاتی ناشی از ناکارایی اطلاعاتی و اهمیت آن را در ارتباط به قیمت‌گذاری دارایی مورد بررسی قرار دادند. نمونه آماری پژوهش آن‌ها شامل ۶۳۲۶۱۴ معاملات ماهانه سهام طی سال‌های ۱۹۸۳-۲۰۱۰۴ در بورس اوراق بهادار نیویورک و بورس اوراق بهادار امریکا است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد. مسئله ناکارایی اطلاعاتی هزینه معاملاتی در بازده روزانه سهام قیمت‌گذاری می‌شود و اثرات مسئله ناکارایی اطلاعاتی هزینه معاملاتی نسبت به مسئله انتخاب نادرست اطلاعاتی بر بازده سهام و قیمت‌گذاری دارایی بیشتر است.

جنویتاآروجی، چاروین‌ونگ، دینگ و یانگ[3] (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی هزینه معاملات در بورس تایلند پرداختند. نمونه آن‌ها شامل تعداد ۹۴۷۴۱۵۴ معاملات روزانه طی سال ۲۰۱۱ در بورس سهام تایلند است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد کل هزینه معاملات شامل تأثیر قیمت

1 Johnson and So
2 Chung and Huh
3 Jenwittayaroje, Charoenwong, Ding & Yang

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

و هزینه فرصت ارتباط مثبتی با اندازه سفارش و نوسانات قیمت دارند درحالی‌که رابطه منفی با اندازه شرکت و اندازه معاملات دارند.

لی (۲۰۱۳) در مطالعه‌ای رابطه بین اجزای اقلام تعهدی و هزینه معاملات سهام برای نمونه‌ای از ۹۳۱ شرکت از بورس‌های شانگ‌های و شنزن چین مورد مطالعه قراردادند یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد اجزای اقلام تعهدی (اختیاری و غیر اختیاری) باعث افزایش هزینه معاملات سهام می‌شوند. همچنین به دلیل محدودیت‌های فروش کوتاه‌مدت سهام اقلام تعهدی منفی اثرات بیشتری نسبت اقلام تعهدی مثبت بر هزینه معاملات سهام دارند و ناکارایی اطلاعاتی در بازار بورس اثرات نامتقارنی بر هزینه معاملات سهام می‌گذارد.

بهاتاچاریا، دسای و ونکتارمن[1] (۲۰۱۳) در پژوهشی با شواهدی از هزینه معاملات رابطه بین کیفیت سود و نابرابری اطلاعاتی را مورد بررسی قرار دادند. در انجام پژوهش از داده‌های شرکت-های بورس نیویورک و نزدک در ایالات‌متحده مشتمل بر ۱۴۳۸۹ شرکت- سال در بازه زمانی ۲۰۰۷- ۱۹۹۸ استفاده نموده‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از این است که نابرابری اطلاعاتی، هزینه معاملاتی را افزایش می‌دهد. کیفیت پایین سود نابرابری اطلاعاتی را افزایش می‌دهد. کیفیت سود برای شرکت‌های که محیط اطلاعاتی ضعیفی دارند هزینه معاملاتی را افزایش می-دهند.

قائمی و تقی‌زاده (۱۳۹۵) در پژوهشی تأثیر ریسک اطلاعاتی و هزینه‌های معاملات بر واکنش بـازار سهام بـه اخبار سود را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها با انجام مطالعه بر روی نمونه‌ای مشتمل بر ۱۹۱ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران یافتند که هزینه‌های معاملات، تأثیری در واکنش بازار سهام ندارند و ریسک اطلاعاتی بالاتر، موجب واکنش اولیهٔ بیشتر سرمایه‌گذاران به اعلامیه‌های سودهای فصلی می‌شود.

خدامی‌پور و امیری (۱۳۹۶) در پژوهشی ارتباط بین اجزای اقلام تعهدی و هزینه معاملات سهام را مورد بررسی قرار دادند. جامعه آماری پژوهش آن‌ها بورس اوراق بهادار تهران با تعداد ۶۶ شرکت در طی بازه زمانی ۱۳۸۳-۱۳۹۲ است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که سرمایه‌گذاران به دلیل تفسیر ناهمگنی که از اجزای اقلام تعهدی دارند، رفتارهای متفاوتی در خصوص محتوای اطلاعاتی اجزای اقلام تعهدی نشان می‌دهند. این موضوع باعث شده تا اثرات نامتقارنی در هزینه معاملات سهام به وجود آید.

خدامی‌پور و امیری (۱۳۹۶) در پژوهشی رابطه بین هزینه معاملات سهام و قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیلی سرمایه‌گذاران نهادی در بازار بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار

1 Bhattacharya, Desai & Venkataraman

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

دادند. نمونه آماری پژوهش آن‌ها شامل ۶۹ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۴ است. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد عدم افشای کافی اطلاعات درباره قیمت سهام هزینه معاملات سهام را افزایش می‌دهد. همچنین، سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل نقش نظارتی بر فعالیت‌های شرکت باعث کاهش هزینه معاملاتی می‌شوند.

۴- فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مبانی نظری مطرح‌شده در قسمت‌های قبل فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: استقلال هیئت‌مدیره باعث کاهش هزینه معاملات سهام می شود.

فرضیه دوم: تمرکز مالکیت بر هزینه معاملات سهام اثر معناداری دارد.

فرضیه سوم: مالکیت مدیران بر هزینه معاملات سهام اثر معناداری دارد.

۵- روش پژوهش و جامعه آماری

پژوهش حاضر به لحاظ نتیجه از نوع کاربردی است. داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی موجود در سایت‌های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و شبکه کدال و مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران استخراج شده است. پس از جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز شرکت‌های مورد رسیدگی، ابتدا داده‌ها در نرم‌افزار اکسل قرار گرفته و سپس به منظور انجام تجزیه‌وتحلیل‌های نهایی از نرم‌افزار استتا[1] استفاده شده است. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای انتخاب نمونه محدودیت-های زیر اعمال شده است:

۱) قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و تا پایان سال ۱۳۹۵ نماد آن‌ها از تابلو معاملات حذف نشده باشد.

۲) بـه لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و شرکت‌ها طی دوره زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداده باشد.

۳) داده‌های مورد نیاز این پژوهش موجود باشد.

۴) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک و بیمه نباشند.

۵) شرکت‌ها در دوره تحقیق بیش از شش ماه توقف معاملات سهام نداشته باشند.

پس از اعمال شرایط فوق تعداد ۹۷ شرکت به‌عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شد.

1 STATA

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۶- مدل و اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره به شرح زیر استفاده شده است.

$$\begin{aligned}\text{Trading costs}_{it} = {} & \beta_0 + \beta_1 \text{Indd}_{it} + \beta_2 Own_\text{Con}_{it} + \beta_3 Dir_Own_{it} \\ & + \beta_4 \text{Volume}_{it} + \beta_5 \text{Volatility}_{it} + \beta_6 \text{Size}_{it} \\ & + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it}\end{aligned} \qquad (۱)$$

که در آن:

Trading cost_{it}: هزینه معاملات سهام شرکت i در سال t؛ Indd_{it}: استقلال اعضای هیئت‌مدیره شرکت i در سال t؛ Own_Con_{it}: تمرکز مالکیت شرکت i در سال t؛ Dir_Own_{it}: مالکیت مدیران شرکت i در سال t؛ Volume_{it}:حجم معاملات سهام شرکت i در سال t؛ Volatility_{it}: نوسان پذیری بازده سهام شرکت i در سال t؛ Size_{it}: اندازه شرکت i در سال t؛ ROA_{it}: بازده دارایی‌ها شرکت i در سال t؛ LEV_{it}: اهرم مالی شرکت i در سال t؛ ε_{it}: خطای مدل شرکت i در سال t هستند.

الف- متغیر وابسته

هزینه معاملات سهام (Trading cost_{it}): متغیر وابسته پژوهش است. در این پژوهش برای اندازه‌گیری هزینه معاملات سهام از معیار بسط یافته شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مؤثر (ESP)[1] که از پژوهش لی (۲۰۱۳) استخراج شده، استفاده شده است.

$$\text{ESP} = \frac{1}{D_i}\sum_{d=1}^{D}\frac{1}{T}\sum_{t=1}^{T} 2 \times \frac{|Price_{it} - (ASK_{it} + Bid_{it})/2\,|}{(ASK_{it} + Bid_{it})/2} \qquad (۲)$$

که در آن:

D_i: تعداد روزهای معاملات سهام در سال که در آن بالاترین قیمت پیشنهادی خرید و کمترین قیمت پیشنهادی فروش برای سهام i برای شرکت موجود باشند. Bid_{it}: بالاترین (بهترین) قیمت پیشنهادی خرید سهام روزانه i در زمان t؛ ASK_{it}: کمترین (بهترین) قیمت پیشنهادی فروش سهام روزانه i در زمان t؛ T: تعداد معاملات در یک روز برای سهام i؛ Price_{it}: قیمت سهام i در زمان t.

1 Effective Spread

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

ب- متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل پژوهش عبارت‌اند از درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره، تمرکز مالکیت و مالکیت مدیران.

استقلال اعضای هیئت‌مدیره ($Indd_{it}$): از طریق تقسیم اعضای مستقل هیئت‌مدیره در زمان مجمع عمومی عادی سالیانه به کل اعضای هیئت‌مدیره حاصل می‌شود.

تمرکز مالکیت (Own_Con_{it}): با معیارهای اندازه‌گیری متفاوتی از سوی محققان ارائه‌شده است. در این پژوهش تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال- هیرشمن اندازه‌گیری شده است. این شاخص به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$HHI = \sum_{i=1}^{Nj} \left(\mathrm{SHAR}N_{I,J}\right)^2 \qquad (۳)$$

در این شاخص $\mathrm{SHAR}N_{I,J}$ درصد سهام تحت تملک سهامدار i در شرکت j است. در این پژوهش، درصد مالکیت بزرگ‌تر و مساوی ۱۰٪ در محاسبه شاخص هرفیندال- هیرشمن در نظر گرفته شده است.

مالکیت مدیران (Dir_Own_{it}): این متغیر بیانگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیئت‌مدیره است.

ج- متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی پژوهش عبارت‌اند از حجم معاملات سهام، نوسان پذیری بازده سهام، اندازه شرکت بازده دارایی‌ها و اهرم مالی.

حجم معاملات سهام ($Volume_{it}$)

کل هزینه معاملاتی تحت تأثیر حجم معاملات سهام قرار می‌گیرد. بسیاری از مطالعات (آمیهود و مندلسون[1]، ۱۹۸۶؛ لویز و ورچیا[2]، ۲۰۰۰ و لی، ۲۰۱۳) نشان دادند، شرکت‌های که حجم معاملات سهام بیشتری را تجربه می‌کنند نقد شوندگی بیشتری دارند. در واقع، با کاهش مسئله انتخاب نادرست اطلاعاتی مبادله سهام با سرعت بالایی صورت می‌گیرد و سرمایه‌گذاران هزینه معاملاتی کمتری متحمل می‌شود؛ بنابراین افزایش حجم معاملات سهام، هزینه معاملاتی کمتری

1 Amihud and Mendelson
2 Leuz and Verrecchia

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

را در بر می‌گیرد. در این پژوهش حجم معاملات سهام از لگاریتم طبیعی میانگین حجم معاملات روزانه سهام در طی یک سال اندازه‌گیری شده است (لی، ۲۰۱۳).

نوسان پذیری بازده سهام ($\mathbf{Volatility}_{it}$)

نوسان پذیری بازده سهام نماینده‌ای برای ریسک می‌باشند. سهام پرمخاطره با درجه بیشتری از نابرابری اطلاعاتی روبرو هستند (استول[1]، ۲۰۰۰). نوسان‌پذیری بازده سهام ابزاری برای نشان دادن درجه عدم اطمینان نسبت به نوسان پذیری بازده آتی سهام است. به‌طوری که هرگاه درجه نوسان‌پذیری افزایش یابد احتمال کاهش و افزایش قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد (خدامی‌پور و قدیری، ۱۳۸۹). مطالعات قبلی (هو و استول[2]، ۱۹۸۳؛ کاپلند و گالای[3]، ۱۹۸۳؛ مورس و آشمن[4]، ۱۹۸۳ و واسان و بون،۲۰۱۰)، نشان دادند هنگامی که نابرابری اطلاعاتی در بازار وجود دارد، نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌ها بیشتر است. به دلیل افشای ناکافی اطلاعات درباره قیمت سهام ریسک افزایش می‌یابد و نوسانات زیاد باعث افزایش خطای سرمایه‌گذاران شده و هزینه معاملات افزایش می‌یابد. در این پژوهش، نوسان‌پذیری بازده سهام از انحراف معیار بازده روزانه سهام در طی سال به دست آمده است و به شرح زیر اندازه‌گیری این متغیر آورده شده است.

$$\text{Volatility} = \sqrt{\frac{1}{\text{Di}}\sum_{\text{d=1}}^{\text{D}}(\text{R}_\text{i} - \bar{\text{R}}_\text{i})^2} \qquad (۴)$$

که در آن:

Volatility: نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت i در سال t. Di: تعداد روزهایی از سال t که برای آن‌ها بازده روزانه سهام شرکت محاسبه شده است. R_i: بازده روزانه سهام شرکت i است، به‌طوری‌که اگر P_t قیمت پایانی روز tام باشد بازده روزانه سهام از فرمول زیر به دست می‌آید:

$$\text{R}_\text{i} = \frac{(\text{P}_\text{t} - \text{P}_{\text{t}-1}) + \text{D}_t}{\text{P}_{\text{t}-1}} \qquad (۵)$$

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_t: سود نقدی پرداختی (لی، ۲۰۱۳).

1 Stoll
2 Ho and Stoll
3 Copeland and Galai
4 Morse and Ushman

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

اندازه شرکت ($Size_{it}$)

نتایج پژوهش‌های کینگ، پاونال و وی‌مایر[1] (۱۹۹۰) و لانگ و لاندهولم[2] (۱۹۹۳)، حاکی از این است که بین اندازه شرکت و افشاگری رابطه مثبتی وجود دارد. برای بیان این رابطه استدلال کردند، شرکت‌های بزرگ قابلیت بیشتری از شفافیت اطلاعاتی برخوردار هستند و نابرابری اطلاعاتی کمی در بازار دارند. استول (۲۰۰۰)، رابطه منفی بین اندازه شرکت و شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام یافت و نشان داد شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر به سرمایه‌گذاران نزدیک‌تر و تحلیلگران زیادی را به خود جذب می‌نماید؛ به دلیل افشای گستره اطلاعاتی هزینه معاملات سهام کمتر است و سرمایه‌گذاران با بینش بهتری اقدام به تخصیص بهینه منابع خود می‌کنند. در این پژوهش اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال اندازه‌گیری شده است.

بازده دارایی‌ها (ROA_{it})

بازده دارایی معیاری از عملکرد مالی شرکت است. دلایل نظری قوی وجود دارد، هنگامی که اطلاعات درباره عملکرد مالی شرکت به‌موقع افشا شود، سرمایه‌گذاران متناسب با چنین اطلاعاتی تصمیماتی نسبت به خرید و فروش سهام اتخاذ می‌کنند (فانگ، نوئی و شری[3]، ۲۰۰۸). از سوی دیگر، بر طبق تئوری نمایندگی مدیران برای دستیابی به اهداف و موضوع خویش محتوای اطلاعاتی مربوط به قیمت سهام که بازتابی از عملکرد مالی شرکت است هم‌زمان با ورود سرمایه‌گذار در بازار افشا نمی‌کنند (سابرامانیام و تیتمن،[4] ۲۰۰۱)؛ بنابراین، عدم افشای کافی اطلاعات در بازار سرمایه باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران هنگام مبادله سهام با هزینه معاملاتی بالایی مواجه می‌شوند. در این پژوهش عملکرد مالی از نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت به دست آمده است.

اهرم مالی (LEV_{it})

بر اساس نظریه توازی ایستا ساختار سرمایه، یک شرکت با نقد شوندگی بالای سهام هزینه معاملات کمتری را تجربه می‌کند که این امر باعث می‌شود که تأمین مالی از طریق انتشار سهام جذاب‌تر از بدهی باشد؛ بنابراین انتظار می‌رود شرکت‌های که سهام با نقد شوندگی بالای دارند اهرم مالی کمتری داشته باشند (سیوازسن، علی، لیو و هوانگ[5]، ۲۰۱۶). از طرف دیگر بر اساس

1 King, Pownall & Waymire
2 Lang and Lundholm
3 Fang, Noe and T Sheri
4 Subrahmanyam & Titman
5 Sivathaasan. N., S.Ali., B. Liu., and A.Haung

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تئوری نمایندگی شرکت‌ها می‌توانند از بدهی به‌عنوان سازوکاری نظارتی برای کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران استفاده کنند. این نقش نظارتی باعث شده تا مدیران اطلاعات بیشتری را افشا کنند. سرمایه‌گـذاران هنگام انجام مبادله هزینه معاملاتی کمتری متحمل می‌شوند. در این پـژوهش اهرم مالی از طریق نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری شده است.

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱- آماره‌های توصیفی

در جدول (۱) نتایج آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش ارائه‌شده است. ملاحظه می‌شود که میانگین هزینه معاملات سهام حدود ۰/۰۰۱۸ از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را در برگرفته‌اند.

مقدار متوسط متغیر استقلال اعضای هیئت‌مدیره بیانگر این است که حدود ۶۶٪ از اعضای هیئت‌مدیره خارج از شرکت هستند.

مقدار میانگین تمرکز مالکیت نشان می‌دهد که بیش از ۷۰٪ سهام شرکت در اختیار مالکان بالای ۱۰٪ می‌باشد. مقدار متوسط مالکیت مدیران نشان می‌دهد ۵۷٪ از سهام نگهداری شده شرکت در اختیار اعضای هیئت‌مدیره است.

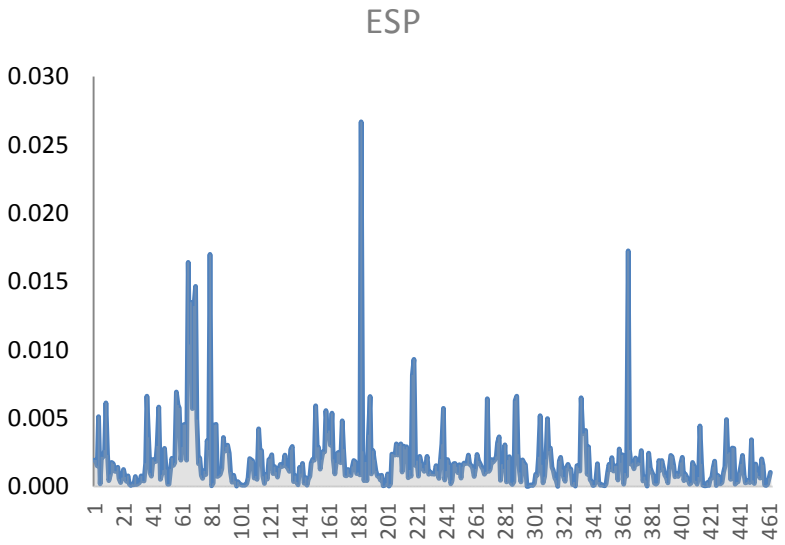
جدول (۱). نتایج آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشترین	کمترین
هزینه معاملات سهام	۰/۰۰۱۸	۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۲	۰/۰۲٦	۰/۰۰۰۰۱
استقلال اعضای هیئت‌مدیره	۰/٦٦٦	۰/٦١٤	۰/١٦٥	۰/٨٥١	۰/۲۰۰
تمرکز مالکیت	۰/۷۰۲	۰/٦۳۳	۰/٥۷٨	۰/۹٦٥	۰/۱۲۷
مالکیت مدیران	۰/٥۷٨	۰/٥۳۱	۰/۲۱٥	۰/٨۷٦	۰/۰۱٥
حجم معاملات سهام	۱۱/۷۷٨	۱۱/٥٦٥	۱/٨۹٤	۱۷/۱۲۱	٦/۲٦۳
نوسان پذیری بازده سهام	۰/۱۱۱	۰/۱۱۳	۰/۰٥۰	۰/۲۰٤	۰/۰۱۲
اندازه شرکت	۱٤/۰۱۳	۱۳/۹٤	۱/٤٤۷	۱۸/٥۱۰	۱۰/۰۳۱
بازده دارایی‌ها	۰/۱۱۷	۰/۰۹٥	۰/۱۲٥	۰/٥۳۷	-۰/۲۳٨
اهرم مالی	۰/٥۷٦	۰/٤۰۳	۰/۱۹۹	۰/٨۹٥	۰/۰۱٦

نمودار (۱) شدت هزینه معاملات سهام برحسب داده‌های روزانه شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را نشان می‌دهد. برحسب نتایج آماری توصیفی جدول (۱) شدت فراوانی هزینه معاملات سهام بین بیشترین و کمترین مقادیر به ترتیب ۰/۰۲۶ و ۰/۰۰۰۰۱ است. این

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نتایج مبین شکاف زیاد بین مقادیر است که حاکی از وجود ناکارایی اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران است.



نمودار (۱). شدت هزینه معاملات سهام بر حسب مدل ESP

۷-۲- انتخاب الگو برای مدل

برای انتخاب الگوی مناسب برای مدل، آزمون‌های چاو، بروش پاگان و هاسمن اجرا شده است. نتایج این آزمون‌های در جدول (۲) ارائه‌شده است. نتایج معناداری آماره F آزمون چاو بیانگر ارجحیت الگوی اثرات ثابت بر الگوی اثرات مشترک است. همچنین نتایج آماره کای دو آزمون بروش پاگان معنادار است؛ که بیانگر ارجحیت الگوی اثرات تصادفی بر الگوی اثرات مشترک است. به منظور تعیین الگوی اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج معناداری آماره کای دو آزمون هاسمن نشان‌دهنده ارجحیت الگوی اثرات ثابت بر الگوی اثرات تصادفی است؛ بنابراین الگوی مناسب برای برآورد مدل الگوی اثرات ثابت است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول (۲). نتایج آزمون‌های چاو، بروش پاگان و هاسمن

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
چاو	(F) ٦/۳۷	۰/۰۰۰	تأیید مدل اثر ثابت در برابر مدل اثرات مشترک
بروش پاگان	۸۸/۰۵ (Chibar2)	۰/۰۰۰	تأیید مدل اثر تصادفی در برابر مدل اثرات مشترک
هاسمن	۷/۰۸ (Chi2)	۰/۰۰۰	تأیید مدل اثر ثابت در برابر اثر تصادفی

۷-۳- نتایج آزمون فرضیه‌ها

در جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش ارائه شده است. نتایج معناداری آزمون والد تعدیل-شده برای بررسی ناهمسانی واریانس حاکی از این است که بیانگر وجود مشکل ناهمسانی واریانس در خطای مدل است. به منظور رفع مشکل مزبور، مدل به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآورد شده است. همچنین نتایج معناداری آماره F آزمون ولدریج (۲۰۰۲) نشان‌دهنده وجود مشکل خودهمبستگی سریالی باقی مانده مدل است به منظور رفع خودهمبستگی از روش خودهمبستگی مرتبه اول استفاده شده است. نتایج مقادیر VIF کمتر از ۵ می‌باشد؛ که این نتایج بیانگر عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مدل می‌باشد.

مقدار ضریب و آماره z متغیر استقلال اعضای هیئت‌مدیره به ترتیب برابر با ۰/۵۱۷- و ۳/۹۹- می‌باشد و در سطح خطای یک درصد این ضریب معنادار است؛ بنابراین، بین استقلال اعضای هیئت‌مدیره و هزینه معاملات سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به این ترتیب، فرضیه اول پژوهش در سطح خطای یک درصد مورد تأیید واقع شده است.

مقدار ضریب و آماره z متغیر تمرکز مالکیت به ترتیب برابر با ۰/۲۲۱ و ۲/۱۷ است و در سطح خطای پنج درصد این ضریب معنادار است. این موضوع نشان می‌دهد تمرکز مالکیت هزینه معاملات سهام را افزایش می‌دهد؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای پنج درصد مورد تأیید قرار گرفت.

همچنین، مقدار ضریب و آماره z متغیر مالکیت مدیران به ترتیب برابر با ۰/۴۸۴ و ۴/۳۶ می‌باشد و در سطح خطای یک درصد معنادار است. این یافته به دست آمده حاکی از این است که مالکیت مدیران منجر به افزایش هزینه معاملات سهام می‌شود؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش در سطح خطای یک درصد پذیرفته شده است.

نتایج متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که حجم معاملات سهام و اندازه شرکت رابطه منفی و معناداری با هزینه معاملات سهام دارند. درحالی‌که نوسان‌پذیری بازده سهام رابطه مثبت و

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

معناداری با هزینه معاملات سهام دارد. همچنین رابطه معناداری بین متغیرهای بازده دارایی و اهرم مالی با هزینه معاملات سهام مشاهده نگردید.

جدول (۳). نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

$$\text{Trading costs}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Indd}_{it} + \beta_2 Own_\text{Con}_{it} + \beta_3 Dir_Own_{it} + \beta_4 \text{Volume}_{it} + \beta_5 \text{Volatility}_{it} + \beta_6 \text{Size}_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	علامت اختصاری	ضریب	آماره z	سطح معناداری	VIF
استقلال اعضای هیئت‌مدیره	Indd_{it}	-۰/۵۱۷	-۳/۹۹	۰/۰۰۰	۱/۰۲
تمرکز مالکیت	Own_Con_{it}	۰/۲۲۱	۲/۱۷	۰/۰۲۸	۱/۶۲
مالکیت مدیران	Dir_Own_{it}	۰/٤۸٤	٤/۳٦	۰/۰۰۰	۱/۳٤
حجم معاملات سهام	Volume_{it}	-۰/۱۲٤	-۲/۸۳	۰/۰۰۵	۲/۵۳
نوسان پذیری بازده سهام	Volatility_{it}	۰/٤۱۳	۲/۵٤	۰/۰۱۱	۱/۰۵
اندازه شرکت	Size_{it}	-۰/۱۳۱	-٤/۵۸	۰/۰۰۰	۲/۲٦
بازده دارایی	ROA_{it}	-۰/۷۵٤	-۰/۷۳	۰/۹۷۷	۱/۳۰
اهرم مالی	LEV_{it}	۰/٤۳٦	۰/۲۳	۰/۸۱٤	۱/۳۲
مقدار ثابت	β_0	۰/۹۱۷	۲/٦۲	۰/۰۰۰	-
آمار Wald chi2		۱۸/۳٤ (۰/۰۰۰)			

نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

نوع آزمون	آماره Chi2	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون والد تعدیل شده	2.0E+04	۰/۰۰۰	مشکل ناهمسانی واریانس دارد

نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی

نوع آزمون	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
ولدریج (۲۰۰۲)	۲۳/۲۳۷	۰/۰۰۰	مشکل خودهمبستگی دارد

۸- تحلیل حساسیت

به منظور استحکام نتایج آماری فرضیه‌ها، مدل پژوهش با لحاظ کردن کنترل اثرات سال‌ها و صنایع مورد آزمون قرار گرفت. این نتایج در جدول (۴) ارائه شده است. مقدار آماره F و سطح معنی‌داری آن، نشان‌دهنده معناداری کل رگرسیون برازش شده در سطح اطمینان ۹۹٪ می‌باشد و ضریب تعیین تعدیل شده مدل نشان می‌دهد که حدود ۲۸٪ از تغییرات هزینه معاملات سهام توسط متغیرهای مستقل و کنترلی معنادار توضیح داده می‌شود. نتایج آزمون مدل پژوهش نشان داد که ضریب استقلال اعضای هیئت‌مدیره (-۰/۵۱۷) است که نشان از این دارد که استقلال اعضای هیئت‌مدیره اثر معکوس و معنادار (سطح خطای یک درصد) بر هزینه معاملات سهام دارد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مقدار ضریب تمرکز مالکیت (۰/۸۱۵) مثبت و معنادار (سطح خطای ۵٪) است که نشان می‌دهد تمرکز مالکیت باعث افزایش هزینه معاملات سهام می‌شود. همچنین، مقدار ضریب مالکیت مدیران (۰/۲۷۸) مثبت و معنـادار (سطح خطای یک درصد) است که نشان می‌دهد مالکیت مدیران هزینه معاملات سهام را افزایش می‌دهد.

جدول (٤). نتایج آزمون تحلیل حساسیت

$$\text{Trading costs}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Indd}_{it} + \beta_2 Own_\text{Con}_{it} + \beta_3 Dir_Own_{it} + \beta_4 \text{Volume}_{it} + \beta_5 \text{Volatility}_{it} + \beta_6 \text{Size}_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 \text{LEV}_{it} + + \sum_{t=1}^{8} \text{Year}_{it} + \sum_{i=1}^{8} \text{Ind}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
استقلال اعضای هیئت‌مدیره	Indd_{it}	-۰/۵۱۷	-۳/۹۹	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	Own_Con_{it}	۰/۸۱۵	۲/۰۷	۰/۰۱۶
مالکیت مدیران	Dir_Own_{it}	۰/۲۷۸	۲/۷۲	۰/۰۰۰
حجم معاملات سهام	Volume_{it}	-۰/۶۲۱	-۵/۳۰	۰/۰۰۰
نوسان پذیری بازده سهام	Volatility_{it}	۰/٤٤۸	۲/٦۵	۰/۰۰۷
اندازه شرکت	Size_{it}	-۰/۱۹۳	-۳/۳۵	۰/۰۰۰
بازده دارایی	ROA_{it}	-۰/۳۱۳	-۰/۲۹	۰/۵۱۸
اهرم مالی	LEV_{it}	۰/۰۵۲	۰/۱۵	۰/۸۷۷
مقدار ثابت	β_0	۰/٤٤٦	۵/۹۷	۰/۰۰۰
اثرات سال	کنترل شد	آماره F		۷/۱۳
اثرات صنعت	کنترل شد	سطح معنی‌داری		۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۲۸	ضریب تعیین		۰/۳۳

۹- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

داشتن بازار سرمایه با هزینه معاملاتی پایین در بازارهای در حال ظهور و توسعه‌یافته از اهمیت بالایی برخوردار است. بـازار سرمایه بـا هزینه معاملاتی کم منجر به تخصیص بهینه سرمایه می‌شود و مزیتی برای تأمین‌کنندگان نقد شوندگی بازار است. با این حال شناخت هزینه‌های معاملاتی در بازار سرمایه‌ای مانند ایران به دو دلیل حائز اهمیت می‌باشد اول، تأثیر آن بر روی استراتژی سرمایه‌گذاری و دوم استراتژی تخصیص دارایی‌ها. در بازار سرمایه ایران با برنامه‌ریزی و کنترل از طریق نظام راهبری شرکتی قوی می‌توان از اثرات هزینه معاملاتی کاست و شاهد افزایش در رونق مبادلات سهام در بازار باشیم. بدین منظور، این پژوهش تأثیر برخی سازوکارهای راهبری شرکتی بر هزینه معاملات سهام مورد آزمون قرار گرفته شد. یافته‌های پژوهش نشان

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

داد، تمرکز مالکیت باعث افزایش هزینه معاملات سهام می‌شود. این موضوع بر اثر دو نظریه کژ گزینی و معاملاتی قابل استنباط می‌باشد. بر اساس نظریه کژگزینی سهامداران عمده شرکت در مقایسه با سایر سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات برتر هستند که این موضوع باعث اختلال در دریافت اطلاعات می‌شود و سرمایه‌گذاران ناآگاه متحمل هزینه معاملات سهام می‌شوند. بر اساس نظریه معاملاتی سهامداران عمده هم‌زمان با تغییر محیط اطلاعاتی شرکت و یا تغییر دادن فعالیت تجاری شرکت در پی افزایش بازده سرمایه‌گذاری بر اساس پرتفوی خود می‌باشند و هزینه‌های معاملاتی را به سرمایه‌گذاران ناآگاه محتمل می‌کنند. این یافته در حمایت از مساله گزینش نامطلوب و مطابق با یافته‌های قبلی (هلفین و شاو، ۲۰۰۰، جاکوبی و ژانگ، ۲۰۱۰)، سهامداران عمده نابرابری اطلاعاتی را افزایش می‌دهد که منجر به افزایش هزینه معاملات سهام می‌شود.

دیگر یافته‌ها پژوهش نشان داد، مالکیت مدیران اثر افزایشی بر هزینه معاملات سهام دارد. این یافته استدلال می‌کند نگهداری سهام توسط مدیران باعث می‌شود تا آن‌ها در راستای منافع سهامداران عمل نکنند و مانع از درک و توانایی سرمایه‌گذاران برای پردازش و تفسیر اطلاعات شوند و از این طریق هزینه معاملات سهام را به دوش سرمایه‌گذاران می‌اندازند تا به اهداف و موضع خویش دست یابند. در واقع مدیران با داشتن محیط غنی اطلاعات، منابع شرکت را برای منافع شخصی منحرف می‌کنند و دسترسی آسان و سریع مدیران به اطلاعات خصوصی شرکت باعث فراهم شدن معامله سودآور برای خود می‌شوند و سرمایه‌گذاران بر اثر ناآگاهی از اطلاعات داخلی هزینه معاملاتی را متحمل می‌شوند. به بیان دیگر، مدیران با دسترسی ممتاز به اطلاعات ارزشمند شرکت و برای دست‌یابی به اهداف خود نابرابری اطلاعاتی را میان سرمایه‌گذاران تشدید می‌کنند. این بدان معنی است که سطح بالای مالکیت مدیران منجر به اختلاف بین مدیران و سرمایه‌گذاران ناآگاه می‌شود که نابرابری اطلاعات را افزایش می‌دهد و در نتیجه هزینه معاملات سهام افزایش می‌یابد.

همچنین دیگر نتایج پژوهش حاکی از این بود که استقلال اعضای هیئت‌مدیره باعث کاهش هزینه معاملات سهام می‌شود. این موضوع نشان می‌دهد که نظارت اعضای مستقل هیئت‌مدیره بر امور شرکت موجب جلوگیری یا کاهش تصمیمات فرصت‌طلبانه مدیران در معاملات می‌شود. می‌توان بر طبق تئوری نمایندگی استدلال کرد که استقلال اعضای هیئت‌مدیره از طریق افزایش تمرکز بر فعالیت‌های مدیران میزان درجه نابرابری اطلاعاتی را کاهش می‌دهد و کیفیت اطلاعات افزایش می‌یابد. به دلیل آگاهی سرمایه‌گذاران از میزان شفافیت اطلاعات از معاملاتشان سود حاصل کرده و بازار هم با نقد شوندگی بیشتری روبرو می‌شود. بر اثر این عوامل هزینه معاملات سهام کاهش می‌یابد و معامله در بهترین شرایط با افزایش بازدهی همراه است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

یافته‌های این پژوهش چندین دستاورد و ارزش افزوده علمی برای استفاده‌کنندگان دارد اول، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود از سرمایه‌گذاری در شرکت‌های که سازوکارهای راهبری شرکتی ضعیفی دارند، تجدیدنظر کنند. دوم، به قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان مقررات بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود محدودیت‌های در خصوص مالکیت سهام طولانی مدت مدیران شرکت وضع نمایند؛ زیرا نبود محدودیت خاص موجب ضرر هرچه بیشتر سرمایه‌گذاران شده و تضاد نمایندگی شدیدتر می‌شود. سوم، به سهامداران اقلیت و سایر سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود، ابتدا شناختی از مالکان عمده شرکت قبل از سرمایه‌گذاری جدید کسب نمایند؛ زیرا در بعضی مواقع رفتار مالکان عمده موجب تضییع حقوق و منافع آن‌ها در شرکت می‌شود. چهارم، از آنجا که اطلاعات مربوط به هزینه ضمنی معاملات سهام در گزارشات مالی درج نمی‌شود، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که از تحلیل‌گران مالی کمک بگیرند تا از اثرات چنین هزینه‌ای مطلع شوند. در نهایت نتایج تجربی این پژوهش موجب تقویت و گسترش ادبیات نظری موضوع پژوهش شد.

۱۰- محدودیت پژوهش

از مواردی که قابلیت تعمیم یافته‌های پژوهش فعلی را با محدودیت مواجه کرده است، نبود معیار دقیقی برای اندازه‌گیری هزینه ضمنی معاملات سهام است. از آنجا که هزینه ضمنی معاملات سهام به‌طور مستقیم در گزارش‌های حسابداری ارائه نمی‌شود در خصوص تعمیم نتایج پژوهش با احتیاط عمل شود.

۱۱- منابع و مآخذ

احمدپور، احمد و امیر رساییان. (۱۳۸۵). رابطه اطلاعات مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، **مجله نامه مفید** ۱۲(۵۷): ۴۸- ۲۹.

خدامی‌پور، احمد و اسماعیل امیری. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین اجزای اقلام تعهدی و هزینه معاملات سهام، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی** ۳۴ (۲۴): ۴۱-۲۴.

خدامی‌پور، احمد و اسماعیل امیری. (۱۳۹۶). هزینه معاملات سهام و قیمت سهام: نقش تعدیلی سرمایه‌گذاران نهادی، **مجله بررسی‌های حسابداری** ۴(۱۵): ۶۶-۴۵.

خدامی‌پور، احمد و محمد قدیری. (۱۳۸۹). بررسی رابطه‌ی میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، **پیشرفت‌های حسابداری** ۲(۲): ۲۹-۱.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

رحیمیان، نظام‌الدین؛ سیدحسن صالح نژاد و علی سالکی. (۱۳۸۸). رابط میان برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۱۶(۵۸): ۸۶-۷۱.

ستایش، محمدحسین و زهره کریمی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه حسابداری مالی** ۴ (۱۵): ۶۶-۴۴.

علیمرادی، محمد و سعید علی احمدی. (۱۳۹۲). حاکمیت شرکتی و رفتار نامتقارن هزینه‌های اداری، عمومی و فروش در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه حسابداری مالی** ۵(۱۹): ۱۷۶-۱۶۲.

رهبر، صدیقه؛ اعظم سلیمانی و میرفیض فلاح شمس لیاستانی. (۱۳۹۲). بررسی اثرات ریزساختار بازار بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری** ۲(۵): ۴۴-۳۱.

قائمی، محمدحسین و مصطفی تقی‌زاد. (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر ریسک اطلاعاتی و هزینه‌های معاملات بر واکنش بازار سهام به اخبار سود، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۲۳(۲): ۲۳۵-۲۵۲.

قربانی، بهزاد؛ علی محمدی و زهرا عسگری. (۱۳۹۳). کیفیت حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام، **پژوهش‌های نوین در حسابداری** ۲(۳): ۹۷-۷۸.

مشکی میاوقی، مهدی و مریم هاشمی سعادت. (۱۳۹۴). بررسی رابطه راهبری شرکتی با احتمال وقوع ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه پژوهش حسابداری** ۵ (۲): ۵۸-۳۷.

ولی‌پور، هاشم، جواد مرادی و لیلا پرویزپور. (۱۳۹۴). اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر انتخاب سازوکارهای حاکمیت شرکتی، **پژوهش‌های تجربی حسابداری** ۵(۴): ۱۸۱-۱۶۷.

Amihud, Y., and H. Mendelson. (1986). Asset Pricing and the Bid-ask Spread. **Journal of Financial Economics** 17(2): 223-49 .

Bacidore, J.M., and G. Sofianos. (2002). Liquidity provision and specialist trading in NYSE-listed non-U.S. stocks. **Journal of Financial Economics** 63(1): 133–158.

Baker, H., and H. Kiymaz. (2013). **Market Microstructure in Emerging and Developed Markets: Price Discovery**, Information Flows, and Transaction Costs: 1-16. 10.1002/9781118681145.ch1 .

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Bathala, C.T., and R.P, Rao. (1995). The determinants of board composition: an agency theory perspective. **Managerial and Decision Economics** 16(1): 59–69.

Becker, T., and A. Sy. (2006). Were bid–ask spreads in the FX market excessive during the Asian crisis?. **International Review of Financial Analysis** 15: 434-449.

Beekes, W., and P. Brown. (2006). Do better-governed australian firms make more informative disclosures?. **Journal of Business Finance & Accounting** 33(3-4): 422-450.

Beekes, W., P. Brown, and Q. Zhang. (2015). Corporate governance and the informativeness of disclosures in Australia: A re-examination, **Accounting & Finance** 55 (4): 931-963.

Bhattacharya, N., D. Desai, and K. Venkataraman. (2013). Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Costs. **Accounting Research** 30(2): 482–516.

Biais, B., L.Glosten, and C. Spatt. (2005). Market microstructure: a survey of microfoundations empirical results and policy implications. **Journal of Financial Markets** 8(2): 217–264.

Brockman, P., and D.Y. Chung. (2003). Investor Protection and Firm Liquidity. **The Journal of Finance** 58(2): 921–938.

Chang, E.C., and P.R. Locke. (1994). The Impact of CME Rule 552 on Dual Traders. **Journal of Futures Markets** 14(4): 493–510.

Chau, G., and P. Leung. (2006) The impact of board composition and family ownership on auditcommittee formation: evidence from Hong Kong. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation** 15(1): 1-15.

Chou, H., H. Li., and X. Yin. (2010). The effects of financial distress and capital structure on the work effort of outside directors. **Journal of Empirical Finance** 17(3): 300–312.

Chung, K.H., J. Elder, and J.C. Kim. (2010). Corporate Governance and Liquidity. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 45(02): 265–291.

Chung, H. (2006). Investor protection and the liquidity of cross-listed securities: Evidence from the ADR market. **Journal of Banking & Finance** 30(5): 1485–1505.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Chung, K.H., and S.W. Huh. (2016). The Noninformation Cost of Trading and Its Relative Importance in Asset Pricing. **Review of Asset Pricing Studies** 6(2): 261–302.

Cohen, J., G. Krishnamoorthy, and A.M. Wright. (2002). The corporate governance mosaic and financial reporting quality. **Journal of Accounting Literature** 23: 87-152.

Copeland, T., and E. Galai. (1983). Information Effects on the Bid-ask Spread. **Journal of Finance** 38(5): 57-69.

Crabbe, L.C., and F.J. Fabozzi. (2015). **Advanced Bond Portfolio Management: Best Practices in Modeling and Strategies**, Liquidity. Trading, and Trading Costs, https://doi.org/10.1002/9781119201151.ch2

Demsetz, H. (1968). The Cost of Transaction. **Quarterly Journal of Economics** 82(1): 33–53.

Elloumi, F., and P.J. Gueyle. (2001). Financial distress and corporate governance: an empirical analysis. **Corporate Governance: The international journal of business in society** 1(1): 15–23.

Fan, J.P.H., and T.J. Wong. (2004). Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia. **Journal of Accounting Research** 43(1): 35-72.

Fang, V.W., T.H. Noe, and T. Sheri. (2008). **Stock Market Liquidity and Firm Performance: Wall Street Rule or Wall Street Rules**?. Oxford Financial Research Centre, OFRC Working Papers Series.

Fama, E., and M. Jensen. (1983). The separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics** 26(2): 301–325.

Foo, Y.B., and M.M. Zain. (2010). Board independence, board diligence and liquidity in Malaysia: A research note. **Journal of Contemporary Accounting & Economics** 6(2): 92-100.

French, K.R. (2008). Presidential address: the cost of active investing. **Journal of Financ** 63(4): 1537–1573.

Hanousek, J., and R. Podpiera. (2003). Informed trading and the bid–ask spread: evidence from an emerging market. **Journal of Comparative Economics** 31(2): 275–296.

Hanson, R. C., and Song. M. H. (2000). Managerial ownership, boardstructure, and the division of gains. **Journal of Corporate Finance** 6(1): 55-70.

Hamdan, A.A. (2017). Ownership concentration, earnings management and stock market liquidity: evidence from Malaysia, Corporate

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Governance. **The International Journal of Business in Society** 17(3): 490-510.

He, X., and H. Niu. (2009). The externality of liquidity and inverse selection, **Management World** 7: 56–66.

Ho, T., and H. Stoll. (1983). The dynamics of dealer markets under competition. **Journal of Finance** 38(4): 1053-1074.

Huang, Y.C. (2013). **Determinants of Trading Costs**, 1-20. https://doi.org/10.1002/9781118681145.ch13.

Jensen, M.C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. **Journal of Financial Economics** 6(2): 95-102

Jensen, M.C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. **The Journal of Finance** 48(3): 831-880.

Jensen, M.C., and H.W. Meckling. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics** 3(4): 305–360.

Jensen, M.C., and R.S. Ruback. (1983). The market for corporate control: the scientific evidenc. **Journal of Financial Economics** 11(1-4): 5–50.

Jenwittayaroje, N., C. Charoenwong, D. Ding, and Y.Yang. (2015). Trading costs on the Stock Exchange of Thailand. **International Review of Financial Analysis** 41: 31-40.

Johnson. T.L., and E.C. So. (2017). Asymmetric Trading Costs Prior to Earnings Announcements: Implications for Price Discovery and Returns. **Journal of Accounting Research** 55(1): 217-263.

Kesner, I.F., and R.B. Johnson. (1990). An investigation of the relationship between board composition and stockholder suits. **Srraregic Management Journal**, 11(4): 327-336.

Kissell, R., and M. Glantz. (2003). **Optimal Trading Strategies**. AMACOM, Inc., New York.

King. R., G. Pownall., and G. Waymire. (1990). Expectations adjustments via timely management forecasts: review, synthesis, and suggestions for future research. **Journal of Accounting Literature** 9: 113–144.

Kourtis, A. (2014). On the distribution and estimation of trading costs, **Journal of Empirical Finance** 28:104–117.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Lang, L., L. Karlv, and M. Mark. (2011). Transparency, Liquidity, and Valuation: International Evidence on When Transparency Matters Most. **Journal of Accounting Research** 50 (3): 729-774.

Lang, M., and R. Lundholm. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures, **Journal of Accounting Research** 31(2): 246-271.

LaPorta, R., D.S.F. Lopez, and A. Shleifer. (1999). Corporate governance around the world. **The Journal of Finance** 54(2): 471-517.

Lee, T., Yeh, Y.H. (2004). Corporate governance and financial distress: evidence from Taiwan, **Corporate Governance an International Review**, 12(3): 378–388.

Lei, Q. (2013). Accrual components and stock trading costs. **China Journal of Accounting Research**, 6(4): 287-300.

Lenne, J., R. Mitchell, and I. Ramsay. (2005). **Employee share ownership schemes in Australia: a survey of key issues and themes**, Research report, Centre for Corporate Law and Securities Regulation and Centre for Employment and Labor Relations Law, University of Mel- bourne.

Leuz, C., and R. Verrecchia. (2000). Economic Consequences of Increased Disclosure. **Journal of Accounting Research** 38: 91-124.

Lin, Z.J., and M. Liu. (2009). The impact of corporate governance on auditor choice: evidence from China. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation** 18(1): 44-59.

Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership and firm performance. **Journal of Financial Economics** 38(2):163–184.

Morse, D., and N. Ushman. (1983). The Effect of Information Announcements on the Market Microstructure. **The Accounting Review** 58(2): 247-58.

Pearce, J.A., and S.A. Zahra. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. **Journal of Management Studies** 29(4): 411–438.

Reed, R., W.J. Donoher., and S.F. Barnes. (2004). Predicting misleading disclosures: the effects of control, pressure, and compensation. **Journal of Managerial Issues** 16(3): 322-336.

Rutherford, A.M., and A.K. Buchholtz. (2007). Investigating the relationship between board characteristics and board information. **Corporate Governance an International Review** 15(4): 576-584.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Searat. A., L. Benjamin, and J.S. Jen. (2017). Corporate governance and stock liquidity dimensions: Panel evidence from pure order-driven Australian market. I**nternational Review of Economics and Finance** 50: 275-304.

Shamsul. N.A. (2006). Board structure and ownership in Malaysia: the case of distressed listed companies, Corporate Governance, **The international journal of business in societ**y 6(5): 582-594.

Shleifer. A., and R. Vishny. (1986). Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy** 94: 461–489.

Shleifer, A., and R. W.Vishny. (1997). The Limits of Arbitrage. **The Journal of Finance** 52(1): 35–55 .

Sivathaasan, N., S. Ali., B. Liu., and A. Haung. (2016). **Stock liquidity, corporate governance and leverage: New panel evidence**. **Pacific-Basin Finance Journal**, In Press.

Silva, A.G., C. Barbedo., and J. Vicente. (2014). The adverse selection cost component of the spread of Brazilian stocks. **Emerging Markets Review** 21: 21– 41.

Smith, T., and R.E. Whaley. (1994). Assessing the Costs of Regulation: The Case of Dual Trading. **Journal of Law and Economics** 37(1): 215-246.

Stoll, H. (2000). Friction. **Journal of Finance**, 55: 1479-1514.

Subrahmanyam, A., and T. Sheridan. (2001). Feedback from stock prices to cash flows. **Journal of Finance** 56(6): 2389-2413.

Switzer, L.N., and J.Wang. (2013). Default risk estimation, bank credit risk, and corporate governance. **Financial Markets**, **Institutions & Instruments** 22(2): 91-112.

Verrier, T. (2010). **Selected essays in stock market liquidity: innovative XLM measure atthe 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 P. Boone. (2010). Do Accruals Exacerbate Information Asymmetry in the Market?. **Advances in Accounting** 26 (1): 66-78.

Wang, J. (2013). Liquidity commonality among Asian equity markets. **Pacific-Basin Finance Journal** 21(1): 1209-1231 .

Zhang, Z., and L. Liu. (2006). Turnovers and stock returns: liquidity premium or speculative bubbles?, **China Economic Quarterly**, 3: 871-892.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]