

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دانشگاه یزد

دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری

گروه اقتصاد

پایان نامه

برای دریافت درجه کارشناسی ارشد

علوم اقتصادی

بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعات در بازار بورس
اوراق بهادار تهران

استاد راهنما: دکترسید نظام الدین مکیان

استاد مشاور: دکتر زهرا نصراللهی

پژوهش و نگارش: مهین رئیسی

اسفند ۱۳۹۰

کلیه حقوق مادی و معنوی مترتب بر نتایج مطالعات ابتکارات و نوآوری‌های ناشی از تحقیق موضوع این پایان نامه/رساله متعلق به دانشگاه یزد است و هرگونه استفاده از نتایج علمی و عملی از این پایان نامه/رساله برای تولید دانش فنی، ثبت اختراع، ثبت اثر بدیع هنری، همچنین چاپ و تکثیر، نسخه‌برداری، ترجمه و اقتباس و ارائه مقاله در سمینارها و مجلات علمی از این پایان نامه/رساله منوط به موافقت کتبی دانشگاه یزد است.

این پایان نامه را اگر منزلتی باشد

تقدیم می‌کنم به:

روح پاک پدر بزرگوارم

که عالمانه به من آموخت تا چگونه در عرصه زندگی،

ایستادگی را تجربه نمایم

مادر فداکار و مهربانم

که سجده‌ی ایثارش گل محبت را در وجودم پروراند و دامن

گهربارش لفظه‌های مهربانی را به من آموخت.

9

برادر عزیزم

که وجودش موجب شادابی و سرزندگی من است

تشکر و قدردانی

شکر خدا که هر چه طلب کردم از خدا

بر منتهای همت خود کامران شدم

اکنون که با لطف و استعانت از الطاف بیکران حضرت حق مجموعه حاضر به انجام رسیده وظیفه خود می‌دانم از لطف و مرحمت تمام کسانی که در جهت تدوین این مجموعه نقش داشته‌اند، تشکر و قدردانی نمایم.

از راهنمایی‌های ارزنده استاد گرامی، جناب آقای دکتر سید نظام‌الدین مگیان در مقام استاد راهنما کمال تشکر را دارم.

از سرکار خانم دکتر زهرا نصراللهی که به عنوان استاد مشاور با ارائه نظرات مفید و ارزشمند در انجام این پژوهش یاری نمودند، بسیار سپاسگزارم.

از جناب آقای دکتر بخشی و جناب آقای دکتر بزرگری که زحمت داوری پایان نامه را پذیرفتند صمیمانه تشکر می‌نمایم.

از استاد بزرگوار جناب آقای دکتر فیض‌پور که از ایشان همواره کسب علم نموده و در حضورشان شاگردی نموده‌ام، تشکر و سپاس فراوان دارم.

همچنین از تمام دوستانی که با حمایت‌ها و تشویق‌هایشان مرا مورد لطف خود قرار دادند، صمیمانه متشکرم و برای همه آن‌ها آرزوی موفقیت می‌کنم.

در پایان از خانواده‌ام که در تمام لحظات زندگی‌ام مرا یاری کرده‌اند و انگیزه‌ی بیشتری برای تلاش و کوشش به من بخشیده‌اند، کمال تشکر و قدردانی را دارم.

چکیده

دستیابی به رشد بلند مدت و مداوم اقتصادی، نیازمند تجهیز و تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد ملی است و این مهم بدون کمک بازارهای مالی، به ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد به سهولت امکان پذیر نیست. در یک اقتصاد سالم، وجود سیستم مالی کارآمد در توزیع مناسب سرمایه و منابع مالی نقش اساسی دارد. بورس اوراق بهادار به عنوان بخشی از بازار سرمایه می تواند در صورت فراهم بودن شرایط لازم، سرمایه های مورد نیاز را جمع آوری و آن را به سمت فعالیت های تولیدی هدایت نماید.

در یک بازار سرمایه، اطلاعات گرانبهارترین دارایی تلقی می شود و هر چه اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه (به صورت متقارن و شفاف) بیشتر باشد، تأثیرگذاری بازار سرمایه بر رشد و توسعه اقتصادی نیز بیشتر خواهد شد. بر این اساس در این پژوهش ساز و کارهای حاکمیت شرکتی به عنوان عاملی تأثیر گذار در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ایجاد شفافیت اطلاعاتی در بازار بورس اوراق بهادار تهران طی برنامه چهارم توسعه اقتصادی مورد بررسی قرار گرفته است. به این منظور از شاخصی جامع (اندازه بنگاه، نوسانات قیمت سهام، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی، Q توبین و خطای پیش بینی سود) برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی و از نسبت مدیران غیرموظف در هیأت مدیره، درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، اندازه هیأت مدیره و تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره به عنوان ساز و کارهای حاکمیت شرکتی استفاده شده است. نمونه مورد بررسی در این پژوهش ۱۰۲ شرکت و به عبارت دیگر ۴۰۸ سال-شرکت می باشد. نتایج برآورد مدل با استفاده از داده های پنل و رگرسیون چند متغیره نشان می دهد که درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و تعداد اعضای هیأت مدیره در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معنی دار با عدم تقارن اطلاعاتی داشته، اما بین نسبت مدیران غیر موظف و تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره رابطه معنی دار مشاهده نشده است.

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

فصل اول: کلیات تحقیق

مقدمه	۳
۱-۱ تعریف مسئله	۴
۲-۱ ضرورت انجام تحقیق	۵
۳-۱ فرضیه‌های تحقیق	۵
۴-۱ تعریف عملیاتی واژگان کلیدی	۶
۵-۱ هدف تحقیق	۶
۶-۱ کاربرد تحقیق	۶
۷-۱ ساختار تحقیق	۷

فصل دوم: ادبیات تحقیق

مقدمه	۸
۱-۲ شکل‌گیری مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی	۱۱
۱-۲-۱ بازار اتومبیل‌های دست دوم و پدیده انتخاب نامناسب	۱۳
۲-۲ نقش اطلاعات در تحلیل‌های اقتصادی	۱۶
۱-۳-۲ کارآیی و اطلاعات نامتقارن	۱۷
۲-۳-۲ اشتغال کامل منابع و اطلاعات نامتقارن	۱۷
۳-۳-۲ قیمت‌های یکسان و اطلاعات نامتقارن	۱۸
۳-۲ کارآیی اطلاعاتی بازار سهام	۱۹

..... ۲۱	۱-۴-۲ فرم ضعیف کارآیی
..... ۲۱	۲-۴-۲ فرم نیمه قوی کارآیی
..... ۲۲	۳-۴-۲ فرم قوی کارآیی
..... ۲۲	۴-۴-۲ ویژگی‌های یک بازار کارآ
..... ۲۳	۴-۲ عدم تقارن اطلاعاتی و بازار اوراق بهادار
..... ۲۴	۱-۵-۲ انتخاب نامناسب
..... ۲۵	۲-۵-۲ مخاطره اخلاقی
..... ۲۶	۳-۵-۲ کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی
..... ۲۷	۴-۵-۲ موانع شفافیت بازار سرمایه
..... ۳۰	۵-۲ حاکمیت شرکتی
..... ۳۲	۱-۶-۲ اصول حاکمیت شرکتی از دیدگاه سازمان همکاری اقتصادی و توسعه
..... ۳۳	۲-۶-۲ نظریه نمایندگی
..... ۳۴	۳-۶-۲ ساز و کارهای حاکمیت شرکتی
..... ۳۵	۱-۳-۶-۲ هیأت مدیره
..... ۳۷	۲-۳-۶-۲ اندازه هیأت مدیره
..... ۳۷	۳-۳-۶-۲ مدیران غیرموظف (غیر اجرایی)
..... ۳۸	۴-۳-۶-۲ تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره
..... ۳۹	۵-۳-۶-۲ سرمایه‌گذاران نهادی
..... ۴۱	۶-۲ حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی
..... ۴۳	۷-۲ مطالعات صورت گرفته
..... ۴۳	۱-۸-۲ مطالعات خارجی

.....۴۸..... ۲-۸-۲ مطالعات داخلی

.....۵۱..... ۸-۲ جمع بندی

فصل سوم: روش تحقیق

.....۵۴..... مقدمه

.....۵۵..... ۱-۳ شاخص های عدم تقارن اطلاعاتی

.....۵۵..... ۱-۲-۳ شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

.....۵۷..... ۲-۲-۳ احتمال معاملات آگاهانه (PIN)

.....۵۸..... ۳-۲-۳ نوسانات قیمت سهام

.....۵۹..... ۳-۲-۴ اندازه بنگاه

.....۵۹..... ۳-۲-۵ Q توبین

.....۶۰..... ۳-۲-۶ خطای پیش بینی سود

.....۶۰..... ۲-۳ مدل و متغیرهای تحقیق

.....۶۱..... ۱-۳-۳ متغیر وابسته

.....۶۱..... ۱-۳-۳-۱ رتبه درصدی

.....۶۲..... ۳-۳-۲ متغیرهای مستقل

.....۶۳..... ۳-۳-۳ متغیرهای کنترلی

.....۶۵..... ۳-۳ روش تحقیق و چگونگی جمع آوری اطلاعات تحقیق

.....۶۵..... ۱-۴-۳ قلمرو تحقیق

.....۶۵..... ۲-۴-۳ جامعه و نمونه آماری

.....۶۶..... ۳-۴-۳ ابزار و روش تجزیه و تحلیل داده ها

..... ۶۶	۴-۴-۳ توصیف داده‌ها
..... ۶۷	۴-۳ تخمین با استفاده از داده‌های تلفیقی:
..... ۶۸	۱-۵-۳ روش اثرات مشترک
..... ۶۸	۲-۵-۳ روش اثرات ثابت
..... ۶۹	۳-۵-۳ روش اثرات تصادفی
..... ۶۹	۴-۵-۳ آزمون F لیمر و هاسمن
..... ۷۰	۵-۵-۳ مزایای استفاده از داده‌های تلفیقی
..... ۷۲	۵-۳ جمع‌بندی

فصل چهارم: برآورد مدل و تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از آن

..... ۷۴	مقدمه
..... ۷۵	۴-۱ ویژگی آماری داده‌ها
..... ۷۶	۴-۲ برآورد مدل
..... ۷۸	۱-۳-۴ آزمون‌های تشخیص بر روی داده‌های نمونه
..... ۷۸	۱-۳-۴-۱ آزمون مانایی
..... ۷۹	۱-۳-۴-۲ آزمون واریانس ناهمسانی
..... ۷۹	۴-۳ برآورد مدل و آزمون فرضیه‌ها
..... ۸۰	۱-۴-۴ فرضیه مربوط به سرمایه‌گذاران نهادی
..... ۸۱	۲-۴-۴ فرضیه مربوط به مدیران غیر موظف
..... ۸۲	۳-۴-۴ فرضیه مربوط به تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره
..... ۸۲	۴-۴-۴ فرضیه مربوط به اندازه هیأت مدیره

۵-۴-۴ نتایج آزمون متغیرهای کنترلی مدل

.....۸۳.....

۴-۴ جمع‌بندی ۸۴.....

فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادات

مقدمه ۸۶.....

۵-۱ محدودیت‌های تحقیق ۸۷.....

۵-۲ خلاصه پژوهش و نتیجه‌گیری ۸۷.....

۳-۵ پیشنهاداتی برای پژوهش‌های آتی

.....۹۰.....

پیوست ۹۱.....

فهرست منابع و مآخذ ۹۵.....

فهرست جداول

- جدول شماره (۱-۲): تعاریف مختلف حاکمیت شرکتی..... ۳۱
- جدول شماره (۲-۲): ساز و کار حاکمیت شرکتی..... ۳۴
- جدول (۱-۳): خلاصه متغیرهای پژوهش..... ۶۴
- جدول شماره (۱-۴): ویژگی آماری متغیرهای توضیحی مدل..... ۷۵
- جدول شماره (۲-۴): فراوانی متغیرها در نمونه..... ۷۵
- جدول شماره (۲-۴): نتایج تخمین مدل به روش ثابت..... ۷۷
- جدول شماره (۳-۴): نتایج آزمون هاسمن..... ۷۸
- جدول شماره (۴-۴): نتایج آزمون واریانس همسانی..... ۷۹
- جدول شماره (۵-۴): نتایج تخمین مدل به روش GLS..... ۸۰
- جدول شماره (۶-۴): نتایج بدست آمده از بررسی تأثیر برخی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی..... ۸۴

فهرست شکل‌ها

- شکل شماره (۱-۲): سطوح مختلف کارآیی اطلاعاتی از نظر فاما..... ۲۱
- شکل شماره (۲-۲): عناصر ائتلاف و ارتباط آن با بازار..... ۲۸

فهرست نمودارها

- نمودار شماره (۱-۱): عرضه و تقاضای اتومبیل خوب..... ۱۴
- نمودار شماره (۲-۲): عرضه و تقاضای اتومبیل بد..... ۱۴

فصل اول

کلیات تحقیق

مقدمه

از موضوعاتی که در دهه اخیر در حوزه دانش اقتصاد در حال گسترش می‌باشد، اقتصاد اطلاعات است و عمده بحث‌ها در این اقتصاد به مسأله اطلاعات نامتقارن مربوط می‌شود. در مباحث اقتصاد خرد متعارف یا کلاسیک فرض اساسی که به‌طور ضمنی در همه نظریه‌ها و قواعد اقتصادی در نظر گرفته می‌شود، فرض اطلاعات کامل است بدین معنی که بین عاملین اقتصادی چه در طرف عرضه و چه در طرف تقاضا اطلاعات کامل می‌باشد، به طوری که تا چند سال اخیر در تمام بحث‌های علمی و آکادمیک مربوط به بررسی‌های اقتصادی اصل کامل بودن اطلاعات به‌عنوان یک اصل مسلم و آشکار پذیرفته شده بود، تا این که آکرلوف^۱ در سال ۱۹۷۰ اصل فوق را تحت عنوان نظریه لمون^۲ زیر سؤال برده و با طرح وجود اطلاعات نامتقارن بین خریداران و فروشندگان در دنیای واقعی زیر بنای بسیاری از مباحث اقتصاد خرد را متزلزل ساخت.

یکی از بازارهایی که به شدت تحت تأثیر نامتقارن بودن اطلاعات بین عاملین آن است، بازار سرمایه می‌باشد. نقش اصلی بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار به‌عنوان یکی از اجزای این بازار، جذب و هدایت نقدینگی سرگردان و پراکنده در اقتصاد به سمت مسیرهای بهینه بوده، به گونه‌ای که منجر به تخصیص بهینه منابع کمیاب مالی می‌شود. اما دستیابی به این مهم منوط به وجود یک مکانیزم کارآ در بازار سرمایه است. این مکانیزم کارآ از طریق ایجاد شرایط رقابت کامل در بازار به وجود می‌آید. در یک بازار سرمایه، اطلاعات گرانبهارترین دارایی تلقی می‌شود و هر چه اطلاعات مرتبط با بازار سرمایه (به‌صورت متقارن و شفاف)، بیشتر باشد، تأثیرگذاری بازار سرمایه بر رشد و توسعه اقتصادی نیز بیشتر خواهد شد.

بنابراین تلاش جهت ایجاد امکان دسترسی مساوی به اطلاعات و شفافیت اطلاعاتی و حاکمیت رقابت کامل گامی در جهت ایجاد کارایی و تخصیص بهینه منابع اقتصاد تلقی می‌شود. از جمله راهکارهای پیشنهادی جهت ایجاد شفافیت اطلاعاتی استفاده از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی^۳ است. حاکمیت شرکتی عاملی است که باعث بهبود عملکرد شرکت و بویژه بهبود کیفیت

^۱ Akerlof

^۲ Lemon

^۳ Corporat Governance

اطلاعات ارائه شده از سوی مدیریت شرکت می‌شود. پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان چهار هدف نهایی حاکمیت شرکتی تلقی می‌گردد.

۱ + تعریف مسئله

از جمله بازارهای مهم و فعال اقتصادی که نقش مهمی در تأمین منابع مالی داشته، بازار سرمایه است. بورس اوراق بهادار از جمله اجزای این بازار بوده که فرصت‌های مناسبی را برای سرمایه‌گذاری مشارکت‌کنندگان فراهم می‌نماید. از جمله مزایای این بازار جمع‌آوری و هدایت پس‌اندازهای خرد و کوچک به سمت سرمایه‌گذاری، هدایت سرمایه‌های سرگردان و کمک به رشد اقتصادی کشور می‌باشد. اما، دستیابی به این مزایا منوط به حاکمیت شرایط بازار رقابت کامل در این بازار است. یکی از ویژگی‌های بازار رقابت کامل که نقش مؤثری در تخصیص بهینه منابع داشته، شفافیت اطلاعاتی است. در واقع شفافیت و کامل بودن اطلاعات، منجر به تصمیم‌گیری‌های عقلایی برای مشارکت‌کنندگان می‌شود. این در حالی است که عدم شفافیت و عدم تقارن اطلاعاتی^۱ در بین مشارکت‌کنندگان بر کارایی بازار و در نتیجه تخصیص منابع اثرات نامطلوب خواهد داشت. تخصیص بهینه منابع در این بازار می‌تواند تضمین‌کننده حرکت منابع مالی به سمت مولدترین موارد استفاده از آن و در نهایت کارایی تخصیصی در بازار باشد، که حاصل نهایی آن افزایش رشد و کارایی برای کل اقتصاد است.

بر اساس تحلیل‌های تئوریک و شواهد تجربی، عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بورس دارای پیامدهای نامطلوب متفاوتی از قبیل کاهش تعداد معامله‌گران، هزینه‌های زیاد معاملات، نقدینگی پائین اوراق بهادار و حجم کم معاملات می‌باشد و در مجموع منجر به کاهش سودهای اجتماعی ناشی از معامله می‌شود (Wasan, 2006).

از جمله موضوعاتی که اخیراً به طور گسترده به دلیل مشکلات مالی در سطح شرکت‌های بزرگ (انرون^۲، وردکام^۳ و ...) مورد توجه محققان و سرمایه‌گذاران بوده و به عنوان راهکاری برای

¹ Information Asymmetry

² Enron

³ WorldCom

مقابله با عدم تقارن اطلاعاتی استفاده می‌شود، ساز و کارهای حاکمیت شرکتی است (Cormier *et al.*, 2010:574). حاکمیت شرکتی با نظارت بر مدیریت و حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان نقش مهمی در بهبود کارایی و رشد اقتصادی و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران داشته، همچنین، با ایجاد بازارهای مالی قوی و شفاف ثبات مالی و اقتصادی به ارمغان می‌آورد. با چنین رویکردی، هدف این تحقیق بررسی رابطه بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی است. بنابراین این پژوهش در پی آن است تا تأثیر و ارتباط متغیرهای مؤثر در حاکمیت شرکتی را بر عدم تقارن اطلاعات در بازار بورس مورد بررسی قرار دهد. از جمله ساز و کارهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی این پژوهش درصد مدیران غیرموظف در هیأت مدیره، اندازه هیأت مدیره، تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی^۱ می‌باشد.

۱ ۴ ضرورت انجام تحقیق

از دلایل ضرورت مطالعه و پژوهش پیرامون عدم تقارن اطلاعاتی و برجسته‌تر شدن نقش اطلاعات، افزایش کارایی بازار سرمایه است. برای رسیدن به این هدف تسلط مکانیزم‌های بازار بر تصمیمات فعالان اقتصادی اهمیت بسیاری دارد. مکانیزم بازار مستلزم وجود رقابت سالم است و رقابت سالم بدون وجود اطلاعات شفاف معنایی ندارد.

۱ ۳ فرضیه‌های تحقیق

۱. بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی وجود دارد.
۲. بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی وجود دارد.
۳. بین تفکیک نقش مدیر عامل از ریاست هیأت مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی وجود دارد.
۴. بین تعداد اعضای هیأت مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی وجود دارد.

¹ Institutional Ownership

۱ ۴ تعریف عملیاتی واژگان کلیدی

عدم تقارن اطلاعاتی: به حالتی اطلاق می‌شود که یکی از طرفین معامله‌کننده کمتر از طرف دیگر در مورد کالا یا وضعیت بازار، اطلاعات داشته باشد، به عبارت دیگر توزیع اطلاعات بین کلیه استفاده‌کنندگان از اطلاعات، ناهمسان باشد.

حاکمیت شرکتی: مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت، هیأت مدیره، سهامداران و سایر ذی‌نفعان شرکت (سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۱).

سرمایه‌گذاران نهادی: سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌های دولتی و خصوصی، صندوق‌های بازنشستگی، 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 غیرموظف: عضو غیر موظف هیأت مدیره عضوی است که در شرکت سمت اجرایی نداشته باشد و حضور او در هیأت مدیره باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت می‌شود.

۱ ۵ هدف تحقیق

هدف این پژوهش شناسایی عوامل مؤثر بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ارائه راهکارهایی جهت افزایش شفافیت اطلاعاتی به‌عنوان ابزاری جهت گسترش کارایی بازار بورس اوراق بهادار است.

۱ ۶ کاربرد تحقیق

نتایج این تحقیق می‌تواند به سیاست‌گذاران در جهت اتخاذ سیاست‌های مناسب در راستای شفافیت اطلاعاتی بازار و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک نماید.

¹ OECD