



دانشگاه الزهرا (س)

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد

پایان نامه

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

رشته مدیریت بازرگانی گرایش مالی

عنوان

## رابطه بین بازده و اسپرد در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما

دکتر حسن قالیباف اصل

دانشجو

محدثه رزاقی

اسفند ۱۳۸۹

**بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ**



دانشگاه الزهراء (س)

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد

پایان نامه

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

رشته مدیریت بازرگانی گرایش مالی

عنوان

## رابطه بین بازده و اسپرد در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما

دکتر حسن قالیباف اصل

استاد مشاور

دکتر شاپور محمدی

دانشجو

محدثه رزاقی

اسفند ۱۳۸۹

**کلیه دستاوردهای این تحقیق متعلق به  
دانشگاه الزهراء(س) است.**

تقدیم به

پدر بزرگوار

و

مادر مهربانم

## تقدیر و تشکر

سپاس برای یگانه وجود ذی وجود و ثنا به پاس تولد روزها و  
دقایق خوب و حمد به خاطر حضورش که همواره اعتماد می‌بخشد  
و جهت را نشان می‌دهد و سپاسگزارم از:

اساتید محترم جناب آقایان دکتر قالیباف اصل و دکتر شاپور  
محمدی

محدثه رزاقی

اسفند ۱۳۸۹

## چکیده:

تحقیق حاضر با هدف بررسی رابطه بین بازده و اسپرد<sup>۱</sup> در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. این تحقیق در ادامه کار آمیهود و مندلسون (۱۹۸۶) و با مدلی مشابه با مدل محققان مذکور به انجام رسیده است. همچنین لازم به ذکر است که در این مدل بتا و اندازه پرتفوی به عنوان متغیر توضیحی وارد مدل شده‌اند. دوره زمانی تحقیق از دی ماه سال ۱۳۸۲ تا پایان تیرماه سال ۱۳۸۹ می‌باشد. نمونه تحقیق شامل ۲۴ شرکت می‌باشد که براساس دو شاخص تعداد روزهای معامله شده و نسبت حجم معاملات با کسر معاملات عمده به تعداد سهم منتشره از میان شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده‌اند. جهت تخمین و آزمون مدل نیز از رگرسیون تلفیقی و نرم‌افزار Eviews6 استفاده شده است. نتایج نشان داد که بین بازده و اسپرد ارتباط معنادار مثبت وجود دارد و با افزودن اندازه پرتفوی به عنوان متغیر توضیحی در مدل معناداری رابطه بین بازده و اسپرد به قوت خود باقی می‌ماند و رابطه بین اندازه پرتفوی و بازده نیز معنادار است. همچنین نتیجه حاصل از بررسی ارتباط بین بتا و اسپرد نیز بیانگر وجود یک رابطه مثبت معنادار بین دو متغیر مذکور است.

---

<sup>1</sup> -Bid-Ask Spread

## فهرست مطالب:

۲	فصل اول
۲	۱-۱ مقدمه
۳	۲-۱ مسأله تحقیق
۴	۳-۱ اهداف و ضرورت تحقیق
۵	۴-۱ فرضیات تحقیق
۵	۵-۱ اطلاعات مربوط به روش شناسی تحقیق
۵	۱-۵-۱ جامعه آماری
۵	۲-۵-۱ نمونه آماری
۵	۶-۱ قلمرو تحقیق
۶	۷-۱ تعاریف عملیاتی متغیرها
۶	۱-۷-۱ متغیر وابسته
۶	۲-۸-۱ متغیرهای مستقل
۸	۹-۱ جمع بندی فصل اول
۱۰	فصل دوم
۱۰	۱-۲ مقدمه
۱۱	۲-۲ ادبیات نظری تحقیق
۱۱	۱-۲-۲ ریزساختار بازار
۱۱	۲-۲-۲ اجزاء ریزساختار بازار
۱۶	۳-۲-۲ اسپرد
۱۷	۴-۲-۲ اجزاء تشکیل دهنده اسپرد
۲۲	۵-۲-۲ عوامل اساسی تاثیرگذار بر اسپرد
۲۵	۳-۲-۲ پیشینه تحقیق
۲۵	۱-۳-۲ اسپرد
۴۲	۲-۳-۲ پیشینه راجع به ارتباط اسپرد و بازده
۵۹	جمع بندی فصل دوم



۶۲ ..... فصل سوم

۶۲ ..... ۱-۳-۱-مقدمه

۶۲ ..... ۲-۳-نوع تحقیق

۶۳ ..... ۳-۳-جامعه آماری

۶۳ ..... ۴-۳-روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

۶۴ ..... ۵-۳-دوره زمانی تحقیق

۶۴ ..... ۶-۳-نحوه جمع آوری داده‌ها

۶۵ ..... ۷-۳-متغیرهای تحقیق و روش محاسبه آنها

۶۵ ..... ۷-۳-۱-اسپرد نسبی

۶۵ ..... ۷-۳-۲-ریسک سهام

۶۵ ..... ۷-۳-۳-ریسک پرتفوی

۶۶ ..... ۷-۳-۴-اندازه شرکت

۶۶ ..... ۷-۳-۵-اندازه پرتفوی

۶۶ ..... ۷-۳-۶-بازده ماهانه سهام

۶۷ ..... ۷-۳-۷-بازده ماهانه پرتفوی

۶۷ ..... ۸-۳-روش آماری تحقیق

۶۷ ..... ۸-۳-۱-معرفی مدل

۷۸ ..... ۹-۳-جمع بندی فصل سوم

۸۸ ..... فصل چهارم

۸۰ ..... ۱-۴-مقدمه

۸۰ ..... ۲-۴-توصیف داده‌ها

۸۸ ..... ۳-۴-فرضیه های تحقیق

۸۹ ..... ۴-۴-تحلیل یافته‌ها

۱۰۰ ..... ۵-۴-جمع بندی فصل چهارم

۱۰۹ ..... فصل پنجم

۱۰۲ ..... ۱-۵-مقدمه

۱۰۲ ..... ۲-۵-خلاصه موضوع

۱۰۳ ..... ۳-۵-خلاصه آزمون فرضیه‌ها و یافته‌های تحقیق

- ۱۰۴..... ۴-۵ محدودیت‌های پژوهش
- ۱۰۴..... ۵-۵ پیشنهادات تحقیق حاضر
- ۱۰۶..... ۶-۵ پیشنهاداتی برای تحقیقات آتی

# کلیات تحقیق

• مقدمه

• مساله تحقیق

• اهداف و ضرورت تحقیق

• فرضیه های تحقیق

• اطلاعات مربوط به روش شناسی تحقیق

• تعاریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

# فصل اول

## ۱-۱ مقدمه

یکی از مباحثی که اخیراً<sup>۱</sup> در بازار سرمایه مورد توجه قرار گرفته است، بحث ریزساختار بازار<sup>۲</sup> می‌باشد که مبحث مذکور اهمیت گسترده‌ای در قیمت‌گذاری دارایی‌ها و تأمین مالی شرکتی و مالی بین‌المللی دارد. بنابراین ریزساختار بازار بعنوان یک شاخه از مالی ارتباط تنگاتنگی با زمینه سرمایه‌گذاری داشته و ارزش دارایی‌ها را مورد مطالعه قرار می‌دهد. بخش بزرگی از تحقیقات ریزساختار مربوط به مطالعه اهمیت نقدشوندگی<sup>۳</sup> به عنوان عامل تعیین‌کننده بازده می‌باشد. محققان برای بررسی رابطه بین نقدشوندگی و بازده از شاخص‌ها و نمایندگان متفاوتی برای نقدشوندگی یا در مواردی عدم‌نقدشوندگی استفاده نموده‌اند. یکی از مشخص‌ترین نمایندگان عدم‌نقدشوندگی، اسپرد<sup>۴</sup> می‌باشد که اولین بار توسط آمیهود و مندلسون<sup>۵</sup> در سال ۱۹۸۶ مورد استفاده قرار گرفت.

تحقیق حاضر در نظر دارد تا به بررسی ارتباط بین بازده و عدم‌نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران بپردازد که در این پژوهش اسپرد به عنوان نماینده عدم‌نقدشوندگی در نظر گرفته شده است.

---

<sup>۲</sup>-market microstructure

<sup>۳</sup>-liquidity

<sup>۴</sup>-Bid-Ask Spread

<sup>۵</sup>-Amihud and Mendelson

## ۱-۲ مسأله تحقیق

هنگامی که سرمایه‌گذار درصدد بررسی یک فرصت سرمایه‌گذاری می‌باشد، در اولین مرحله به بازده مورد انتظارش توجه می‌کند. لذا جهت پیش‌بینی بازده توجه به عواملی چند لازم و ضروری است. آزمونهای تجربی بسیاری پیرامون این بحث صورت گرفته است که تعدادی از آنها با فرض بازار سرمایه کامل به بررسی عوامل تأثیرگذار بر روی بازده پرداخته‌اند که برخی از آنها عامل ریسک را تنها عامل مؤثر بر بازده می‌دانستند. با انجام تحقیقات بیشتر و با توجه به عدم وجود بازار سرمایه کامل در دنیای واقعی مشخص گردید که عواملی دیگری نیز بر بازده مؤثر بوده است، مانند هزینه‌های معاملاتی. در دنیای واقعی چنین هزینه‌هایی برای سطوح مختلف دارایی‌ها متفاوت بوده و بازده خالص در حالت تعادل می‌تواند تابعی از هزینه‌های معاملاتی باشد. از طرفی دیگر به نظر می‌رسد که بین بازده و اسپرد ارتباط وجود دارد. با توجه به اینکه در بورس اوراق بهادار تهران علاوه بر ریسک سایر عوامل تأثیرگذار دیگر بر روی بازده که منشأ ریزساختاری دارند بررسی نشده است. بنابراین این مطالعه در نظر دارد تا به بررسی رابطه بین بازده و اسپرد بپردازد.

### ۱-۳-اهداف و ضرورت تحقیق

نقدشوندگی، قابلیت عرضه در بازار یا هزینه‌های معاملاتی جزء مواردی هستند که در طرحهای سرمایه‌گذاران و ابزارهای مالی وجود داشته‌اند. در بازار اوراق بهادار مدیران پرتفوی و مشاوران سرمایه‌گذاری همیشه در تلاشند تا پرتفوی‌هایی را ایجاد کنند که مطابق با افق‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران باشند. اما برخلاف اهمیت نقدشوندگی به عنوان یک عامل مهم در سرمایه‌گذاری، شواهد تجربی نشان می‌دهد که در عمل نقش نقدشوندگی در تحقیقات مورد توجه قرار نگرفته است. این تحقیق سعی بر این دارد که با توجه به تأثیر عدم نقدشوندگی در قیمت‌گذاری دارایی‌ها، تأثیر این عامل را بر قیمت‌گذاری دارایی‌ها بررسی کند. عدم نقدشوندگی را با استفاده از هزینه‌های معاملات فوری<sup>۶</sup> اندازه‌گیری می‌کنند. یک سرمایه‌گذار یا منتظر می‌ماند تا قیمت‌ها به یک سطح مطلوب برسند و بعد معامله کند و یا اینکه فوراً<sup>۶</sup> در قیمت پیشنهادی خرید و یا در قیمت پیشنهادی فروش معامله می‌کند. لذا یکی از معیارهای مهم در اندازه‌گیری عدم نقدشوندگی، اسپرد است. هدف از انجام پژوهش فوق مشخص نمودن تأثیر اسپرد بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار است و اینکه نتیجه پژوهش فوق می‌تواند سرمایه‌گذار را در تعیین نرخ بازده مورد انتظاری که متناسب با هزینه‌های معاملاتی باشد، یاری کند.

---

<sup>6</sup> -immediate execution

## ۱-۴- فرضیات تحقیق

- بین بازده و اسپرد ارتباط معنادار مثبت وجود دارد.
- بین اندازه پرتفوی و بازده ارتباط معنادار وجود دارد.
- بین اسپرد و بتا پرتفوی ارتباط معناداری وجود دارد.

## ۱-۵- اطلاعات مربوط به روش شناسی تحقیق

### ۱-۵-۱- جامعه آماری

جامعه آماری تحقیق کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که سهام آنها از تاریخ ۱۳۸۲/۱۰/۰۱ تا تاریخ ۱۳۸۹/۰۴/۳۱ در بورس اوراق بهادار تهران مورد معامله قرار گرفته است.

### ۱-۵-۲- نمونه آماری

جهت انتخاب نمونه آماری تحقیق از دو شاخص برای انتخاب پرمعامله ترین سهام در طی تاریخ مذکور استفاده شده است. یکی از شاخصها تعداد روزهای معامله شده و دیگری نسبت حجم معاملات به میانگین تعداد سهم منتشره البته با کسر معاملات عمده می باشد. بعد از تعیین شاخصها و رتبه بندی سهام براساس شاخصهای ذکر شده با در نظر گرفتن میانگین رتبه کسب شده برای هر شرکت، دهک بالای این شرکتها به عنوان پرمعامله ترین شرکتها در نمونه آماری این تحقیق مورد استفاده قرار گرفته است.

## ۱-۶- قلمرو تحقیق

قلمرو زمانی تحقیق مربوط به دوره زمانی مابین تاریخ ۱۳۸۲/۱۰/۰۱ تا ۱۳۸۹/۰۴/۳۱ می باشد و قلمرو مکانی تحقیق نیز شامل ۲۴ شرکت می باشد که به

عنوان نمونه آماری تحقیق از میان شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران انتخاب شده-  
اند.

## ۱-۷- تعاریف عملیاتی متغیرها

واژه‌ها و متغیرهای بکار رفته در این تحقیق شامل:

### ۱-۷-۱- متغیر وابسته

- بازده : بازده در هر فرآیند سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. نرخ بازده برای توصیف نرخ افزایش یا کاهش سرمایه‌گذاری در طول دوره نگهداری دارایی به کار می‌رود. نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار متوسط پاداشی است که پیش‌بینی می‌شود طی یک دوره بدست آید.

### ۱-۸-۲- متغیرهای مستقل

- اسپرد<sup>۷</sup> : تفاضل بین قیمت خرید و فروش پیشنهادی را اسپرد می‌گویند. این تفاوت باید سه نوع هزینه شامل هزینه پردازش فرآیند معامله، هزینه نگهداری موجودی و هزینه اطلاعات معکوس را پوشش دهد.

قیمت پیشنهادی خرید: بالاترین قیمتی که کارگزار حاضر است برای خرید سهام  
بپردازد.

قیمت پیشنهادی فروش: پایین‌ترین قیمتی که کارگزار حاضر است سهام را بفروشد.

---

<sup>7</sup> -Bid-Ask Spread



- **بتا:** شاخص ریسک بازار که با تخمین رگرسیون بین متغیرهای بازده سهام و بازده بازار بدست می آید.

- **اندازه شرکت:** ارزش بازاری شرکت می باشد.

## ۹-۱- جمع بندی فصل اول

در بازار اوراق بهادار مدیران پرتفوی و مشاوران سرمایه‌گذاری همیشه در تلاشند تا پرتفوی‌هایی را ایجاد کنند که مطابق با افق‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران باشند. اما برخلاف اهمیت نقدشوندگی به عنوان یک عامل مهم در سرمایه‌گذاری، شواهد تجربی نشان می‌دهد که در عمل نقش نقدشوندگی در تحقیقات مورد توجه قرار نگرفته است. این تحقیق سعی بر این دارد که با توجه به تأثیر عدم نقدشوندگی در قیمت‌گذاری دارایی‌ها، تأثیر این عامل را بر قیمت‌گذاری دارایی‌ها بررسی کند. لذا تحقیق حاضر به دنبال بررسی رابطه اسپرد به عنوان نماینده عدم نقدشوندگی و بازده دارایی‌ها می‌باشد. در این راستا علاوه بر فرضیه اصلی که در خصوص بررسی رابطه بین متغیرهای مذکور می‌باشد، ۲ فرضیه راجع به عوامل دیگری که می‌تواند در رابطه بین بازده و اسپرد تأثیرگذار باشد، مطرح گردیده است.

قلمرو زمانی تحقیق ماههای مابین آذر ماه سال ۸۷ تا پایان تیر ماه سال ۸۹ می‌باشد و قلمرو مکانی آن نیز شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

## فصل دوم

# مبانی نظری تحقیق

- بخش اول - مقدمه
- بخش دوم - ادبیات نظری تحقیق
- بخش سوم - پیشینه تحقیق

## فصل دوم

### ۲-۱- مقدمه

به هنگام خرید و فروش دارایی‌های مالی چه اتفاقی می‌افتد؟ چه عواملی در تعیین بازده دارایی‌های مالی مؤثر هستند؟ رشد و توسعه تحقیقات و بررسی‌ها در دهه‌های اخیر راجع به این زمینه منجر به پیدایش شاخه‌ای جدید در مباحث مالی با عنوان ریزساختار بازار شده است. ریزساختار بازار مربوط به کاملترین شکل واسطه‌گری مالی، هزینه معامله خدمات و قیمت این خدمات می‌باشد. یکی از مباحث و بخش‌های مهم در ریزساختار نقدشوندگی می‌باشد. بسیاری از محققان در دهه‌های اخیر با هدف یافتن ارتباط بین متغیر مذکور با متغیرهای مهمی چون بازده، معیارها و نماینده‌های متفاوتی همچون اسپرد را جهت سنجش میزان آن در بازار ایجاد کرده و بکار برده‌اند .

در این فصل در سه بخش مجزا موارد ذیل مورد بررسی واقع شده است:

در بخش اول مبانی نظری ریزساختار و اسپرد مورد بررسی قرار گرفته است. بخش دوم در خصوص تحقیقات انجام شده در رابطه با اسپرد می‌باشد و در بخش آخر نیز تحقیقات مربوط به ارتباط متغیر مذکور با بازده سهام بررسی شده است.