

# عوامل مؤثر بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک



حاکمیت شرکتی تأثیر بسزایی در کاهش عدم تقارن اطلاعات و بالطبع هزینه‌های انتخاب نادرست در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک دارد. انتظار می‌رود اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش ناشی از هزینه‌های انتخاب نادرست در مورد سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک اندک باشد. بنابراین بالا بودن هزینه‌های انتخاب نادرست در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌تواند دلایلی به غیر از وجود اطلاعات نامتقارن درباره‌ی ارزش جاری صندوق داشته باشد. هدف از ارائه این مقاله بررسی رابطه‌ی بین هزینه‌های انتخاب نادرست و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از بعد راهبردی شرکتی خاص صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌باشد.

## ۱- مقدمه

طرح و ایده‌ی تشکیل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، برای اولین بار در سال ۱۸۶۸ در کشور انگلستان به دنبال شکل‌گیری تراست خارجی و مستعمراتی دولت، به وجود آمد. هدف از تشکیل این شرکت‌ها، فراهم آوردن امکانات و ابزارهایی برای سرمایه‌گذاران

هزینه‌های انتخاب نادرست، بخش مهمی از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را به خود اختصاص می‌دهند. اگرچه مدل‌های مورد استفاده در پژوهش‌های محققینی که در این زمینه پژوهش نموده‌اند غالباً مشابه است ولی نتایج به دست آمده از تحقیقات مختلف در مورد رابطه‌ی بین هزینه‌های انتخاب نادرست و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، اختلاف زیادی با یکدیگر دارند. این مساله برخی از محققان را بر آن داشته که برای درک بهتر علت این مساله، هزینه‌های انتخاب نادرست را در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک که عدم تقارن اطلاعات در مورد ارزش جاری آنها بسیار پایین است بررسی کنند. ویژگی‌های خاص صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک همچون مدیریت حرفه‌ای، تنوع‌پذیری و نقدشوندگی بالا باعث کاهش ریسک سیستماتیک و در نتیجه کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می‌گردد. پراکندگی مالکیت و گزارش‌های به‌هنگام در مورد ارزش جاری سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به همراه کنترل‌های مؤثر موجود، سبب استقرار سیستم راهبردی شرکتی مناسب در آن‌ها می‌گردد. نوع

مبتدی و معمولی بود تا از طریق تنوع بخشی به سرمایه گذاری، بتوانند موجبات کاهش ریسک را فراهم آورند. ویژگی های خاص صندوق های سرمایه گذاری مشترک<sup>۱</sup> و شرایط خاص حاکم بر آنها عدم تقارن اطلاعات را در آنها کاهش می دهد لذا انتظار می رود اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام صندوق های سرمایه گذاری مشترک، ناشی از هزینه های انتخاب نادرست، در آنها بسیار اندک باشد. از مزایای صندوق های سرمایه گذاری مشترک، مدیریت حرفه ای، تنوع پذیری و نقدشوندگی بسیار بالا را می توان نام برد (Investment Company Institute, 2000). این سه ویژگی باعث کاهش ریسک سرمایه گذاری می گردد. ریسک سرمایه گذاری با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه مثبت دارد. در نتیجه، کاهش ریسک سرمایه گذاری باعث کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می گردد (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۵، ۳۷-۶۰).

## ۲- اجزای اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

تحقیقات مختلف، اجزای اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را بدین صورت تشریح می کنند: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه جزء هزینه شامل هزینه های سفارش، هزینه های نگهداری موجودی و هزینه های انتخاب نادرست تشکیل می گردد. سطح رقابت نیز از دیگر عوامل اثر گذار بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بازارگردان ها، خصوصاً در بازارهایی که موانع ورود به بازار به تدریج برطرف گردیده، می باشد (صلواتی و رسائیان، ۱۳۸۶).

### ۲-۱ - هزینه های فرایند سفارش

هزینه هایی که مستقیماً با ارائه خدمات بازارگردانی در ارتباط است و شامل اقلامی همچون عضویت در بورس، اجاره فضای بورس، هزینه های کامپیوتری، هزینه های سرویس اطلاعاتی، هزینه های نیروی کار (حقوق و دستمزد) و هزینه های فرصت وقت بازارگردان ها می باشد.

### ۲-۲ - هزینه های نگهداری موجودی

هزینه هایی است که یک بازارگردان<sup>۲</sup> به دلیل مسؤلیتی که در تجهیز سرمایه گذاران به نقدینگی دارد، متحمل می شود. این هزینه ها شامل هزینه فرصت از دست رفته ناشی از نگهداری موجودی توسط بازارگردان ها و ریسک مربوط به نوسانات ارزش موجودی به دلیل تغییرات قیمت سهام می باشد (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۵، ۱۳-۳۸).

### ۲-۳ - هزینه های انتخاب نادرست

این هزینه ها به دلیل این واقعیت ایجاد می شوند که بازارگردان ها در فراهم کردن نقدینگی ممکن است با افرادی معامله کنند که از تغییرات قیمت مورد انتظار در مورد اوراق بهادار مطلع باشند. به عنوان مثال این تصور وجود دارد که افراد خاص در مورد سهام برخی شرکت ها دارای اطلاعات نهانی باشند. خبرهای پیشاپیش

از سود، ادغام ها، تحصیل ها، تجدیدسازمان ها، تقسیم سهام شرکت فرعی بین سهامداران شرکت اصلی و تغییرات مدیریت از مثال هایی است که به ذهن می رسد. عدم تقارن اطلاعات در بازار، هزینه های انتخاب نادرست را افزایش و از این طریق اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را تحت تاثیر قرار می دهد (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۵، ۲۹-۴۸).

شماری از استانداردهای حسابداری که اخیراً توسط FASB منتشر گردیده است شرکت ها را ملزم به تجدید سازمان یا افشاء ارزش منصفانه دارایی ها و بدهی ها می نماید. مطالعات زیادی رابطه ی بین افشاء ارزش های منصفانه و ویژگی های قیمت سهام را مستند می نمایند که نشان می دهد افشاگری ها، دارای بار ارزشی می باشند (رسائیان، ۱۳۸۵). اما این تحقیقات نمی تواند به این سؤال که آیا ملزم کردن شرکت ها به تجدید سازمان یا افشاء معیارهای ارزش منصفانه دارایی ها و بدهی ها رویه ی مطلوبی می باشد یا خیر پاسخ دهد، زیرا سودمندی اطلاعات شرط لازم است اما برای الزامی کردن افشاء کافی نمی باشد (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۶).

## ۳- نظریه ی اطلاعات نامتقارن

نظریه ی اطلاعات نامتقارن، موضوعی مهم و بحث برانگیز در ادبیات مالی می باشد. پایه های این تئوری در دهه ی ۱۹۷۰ توسط سه محقق بزرگ اقتصادی شامل جرج آکرلوف، مایکل اسپنس و جوزف استیگلیتز بنا نهاده شد. آکرلوف به کمک فرضیه ی علمی نشان داد که مشکل اطلاعاتی ممکن است موجب توقف کل بازار شود و یا به صورت انقباضی، بازار را به انتخاب نادرست محصولات کم کیفیت سوق دهد. اسپنس نشان داد که تحت شرایطی معین افراد مطلع تر در بازار می توانند با انتقال اطلاعات خود به افراد غیرمطلع، مشکلات ناشی از انتخاب نادرست را برطرف نمایند. استیگلیتز نشان داد که گاه یک کارگزار غیرمطلع می تواند از طریق غربال<sup>۳</sup> اطلاعات، بهتر از یک کارگزار مطلع، سود کسب کند (مکرمی، ۱۳۸۱).

مدل هزینه های انتخاب نادرست توسط جک ترینور مطرح گردید. تحقیقات تئوریک بعدی بیشتر به تجزیه و تحلیل زیان بازارگردان ها در معامله با معامله گران مطلع<sup>۴</sup> پرداختند. زیان بالقوه ناشی از معامله با افراد مطلع از اطلاعات نهانی، بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش بازارگردان ها تاثیر گذاشته و سبب افزایش آن می گردد (Jaffe & Winkler, 1976).

صندوق های سرمایه گذاری مشترک شرایط مناسبی را برای برقراری مکانیسم های مناسب راهبری شرکتی فراهم می آورند. این مکانیسم ها می تواند سبب کاهش هزینه های انتخاب نادرست و در نتیجه باعث کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام گردد. اگرچه صندوق سرمایه گذاری مشترک با وجوه تأمین شده از طرف حامی صندوق آغاز به کار می کند اما دارایی های تحت تملک صندوق به دلیل انتفاع هزاران سرمایه گذار بالقوه باید به نحو مناسبی مدیریت شود. اطلاعات جامعی درباره ی صندوق باید در اختیار سرمایه گذاران قرار گیرد تا

صندوق‌ها می‌گردد. برخلاف شرکت‌های سهامی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ارزش خالص دارایی‌های خود را به طور هفتگی گزارش می‌دهند و عدم اطمینان درباره‌ی ارزش‌های نقدینگی جاری خویش را از بین می‌برند. اما به هر صورت برآورد هزینه‌های انتخاب نادرست از موضوعات مهم هم برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و هم برای شرکت‌های سهامی می‌باشد.

نیل و ویتلی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به منظور آنالیز دو مدل تجربی معمول مورد استفاده برای برآورد هزینه‌های انتخاب نادرست<sup>۳</sup> که از اجزای اختلاف قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام می‌باشند استفاده کردند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که هزینه‌های انتخاب نادرست، به دلیل عوامل دیگری به غیر از ارزش نقدینگی جاری افزایش می‌یابد یا این که مدل‌های تجربی غلط می‌باشد (Neal & Wheatley, 1998).

### ۳-۱- برآورد صحیح هزینه‌های انتخاب نادرست به ۳ دلیل بسیار با اهمیت است:

اول این که برآوردهای انتخاب نادرست دامنه‌ی متغیری را به خود اختصاص می‌دهد. این دامنه در بین تحقیقات اخیر از ۶ درصد اختلاف قیمت مانند تحقیق جونزو لپسون (۱۹۹۵) تا ۸۴ درصد مانند تحقیق جگادیش و سابرامانیام (۱۹۹۳) می‌باشد. دوم این که نتایج بسیاری از تحقیقات اخیر بر پایه‌ی برآوردهای مستقیم و غیرمستقیم هزینه‌های انتخاب نادرست می‌باشد. این

آنها را در اخذ تصمیمات منطقی یاری نماید. امیدنامه صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، اهداف صندوق، حق الزحمه و هزینه‌ها، راهکارها و مخاطرات سرمایه‌گذاری، و چگونگی خرید و فروش سهام را تشریح می‌کند. مقررات کمیسیون بورس اوراق بهادار فهرست کاملی از موارد افشای اینگونه اطلاعات را قبل و یا همراه با صورت‌های اولیه قابل ارائه برای سرمایه‌گذاری الزامی می‌کند. علاوه بر آن، گزارش‌های ادواری که هر شش ماه یک بار به سهامداران ارائه می‌شود، عملکرد جاری صندوق و دیگر اطلاعات مهم همچون صورت‌های مالی را در اختیار سهامداران قرار می‌دهد. با مطالعه این گزارش‌ها سرمایه‌گذاران می‌توانند کارایی صندوق را در رسیدن به اهداف تعیین شده در امیدنامه صندوق ارزیابی نمایند. سهامداران صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، همانند سهامداران شرکت‌های سهامی دارای حق رای هستند. این حق رای شامل حق انتخاب مدیران می‌باشد. تغییرات عمده در قراردادهای صندوق با مشاور سرمایه‌گذاری یا اشخاصی که دارایی‌های صندوق را مدیریت می‌کنند، باید مورد تصویب سهامداران قرار گیرد. برای مثال افزایش در حق الزحمه مدیریت مستلزم تصویب سهامداران است (Investment Company Institute, 2000).

از دیگر عوامل با اهمیت در اعمال کنترل موثر در شرکت‌ها، استقلال هیأت مدیره می‌باشد. استقلال هیأت مدیره در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سبب اعمال کنترل موثر بر شرکت و در نتیجه پیاده‌سازی راهبری شرکتی مناسب در این



تحقیقات شامل بارسلی و دونبر (۱۹۹۱)، اسکینر (۱۹۹۲)، لی و دیگران (۱۹۹۳) و ونکاتش و چانگ (۱۹۸۶) که به بررسی اطلاعاتی سود پرداختند. فوستر و ویسواناتان (۱۹۹۱)، کنراد و نیدن (۱۹۹۲)، و جنینگز (۱۹۹۴) که انتقال مالکیت‌ها را بررسی کردند؛ و گرین استین و سامی (۱۹۹۴)، آلفورد و جونز (۱۹۹۶) و بتوسان (۱۹۹۷) که افشاء حسابداری را بررسی کردند، می‌باشد. نهایتاً این که اندازه‌ی هزینه انتخاب نادرست کاربردهایی برای سیاستگذاران دارد. این موارد تا حدی بیانگر منافع ناشی از برقراری قواعد افشاء اضافی می‌باشد. البته تعیین سطح بهینه‌ی اجتماعی افشاء مشکل است (احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۶).

نیل و ویتلی در سال ۱۹۹۸ هزینه‌های انتخاب نادرست مربوط به اختلاف قیمت خرید و فروش را برای گروهی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک برآورد کردند و آنها را با برآوردهای محاسبه شده برای یک نمونه‌ی کنترلی از سهام مقایسه نمودند. دلیل انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، شفافیت منحصر بفرد آنها می‌باشد. صندوق سرمایه‌گذاری مشترک دارای یک سیستم حسابداری است که ارزش سهام صندوق را با توجه به ارزش بازار دارایی‌های آن تعدیل می‌کند. نقدینگی هر صندوق یا ارزش جاری دارایی، اولین روز هر هفته در مجله Wall street گزارش می‌گردد، بنابراین عدم تقارن اطلاعات درباره‌ی ارزش نقدینگی جاری صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری اندک می‌باشد. در عین حال عدم تقارن اطلاعات درباره‌ی سایر عواملی که ارزش جاری یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را تعیین می‌کند می‌تواند وجود داشته باشد. گزارش مکرر ارزش جاری دارایی‌ها، بسیاری از منابع بالقوه با اهمیت عدم تقارن اطلاعات را برطرف می‌نماید. مبحث قابل توجهی درباره‌ی این که چه عواملی تعیین کننده‌ی تفاوت ارزش جاری دارایی یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک و قیمت تنزیلی سهام آنست وجود دارد. مالکیل در سال ۱۹۹۷ می‌گوید عاملی که بایستی اختلاف بین قیمت سهام و ارزش جاری دارایی‌های مربوط به صندوق مشترک را تعیین کند، ارزش فعلی مخارج مدیریت است. عامل دیگری که اختلاف بین قیمت سهام و ارزش جاری صندوق را می‌تواند تعیین کند، احساس سرمایه‌گذاران انفرادی است که غالباً سهامداران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌باشند. اطلاعات نامتقارن درباره‌ی این عوامل می‌تواند سبب افزایش هزینه‌های انتخاب نادرست در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک گردد. تحقیقات مربوط به معامله براساس اطلاعات نهانی، شواهد خوبی برای اطلاعات نامتقارن ارائه می‌دهد. اگر افراد مطلع از وضعیت صندوق‌های مشترک، مزیت اطلاعاتی نسبت به سایر معامله‌گران داشته باشند، در صورت انجام معامله اصولاً باید بازده صندوق‌های مشترک را پیش بینی کنند (Neal & Wheatley, 1998).

از آنجا که درباره‌ی ارزش‌های نقدینگی مقدار کمی عدم تقارن اطلاعات وجود دارد. برآوردهای نیل و ویتلی از هزینه‌های انتخاب نادرست بایستی عدم تقارن درباره‌ی دیگر عوامل یا عدم اطمینان برآوردها را منعکس کند. آنها به بررسی این موضوع پرداختند که آیا تغییرات مقطعی در هزینه‌های انتخاب نادرست

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌تواند به واسطه‌ی عوامل زیر توضیح داده شود: میزان و تغییرپذیری اختلاف قیمت و ارزش جاری تنزیل‌های مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، تداوم جریان سفارش، فعالیت‌های تلفیقی، نسبت‌های مخارج صندوق و گردش پرتفوی صندوق، اما مدرکی دال بر این که یکی از این عوامل به توضیح واریانس مقطعی در خصوص هزینه‌های انتخاب نادرست کمک نماید دست نیافتند، اگرچه آزمون‌های آنها با ۱۷ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک قدرت توجیهی پایینی دارد (Neal & Wheatley, 1998).

#### ۴- چه عاملی باعث ایجاد هزینه‌های انتخاب نادرست زیاد در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک می‌گردد؟

دلایل پیشنهادی توسط گلستن و میلگرام در سال ۱۹۸۵ برای هزینه‌های انتخاب نادرست نیز قابل توجه می‌باشد. گلستن و میلگرام نشان دادند که هزینه‌های انتخاب نادرست تحت تأثیر عدم اطمینان در مورد ارزش نقدینگی آتی، صراحت اطلاعات افراد مطلع و حساسیت معامله براساس اطلاعات نهانی است. نیل و ویتلی به بررسی این موضوع پرداختند که آیا جایگزین‌های این عوامل می‌تواند تغییرات مقطعی در برآوردهای هزینه‌های انتخاب نادرست صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را توضیح دهد. سرانجام، به بررسی این موضوع پرداختند که آیا برآوردها به عدم اطمینان درباره‌ی اختلاف بین قیمت سهام و ارزش جاری صندوق مربوط می‌شوند یا خیر؟ (Glosten & Milgrom, 1985).

نیل و ویتلی، ۳ توضیح ممکن را برای برآوردهای قابل توجه هزینه‌های انتخاب نادرست صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مطرح کردند: الف. مسائل و مشکلات مربوط به برآورد، ب. دلایل گلستن و میلگرام، ج. انتظارات سرمایه‌گذار

#### ۴-۱- مسائل و مشکلات مربوط به برآورد

۴-۱-۱- هزینه‌های مربوط به فرآیند سفارش این امکان وجود دارد که بزرگی برآوردهای هزینه انتخاب نادرست صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به دلیل تقسیم‌بندی اختلاف قیمت به هزینه‌های سفارش و هزینه‌های انتخاب نادرست باشد. هزینه‌های فرآیند سفارش یک مبلغ ثابت دلاری برای هر سهم می‌باشد، در حالی که هزینه‌های انتخاب نادرست درصد ثابتی از ارزش شرکت می‌باشند عواملی که هزینه‌های فرآیند سفارش را کاهش می‌دهند سبب محدود شدن اختلاف قیمت گردیده، اما سبب افزایش اختلاف قیمت ناشی از هزینه‌های انتخاب نادرست می‌گردد.

نیل و ویتلی به منظور کنترل این اثر از اختلاف تطبیقی برآوردهای انتخاب نادرست مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و سهم‌های شرکت‌های انتخابی در برابر اختلاف تطبیقی در قیمت، رگرسیون گرفتند. کنترل هزینه‌های فرآیند سفارش، سبب ارتباط بیشتر هزینه‌های انتخاب نادرست در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و سهم‌های کنترلی شرکت‌های انتخابی می‌شود.



#### ۴-۱-۲- اثرات موجودی

دومین توضیح بالقوه، اثرات موجودی می‌باشد. مدل‌های مربوط به رفتار قیمت‌گذاری کارشناسان از وجود اثر موجودی، پشتیبانی می‌کند. از آنجا که مدل‌هایی که مورد استفاده قرار می‌گیرند، تغییرات قیمت دائمی را با هزینه‌ی انتخاب نادرست مرتبط می‌سازند، اثرات موجودی می‌تواند به عنوان هزینه‌ی انتخاب نادرست منعکس شود. روش مستقیم برای جداسازی هزینه‌های انتخاب نادرست و هزینه‌های موجودی اینست که اطلاعات مربوط به موجودی در برآوردها آورده شود. بنابراین مسائل و مشکلات مربوط به برآورد به این صورت حل می‌گردد (Neal & Wheatley, 1998).

#### ۴-۲- دلایل گلستن و میلگرام

##### ۴-۲-۱- ارزش نقدینگی

گلستن و میلگرام نشان دادند که هزینه‌های انتخاب نادرست از عدم اطمینان درباره‌ی ارزش نقدینگی آتی ناشی می‌شوند. تحقیق آن‌ها بر این فرض استوار است که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام یک پدیده‌ی صرفاً اطلاعاتی است (Glosten & Milgrom, 1985). صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، ارزش‌های نقدینگی جاری خویش را به طور هفتگی گزارش می‌کنند. این گزارشات هفتگی بخش با اهمیتی از عدم اطمینان درباره‌ی ارزش‌های نقدینگی آن‌ها را برطرف می‌نماید. هرچند عوامل دیگری نیز ارزش نقدینگی آتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را تعیین می‌نماید. سهامداران صندوق در هر زمان می‌توانند سهام خود را به صندوق بفروشند از این رو نقدشوندگی سهام صندوق بالاست. بیشتر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به طور مداوم سهم جدید برای سرمایه‌گذاران منتشر می‌کنند. همچنین سهامداران اجازه دارند که سهام خود را بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشابه جابجا نمایند. فروش سهام، بازخرید سهام و جابجایی آن از یک صندوق به صندوق مشابه دیگر در زمره فعالیت‌های عادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک است. قیمت بازخرید هر سهم در هر زمان بر مبنای ارزش خالص دارایی صندوق که (NAV) نامیده می‌شود، محاسبه می‌شود ارزش خالص دارایی هر سهم، ارزش جاری تمام دارایی‌های صندوق منهای بدهی‌ها تقسیم بر تعداد سهام در دست سهامداران است. قوانین دولت مرکزی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را ملزم می‌کند که NAV را روزانه (به استثنای روزهای آخر هفته و ایام تعطیل) محاسبه کنند. اختیاری بودن خرید و فروش سهام در هر زمان توسط سهامداران صندوق می‌تواند سبب افزایش تعداد دفعات انجام معاملات و حجم معاملات گردد. تعداد دفعات انجام معاملات و حجم معاملات از عوامل اثرگذار بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می‌باشند و با آن رابطه معکوس دارند، چنانچه افزایش در حجم معاملات قابل پیش بینی باشد، هزینه‌های ثابت انجام معاملات کاهش و در نتیجه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نیز کاهش می‌یابد (Investment Company Institute, 2000).

##### ۴-۲-۲- قبضه مالکیت<sup>۶</sup>

گلستن و میلگرام، نشان دادند که هزینه‌های انتخاب نادرست با اطلاعات نهانی، رابطه مستقیم دارد. نیل و ویتلی در آزمون‌های خویش از یک متغیر ساختگی برای فعالیت ترکیبی استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که ضریب همبستگی بین اعمال کنترل بر شرکت‌های خریداری شده و هزینه‌های انتخاب نادرست منفی و بدون معنی می‌باشد و این مسأله با نتایج تحقیقات کنراد و نیدن در سال ۱۹۹۲ و جنینگر در سال ۱۹۹۴ که هیچگونه شواهد سیستماتیکی از تغییر در هزینه‌های انتخاب نادرست اختلاف قیمت‌های پیشنهادی به دنبال اطلاعیه‌های مربوط به تلفیق فعالیت‌ها نشان نداند، مطابقت می‌کند (Neal & Wheatley, 1998).

##### ۴-۳-۲- معامله براساس اطلاعات نهانی<sup>۷</sup>

گلستن و میلگرام نشان دادند که هزینه‌های انتخاب نادرست، تحت تأثیر حساسیت معاملات نهانی می‌باشند. در حالی که هانلی و سیهان، آزمون‌ی جامع در مورد معاملات نهانی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک انجام دادند و شواهدی مبنی بر این که معاملات نهانی به طور قابل اطمینانی بازده‌ها یا اختلاف قیمت‌ها و ارزش‌های جاری را پیش بینی می‌کنند نیافتند. بنابراین رابطه با اهمیتی بین هزینه‌های انتخاب نادرست و حساسیت معاملات نهانی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک وجود نخواهد داشت.

#### ۴-۲-۴-تداوم جریان سفارش<sup>۸</sup>

تنزیل‌ها را بررسی کردند. آنها در بررسی‌های خود رابطه‌ای بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و ارزش‌های جاری صندوق، و هزینه‌های انتخاب نادرست نیافتند.

یافته‌های نیل و ویتلی با در نظر گرفتن مدل‌های معمول هزینه‌های انتخاب نادرست، دارای ۲ تفسیر می‌باشد:

اول این که اگر مدل‌ها صحیح باشند پس هزینه‌های انتخاب نادرست عمدتاً ناشی از عوامل دیگری به غیر از ارزش نقدینگی جاری شرکت می‌باشد. بنابراین مسائل مربوط به افشاء حسابداری در تعیین هزینه‌های انتخاب نادرست، در درجه‌ی دوم اهمیت هستند و دیگر عوامل همچون اطلاعات مربوط به جریان سفارش احتمالاً از اهمیت بیشتری برخوردارند. دوم این که ممکن است مدل‌ها به گونه‌ای اشتباه مشخص شده باشند (Neal & Wheatley, 1998).

کلارک و شاستری، بزرگی و عوامل تعیین کننده‌ی مقطعی هزینه‌های انتخاب نادرست را برای نمونه‌ای شامل ۲۶۶ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک موجود در بورس اوراق بهادار نیویورک بررسی کردند. آن‌ها به شواهدی مبنی بر این که هزینه‌های انتخاب نادرست با گردش پرتفوی، صرف و کسر قیمت سهام نسبت به ارزش خالص دارایی‌ها و تغییرات در نرخ تنزیل یا نرخ هزینه‌ها رابطه‌ای دارد دست نیافتند. با این حال آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بین نگهداری بلوک‌های سهام<sup>۹</sup> و هزینه‌های انتخاب نادرست رابطه‌ی مثبتی وجود دارد. آن‌ها می‌گویند عدم اطمینان موجود در بازار نسبت به منافع خصوصی که به دارندگان بلوک‌های سهام<sup>۱۰</sup> پرداخت می‌شود منجر به این هزینه‌های انتخاب نادرست بالا می‌گردد.

کلارک و شاستری بر خلاف نیل و ویتلی به این نتیجه رسیدند که هزینه‌های انتخاب نادرست در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به طور متوسط ۵۰ درصد پایین تر از هزینه‌های انتخاب نادرست در سهام کنترلی با اندازه و حجم مشابه می‌باشد. سرانجام آن‌ها به این نتیجه رسیدند که هزینه‌های انتخاب نادرست به طور معنی داری پایین تر از میانگین موزون هزینه‌های انتخاب نادرست سهام انفرادی موجود در پرتفوی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک می‌باشد. این نتایج منطبق بر نتایج تحقیقاتی است که نشان می‌دهند ترکیب سهام انفرادی در سبدهای سهام ممکن است سبب کاهش هزینه‌های انتخاب نادرست معامله گردد (Clarke & Shastri, 2001).

دنيس و استریکلند با استفاده از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان معیاری از نقدشوندگی سهام، ساختار مالکیت را طی دوره‌ی تجزیه سهام با نقدشوندگی مرتبط ساختند. گرچه آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بعد از تجزیه سهام شرکت‌ها، نقدشوندگی آن‌ها افزایش می‌یابد اما منافع نقدشوندگی بستگی به میزان مالکیت سازمانی دارد. دنيس و استریکلند به این نتیجه رسیدند که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با سطح مالکیت سازمانی رابطه‌ی منفی دارد (Dennis & Strickland, 2003).

حساسیت معاملات نهانی ممکن است در شدت تقاضا برای خرید سهام در برابر فروش آن در جریان سفارش یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک منعکس گردد. افزایش تداوم جریان سفارش می‌تواند ناشی از استراتژی‌های معامله باشد که به منظور سودجویی از اختلاف بین قیمت سهام صندوق و ارزش جاری دارایی‌های مربوط به آن، طرح‌ریزی شده است. بیشتر بودن فشار جریان سفارش می‌تواند حساسیت این استراتژی‌های معامله را به کارشناسان نشان دهد و بدین وسیله باعث افزایش هزینه‌های انتخاب نادرست گردد.

#### ۴-۲-۵-نسبت هزینه و گردش دارایی‌های صندوق

توضیح ممکن دیگر برای نتایج تحقیق نیل و ویتلی اینست که هزینه‌های انتخاب نادرست صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، عدم اطمینان درباره‌ی سیاست‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را منعکس می‌کند. چندین عامل مهم بر نسبت هزینه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر دارد که مهمترین آن‌ها، اهداف سرمایه‌گذاری، میزان دارایی‌های صندوق و میانگین اندازه‌ی حسابهای سهامداران صندوق می‌باشد. گردش بیشتر دارایی‌های صندوق، مشکل نتیجه‌گیری و استنباط از پرتفوی نگهداری شده توسط صندوق سرمایه‌گذاری مشترک را افزایش می‌دهد در حالی که نسبت‌های هزینه بالاتر، مجال افزایش گردش را برای مدیریت فراهم می‌آورد. بنابراین هزینه‌های انتخاب نادرست، بایستی با گردش و نسبت هزینه رابطه‌ی مثبتی داشته باشد. البته نیل و ویتلی به نتایج معکوسی دست یافتند، برآوردهای آن‌ها از هزینه‌های انتخاب نادرست با نسبت هزینه و گردش رابطه منفی دارد (Neal & Wheatley, 1998).

#### ۴-۲-۶-اطلاعات نامتقارن درباره‌ی بازار

سابرامانیام نشان داد که اصولاً بایستی اطلاعات نامتقارن درباره‌ی ارزش‌های پرتفوی‌های متنوع نسبت به سهام انفرادی کمتر باشد، علی‌رغم این موضوع، این امکان وجود دارد که برخی معامله‌گران اطلاعات ویژه‌ای درباره‌ی تمایلات بازار داشته باشند که می‌تواند بر هزینه‌های انتخاب نادرست اثرگذار باشد (Subrahmanyam, 1991). اما بررسی‌های نیل و ویتلی نشان می‌دهد که اطلاعات نامتقارن درباره‌ی بازار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام زیاد موجود در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک را توضیح نمی‌دهد.

#### ۴-۳-انتظارات سرمایه‌گذار

مسأله دیگری که می‌تواند مطرح گردد اینست که آیا هزینه‌های انتخاب نادرست یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک مربوط به اطلاعات نامتقارن درباره تنزیل‌های آنست یا خیر. بنابراین نیل و ویتلی رابطه بین برآوردهای هزینه‌های انتخاب نادرست صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و میزان تغییر پذیری



## ۵- نتیجه گیری

این مقاله هزینه‌های انتخاب نادرست را به عنوان بخشی از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مورد بررسی قرار می‌دهد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پرتفوی‌های متنوعی از سهام نگهداری می‌کنند و ضمناً ارزش بازار دارایی‌های اساسی خود را به طور هفتگی گزارش می‌کنند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک دامنه گسترده‌ای از خدمات را به سهامداران با نرخ‌های اندک ارائه می‌کنند. این خدمات شامل دسترسی ۲۴ ساعته به تلفن‌های گویا برای اطلاع از آخرین وضعیت حساب، دریافت صورت حساب معاملات، جابجایی پرتفوی به این صندوق‌ها و سهم از سود می‌باشد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک همچنین کلاس‌های آموزشی برای سرمایه‌گذاران نیز برگزار می‌کنند. افشاهای مطابق با قیمت بازار از ارزش دارایی‌های

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک باعث می‌شود که عدم اطمینان بسیار کمی درباره‌ی ارزش‌های نقدینگی جاری آن‌ها وجود داشته باشد. بنابراین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مورد بسیار خوبی برای بررسی اثر افشاء حسابداری بر عدم تقارن اطلاعات می‌باشند. این امر بدین دلیل است که عدم اطمینان درباره‌ی ارزش نقدینگی جاری ناپستی باعث ایجاد هزینه انتخاب نادرست در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام صندوق مشترک سرمایه‌گذاری گردد.

با توجه به ویژگی‌هایی همچون پایین بودن عدم تقارن اطلاعات درباره‌ی ارزش جاری که برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ذکر گردید، هزینه‌های انتخاب نادرست در آن‌ها باید اندک باشد. در نتیجه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام ناشی از وجود هزینه‌های انتخاب نادرست در آن‌ها نیز بایستی اندک باشد.

بنابراین بالا بودن هزینه‌های انتخاب نادرست در صندوق‌های

سرمایه‌گذاری مشترک دارای دو دلیل می‌باشد:

اول این که اگر مدل‌ها صحیح باشند پس هزینه‌های انتخاب نادرست عمدتاً ناشی از عوامل دیگری به غیر از ارزش نقدینگی جاری شرکت می‌باشد. بنابراین مسائل مربوط به افشاء حسابداری در تعیین هزینه‌های انتخاب نادرست، در درجه‌ی دوم اهمیت می‌باشند و دیگر عوامل همچون اطلاعات مربوط به جریان سفارش یا عدم اطمینان نسبت به منافع خصوصی پرداختی به دارندگان بلوک‌های سهام، احتمالاً از اهمیت بیشتری برخوردارند. دوم این که، ممکن است مدل‌ها به گونه‌ای اشتباه مشخص شده باشند. البته همانطور که نتایج بسیاری از تحقیقات نشان می‌دهد، ترکیب سهام انفرادی در سبد‌های سهام در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سبب کاهش هزینه‌های انتخاب نادرست معامله می‌گردد.

## ۶- پیشنهادها

سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی یکی از مهم‌ترین عوامل رشد و توسعه‌ی اقتصادی در هر کشور است. دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در کل دنیا در پایان سال ۲۰۰۳ به مبلغ ۱۴ تریلیون دلار رسید که از این مبلغ ۷,۴ تریلیون دلار در آمریکا و ۶,۸ تریلیون دلار دیگر در کشورهای دیگر متمرکز بوده‌اند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک به دلیل ویژگی‌های خاصی که دارند می‌توانند نقش بسیار مهمی را در جلب سرمایه‌های خرد ایفا نمایند. در بازار سرمایه‌ی ایران، تلاش شده است تا سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار به فرهنگ عمومی تبدیل شود. مردم باید بدانند که دیگر خرید دارایی‌های واقعی و بلااستفاده نگه داشتن آن‌ها به منظور کسب سود در طول زمان ارزشی در کشور خلق نمی‌کند. به عنوان مثال، خرید اتومبیل به قصد فروش به قیمت بالاتر و سیله‌ی پس انداز و سرمایه‌گذاری مناسبی نیست. بنابراین با توجه به موج جهانی خصوصی سازی و ضرورت

۱. بازار سرمایه در ابعاد مختلف از حیث ابزارهای مالی، حجم معاملات، تنوع شرکت‌ها و تعداد آن توسعه یابد.

۲. شفافیت اطلاعات شرکت‌ها در تمامی ابعاد توسعه یابد.

۳. محیط رقابتی کاراً و منصفانه در بازار معاملات استقرار یابد.

۴. راهکارهای صیانت از حقوق سرمایه‌گذاران در بازار اولیه و ثانویه پیاده سازی گردد.

هم اکنون قانون جدید بازار اوراق بهادار در کشور به منظور نیل به این اهداف آماده‌ی اجراست. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بهترین روش برای سهامدار کردن سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای در بازار سرمایه‌ی کشور است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با فراهم آوردن امکان اعمال مدیریت حرفه‌ای، کاهش ریسک غیرسیستماتیک و ایجاد صرفه مقیاس می‌توانند در توسعه‌ی سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بورس نقش اساسی داشته باشند.

اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی، به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشور بر مبنای عدالت اجتماعی و فقرزدایی بایستی در تهیه و تدوین و بازنگری قوانین و مقررات کشور، کارشناسی‌های لازم صورت گیرد. بکارگیری اصول راهبری شرکتی در کشور ما نیز برای توسعه بازار سرمایه امری مهم و اجتناب ناپذیر می‌باشد. در ایران نیز در خصوص راهبری شرکتی اقداماتی صورت گرفته است اما بسط و گسترش فعالیت‌های مربوط به برقراری راهبری شرکتی مناسب، ضروری می‌باشد. تشکیل شرکت سهامی بورس از دیگر اقدامات در این زمینه می‌باشد که امکان مشارکت اقشار مختلف جامعه در بازار مالی را فراهم می‌آورد. سهامداران در چنین ساختاری منطقی بر اساس میزان سهام خود رفتار نموده و شرکت در شرایطی که اکثریت آرا بر آن حاکم است، اداره می‌شود. بنابراین تنها راه ممکن برای تجهیز پس اندازهای خرد و بسیج نمودن منابع کوچک برای تولید ملی، استفاده از ابزارهای مالی مناسب به عنوان وسیله‌ی پس انداز است. برای حصول این هدف باید بازار سرمایه قدم‌های اساسی زیر را طی کند:

#### منابع

- احمدپور، احمد و امیر رسائیان، رابطه اطلاعات مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، ۱۳۸۵، نامه اقتصادی مفید، سال دوازدهم، شماره ۵۷، صص. ۲۹-۴۸.
- احمدپور، احمد و امیر رسائیان، بررسی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۵، مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه مازندران، سال ششم، شماره بیستم، ویژه اقتصاد، صص. ۳۸-۱۳.
- احمدپور، احمد و امیر رسائیان، رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، ۱۳۸۵، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران سال سیزدهم، شماره ۴۶، صص. ۶۰-۳۷.
- احمدپور، احمد و امیر رسائیان، رابطه بین اطلاعات نامتقارن و هزینه‌های انتخاب نادرست، ۱۳۸۶، مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه سمنان، سال ششم، شماره ۱۷، صص. ۲۹-۶۴.
- رسائیان، امیر، رابطه اطلاعات مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۵، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه مازندران.
- صلواتی، شاپور و امیر رسائیان، بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران، ۱۳۸۶، نامه اقتصادی مفید، سال سیزدهم، شماره ۶۳، صص. ۱۶۳-۱۴۳.
- مکرمی، یداله، نظریه اطلاعات نامتقارن، ۱۳۸۱، فصلنامه حسابرس، شماره ۱۶، صص. ۴۴-۴۲.
- Clarke, Shastri, K., Adverse Selection Costs and Closed-End Funds, 2001, This paper can be downloaded from the Social Science Research Network Electronic Paper Collection: [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=256728](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=256728). Code 010220510
- Dennis, P., & Strickland, D, The effect of stock splits on liquidity and excess returns: Evidence from shareholder ownership composition, 2003, Journal of Financial Research, 26, 355-370.
- Glosten, L., Milgrom, R., Bid, ask, and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders, 1985, Journal of Financial Economics 14 (March) 71-100.
- Investment Company Institute, A Guide to Understanding Mutual Funds, 2000, [www.ici.org](http://www.ici.org)
- Jaffe, J. F. and R. L. Winkler, Optimal Speculation against an Efficient Market, 1976, the Journal of Finance, Vol. 31, No.1, pg. 49-91.
- Neal, R. & Wheatley, S. M, Adverse selection and bid-ask spreads: Evidence form close-end funds, 1998, Journal of Financial Markets 1, 121\_149.
- Subrahmanyam, A., A theory of trading in stock index futures, 1991, The Review of Financial Research 4, 17-51.

1 -closed-end funds  
2- Market Maker  
3- Screening

4-Informed traders  
5- Adverse selection costs  
6- Take Over Activity

7- Informed Trading  
8- Order Flow Persistence  
9- Block holdings

10- Block holders