

تأثیر حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی مطالعه موردی: بازار بورس اوراق بهادار تهران

سید نظام الدین مکیان^۱

مهین رئیسی^۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۱۲/۱۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۱۲/۲۲

چکیده

دستیابی به رشد اقتصادی نیازمند تجهیز و تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد ملی است. رسیدن به این هدف بدون وجود بازارهای مالی، بویژه بازار سرمایه شفاف و کارآمد امکان پذیر نیست. بورس اوراق بهادار به عنوان بخشی از بازار سرمایه می تواند در صورت فراهم بودن شرایط لازم، سرمایه های ملی را تجهیز و آن را در جهت رشد اقتصادی هدایت نماید. در بازار سرمایه، اطلاعات گرانبهارترین دارایی تلقی می شود. هر چه اطلاعات در بازار سرمایه شفاف تر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی کمتر و بازار کارآتر خواهد بود.

این پژوهش درصدد است که مهم ترین عوامل تأثیرگذار بر عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بورس را مورد بررسی قرار دهد. روش تحلیل این مطالعه که تأثیر عوامل مؤثر - از قبیل مالکیت سرمایه گذاران نهادی، اندازه هیأت مدیره، مدیران غیر موظف و تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره - بر عدم تقارن اطلاعاتی را بررسی می کند، برآورد رگرسیونی به وسیله روش داده های تابلویی طی برنامه چهارم توسعه در مورد شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس تهران می باشد.

نتایج دلالت بر آن دارد که مالکیت سرمایه گذاران نهادی و اندازه هیأت مدیره رابطه منفی با عدم تقارن اطلاعاتی داشته، اما متغیرهای نسبت مدیران غیر موظف به تعداد اعضای هیأت مدیره و تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره رابطه معنی دار با عدم تقارن اطلاعاتی را نشان نمی دهد.

واژگان کلیدی: عدم تقارن اطلاعاتی، حاکمیت شرکتی، بازار بورس اوراق بهادار

طبقه بندی JEL: G14، G34

۱. دانشیار دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری دانشگاه یزد nmakiyan@yazduni.ac.ir

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد اقتصاد دانشگاه یزد mahin.raisi@yahoo.com

مقدمه

یکی از موضوعاتی که در دهه های اخیر در حوزه دانش اقتصاد در حال گسترش می باشد، اقتصاد اطلاعات است. عمده بحثها در این اقتصاد به موضوع اطلاعات نامتقارن^۱ مربوط می شود. در مباحث اقتصاد خرد متعارف یا کلاسیک فرض اساسی که به طور ضمنی در همه نظریه ها و قواعد اقتصادی در نظر گرفته می شود، فرض اطلاعات کامل است، بدین معنی که بین عاملین اقتصادی در بازار رقابتی، چه در طرف عرضه و چه در طرف تقاضا اطلاعات کامل وجود دارد. اما با مطرح شدن نظریه بازارهای لیمون^۲ توسط آکرلوف^۳ در سال ۱۹۷۰ مبنی بر وجود اطلاعات نامتقارن بین خریداران و فروشندگان در دنیای واقعی اصل فوق زیر سؤال رفته و زیر بنای بسیاری از مباحث اقتصاد خرد در بازار رقابتی متزلزل شد.

یکی از بازارهایی که به شدت تحت تأثیر نامتقارن بودن اطلاعات قرار می گیرد، بازار سرمایه است. نقش اصلی بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از اجزای این بازار، جذب و هدایت نقدینگی در اقتصاد به سمت تأمین سرمایه بوده، به گونه ای که منجر به تخصیص بهینه منابع کمیاب مالی شود. دستیابی به این مهم منوط به وجود یک ساز و کار کارآ و شفاف از طریق ایجاد شرایط رقابتی در بازار سرمایه است. برای ایجاد شفافیت در یک بازار سرمایه، قابل دسترس بودن اطلاعات مهم ترین عامل است. هر چه اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه به صورت شفاف که اصطلاحاً اطلاعات متقارن نامیده می شود، بیشتر باشد، تأثیرگذاری این بازار بر رشد و توسعه اقتصادی بیشتر خواهد شد.

تلاش جهت ایجاد امکان دسترسی مساوی به اطلاعات و شفافیت اطلاعاتی و حاکمیت رقابت گامی در جهت ایجاد کارآیی و تخصیص بهینه منابع در بازار سرمایه تلقی می شود. از جمله راهکارهای پیشنهادی جهت ایجاد شفافیت اطلاعاتی استفاده از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی^۴ است.

تعاریف مختلفی برای حاکمیت شرکتی وجود دارد که می توان جامع ترین تعریف آن را بدین گونه بیان کرد که حاکمیت شرکتی شامل قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگها و سیستم هایی که موجب دستیابی به هدفهای پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی نفعان می گردد، می باشد. از جمله مهم ترین عوامل تأثیرگذار بر حاکمیت شرکتی سرمایه گذاران نهادی (سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانکهای دولتی و خصوصی، صندوقهای بازنشستگی،

-
1. Asymmetric Information
 2. Lemon Market
 3. Akerlof
 4. Corporat Governance

شرکت‌های بیمه و سازمان تأمین اجتماعی، صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بنیادها و نهادها هستند که به خرید و فروش حجم عظیمی از اوراق بهادار می‌پردازد، مدیران غیر موظف هیأت مدیره (عضوی که در شرکت سمت اجرایی نداشته و حضور او در هیأت مدیره باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت و در نتیجه، بهبود عملکرد شرکت می‌شود)، تعداد اعضای هیأت مدیره، تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره، کمیته حسابرسی، و ... می‌باشند. حاکمیت شرکتی مطلوب باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها و نهایتاً موجب رشد اقتصاد ملی خواهد شد.

این مطالعه در پی آن است تا تأثیر برخی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی را در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دهد. بدین منظور ابتدا به تبیین ادبیات مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی پرداخته می‌شود. در بخش دوم روش تحقیق، محدودیت‌های تحقیق و الگوی مورد مطالعه مورد بررسی قرار می‌گیرد. بخش سوم به تخمین و تحلیل الگوی مورد بررسی می‌پردازد. بخش پایانی به تفسیر نتایج و ارائه پیشنهادات برای تحقیقات آتی خواهد پرداخت.

مبانی نظری تحقیق

فرض وجود اطلاعات کامل و متقارن در بازار رقابت کامل متضمن این است که هیچ دسته و گروهی نمی‌تواند برتری اطلاعاتی داشته باشد. با احراز فروض بازار رقابت، نیروهای بازار یا همان دست نامرئی، تخصیص بهینه منابع و تعادل در بازار را موجب می‌شوند که در نهایت برابری قیمت با هزینه موجب تعادل در بازار و تعیین قیمت نهایی کالا می‌شود. قیمت در این بازار معیاری از کیفیت کالا محسوب می‌شود که در بلندمدت اقتصاد را به نقطه بهینه پارتو می‌رساند.

اما وجود اطلاعات کامل بین خریداران و فروشندگان به سختی امکان‌پذیر است. اولین بار نقد کامل بودن اطلاعات، تحت عنوان اقتصاد اطلاعات در کار استیگلر^۱ که نقش اطلاعات را در تعیین قیمت‌های بازار و بازار نیروی کار مطالعه نموده، دیده می‌شود. مطالعه وی توسط آکرلوف، اسپنس^۲ و رادسچیلد^۳ و استیگلitz^۴ توسعه یافت. آکرلوف با استفاده از رابطه بین کیفیت و عدم قطعیت، مفهوم اطلاعات نامتقارن (وضعیتی که یک طرف معامله دارای اطلاعات بیشتری در خصوص کیفیت کالا نسبت به طرف دیگر می‌باشد) را معرفی کرده (Frieden and Hawkins, 2010) و نشان داد

-
1. Stigler
 2. Spence
 3. Rothschild
 4. Stiglitz

که تفاوت اطلاعات بین خریداران و فروشندگان باعث مساله لمون و انتخاب نامناسب^۱ شده که نتیجه آن شکست بازار^۲ است (Liao, 2010).

استیگلیتز (۱۹۹۹) استدلال می‌کند که جامعه تقارن اطلاعاتی یعنی شفافیت بیشتر و باز بودن را ترجیح می‌دهد. از نظر مفهومی هم در اقتصاد اطلاعات عنوان می‌شود که اطلاعات بهتر به تخصیص منابع، کاهش هزینه‌های مبادله و در نتیجه به افزایش کارایی در اقتصاد کمک می‌کند. شفافیت بیشتر نه تنها موجب اطمینان بیشتر به شرکت‌ها می‌شود بلکه موجب افزایش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز خواهد شد (Razin and Sadka, 2007). همچنین، افشای اطلاعات مالی به سرمایه‌گذاران در ارزیابی بهتر شرکت‌ها کمک می‌کند و فرایند تصمیم‌گیری با آگاهی بیشتر و ابهام کمتر صورت می‌گیرد که نتیجه آن سرازیر شدن سرمایه به سمت مولدترین استفاده کننده آن خواهد بود. شفافیت بیشتر در نهایت منجر به کارایی تخصیصی بازار می‌شود و حاصل نهایی آن، افزایش رشد و کارایی برای کل جامعه است.

کیفیت افشای اطلاعات شرکت به‌طور بالقوه از دو راه، عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. اول، کیفیت افشای اطلاعات از طریق تغییر در رفتار معامله‌ای سرمایه‌گذاران ناآگاه بر عدم تقارن اطلاعاتی اثرگذار است. در این رابطه با توجه به فرضیه شناخت سرمایه‌گذاری مرتون^۳ (۱۹۷۸) سرمایه‌گذاران ناآگاه با احتمال بیشتری در شرکت‌هایی که به خوبی شناخته شده‌اند و دارای شهرت می‌باشند، سرمایه‌گذاری و معامله می‌کنند. بنابراین اگر کیفیت افشای بالاتر باعث مطرح شدن شرکت شده و یا هزینه فرایند افشای اطلاعات را کاهش دهد، معامله سهام شرکت بیشتر توسط سرمایه‌گذاران ناآگاه صورت خواهد گرفت. بر این اساس، کیفیت بالاتر افشاء با معاملات بالنسبه کمتر آگاهانه مرتبط بوده که به نوبه خود با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی همراه می‌باشد.

دومین راه تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی، تغییر در انگیزه جستجوی اطلاعات خصوصی است. شرکت‌های با کیفیت افشای بالاتر با احتمال بیشتری اطلاعات کلی و آینده‌نگر را به سرعت منتشر می‌نمایند. با افزایش کیفیت افشای اطلاعات، احتمال کشف اطلاعات پیش از افشای عمومی آنها، کاهش می‌یابد و به دنبال آن سود مورد انتظار از جستجوی اطلاعات محرمانه و انگیزه‌های کشف اطلاعات محرمانه کاهش می‌یابد. در نتیجه کیفیت افشای بالاتر، تعداد سرمایه‌گذاران علاقمند به کسب اطلاعات محرمانه و معامله بر اساس آنها کاهش و به دنبال آن هزینه مبادله کاهش می‌یابد (Brown and Hillegeist, 2007).

-
1. Adverse Selection
 2. Market Failure
 3. Merton

امروزه اکثر بازارها را می‌توان جزئی از بازارهای با اطلاعات نامتقارن در نظر گرفت. در چنین بازارهایی که اطلاعات نامتقارن است، قیمت‌ها به‌عنوان معیاری برای کیفیت کالاها محسوب نمی‌شوند. در این شرایط برخی بنگاه‌ها ممکن است بازار را در اختیار گرفته و اقدام به تبعیض قیمت در بین بخش‌های بازار با استفاده از تفاوت جریان اطلاعات نمایند. به‌علت وجود اطلاعات نامتقارن در رابطه با آنچه مورد مبادله قرار می‌گیرد، هزینه‌هایی ایجاد می‌شود که دارای تأثیر اساسی بر فعالیت‌های اقتصادی هستند (داگلاس، ۱۳۷۷). در چنین حالتی عدم توازن اطلاعات در زیربخش‌های بازار سبب عدم موفقیت نیروهای بازار و در نتیجه شکست بازار و از بین رفتن ویژگی‌های مطلوب بازار رقابتی از جمله تخصیص بهینه و کارایی اقتصادی می‌شود.

عدم تقارن اطلاعاتی پدیده‌ای منفی است که به‌طور معمول در بازار اوراق بهادار نیز رخ می‌دهد و زمانی به‌وجود می‌آید، که یک طرف از قرارداد یا معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد، به شرط اینکه از آن اطلاعات به‌طور مؤثر در هنگام برقراری ارتباط با طرف دیگر استفاده نماید (Clarkson et al., 2007).

این آگاهی بیشتر باعث ایجاد منافع اقتصادی برای طرف برخوردار از اطلاعات اضافی می‌شود. از طرف دیگر، اطلاعات نامتقارن باعث تفاوت بین ارزش ذاتی یک سهم، با ارزشی که سرمایه‌گذاران برای آن سهم برآورد می‌نمایند، می‌گردد و انتخاب‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران را موجب می‌شود (Diamond and Verrecchia, 1991).

در مجموع عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش کارایی بازار (Diamond and Verrecchia, 1991; Verrecchia, 2001; Zhang, 2001)، همچنین مانع از مبادله دارایی‌ها با قیمت کارآمد و هزینه کم شده و در نهایت موجب اشکال در تأمین سرمایه و نقدینگی لازم برای بنگاه‌های اقتصادی انتشار دهنده اوراق می‌گردد (Cheng et al., 2006).

یکی از راه‌های مقابله با پیامدهای منفی ناشی از عدم تقارن اطلاعات به تأیید تحلیل‌های نظری و شواهد تجربی، ساز و کارهای حاکمیت شرکتی است. نقش حاکمیت شرکتی در کاهش عدم تقارن اطلاعات، تطابق منافع مدیران با سهامداران از طریق اعمال نظارت می‌باشد (Liao, 2010). به عبارت دیگر حاکمیت مناسب، موجب افشا و گزارشگری به موقع توسط شرکت‌ها می‌شود. کمیت، کیفیت و به‌موقع بودن اطلاعات افشا شده از سوی راهبران شرکت یکی از مهمترین ابزارهای تصمیم‌گیری از سوی سرمایه‌گذاران است. زمانی که اطلاعات از طریق راهبران شرکت به عموم عرضه می‌گردد، این اطلاعات توسط معامله‌گران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بررسی و تجزیه و تحلیل شده و بر این اساس، نسبت به خرید و فروش سهام شرکت‌ها تصمیم‌گیری می‌نمایند. نحوه برخورد سرمایه‌گذاران با این اطلاعات و تصمیمات آنها برای خرید و فروش سهام، حجم عرضه و

تقاضا یا به نوعی عمق بازار و قیمت‌های پیشنهادی جهت معاملات را شکل می‌دهد. این بدین معنی است که حاکمیت شرکتی مطلوب و ساختار یافته، از طریق ارتقای سطح کیفی اطلاعات و شفافیت نقش مهمی در جهت‌دهی تصمیمات سرمایه‌گذاران و بازیگران بازار سرمایه داشته، موجبات ایجاد بازارهای سرمایه‌ای با نقدشوندگی و عمق بالا را فراهم می‌آورد.

از جمله ساز و کارهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش هیأت مدیره است. هیأت مدیره شرکت‌ها از ساز و کارهای داخلی و برجسته حاکمیت شرکتی است و به گروهی از افراد که قانوناً در حاکمیت سازمان مسئول بوده و حق نظارت، کنترل، سیاستگذاری‌های کلان و حاکمیت بر یک شرکت خاص را در اختیار دارند، گفته می‌شود.

به عقیده فاما و جنسن^۱ (۱۹۸۳) هیأت مدیره نقشی محوری را در حاکمیت شرکتی بازی می‌کند و در شرکت‌های امروزی یکی از ارکان حاکمیت شرکتی تلقی می‌گردد و اغلب از آن به‌عنوان اهرم اجرایی اصول حاکمیت شرکتی و مسئول نظارت و سیاستگذاری در شرکت‌ها یاد می‌شود (غفاری، ۱۳۸۹). مطابق با مطالعات صورت گرفته، اثربخشی هیأت مدیره به‌عنوان ساز و کار حاکمیت شرکتی به اندازه و ترکیب آن بستگی دارد (Jensen and Meckling, 1976; Forker, 1992; Ho and Wong, 2001).

نتیجه بررسی کلاین (Klein, 2002) نشان می‌دهد که هیأت مدیره بزرگ‌تر نظارت مؤثرتری بر مدیریت به دلیل توانایی‌شان در انجام وظایف بیشتر نسبت به هیأت مدیره کوچک‌تر دارد. اثربخشی هیأت مدیره علاوه بر اندازه آن، با ترکیب هیأت مدیره (اعضای موظف و غیرموظف) نیز مرتبط می‌باشد.

چن و جانگ (Chen and Jaggi, 2000) دو استدلال مهم در حمایت از حضور اعضای غیرموظف هیأت مدیره ارائه نموده‌اند. اولاً مدیران غیرموظف اعلامیه‌های هیأت مدیره شرکت را در رابطه با تصمیمات استراتژیک در دسترس سایرین قرار می‌دهند. ثانیاً مدیران غیرموظف انگیزه بیشتری برای نظارت بر فعالیت‌ها و تصمیمات مدیران دارند. از دیدگاه آنها هیأت مدیره با اکثریت مدیران غیرموظف نسبت به درخواست سرمایه‌گذاران برای افشای بیشتر اطلاعات آگاه‌تر و مسئولیت‌پذیرتر می‌باشند و تمایل دارند وسعت و کیفیت افشای اطلاعات شرکت را بهبود دهند که نتیجه آن، کاهش عدم تقارن اطلاعات بین افراد درون سازمانی و برون سازمانی خواهد بود.

از دیگر مسائل مربوط به هیأت مدیره تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره می‌باشد. هو و وانگ (Ho and Wong, 2001) استدلال نمودند در شرکت‌هایی که یک شخص، هم به‌عنوان رئیس هیأت مدیره و هم، مدیر عامل فعالیت می‌نماید، تسلط بر مدیریت بیشتر می‌گردد و بر این

اساس، شخصی که عهده‌دار هر دو نقش می‌باشد، به نگهداشت اطلاعات نامساعد تمایل خواهد داشت. با توجه با مطالب فوق می‌توان گفت که بزرگی هیأت مدیره، حضور مدیران غیرموظف و تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره شرکت، کیفیت نظارت را افزایش و منافع نگهداشت اطلاعات را کاهش می‌دهد و در نتیجه، کیفیت افشاء اطلاعات بهبود و عدم تقارن اطلاعات کاهش خواهد یافت.

از دیگر روش‌های کنترل عملکرد شرکت‌ها، وجود سرمایه‌گذاران نهادی در ترکیب سهامداران آن می‌باشد. سرمایه‌گذاران نهادی عرضه‌کنندگان عمده وجوه (سرمایه) در بازارهای مالی می‌باشند. آنها اغلب بخش عمده‌ای از سهام یک شرکت بزرگ را نگهداری می‌کنند که این باعث شده تا آنها بازیگران اصلی حاکمیت شرکتی تلقی گردند. مالکان نهادی نه تنها انگیزه، بلکه تخصص و منابع لازم برای نظارت بر شرکت را دارا می‌باشند (نمازی و همکاران، ۱۳۸۸). علاوه بر نقش نظارتی سهامداران نهادی، نقش بالقوه دیگر آنها فراهم آوردن فرایندی معتبر برای انتقال اطلاعات به بازارهای مالی یا به عبارت دیگر، به سایر سهامداران می‌باشد. در واقع حاکمیت شرکتی با ساز و کارهای برون‌سازمانی (سرمایه‌گذاران نهادی) و درون‌سازمانی (مشخصه‌های هیأت مدیره) می‌تواند به اعمال مدیریت خوب، افزایش اعتماد سهامداران و در نتیجه، منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شود.

پیشینه تحقیق

بیان تجربیات پیشین در زمینه مورد مطالعه ضمن روشن نمودن مفاهیم و ابعاد مختلف تحقیق، این امکان را فراهم می‌آورد که از دستاوردهای تحقیقات گذشته به‌نحو شایسته‌ای استفاده کنیم. عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه مورد توجه محققان زیادی قرار گرفته و مطالعات مختلفی به صورت محدود در داخل و خارج به‌طور وسیع‌تر در رابطه با آن صورت گرفته که شاخص‌ترین آنها عبارتند از:

الف) مطالعات داخلی

قائمی و وطن‌پرست (۱۳۸۴) به بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعات با آزمون مقایسه میانگین‌ها و آزمون t در بازار بورس تهران پرداخته‌اند. آنها در تحقیق خود وجود سطح عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر آن بر روی قیمت سهام و حجم مبادلات در ۲۱ روز قبل و بعد از اعلان سود برآوردی هر سهم شرکت‌ها را برای دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات بین افراد درون سازمانی و برون سازمانی وجود داشته و این موضوع در دوران قبل از اعلان سود، بیشتر از دوران پس از اعلان سود می‌باشد. نتیجه دیگر مطالعه آنها دلالت بر این دارد که عدم تقارن اطلاعات بر قیمت سهام تأثیرگذار بوده و در دوره قبل از اعلان سود قیمت سهام دچار نوسان شده است.

نوروش و کردلر (۱۳۸۴) با بررسی رابطه ترکیب سهامداران و تقارن اطلاعات با استفاده از روش رگرسیونی طی دوره زمانی ۸۲-۱۳۷۲ نشان دادند که در شرکت‌های با درجه بالای مالکیت نهادی نسبت به شرکت‌های با درجه پایینی از مالکیت نهادی، اطلاعات سودهای آتی به عنوان شاخصی برای عدم تقارن بیشتر در قیمت سهام منعکس شده که بدین معنی است: با افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش خواهد یافت.

رضاداد و آزاد (۱۳۸۷) با بررسی رابطه دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش به عنوان شاخصی برای عدم تقارن اطلاعات با محافظه‌کاری (معیار باسو^۱) طی دوره زمانی ۸۵-۱۳۸۱ با تخمین رگرسیونی نشان داده‌اند که عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران موجب اعمال محافظه‌کاری بیشتری در گزارش‌گری مالی می‌شود. محافظه‌کاری هم به نوبه خود انگیزه و توان مدیران را در دستکاری اطلاعات حسابداری کاهش و بدین ترتیب، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد.

رحیمیان و همکاران (۱۳۸۸) رابطه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی طی سال‌های ۸۶-۱۳۸۳ را با توجه به شاخص شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با آزمون‌های همبستگی مورد بررسی قرار داده‌اند که این پژوهش نسبت مدیران غیرموظف، درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و واحد حسابداری داخلی، ساز و کارهای حاکمیت شرکتی را در بر می‌گیرد. نتایج بررسی آنها رابطه معنی داری را میان نسبت مدیران غیرموظف و واحد حسابداری داخلی با عدم تقارن اطلاعات نشان نمی‌دهد، اما میان درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه منفی را نشان می‌دهد.

احمدپور کاسگری و عجم (۱۳۸۹) رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های ۸۷-۱۳۸۱ مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج آزمون فرضیه‌ها و آزمون t زوجی نشان می‌دهد که کیفیت اقلام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیری بر میزان عدم تقارن اطلاعاتی ندارد. همچنین میزان عدم تقارن اطلاعاتی پس از اعلام سود افزایش یافته است.

ب) مطالعات خارجی

چانگ و همکاران (Chung et al, 2007) اثر حاکمیت شرکتی را بر نقدینگی بازار بررسی نموده‌اند. در این رابطه ۲۴ ویژگی حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده و اثر حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعات با توجه به شاخص احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات^۲ و اثرات قیمت^۳ با استفاده از

-
1. Baso Criteria
 2. Probability of Informed Trading (PIN)
 3. Price Impact

تخمین OLS برآورد شده است. نتایج نشان می‌دهد که در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی بهتر، احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات پایین‌تر و اثرات قیمت کمتر می‌باشد و در نتیجه، عدم تقارن اطلاعات پایین‌تر می‌باشد.

کاناگارتنام و همکاران (Kanagaretnam, k., et al 2007) ارتباط میان کیفیت حاکمیت شرکتی و تغییرات در عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه را آزمون کرده‌اند. آنها به‌عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی، از دو متغیر شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و عمق بازار استفاده نموده‌اند و تأثیر سه سازوکار حاکمیت شرکتی (استقلال هیأت مدیره، فعالیت هیأت مدیره و ساختار هیأت مدیره) بر این دو شاخص را مورد بررسی قرار داده‌اند. بر اساس نتایج تخمین که از روش حداقل مربعات معمولی استفاده شده است، دلالت بر آن دارد که شرکت‌های دارای هیأت مدیره مستقل‌تر و فعالیت بیشتر، افزایش کمتری در اختلاف قیمت در اطراف اعلامیه‌های فصلی سود دارند. به‌علاوه، ارتباط مثبت و معنی داری میان اختلاف عمق بازار، ساختار هیأت مدیره و فعالیت هیأت مدیره وجود داشته که بیانگر آن است که سطوح بالای ساختار هیأت مدیره و فعالیت بیشتر با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط است.

هیلیر و همکاران (Hillier et al, 2008) نقش برخی از مشخصات حاکمیت شرکتی را در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی طی دوره زمانی ۲۰۰۵-۲۰۰۰ بررسی نمودند. در پژوهش آنها معاملات اعضای داخلی شرکت به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی و از ترکیب متغیرهای اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، جنسیت اعضای هیأت مدیره، قدرت معاملاتی هیأت مدیره و عمر شرکت به عنوان شاخص‌های حاکمیت شرکتی استفاده شده است. نتایج آزمون نشان می‌دهد با افزایش ویژگی‌های مثبت در متغیرهای حاکمیت شرکتی، عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه هزینه سرمایه کاهش می‌یابد.

کای و همکاران (Cai et al, 2009) اثر عدم تقارن اطلاعات را بر سه ساز و کار حاکمیت شرکتی یعنی شدت نظارت هیأت مدیره، قرار گرفتن در معرض انضباط بازار و پرداختن به حساسیت عملکرد مدیر عامل شرکت طی دوره زمانی ۲۰۰۳-۱۹۹۶ را از طریق OLS بررسی نموده‌اند. در این مطالعه شاخص عدم تقارن اطلاعات به‌صورت رتبه‌ای و با استفاده از معیارهای اندازه بنگاه، هزینه‌های R&D، Q توبین، تعداد تحلیلگران شرکت، خطای پیش‌بینی تحلیل‌گران و تعداد سهامداران در نظر گرفته شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که با عدم تقارن بیشتری روبرو هستند به استفاده از شدت نظارت هیأت مدیره تمایل کمتری دارند اما تکیه بیشتری روی انضباط بازار و انگیزه مدیرعامل شرکت دارند.

لیو (۲۰۱۰) تأثیر برخی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی را طی سال

۲۰۰۵ در رابطه با ۵۰۰ شرکت در صنایع دارویی، الکترونیک و نرم افزار مورد مطالعه قرار داده است. وی از یک مقیاس ترکیبی شامل شش ساز و کار حاکمیت شرکتی (اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، مالکیت هیأت مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، تعداد جلسات هیأت مدیره و مالکیت نهادی) استفاده نموده و برای حاکمیت شرکتی قوی ارزش یک و حاکمیت شرکتی ضعیف ارزش صفر داده است. به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی در پژوهش ليو از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و حجم معاملات استفاده شده و رابطه حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی به وسیله روش رگرسیونی برآورد شده است. نتایج، رابطه منفی و معنی داری را بین شاخص حاکمیت شرکتی و شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و رابطه مثبت و معنی داری را با حجم معاملات نشان می‌دهد. به عبارت دیگر، در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی عدم تقارن اطلاعاتی کمتر می‌باشد.

کارمیر و همکاران (Cormier et al, 2010)، رابطه بین حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعات را برای ۱۳۱ شرکت کانادایی در سال ۲۰۰۵ مورد بررسی قرار دادند. آنها در این پژوهش از نوسانات قیمت سهام و Q توبین به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی استفاده نموده و با استفاده از سیستم معادلات همزمان تأثیر استقلال هیأت مدیره، اندازه هیأت مدیره، اندازه کمیته حسابرسی و افشای حاکمیت را به عنوان ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی آزمون کرده اند. نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای نظارتی حاکمیت شرکتی تأثیر معنی داری بر شاخص‌های عدم تقارن اطلاعاتی داشته و در جهت کاهش آن عمل می‌نمایند.

همان‌گونه که از مطالعات صورت گرفته بر می‌آید، دیدگاه غالب در این پژوهش‌ها دیدگاه مالی است، اما در تحقیق حاضر سعی شده است تا با دیدگاه و روش تحقیق اقتصادی و همچنین استفاده از شاخصی کاملاً جدید، برای برآورد عدم تقارن اطلاعاتی، گامی جدید در جهت بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی نسبت به سایر پژوهش‌ها برداشته شود.

شاخص عدم تقارن اطلاعاتی

از آنجایی که عدم تقارن اطلاعاتی یک مفهوم کیفی بوده و به‌طور مستقیم قابل مشاهده نمی‌باشد، بنابراین لازم است تا شاخصی برای تعیین میزان آن معرفی شود. چندین رویکرد به منظور اندازه‌گیری کمی عدم تقارن اطلاعاتی در بنگاه‌ها وجود دارد که در این پژوهش ما از شاخص ترکیبی استفاده می‌کنیم. متغیرهای درون این شاخص عبارتند از:

الف) شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

یکی از اجزای مهم ساختار بازار، قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است. قیمت پیشنهادی

خرید^۱، قیمتی است که بازارساز^۲ برای خرید سهام در بازار پیشنهاد و قیمت پیشنهادی فروش^۳ قیمتی است که بازارساز برای فروش سهام در بازار پیشنهاد می‌دهد. تفاوت بین بهترین قیمت پیشنهادی فروش و بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نامیده می‌شود (Wasan, 2006). شکاف قیمت پیشنهادی بیشتر، مؤید عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر می‌باشد. این شاخص به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$BA = \frac{|AP - BP|}{((AP + BP) / 2)} \quad (1)$$

BA = شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام

AP = بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت

BP = بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت

ب) نوسانات قیمت سهام

این شاخص به صورت انحراف معیار درصد تغییرات روزانه قیمت سهام برای دوره مورد مطالعه محاسبه می‌گردد. در رابطه با نوسانات قیمت سهام و عدم تقارن اطلاعات، کارمیر و همکاران (Cormier & et al., 2010) استدلال می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی کمتر، نوسانات ملایم و هموار در قیمت را نشان می‌دهد، بنابراین انتظار می‌رود نوسانات قیمت سهام با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی همراه باشد.

ج) اندازه بنگاه

با توجه به اینکه تولید و انتشار اطلاعات هزینه‌بر است، شرکت‌های بزرگ با منابع و متخصصان بیشتر قادرند گزارش‌های مالی دقیق‌تر و مفصل‌تری ایجاد نمایند (Buzby, 1975). بنابراین، شرکت‌های بزرگ‌تر از عدم تقارن اطلاعاتی کمتری نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر برخوردارند (Cormier & et al., 2010). کای و همکاران (۲۰۰۹) از دارایی‌ها و ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام به عنوان شاخص اندازه بنگاه استفاده نموده‌اند.

د) Q توبین

عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکت‌ها با فرصت‌های رشد قابل توجه بیشتر است و بر این اساس، برخی از مطالعات (Aerts et al., 2007; Clarkson et al., 2007) از معیارهای فرصت رشد شرکت به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی استفاده نموده‌اند. شاخص Q توبین^۴، شاخصی است که

1. Bid Price
2. Market Maker
3. Ask Price
4. Tobin's Q

فرصت‌های سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد (Cai & et al., 2009). مقدار بیشتر این شاخص نشان دهنده عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر می‌باشد.

این شاخص به صورت زیر محاسبه شده است:

$$Tobin's Q = \frac{MV_{equity} + BV_{debt}}{BV_{equity} + BV_{debt}} \quad (2)$$

MV_{equity}: ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام

BV_{debt}: ارزش دفتری بدهی

BV_{equity}: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

ه) خطای پیش‌بینی سود

با افزایش شفافیت، دقت پیش‌بینی در سود افزایش و خطای پیش‌بینی‌ها کاهش می‌یابد. در واقع، در شرکت‌های با سطح بالاتری از عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد درون سازمان و برون سازمان، خطای پیش‌بینی سود بالاتر و در نتیجه، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری انتظار می‌رود (Krishnaswamis and Subramaniam, 1999). این شاخص به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$ForecastError = \frac{|ACT_t - EST_t|}{|ACT_t|} \quad (3)$$

ACT_t: سود واقعی در پایان سال مالی t

EST_t: پیش‌بینی سود برای سال مالی t

روش تحقیق

الف) جمع‌آوری اطلاعات تحقیق

روش جمع‌آوری داده‌ها به صورت کتابخانه‌ای و برای متغیرهای تحقیق از پایگاه داده‌ای بورس اوراق بهادار، نرم افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز (حاوی اطلاعات شرکت‌ها)، گزارش‌های مربوط به خلاصه تصمیمات مجمع عمومی عادی ارائه شده توسط سازمان بورس و همچنین گزارش فعالیت سالانه هیأت مدیره ارائه شده به مجمع عمومی عادی صاحبان سهام شرکت‌ها جمع‌آوری شده است.

ب) قلمرو تحقیق

قلمرو تحقیق در این پژوهش، شامل موارد زیر می‌باشد:

- ۱- قلمرو موضوعی: موضوع مورد بررسی در این تحقیق، بررسی تأثیر برخی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بورس تهران می‌باشد.
- ۲- قلمرو زمانی: محدوده زمانی این پژوهش برنامه چهارم توسعه است که با توجه به محدودیت عدم دسترسی به داده‌های سال ۱۳۸۸، این سال از محدوده زمانی حذف شده است.

۳- قلمرو مکانی: قلمرو مکانی این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

ج) جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. از این جامعه (نمونه‌ای با توجه به محدودیت‌های زیر انتخاب شده است:

۱- به‌منظور همگنی نمونه آماری، شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به اسفند ماه باشد.

۳- طی سال‌های مذکور، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشد.

۴- از آنجایی که بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) افشاهای مالی و ساختار حاکمیت شرکتی متفاوتی دارند، در نمونه در نظر گرفته نشده‌اند.

۵- داده‌های مورد نظر آنها در دسترس باشد.

بنابراین، در این پژوهش با در نظر گرفتن شرکت‌های با ساختار مشابه، همچنین با توجه به سابقه کم برخی از شرکت‌ها در بازار بورس و عدم وجود اطلاعات برای برخی از این شرکت‌ها، نمونه انتخابی به ۱۰۲ شرکت یا به عبارتی ۴۰۸ سال-شرکت محدود گردیده است.

د) ابزار و روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

این تحقیق از نوع کاربردی و روش آن تحلیلی-استنباطی می‌باشد. محاسبه اولیه بر روی داده‌های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار Excel و Access انجام گرفته و برای برآورد مدل و آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار Stata استفاده شده است. روش استفاده شده برای تخمین مدل روش داده‌های تلفیقی^۱ که ترکیبی از داده‌های سال‌ها (۸۷-۱۳۸۴) و شرکت‌های (۱۰۲ مورد) مورد مطالعه این پژوهش است، می‌باشد. انگیزه اصلی در استفاده از داده‌های تلفیقی-ترکیب داده‌های مقطعی و سری زمانی- آن است که در صورت تعیین مدل مناسب، برآورد، استنباط و پیش‌بینی کاراتری فراهم می‌شود. بنابراین تلفیق آمارهای سری زمانی با آمارهای مقطعی، نه تنها می‌تواند اطلاعات سودمندی برای تخمین مدل‌های اقتصادسنجی فراهم آورد؛ بلکه بر مبنای نتایج به دست آمده، می‌توان استنباط‌های سیاست‌گذاری و برنامه‌ریزی مناسبی به‌عمل آورد.

ه) فرضیه‌های تحقیق

۱. بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و عدم‌تقارن اطلاعاتی، رابطه منفی وجود دارد.

۲. بین درصد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه منفی وجود دارد.
۳. بین تفکیک نقش مدیرعامل از ریاست هیأت‌مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه منفی وجود دارد.
۴. بین تعداد اعضای هیأت‌مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه منفی وجود دارد.

مدل و متغیرهای تحقیق

بیشتر مطالعات صورت گرفته در رابطه با عدم تقارن اطلاعاتی، یک یا دو شاخص را برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی معرفی نموده‌اند. این مطالعات عموماً پیرامون موضوعات مدیریتی و حسابداری انجام شده است. پژوهش حاضر با در نظر گرفتن دیدگاه غالب اقتصادی و بر مبنای پژوهش کای و همکاران (۲۰۰۹) از یک شاخصی ترکیبی که متغیرهای آن شامل اندازه بنگاه، نوسانات قیمت سهام، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی، Q توبین و خطای پیش‌بینی سود می‌باشد، به‌عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی استفاده نموده است. همچنین برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی شامل متغیرهای درصد مالکیت سهامداران نهادی، نسبت مدیران غیر موظف در هیأت‌مدیره، تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت‌مدیره و تعداد اعضای هیأت‌مدیره به‌عنوان متغیرهای توضیحی مدل و به منظور بررسی چگونگی تأثیر هر یک از اینها بر عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است. لذا، برای بررسی این اثر - حاکمیت شرکتی - بر عدم تقارن اطلاعاتی مدل رگرسیونی زیر مورد استفاده قرار می‌گیرد.

$$AI = \beta_0 + \beta_1 Insown + \beta_2 Bout + \beta_3 CCsplit + \beta_4 Bs + \beta_5 FF + \beta_6 \log Volume + \log Return + \varepsilon \quad (4)$$

به طوری که

AI : شاخص ترکیبی عدم تقارن اطلاعاتی: در این پژوهش شاخص عدم تقارن اطلاعاتی، ترکیبی از شش شاخص معرفی شده عدم تقارن اطلاعاتی (ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام، جمع کل دارایی‌های شرکت، کیو (Q) توبین، نوسانات قیمت سهام، خطای پیش‌بینی سود و شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی) می‌باشد. بدین منظور پس از محاسبه شاخص مورد نظر (AI) در هر دوره زمانی برای بنگاه‌های نمونه، با توجه به رابطه شاخص مورد نظر با عدم تقارن اطلاعاتی، رتبه درصدی^۱ آن محاسبه گردیده و سپس میانگین رتبه‌های مورد نظر، شاخص جامعی از عدم تقارن اطلاعاتی را ارائه داده که در مطالعات انجام شده قبلی، عدم تقارن اطلاعات بدین روش تاکنون محاسبه نشده است.

$Insown$: درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی

Bout: نسبت مدیران غیر موظف در هیأت مدیره

CCSplit: تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره. این متغیر به صورت مجازی تعریف می‌شود، یعنی چنانچه در شرکتی این دو پست از یکدیگر مجزا باشد، به متغیر تفکیک نقش عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر اختصاص یافته است.

BS: تعداد اعضای هیأت مدیره

گاهی در بررسی متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته، عوامل دیگری نیز مؤثر هستند که در نظر نگرفتن آنها می‌تواند باعث نتیجه‌گیری نادرستی از پژوهش شود. در این پژوهش نیز علاوه بر عوامل اصلی پژوهش که به عنوان متغیر مستقل معرفی شده‌اند، برخی عوامل دیگر که اطلاعات آنها در دسترس بوده و بر عدم تقارن اطلاعاتی تأثیرگذار می‌باشند در نظر گرفته شده است. این متغیرها به شرح زیر می‌باشند:

FF: سهام شناور آزاد^۱

سهام شناور آزاد هر شرکت، بخشی از سهام آن شرکت است که دارندگان آن آماده عرضه و فروش آن سهام هستند. در صورت بالا بودن میزان سهام شناور آزاد، قدرت نقد شوندگی سهام افزایش و نوسانات قیمتی آن کاهش می‌یابد و در نتیجه، ریسک سرمایه‌گذاری کمتر خواهد شد (وکیلی فرد و همکاران، ۱۳۸۹). بنابراین رابطه بین این متغیر با عدم تقارن اطلاعاتی منفی باشد.

LogVolume: لگاریتم حجم معاملات

حجم معاملات مقیاسی از نقدینگی است، زیرا تمایل به خرید و فروش سهام را در بازار منعکس می‌سازد. هر چه دسترسی به اطلاعات در بازار افزایش یابد، تمایل به خرید و فروش بیشتر شده و عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد (Wasan, 2006). برای این منظور میانگین حجم ریالی معاملات سهام شرکت طی سال محاسبه و سپس لگاریتم آن به عنوان متغیر مورد نظر استفاده شده است.

LogReturn: لگاریتم نوسانات بازده سهام

نوسانات بازده سهام، مقیاس عدم اطمینان نسبت به تغییرات آتی بازده سهام است و با افزایش درجه نوسان‌پذیری بازده سهام، احتمال تغییر قیمت نیز وجود دارد (خدای‌پور و قدیری، ۱۳۸۹). طبق نتایج تحقیقات هفلین و همکاران (Heflin et al, 2002) و چن و همکاران (Chen et al, 2007) نوسانات بازده سهام باعث کاهش قدرت نقدشوندگی و در نتیجه، افزایش عدم تقارن اطلاعاتی

می‌شود. در این پژوهش انحراف معیار بازده روزانه سهام، به‌عنوان معیاری برای نوسانات بازده سهام در نظر گرفته شده است.

برآورد مدل

روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش رگرسیونی با استفاده از داده‌های تلفیقی است. ابتدا جهت مشخص کردن نوع تخمین از لحاظ روش داده‌های تابلویی (پانل) یا داده‌های ترکیبی (پولینگ) از دو آزمون F لیمر و هاسمن استفاده شده است. با توجه به سطح احتمال آماره F لیمر (کوچک‌تر از ۰,۰۵) و آماره هاسمن (بزرگ‌تر از ۰,۰۵) روش داده‌های تابلویی از نوع تصادفی پذیرفته می‌شود.

جدول ۱. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

| | |
|---------------------|--------------------|
| $F_{Leamer} = ۴,۰۵$ | $Prob > F = ۰,۰۰۰$ |
| آزمون هاسمن | |
| $Prob > Chi2$ | $\chi^2 (۷)$ |
| ۰,۱۵۲۷ | ۱۰,۶۹ |

مانایی داده‌ها

در این تحقیق به دلیل محدود بودن دوره زمانی (۸۷-۱۳۸۴) امکان آزمون ریشه واحد وجود نداشته و نتایج آزمون معتبر نمی‌باشد. لذا در این تحقیق ضرورتی به انجام آزمون فوق نمی‌باشد و از این‌رو آزمون هم‌انباشستگی نیز ضرورتی ندارد (Baltagi, 2005).

واریانس ناهمسانی در مدل

ماهیت داده‌های تلفیقی ایجاب می‌کند که در بسیاری از مطالعات مبتنی بر این‌گونه داده‌ها، مشکل ناهمسانی واریانس بروز نماید. با توجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس بر برآورد انحراف معیار ضرایب و همچنین استنباط آماری، لازم است قبل از پرداختن به هرگونه تخمین، وجود یا عدم وجود واریانس ناهمسانی در مدل بررسی شود. برای آزمون برابری واریانس در مورد داده‌های تابلویی، آزمون نسبت درست‌نمایی^۱ (LR) مورد استفاده قرار می‌گیرد. بررسی آماره χ^2 آزمون انجام شده نشان می‌دهد که فرضیه صفر یا همسانی واریانس جملات اخلال رد شده و مدل رگرسیونی دارای ناهمسانی واریانس است.

1. Likelihood Ratio

جدول ۲. نتایج آزمون واریانس همسانی

| آزمون LR | |
|----------|---------------|
| prob | LR chi2 (101) |
| ۰/۰۱۰ | ۱۳۶,۹۴ |

با توجه به اینکه یکی از روش‌های رفع مشکل ناهمسانی واریانس، برآورد مدل به روش حداقل مربعات تعمیم یافته^۱ (GLS) می‌باشد، برای تخمین معادله از روش مذکور استفاده می‌شود. با این روش، مشکل خود همبستگی در مقادیر اخلاص نیز در صورت وجود، رفع خواهد شد. نتایج حاصل از برآورد مدل در جدول شماره ۳ ارائه شده است.

در بررسی معنی‌دار بودن مدل، با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره χ^2 از ۰,۰۵ کوچک‌تر است (۰,۰۰۰)، در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بودن کل مدل برای بررسی فرضیه‌های تحقیق، تأیید می‌شود. جدول زیر معنادار بودن کل مدل و ضرایب و مقدار احتمال آماره متغیرهای به کار گرفته شده در مدل مورد بررسی (رابطه شماره ۴) را نشان می‌دهد.

جدول ۳. نتایج تخمین مدل به روش GLS

| متغیر | coef | Std.Err | z | $P > z $ |
|-------------------|----------|--------------|-------|-------------------|
| <i>Cons tant</i> | ۱,۵۳۲ | ۰,۱۱۸ | ۱۲,۹۸ | ۰,۰۰۰ |
| <i>Insown</i> | -۰,۰۰۱ | ۰,۰۰۰۳۴ | -۲,۹۵ | ۰,۰۰۳ |
| <i>Bout</i> | ۰,۰۴۳۵ | ۰,۰۲۴۵ | ۱,۷۷ | ۰,۰۷۷ |
| <i>CCSplit</i> | -۰,۰۲۵۳ | ۰,۰۳۹۷ | -۰,۶۴ | ۰,۵۲۴ |
| <i>BS</i> | -۰,۰۶۰۱ | ۰,۰۱۷۷ | -۳,۳۹ | ۰,۰۰۱ |
| <i>FF</i> | -۰,۰۰۱۲۷ | ۰,۰۰۰۵۳ | -۲,۳۷ | ۰,۰۱۸ |
| <i>log volume</i> | -۰,۰۷۶۱ | ۰,۰۰۷۶۳ | -۹,۹۷ | ۰,۰۰۰ |
| <i>Logreturn</i> | ۰,۰۴۵۹ | ۰,۰۱۳ | ۳,۵۲ | ۰,۰۰۰ |
| | | Prob = ۰,۰۰۰ | | $\chi^2 = ۱۵۵,۲۱$ |

در جدول شماره ۳ ملاحظه می‌شود که ضریب متغیر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی (*Insown*) برابر با -۰,۰۰۱ و احتمال آن $۰,۰۰۳ < ۰,۰۵$ می‌باشد و در نتیجه، این متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و به این مفهوم است که درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط معکوس و معنی‌داری دارد. این نتیجه سازگار با مبانی تئوریک و مطالعات تجربی

1. Generalized Least Squares

صورت گرفته از قبیل مطالعه کاناگارتنام (۲۰۰۷) و رحیمیان (۱۳۸۸) می‌باشد، که مطابق با آن، افزایش درصد مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. بنابراین، نتیجه حاصل فرضیه اول پژوهش مبنی بر ارتباط معکوس بین سرمایه‌گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی را تأیید می‌کند.

ضریب و مقدار احتمال متغیر نسبت مدیران غیر موظف به تعداد اعضای هیأت مدیره (Bout) که به ترتیب برابر با 0.435 و $0.05 > 0.077$ می‌باشد و ملاحظه می‌شود که این متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد با عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه معنی‌داری ندارد. یعنی با تغییر در نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره، در مقدار عدم تقارن اطلاعاتی تغییری رخ نمی‌دهد. به بیان دیگر، این متغیرها مستقل از یکدیگرند. این نتیجه قابل تطبیق با مبانی نظری و مطالعات تجربی صورت گرفته در این رابطه از جمله مطالعه آجینکا و همکاران (۲۰۰۵) و کارمیر (۲۰۱۰) نمی‌باشد. بنابراین نتیجه حاصل، فرضیه دوم پژوهش یعنی رابطه معکوس بین نسبت مدیران غیر موظف و عدم تقارن اطلاعاتی را تأیید نمی‌کند.

نتایج حاصل از تخمین مدل در مورد متغیر تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره (CCSplit) با توجه به ضریب -0.253 و احتمال متناظر با آن $0.05 > 0.524$ ، رابطه معنی‌داری را با عدم تقارن اطلاعاتی نشان نمی‌دهد. نتایج آزمون این فرضیه با مبانی نظری و مطالعات تجربی صورت گرفته توسط هیلیر و همکاران (۲۰۰۸) و کارمیر و همکاران (۲۰۱۰) که نشان می‌دهند تفکیک نقش مدیرعامل از ریاست هیأت‌مدیره باعث استقلال بیشتر هیأت‌مدیره و در نتیجه کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود، مطابقت ندارد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش مبنی بر ارتباط منفی بین تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره با عدم تقارن اطلاعاتی، تأیید نمی‌شود.

ضریب اندازه هیأت مدیره (BS)، -0.0601 و احتمال متناظر با آن $0.05 < 0.001$ می‌باشد. نتیجه حاصل نشان دهنده رابطه معنی‌دار و معکوس بین اندازه هیأت مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد. این نتیجه با مبانی نظری و مطالعات تجربی صورت گرفته در این حوزه از قبیل مطالعه کارمیر و همکاران (۲۰۱۰) مطابقت می‌کند. بر این اساس نتیجه حاصل، فرضیه چهارم پژوهش یعنی رابطه معکوس بین اندازه هیأت مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی را تأیید می‌نماید.

در ارتباط با متغیرهای کنترلی مدل یعنی حجم معاملات روزانه (LogVolume)، سهام شناور آزاد (FF) و نوسانات بازده‌سهام (Log Return) همان‌گونه که در جدول شماره ۳ ملاحظه می‌شود، رابطه مورد انتظار را با شاخص عدم تقارن اطلاعاتی داشته و این روابط معنی‌دار می‌باشد. سهام شناور، رابطه منفی و معنی‌دار، نوسانات بازده روزانه سهام، رابطه مثبت و معنی‌دار و حجم معاملات روزانه، رابطه منفی و معنی‌داری را با عدم تقارن اطلاعاتی نشان می‌دهد. این نتایج با مطالعات صورت گرفته (وکیلی فرد و همکاران (۱۳۸۹)، واسان (Wasan, S. 2006)، هفلین و همکاران (Heflin, K F, et al. 2002) و چن و همکاران (Chen, W. P. et al. 2007) در این حوزه هماهنگ می‌باشد.

نتیجه‌گیری

این مطالعه، تأثیر برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی طی برنامه چهارم توسعه اقتصادی برای ۱۰۲ شرکت پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران را با استفاده از داده‌های تلفیقی مورد بررسی قرار داد. بدین منظور مدلی را با استفاده از متغیرهای سرمایه‌گذاران نهادی، نسبت مدیران غیر موظف، تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره و اندازه هیأت مدیره به عنوان ابزارهای حاکمیت شرکتی مؤثر بر عدم تقارن اطلاعاتی تصریح گردید تا فرضیات مطرح شده در رابطه با تأثیر این ابزارها را مورد بررسی قرار دهد. تخمین مدل نتایج ذیل را در پی داشت:

۱- فرضیه اول پژوهش مبنی بر رابطه منفی بین سرمایه‌گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی تأیید شده است. این بدین معنی است که سرمایه‌گذاران نهادی در ترکیب سهامداران، عملکرد مدیران شرکت را کنترل کرده و خواهان ارائه اطلاعات صحیح و به موقع در مورد شرکت می‌باشند. در نتیجه، به هر میزان مالکیت نهادی افزایش یابد، ارائه اطلاعات توسط مدیران شرکت به افراد مرتبط در بازار افزایش یافته و عدم تقارن اطلاعات کاهش خواهد یافت. این اقدام می‌تواند کارآیی اطلاعاتی بازار و همچنین قدرت نقدشوندگی سهام را افزایش داده و در نتیجه باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و نتیجتاً کارآیی بازار سرمایه شود. بنابراین با توجه به اینکه نتایج تحقیق نقش مؤثر سرمایه‌گذاران نهادی را در کاهش عدم تقارن اطلاعات نشان می‌دهد، به مسؤلان توصیه می‌شود که شرایط حضور سرمایه‌گذاران نهادی را در بازار سرمایه فراهم آورند

۲- فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه منفی بین نسبت مدیران غیرموظف و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بورس ایران رد می‌شود. حضور مدیران غیرموظف (غیراجرایی) در هیأت‌مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنها به‌عنوان افراد مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت‌ها کمک شایانی می‌کند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که توانایی این ابزار نظارتی در بهبود افشای مالی در شرکت‌های مورد مطالعه در بازار بورس تهران ضعیف است. دلایل احتمالی رد این فرضیه را می‌توان بدین صورت بیان کرد:

- در این تحقیق مدیرانی که در شرکت سمت اجرایی ندارند به‌عنوان مدیر غیرموظف تعریف شده‌اند و فرض شده که مستقل از شرکت هستند؛ در حالی که ممکن است مستقل نباشند و به شرکت وابستگی داشته باشند. به‌عبارت دیگر، استقلال هیأت مدیره، عاملی مهم در افزایش نقش نظارتی هیأت مدیره محسوب می‌شود. در صورتی که مدیران غیر موظف در هیأت مدیره به معنی واقعی مستقل نباشند، قدرت چانه‌زنی این اعضا در ارائه نظرات مخالف با سایرین کاهش یافته، در نتیجه می‌تواند بر اجرای نقش نظارتی آنان اثر منفی داشته باشد.

- مشارکت محدود مدیران غیر موظف در هیأت مدیره و فعالیتهای شرکت می‌تواند باعث

عدم ایفای نقش نظارتی آنان شود.

- سطح تجربه و تحصیلات و مدت زمان مدیریت افراد متفاوت است. تجربه، تخصص، دانش و پیشینه کاری مدیران اجرایی شرکت و آشنایی بیشتر آنها به امور داخلی شرکت می‌تواند استقلال کمتر آنها را جبران کند و باعث توازن بین نقش آنها و مدیران غیرموظف در بهبود کیفیت افشا شود. مدیران غیرموظف با درک درست نقش نظارتی و راهبری خود، مانع از تضاد منافع بین مدیریت و سهامداران شرکت می‌شوند. در صورتی که مدیران غیر موظف، دانش، تخصص و مهارت کافی در زمینه کاری خود نداشته باشند، نمی‌توانند به ایفای مناسب نقش نظارتی خود در جهت کاهش تضاد منافع بین صاحبان سهام و مدیران شرکت پرداخته تا مانع از کیفیت نامناسب اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی شوند.

سیاستگذاران بازار سرمایه باید توجه داشته باشند که حضور اعضای غیرموظف در هیأت مدیره به‌تنهایی کافی نیست و ممکن است توجه به سایر ویژگی‌های هیأت‌مدیره مثلاً تجربه اعضا یا سطح تحصیلات آنها مناسب‌تر باشد. بنابراین لازم است زمینه آشنایی مدیران را با وظایف، جایگاه و نقش آنها در هیأت مدیره شرکت‌ها فراهم آورند. این ابزار نظارتی باید به کاهش تضاد میان سهامداران و مدیران کمک نماید و بنابراین باید به تقویت این ابزار کمک شود

۳- فرضیه سوم پژوهش مبنی بر رابطه منفی بین تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی رد می‌شود. رد این فرضیه می‌تواند بدان علت باشد که:

- اگرچه در اکثر شرکت‌های مورد بررسی تفکیک نقش مدیرعامل از ریاست هیأت مدیره وجود داشته، اما در برخی از شرکت‌ها، قائم مقام و مدیر عامل از اعضای هیأت مدیره بوده، که این موضوع باعث تداخل وظایف حوزه اجرا و نظارت شده به طوری که نظارت مؤثر هیأت مدیره تحت تأثیر این تداخل (عضویت مدیر عامل در هیأت مدیره) قرار گرفته است.

۴- فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر رابطه منفی بین تعداد اعضای هیأت مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی پذیرفته شده است. در واقع، هیأت مدیره بزرگ به تقویت رابطه شرکت با محیط‌شان کمک می‌کند. همچنین خدمات مشاوره‌ای مفید در رابطه با استراتژی‌های شرکت ارائه نموده و نقشی اساسی در ایجاد هویت شرکت ایفا می‌نمایند. بنابراین توصیه می‌شود که تعداد اعضای هیأت مدیره به تناسب اندازه شرکت، به گونه‌ای باشد که امکان کاهش عدم تقارن اطلاعاتی را فراهم آورد. نتیجه کلی این پژوهش دلالت بر این دارد که چنانچه ابزارهای حاکمیت شرکتی به نحوی مطلوب و مطابق با مبانی مطرح شده در این پژوهش مورد توجه قرار گیرد، می‌تواند باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شود. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجب کارایی بهتر بازار سرمایه شده و نتیجتاً توسعه بازار مالی که لازمه توسعه اقتصادی است را فراهم می‌آورد.

منابع و مأخذ

- احمدپور کاسگری، احمد؛ عجم، مریم (۱۳۸۹) بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۱، ۱۰۷-۱۲۴.
- خدامی‌پور، احمد؛ قدیری، محمد (۱۳۸۹) بررسی رابطه‌ی میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران؛ مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۲، ۱-۲۹.
- رحیمیان، نظام‌الدین؛ صالح‌نژاد، حسن؛ سالکی، علی (۱۳۸۸) رابطه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۸، ۷۱-۸۶.
- رضازاده، جواد؛ آزاد، عبدالله (۱۳۸۷) رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی؛ بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۴، ۶۳-۸۰.
- داگلاس، نورث (۱۳۷۷) نهادها، تغییرات نهادی و عملکرد اقتصادی؛ ترجمه محمدرضا معینی؛ انتشارات سازمان برنامه و بودجه، تهران.
- قائمی، محمدحسین؛ وطن‌پرست، محمدرضا (۱۳۸۴) بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران؛ بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۴۱، ۸۵-۱۰۳.
- غفاری، عباس (۱۳۸۹) حاکمیت شرکتی و نقش‌های نوین هیأت مدیره؛ کنفرانس بین‌المللی مدیریت. نمازی، محمد؛ حلاج، محمد؛ ابراهیمی، شهلا (۱۳۸۸) بررسی رابطه مالکیت نهادی با عملکرد مالی جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۸، ۱۱۳-۱۳۰.
- نوروش، ایرج؛ ابراهیمی کردلر، علی (۱۳۸۴) بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد؛ بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۴۲، ۹۷-۱۲۴.
- وکیلی‌فرد، حمیدرضا؛ طالب‌نیا، قدرت‌اله؛ کیانی، مهرداد (۱۳۸۹) بررسی رابطه‌ی میزان سهام شناور آزاد با ایجاد حباب قیمتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، ۴، ۶۷-۸۷.
- Aerts, W., Cormier, D., & Magnan, M. (2007) The Association between Web-Based Corporate Performance Disclosure and Financial Analyst Behaviour under Different Governance Regimes; *Corporate Governance*, 15(6):1301-29.
- Ajinkya, B., Bhojraj, A., & Sengupta, P. (2005) The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts; *Journal of Accounting Research*, 43: 3343-376.
- Baltagi, B. (2005) *Econometric Analysis of Panel Data*; 3th edition, John Wiley.
- Cai, J., Liu, Y., & Qian, Y. (2009) Information Asymmetry and Corporate Governance; available at: <http://ssrn.com/>.
- Chen, C. J. P., & Jaggi, B. (2000) Association between Independent Nonexecutive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong; *Journal of Accounting and Public Policy*, 19: 285-310.
- Chen, W. P., Lee, C., & Liao, W. L. (2007) Corporate Governance and Equity Liquidity: Analysis of S&P Transparency and Disclosure Rankings; *Corporate Governance: An International Review*, 15(4): 644-60.
- Cheng, E. C. M., Courtenay, S. M., & Krishnamurti, C. (2006) The Impact of Increased

- Voluntary Disclosure on Market Information Asymmetry, Informed and Uninformed Trading; *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2(1): 33-72.
- Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J.-C. (2010) Corporate Governance and Liquidity; *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45 (2), 265.
- Clarkson, G., Jacobsen, T. E., & Batcheller, A. L. (2007) Information Asymmetry and Information Sharing; *Government Information Quarterly*, 24: 827-39.
- Cormier, D., Ledoux, M. J. e., Magnan, M., & Aerts, W. (2010) Corporate Governance and Information Asymmetry between Managers and Investors; *Corporate Governance*, 10(5): 574-89.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. (1991) Disclosure Liquidity and the Cost of Capital; *Journal of Finance* 46(4): 1325-59.
- Forker, J. (1992) Corporate Governance and Disclosure Quality; *Accounting and Business Research* 22(86): 111-24.
- Frieden, B. R., & Hawkins, R. J. (2010) Asymmetric Information and Economics; *Physica A*, 389: 287-95.
- Heflin, , K F., Shaw. W., & Wild, J. J. (2002) Disclosure Quality and Market Liquidity; available at: <http://ssrn.com/>.
- Hillier, D., Hodgson, A., & Kiwia, B. (2008) Board Structure, Information Asymmetry, Cost Capital; *Centre for advanced Studies in Finance*
- Ho, S. S. M., & Wong, K. S. (2001) A Study of the Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure; *Journal of International Accounting Auditing & Taxation* 10(2): 139-56.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure; *Journal of Financial Economics*, 3(2): 305-60.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., & Whalen, D. J. (2007) Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements; *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4): 497-522.
- Klein, A. (2002) Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management; *Journal of Accounting and Economics*, 33(3): 375-400.
- Krishnaswamis, S., & Subramaniam, V. (1999) Information Asymmetry, Valuation, and the Corporate Spin-off Decision; *Journal of Financial Economics*, 53(1): 73-112.
- Liao, C. H. (2010) Does Corporate Governance Reduce Information Asymmetry of Intangibles?; *Cace Western Reserve University*.
- Raziny, A., & Sadkaz, E. (2007) Corporate Transparency, Cream-Skimming and FDI; *European Economic Review*, 51: 1263-76.
- Verrecchia, R. (2001) Essays on Disclosure; *Journal of Accounting and Economics*, 32: 97-180.
- Wasan, S. (2006) Do Accruals Exacerbate Information Asymmetry in the Market?; *Delhi University*.
- Zhang, G. (2001) Private Information Production, Public Disclosure, and the Cost of Capital: Theory and Implications; *Contemporary Accounting Research*, 18(2): 363-84.