

بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران

زهرا نصرالهی*، زهره عارف‌منش**، مهین رئیسی***

چکیده

شفافیت اطلاعاتی در بازار سرمایه یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار در ایجاد شرایط رقابت کامل و ایجاد فرصت‌های برابر در این بازار است. با توجه به مبانی نظری ارائه‌شده در مورد تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر شفافیت اطلاعاتی، این پژوهش درصدد بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعات در بازار بورس اوراق بهادار تهران در زمان اعلام سود سه‌ماهه است. در این تحقیق تغییرات در نقدینگی بازار بورس (اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) در محدوده زمانی اعلام سود به عنوان شاخصی برای عدم تقارن اطلاعات و درصد مدیران مستقل در هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان شاخصی برای حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده است. نسبت بدهی نیز به عنوان متغیر توضیحی وارد معادله شده است. در این تحقیق با استفاده از نرم‌افزار Eviews و روش داده‌های تابلویی و از روش GLS رابطه بین تغییرات نقدینگی بازار و متغیرهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج آزمون نشان می‌دهد میان درصد مدیران مستقل در هیئت‌مدیره و درصد مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی با عدم تقارن اطلاعات رابطه منفی معناداری و میان نسبت بدهی و عدم تقارن اطلاعات رابطه مثبت معناداری وجود دارد؛ ولی میان اندازه هیئت‌مدیره و عدم تقارن اطلاعات رابطه معناداری وجود ندارد.

کلید واژه‌ها: حاکمیت شرکتی، عدم تقارن اطلاعاتی، نقدینگی بازار، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۹/۱۰/۲۶، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۰/۰۲/۳۱.

* عضو هیئت علمی دانشگاه یزد.

** عضو هیئت علمی دانشگاه یزد.

*** دانشجوی کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشگاه یزد (نویسنده مسئول).

مقدمه

هدف علم اقتصاد تخصیص بهینه منابع کمیاب است. پیش‌نیاز نیل به این هدف، کارایی بازارهای فعال در اقتصاد از جمله بازار سرمایه است. در واقع نقش اصلی بازار سرمایه جذب و هدایت نقدینگی سرگردان و پراکنده در اقتصاد به سمت مسیرهای بهینه است، به گونه‌ای که منجر به تخصیص بهینه منابع کمیاب مالی شود. یکی از بهترین روش‌های دستیابی به کارایی در اقتصاد، تشخیص شرکت‌ها و پروژه‌های کارا از شرکت‌ها و پروژه‌های غیرکارا و غیرسودآور است. فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های کارا و سودآور بیشتر است و در بازار با قیمت‌های بالاتری مورد ارزیابی قرار می‌گیرند و بدین ترتیب با سهولت بیشتری می‌توانند مقدار سرمایه مورد نیاز خود را تأمین کنند. از طرفی با توجه به این که در مورد این شرکت‌ها سهامداران به سهولت می‌توانند دارایی خود را به وجه نقد تبدیل کنند، توانایی حفظ درآمدهای خود را بدون اعتراض سهامداران خواهند داشت. در صورت حاکمیت این شرایط، این شرکت‌ها می‌توانند به موقع تعهدات و پروژه‌های مورد نظر را به نحو مطلوب اجرایی کنند. بدین ترتیب، مجموعه این عوامل سبب برابری بازده عوامل تولید مشابه در بخش‌های مختلف اقتصاد و در نهایت کارایی کل اقتصاد خواهد شد [۳۵]. علاوه بر این، بازار با عملکرد مناسب خود فرصت‌های عادلانه‌ای در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. با افزایش تدریجی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و آگاهی سرمایه‌گذاران از این فرصت‌ها، تعداد شرکای بازار افزایش می‌یابد و این امر موجب افزایش پس‌انداز و به جریان درآوردن آن‌ها می‌شود و از این طریق میل به پس‌انداز و سرمایه‌گذاری تحت تأثیر قرار می‌گیرد [۱۱].

اما دستیابی به این مهم منوط به وجود یک سازوکار کارا در بازار سرمایه است. این سازوکار کارا از طریق ایجاد شرایط رقابت کامل در بازار به وجود می‌آید. در یک بازار سرمایه رقابتی، اطلاعات گران‌بهارترین دارایی تلقی می‌شود و یکی از شروط رقابت کامل، شفافیت اطلاعات است که نبود آن سبب پیدایش رانت می‌شود. منطبق اصلی نظریه بازار کارا از این فرض سرچشمه می‌گیرد که در چنین بازاری قیمت‌ها به سرعت و با انعکاس اطلاعات تعدیل می‌شوند، تغییرات آتی قیمت‌ها بازتابی از توان کسب درآمد توسط بنگاه‌ها است [۱۲].

شفافیت اطلاعات با مقداری تورش، تقارن اطلاعات و عدم شفافیت اطلاعاتی، عدم تقارن اطلاعات نامیده می‌شود. شفافیت اطلاعاتی با ایجاد تساوی در فرصت‌ها اجازه می‌دهد تا انگیزه‌های بیشتری برای کار و سرمایه‌گذاری نسبت به ایجاد سود یا ثروت واقعی به وجود آید. در صورت عدم تقارن اطلاعات، نه تنها آگاهی یکی از طرفین مبادله در مقایسه با طرف دیگر درباره برخی صفات با اهمیت بیشتر خواهد بود، بلکه احتمال دارد که طرف مطلع از پنهان کردن

این اطلاعات سود هم ببرد. وجود سود در پنهان کردن اطلاعات و بهره‌برداری از آن، منطبق توسل مبادله‌کنندگان به این ابزار است که پیامدهای منفی زیادی برای بازار و کارایی آن دارد. با توجه به اهمیت شفافیت اطلاعاتی و آثار مثبت آن برای اقتصاد است که هدف این تحقیق بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و تقارن اطلاعات است. در واقع این پژوهش درصدد بررسی کیفیت حاکمیت شرکتی بر محیط اطلاعاتی در زمان انتشار اعلامیه‌های سود است؛ زیرا در بازارهای سرمایه، مهمترین راه دستیابی به اطلاعات اعلامیه‌هایی است که از جانب شرکت‌ها منتشر می‌شود.

سازماندهی مقاله به این ترتیب است که پس از بخش اول به عنوان مقدمه، در بخش دوم به ادبیات تحقیق اعم از مرور مبانی نظری و مطالعات تجربی پرداخته می‌شود. در بخش سوم معرفی داده‌ها و الگوی تحقیق ارائه شده است. در بخش چهارم به تجزیه و تحلیل یافته‌ها پرداخته شده و در نهایت بخش پنجم به نتیجه‌گیری اختصاص یافته است.

پیامدهای منفی عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه

طبق دیدگاه سنتی حسابداری، سرمایه‌گذاران کوچک (عموماً کم‌اطلاع) از آنجا که می‌توانند تحت سلطه افراد دارای اطلاعات محرمانه (درون‌سازمانی‌ها) قرار گیرند، نیاز به حمایت دارند. این دیدگاه احتمالاً از این واقعیت ناشی شده است که در بازار سرمایه نابرابری وجود دارد. در نتیجه به منظور تعدیل این نابرابری‌ها، نیاز به مقررات و راهکارهای مناسب وجود دارد.

سرمایه‌گذاران کم‌اطلاع، ابزار متنوع و گسترده‌ای در اختیار دارند تا بتوانند خود را در مقابل استثمار (تسلط) سرمایه‌گذاران مطلع حفظ کنند. برای مثال، سرمایه‌گذاران کم‌اطلاع با حداقل کردن معامله با سرمایه‌گذاران مطلع می‌توانند از خود دفاع کنند. راهکار دیگر، منع معامله اوراق بهادار شرکت توسط گروه‌های خاصی از افراد درون‌سازمانی نظیر مدیران می‌باشد؛ افرادی که دارای اطلاعات محرمانه هستند. در نهایت، سرمایه‌گذاران کم‌اطلاع با گمان اینکه عدم تقارن اطلاعات به‌طور فاحش وجود دارد، ممکن است از معامله اوراق بهادار خاصی صرف‌نظر کنند یا کلاً از بازار سهام خارج شوند. نکته قابل تأمل این است که هر یک از این ابزار حمایتی (راه حل‌ها) برای هر دوی سرمایه‌گذاران مطلع و کم‌اطلاع و همچنین برای کل اقتصاد پرهزینه است؛ چون نگهداری اوراق بهادار برای مدت طولانی، موجب می‌شود که سرمایه‌گذاران نتوانند از منافع تغییر پرتفوی که در نتیجه تغییر شرایط اقتصادی ایجاد می‌شود، استفاده کنند. همچنین، منع مدیران از معامله اوراق بهادار شرکت خودشان، منافع حاصل از مالکیت چنین سهامی را کاهش می‌دهد. این محدودیت‌ها به نوبه خود سودمندی مالکیت سهام توسط مدیریت را در مسیر منافع مالکین و مدیران (کاهش هزینه‌های نمایندگی) محدود می‌سازد. خروج طیف زیادی از

سهامداران کم‌اطلاع از بازار، سهامداران مطلع را از منافع سرشکن شدن هزینه‌های گزاف تهیه اطلاعات محروم می‌کند و در نتیجه انگیزه برای تولید اطلاعات کاهش می‌یابد. به علاوه، اقتصاد را از منافع توزیع ریسک و تخصیص منابع توسط بازارهای بزرگ و کارای سرمایه محروم خواهد کرد. بنابراین در اینجا باید نگرانی خود را به سوی عدم تقارن که منجر به نابرابری در بازار سرمایه می‌شود، معطوف کنیم.

گلستن و میلگروم (۱۹۸۵) نشان دادند زمانی که کیفیت اطلاعات سرمایه‌گذاران آگاه بهبود می‌یابد (برای مثال، عدم اطمینان یا شرایط نامعلومی کاهش می‌یابد) و یا تعداد سرمایه‌گذاران آگاه نسبت به معامله‌گران نیازمند به نقدینگی افزایش می‌یابد، در این صورت قیمت‌های خرید (برای فروش اوراق بهادار توسط متخصصان) افزایش و قیمت فروش کاهش می‌یابد. وجود عدم تقارن قابل ملاحظه موجب می‌شود تا متخصصان دامنه بازار را وسعت بخشند؛ به گونه‌ای که معاملات سهام رونق خود را از دست می‌دهند تا جایی که ممکن است همه دست از معامله بردارند [۲۷].

اوژن و همکاران (۲۰۰۶) ادعا کردند که توزیع نامتقارن اطلاعات میان شرکت‌کنندگان در بازار در ارتباط با معاملات دارایی‌ها در قیمت‌های کارآمد با هزینه‌های معامله کم، ایجاد مانع می‌کند. عدم تقارن اطلاعات سطح پایین‌تری از نقدینگی سهام و انتظار بالاتر برگشت سهام را نتیجه می‌دهد [۲۴].

بر اساس تحلیل‌های نظری و شواهد تجربی، افزایش عدم تقارن یا نابرابری اطلاعات، با کاهش تعداد معامله‌گران، هزینه‌های زیاد معاملات، نقدینگی پایین اوراق بهادار و حجم کم معاملات رابطه دارد و در مجموع منجر به کاهش منافع اجتماعی ناشی از معامله می‌شود. پیامدهای اقتصادی ابزار حمایتی اتخاذشده توسط سرمایه‌گذاران کم‌اطلاع، هنگام رویارویی با سرمایه‌گذاران مطلع و هزینه‌های گزاف وجود عدم تقارن اطلاعات در بازار باعث می‌شود تا سیاست‌گذاران به دنبال روش‌های مقابله با این پدیده برآیند. به تأیید تحلیل‌های نظری و شواهد تجربی، یکی از روش‌های مقابله با این پدیده سازوکارهای حاکمیت شرکتی است.

حاکمیت شرکتی یکی جنبه اصلی و پویای تجارت است که سازمان‌های بین‌المللی مانند سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه (OECD)، استانداردهای قابل قبول بین‌المللی در این مورد فراهم می‌کنند. موضوع حاکمیت شرکتی با فروپاشی شرکت‌های بزرگی از قبیل انرون، وردکام و غیره که موجب زیان بسیاری از سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان شد و ناشی از سیستم‌های ضعیف حاکمیت شرکتی بود، اهمیت یافت و سبب تأکید بیش از پیش بر ضرورت و ارتقای اصلاح حاکمیت شرکتی در سطح بین‌المللی شد [۷]. در آمریکا به عنوان واکنشی سریع به این فروپاشی، کنگره در سال ۲۰۰۲ قانون ساربینز- اوکسلی را تصویب و اختیارات قابل ملاحظه‌ای

را به کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) واگذار کرد. بر اساس این قانون، مسئولیت‌های مدیران اجرایی، حسابرسان داخلی و حسابرسان مستقل افزایش یافت. برخی از نکات مهم و قابل توجه این قانون عبارت است از [۳]:

۱. اعضای موظف هیئت‌مدیره از اعضای غیرموظف منفک شدند و موضوع اعضای هیئت‌مدیره مستقل مطرح شد.
۲. تشکیل کمیته حسابرسی در شرکت‌های بزرگ لازم الاجرا شد و مسئولیت این کمیته بر عهده اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره قرار گرفت.
۳. پاسخگویی مدیران اجرایی و مدیران مالی در قبال صورت‌های مالی افزایش یافت.
۴. مؤسسات حسابرسی نقش اساسی را در تقویت نظام حاکمیت بنگاه‌ها و افزایش اعتبار سرمایه‌گذاری‌ها بر عهده گرفتند.

حاکمیت شرکتی ناظر بر نحوه حاکمیتی است که بر یک شرکت اعمال می‌شود و مطابق با آن چگونگی پاسخگویی شرکت به سهامداران و همچنین ذینفع‌های سازمانی شکل می‌گیرد. از لحاظ نظری، پدیده‌های اقتصادی متعددی به صورت بالقوه در مبحث حاکمیت شرکتی قرار می‌گیرند و این سبب می‌شود تا تعاریف متعددی برای حاکمیت شرکتی وجود داشته باشد [۴]. این تعاریف از تعاریف محدود و متمرکز بر شرکت‌ها و سهامداران آن‌ها تا تعریف جامع و دربرگیرنده پاسخگویی شرکت در قبال گروه کثیری از سهامداران، افراد یا ذی‌نفعان متغیر است. دیدگاه محدود، به رابطه شرکت و سهامداران محدود و در قالب نظریه نمایندگی بیان می‌شود. اما دیدگاه جامع و گسترده حاکمیت شرکتی را به صورت یک شبکه از روابط بیان می‌کند که نه تنها بین شرکت و سهامداران، بلکه بین شرکت و عده زیادی از ذی‌نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و غیره وجود دارد و با عنوان نظریه ذی‌نفعان بیان می‌شود. تعاریف جامع بیان‌کننده آن است که شرکت‌ها در قبال کل جامعه، نسل‌های آینده و منابع طبیعی مسئولیت دارند.

تعاریف محدود از حاکمیت شرکتی: از نظر پارکینسون، حاکمیت شرکتی عبارت است از فرایند نظارت و کنترل برای تضمین این‌که مدیریت شرکت مطابق با منافع سهامداران عمل می‌کند [۶]. شیلفر و ویشنی مبحث حاکمیت شرکتی را متوجه روش‌هایی می‌دانند که به تأمین‌کنندگان مالی شرکت اطمینان می‌دهد که سرمایه‌شان از برگشت کافی برخوردار خواهد بود [۴].

تعریف جامع از حاکمیت شرکتی: سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی، حاکمیت شرکتی را ساختار روابط بین سهامداران، اعضای هیئت‌مدیره و مدیران و مسئولیت‌های مرتبط با آن می‌داند. از نظر این سازمان، چنین ساختاری زمینه عملکرد رقابت‌آمیزی را که مستلزم دست‌یافتن

به اهداف اولیه شرکت است، فراهم می‌آورد. بدین ترتیب، حاکمیت شرکتی نظام هدایت و کنترل شرکت شناخته می‌شود و ساختار آن حقوق و دامنه مسئولیت کنش‌گران یک سازمان از جمله هیئت‌مدیره، مدیران، سهامداران و سایر ذی‌نفعان را تعیین می‌کند [۴].

اصول حاکمیت شرکتی

سازمان‌های بین‌المللی از جمله سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی (OECD)، اصولی را برای حاکمیت شرکتی ارائه نموده‌اند که این اصول در بسیاری از کشورها و شرکت‌های بزرگ مورد استفاده قرار گرفته‌اند. اصول مذکور عبارتند از [۱۴]:

۱. **برخورد یکسان با سهامداران:** در چارچوب سیستم حاکمیت شرکتی، حقوق کلیه سهامداران اعم از جزء (اقلیت) یا اکثریت یکسان است و ضرورت دارد فرصت‌های برابری در مورد تأمین حقوق آنها پیش‌بینی و برقرار گردد.
 ۲. **شفافیت و افشا:** چارچوب این سیستم تأکید دارد که شرکت‌ها باید اطلاعات مناسب خود را دقیق و به موقع در رابطه با تمام موضوعات مرتبط از جمله عملکرد کلی شرکت، وضعیت مالی، ساختار مالکیت و حاکمیت و نقش و وظیفه مدیران را افشا و تشریح کند.
 ۳. **مسئولیت‌های هیئت‌مدیره:** در سیستم حاکمیت شرکتی ضرورت دارد برنامه‌ها و رهنمودهای راهبردی جهت نظارت مؤثر هیئت‌مدیره بر مدیران و نحوه پاسخ‌گویی هیئت‌مدیره به شرکت و سهامداران مشخص شود.
 ۴. **توجه به نقش کلیه ذی‌نفعان:** چارچوب حاکمیت شرکتی تأکید بر این موضوع دارد که حقوق ذی‌نفعان که براساس قوانین یا مبانی دیگر برقرار شده است به رسمیت شناخته شود و در جهت تقویت افزایش ثروت و ثبات شرکت‌ها تلاش گردد.
 ۵. **تأمین مبنایی برای چارچوب مؤثر حاکمیت شرکتی:** چارچوب حاکمیت شرکتی باید توسعه بازارهای شفاف و کارآمد را تسهیل کند، با حاکمیت قانون سازگار باشد و تقسیم‌بندی مسئولیت‌ها را بین سازمان‌های مختلف مسئول به روشنی تشریح کند. با توجه به این‌که در این پژوهش متغیرهای اندازه هیئت‌مدیره، درصد مدیران مستقل، درصد مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی و نسبت بدهی، به عنوان متغیرهای مستقل در مدل برآوردی وارد شده‌اند، در ادامه به معرفی آنها و نحوه ارتباطشان با عدم تقارن اطلاعات پرداخته می‌شود.
- هیئت‌مدیره:** هیئت‌مدیره با توجه به تعهداتی که در مقابل منابع در اختیارشان به سهامداران دارند و نیز مسئولیت ایشان مبنی بر هدایت شرکت در مسیر راهبردهای آن و نظارت بر نحوه عملکرد آن، از جایگاه بسیار بااهمیتی در حاکمیت شرکتی برخوردارند. تعداد قابل توجهی از پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد که هیئت‌مدیره‌هایی که به‌طور مؤثر کار نظارت بر مدیریت را

انجام می‌دهند، کیفیت و فراوانی اطلاعات منتشرشده به وسیله مدیریت را بهبود می‌دهند. این اطلاعات منتشرشده نه تنها گزارش واقعی سود را دربر می‌گیرد، بلکه همچنین افشای داوطلبانه از قبیل پیش‌بینی‌های مدیریت و افشای اطلاعات دیگر را نیز شامل می‌شود. دیاموند (۱۹۸۵) و ورچیا (۲۰۰۱) بیان کردند که عدم تقارن اطلاعات به طور متوسط برای شرکت‌های با هیئت‌مدیره کارا تر پایین‌تر است [۲۲ و ۳۸]. اثربخشی هیئت‌مدیره به‌عنوان سازوکار حاکمیت شرکتی به اندازه و ترکیب آن بستگی دارد.

در رابطه با اندازه، هیئت‌مدیره بزرگ معمولاً از قدرت بیشتری نسبت به هیئت‌مدیره کوچکتر برخوردار است و در نتیجه به منظور افزایش اثربخشی سازمان، امری ضروری به‌نظر می‌رسد. هیئت‌مدیره بزرگ و قدرتمند، به تقویت رابطه شرکت‌ها با محیط‌شان کمک می‌کند، همچنین خدمات مشاوره‌ای مفید در رابطه با راهبردهای شرکت ارائه و نقشی حیاتی در ایجاد هویت شرکت ایفا می‌کنند. هرمن (۱۹۸۱) نشان داده است که اندازه هیئت‌مدیره به‌عنوان شاخصی برای تخصص مدیران است [۲۹]. همچنین نتیجه بررسی کلاین (۲۰۰۲) نشان داده است که هیئت‌مدیره بزرگتر نظارت مؤثرتری بر مدیریت به دلیل توانایی‌شان در انجام تکالیف بیشتر نسبت به هیئت‌مدیره کوچکتر دارد و یک شرکت با هیئت‌مدیره بزرگ‌تر باید افزایش کمتری در عدم تقارن اطلاعات پیرامون سودهای منتشرشده داشته باشد [۳۴].

اثربخشی هیئت‌مدیره علاوه بر اندازه آن، با ترکیب هیئت‌مدیره نیز مرتبط است؛ به‌طوری‌که هیئت‌مدیره‌هایی که نسبت قابل ملاحظه‌ای از آنها را اعضای غیرموظف تشکیل می‌دهند، نظارت مؤثرتری بر مدیریت شرکت اعمال و اختیارات آنان را محدود می‌کند. مدیران غیرموظف به دلیل منافع‌شان حاضر به تبانی با مدیران اجرایی شرکت نیستند. از آنجایی که اکثر مدیران غیرموظف در سایر شرکت‌ها دارای سمت‌های اجرایی مدیریت و تصمیم‌گیری می‌باشند، انگیزه بالایی برای کسب شهرت به‌عنوان متخصص امر تصمیم‌گیری و برخورداری از فرصت شغلی بهتر در آینده دارند [۱۶]. فاما و جنسن (۱۹۸۳) نشان داده‌اند که حضور مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره سبب بهبود نظارت بر مدیریت شرکت و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت می‌شود و کاهش هزینه نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات را در پی خواهد داشت [۲۰]. هرمیلین و وسیچ (۲۰۰۳) بیان کرده‌اند هیئت‌مدیره با درصد بزرگی از مدیران خارجی به احتمال زیاد مدیر غیرکارا را اخراج می‌کنند [۲۸]. همچنین، اکسی و همکاران (۲۰۰۳) بررسی کرده‌اند که شرکت‌هایی که نمایندگان خارجی بیشتری در هیئت‌مدیرشان دارند، سطح پایین‌تری از مدیریت سود را خواهند داشت [۳۴]. لئو و زو (۲۰۰۱) به این نتیجه رسیده‌اند که یک ارتباط معکوس بین مدیریت سود و کیفیت افشای شرکت وجود دارد. این بدان معناست که درصد بالاتر مدیران مستقل در

هیئت‌مدیره کیفیت افشاهای شرکت را بهبود می‌دهد و در نتیجه افزایش کمتری را در عدم تقارن اطلاعات پیرامون سودهای منتشرشده در برخواهد داشت [۳۵].

سرمایه‌گذاران نهادی: با جداسدن مالکیت و مدیریت در شرکت‌های سهامی، مدیران به عنوان نماینده سهامداران شرکت را اداره می‌کنند. با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می‌شود. یعنی به طور بالقوه این امکان به وجود می‌آید که مدیران اقداماتی انجام دهند که در جهت منافع خودشان و عکس منافع سهامداران باشد [۸]. سرمایه‌گذاران نهادی در مقام سهامداران شرکت، هم علت و هم چاره یا راه‌حل مشکل نمایندگی را بازنمایی می‌کنند. وجودشان در مقام سهامدار سبب جدایی مالکیت و مدیریت می‌شود، درحالی‌که درگیری فزاینده ایشان در شرکت‌ها و متمرکز کردن مالکیت، ابزاری را برای نظارت بر مدیریت شرکت و در واقع چاره‌جویی از مشکلات نمایندگی را به‌دست می‌دهد.

سرمایه‌گذار نهادی، شخصیت یا مؤسسه‌ای است که به خریدوفروش حجم عظیمی از اوراق بهادار می‌پردازد و یکی از فعالیت‌های اصلی آن خریدوفروش اوراق بهادار است؛ مانند بانک‌های دولتی و خصوصی، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه و سازمان تأمین اجتماعی، صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بنیادها و نهادها [۱۶].

سرمایه‌گذاران نهادی معمولاً خواهان ارائه اطلاعات صحیح و به‌موقع در مورد شرکت هستند و به طور مستمر، شرکت را برای ارائه دقیق و صحیح درباره سود آتی مورد کنکاش قرار می‌دهند. آنان اطلاعات مرتبط با ارزش سهام را که در سود سال جاری منعکس نیستند، تجزیه و تحلیل و در قیمت‌های سهام لحاظ می‌کنند. این اطلاعات اغلب از طریق مجاری مانند هیئت‌مدیره مشترک شرکت‌ها، در اختیار شبکه‌های سهامداری قرار می‌گیرد و از این طریق به اطلاع اکثر سهامداران و بازار می‌رسد و در قیمت‌ها لحاظ می‌شود [۱۵].

مگ (۱۹۹۸) نشان داد که نظارت بر شرکت توسط سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند مدیران را وادار به تأکید بیشتر بر عملکرد شرکت و کاهش رفتار فرصت‌طلبانه یا خویش‌طلبانه کند [۳۶]. جیانگ و کیم (۲۰۰۰) با بررسی عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران نشان داده‌اند که هرچه سطح مالکیت نهادی در شرکت‌ها افزایش می‌یابد، عدم تقارن اطلاعات کمتری بین مدیران شرکت و سایر اشخاص مرتبط در بازار به‌وجود می‌آید [۲۶].

نسبت بدهی: تعهدات ناشی از استقراض به‌ویژه در مورد بدهی‌های خصوصی (نظیر استقراض از بانک‌ها) به کاهش مشکلات نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد و عدم تقارن اطلاعات کمک می‌کند. بانک‌ها به‌عنوان وام‌دهنده شرکت‌ها را ملزم می‌کنند به‌نحوی عمل نمایند که آنها را از پرداخت به موقع در ارتباط با وام‌ها مطمئن سازند. همچنین بانک‌ها می‌توانند به‌عنوان جایگزین مناسبی برای جبران ضعف موجود در محیط شرکت عمل کنند؛ چرا که آنها

با شرکت‌ها مبادلات مستمر دارند و جهت اعمال نظارت قابلیت استفاده از فناوری مقرون به صرفه دارند. در نتیجه استقراض بانکی شامل ویژگی‌های مهمی است که می‌تواند تضادهای ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران را تقلیل دهد. بیسواز (۲۰۰۸) معتقد است که اعطای اعتبار توسط بانک اخبار مثبتی را راجع به ارزش اعتباری شرکت به بازار سهام مخابره می‌کند. شرکت‌های دارای سطح بالای بدهی تحت نظارت بیشتری از سوی اعتباردهندگان قرار دارند و مدیران این شرکت‌ها از فرصت کمتری برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیربهبینه برخوردارند؛ در نتیجه، افزایش بدهی سبب کاهش هزینه نمایندگی می‌شود [۱۸].

عدم تقارن اطلاعات و حاکمیت شرکتی

در این تحقیق ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و تغییر در عدم تقارن اطلاعات در بازار سهام پیرامون اعلان سود سه‌ماهه در نظر گرفته شده است. پژوهش‌های قبلی نشان داده‌اند که کیفیت حاکمیت شرکتی روی کمیت و کیفیت افشای اطلاعات شرکت اثر دارد و این افشا به نوبه خود روی سطح عدم تقارن اطلاعات در بازار سهام اثر می‌گذارد. این نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی باید روی نقدینگی بازار به‌عنوان شاخصی برای تغییرات در عدم تقارن اطلاعات پیرامون سودهای منتشرشده اثر بگذارد. سرمایه‌گذاران درجات مختلفی از اطلاعات در مورد شرکتی که در آن سرمایه‌گذاری کرده‌اند، جمع‌آوری می‌کنند. معامله‌گران آگاه با استفاده از اطلاعات برتر معامله می‌کنند؛ درحالی‌که معامله‌گران ناآگاه به دلیل نقدینگی معامله می‌کنند. یکی از عوامل مؤثر در تصمیم‌گیری، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است. در صورتی که اطلاعات مورد نیاز به صورتی نامتقارن بین افراد توزیع شود (انتقال اطلاعات به صورت نابرابر بین مردم صورت گیرد)، می‌تواند نتایج متفاوتی را نسبت به موضوعی واحد سبب شود. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای سهام مورد نظر قائل می‌شوند، متفاوت خواهد بود. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت [۱۰].

پیش‌بینی، عنصری کلیدی در تصمیم‌های اقتصادی است و سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مدیریت و سایر اشخاص، برای تصمیم‌گیری اقتصادی خود به پیش‌بینی‌ها و انتظارات اتکا می‌کنند. یکی از مهم‌ترین منابع اطلاعاتی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات شرکت‌ها، پیش‌بینی سود ارائه‌شده از سوی مدیریت در فواصل زمانی معین است [۸]. پیش‌بینی سود باید اطلاعات منطقی، قابل اتکا و به‌موقع فراهم کند تا بتواند

نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان را به نحو مناسبی برطرف کند. افشای صحیح و مناسب اطلاعات مالی با پر کردن شکاف عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، موجب کاهش مشکل نمایندگی می‌شود. سازوکارهای حاکمیتی مختلفی وجود دارد که می‌تواند به ایفای این نقش پردازد. در این تحقیق ما از درصد مدیران مستقل در هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره، سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان سازوکار حاکمیت شرکتی و نسبت بدهی به عنوان متغیر توضیحی استفاده می‌کنیم.

کانگاراتان و همکاران (۲۰۰۷) بیان کرده‌اند که حاکمیت شرکتی شامل کنترل‌ها و روش‌هایی است برای اطمینان از اینکه مدیریت در جهت منافع سهامداران عمل می‌کند. همچنین حاکمیت شرکتی منجر می‌شود به کاهش احتمال اینکه مدیریت در جهت منافع خود عمل و اقداماتی اتخاذ کند که از حداکثر کردن ارزش شرکت منحرف شود. این سازوکار همچنین روی اطلاعات افشاشده به وسیله شرکت برای سهامدارنش اثر می‌گذارد؛ بر این اساس احتمال کمتری وجود دارد که مدیران در جهت منافع شخصی‌شان عمل کنند (یعنی احتمال کمتری وجود دارد که اطلاعات مربوط به سهامداران را به طور کامل افشا نکنند یا اینکه اطلاعاتی که کمتر معتبر هستند را افشا کنند) [۳۲]. نتیجه مطالعه وافیس (۲۰۰۰) نشان می‌دهد که سودها حاوی اطلاعات مفیدتری برای شرکت‌های با هیئت‌مدیره کارا تر است [۳۷]. همین‌طور بررسی دی (۲۰۰۶) نشان داده است که سودهای معتبر با کیفیت هیئت‌مدیره افزایش می‌یابد [۲۱]. بنابراین، در مجموع و بر اساس مطالعات صورت گرفته می‌توان گفت که حاکمیت شرکتی با کیفیت بالاتر باید با عدم تقارن اطلاعاتی کمتر پیرامون اعلان سود همراه باشد.

پیشینه تحقیق

جنیک و همکاران (۲۰۰۵) با بررسی عدم تقارن اطلاعات در زمان اعلان سود نشان داده‌اند که اعلان سود عدم تقارن اطلاعات را با توجه به شاخص شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش کاهش می‌دهد و تغییرات قابل توجهی در حجم سهام ایجاد نمی‌کند. تحلیل مقطعی نشان داده است که خطای پیش‌بینی اعلان تاحدی با تغییرات در عدم تقارن اطلاعات در ارتباط می‌باشد [۳۰].

براون و همکاران (۲۰۰۶) اثر اعلان سود بر عدم تقارن اطلاعات را در زمان اعلان سود در بورس آمریکا مورد بررسی قرار داده‌اند نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات در زمان اعلان سود مثبت در شرکت‌هایی که با تحلیل‌گران پیش‌بینی سود مواجه هستند، پایین‌تر است [۱۹].

اوژن و همکاران (۲۰۰۶) با بررسی رابطه بین افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعات در بازار بورس سنگاپور به این نتیجه رسیده‌اند که افزایش افشای داوطلبانه گزینش نادرست، سطح معاملات آگاهانه، هزینه، ریسک و متوسط حجم معاملات را کاهش می‌دهد که ممکن است در نتیجه کاهش معاملات آگاهانه بوده باشد. آنان همچنین نشان داده‌اند که سطوح بالاتر معاملات آگاهانه شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، حجم معاملات و نوسان‌های قیمت را افزایش می‌دهد، در حالی که سطوح بالاتر از معاملات ناآگاهانه شکاف قیمت را کاهش و حجم معاملات را افزایش می‌دهد [۲۴].

کانگاراتان و همکاران (۲۰۰۷) با بررسی اثر حاکمیت شرکتی خوب بر عدم تقارن اطلاعات در بازار بورس آمریکا با استفاده از استقلال هیئت‌مدیره، فعالیت هیئت‌مدیره و ساختار هیئت‌مدیره به عنوان شاخص‌هایی برای حاکمیت شرکتی، بیان کرده‌اند که حاکمیت شرکتی خوب عدم تقارن اطلاعات را در زمان اعلان سود کاهش می‌دهد [۳۲].

کای و همکاران (۲۰۰۸) اثر عدم تقارن اطلاعات را روی سه سازوکار حاکمیت شرکتی (شدت نظارت هیئت‌مدیره، قرار گرفتن در معرض انضباط بازار و پرداختن به حساسیت عملکرد مدیر عامل شرکت) را ارزیابی کرده و نشان داده‌اند شرکت‌هایی که با عدم تقارن بیشتری روبرو هستند، به استفاده کمتر از نظارت هیئت‌مدیره و انضباط بیشتر بازار و انگیزه بالاتر مدیرعامل شرکت، تمایل دارند [۲۰].

آتر و کوایس (۲۰۱۰) ارتباط بین عدم تقارن اطلاعات و صدور سهام در بازار بورس آمریکا را مطالعه کرده و نشان داده‌اند که عدم تقارن اطلاعات به‌طور معناداری با تصمیم‌های مالی شرکت در ارتباط است و شرکت‌ها زمانی که عدم تقارن اطلاعات آنها نسبت به گذشته پایین‌تر است، صدور سهام خود را در مقابل بدهی گسترش می‌دهند [۱۷].

درویتز و همکاران (۲۰۱۰) به مطالعه عدم تقارن اطلاعات و ارزش شرکت‌ها در کشورهای با سطح بالا و پایین عدم تقارن اطلاعات پرداخته‌اند. یافته‌های این بررسی نشان داده است که در کشورهای با سطح بالاتر عدم تقارن اطلاعات، ارزش شرکت نسبت به کشورهای با سطح پایین‌تر عدم تقارن اطلاعات کمتر است [۲۳].

نوروش و کردلر (۱۳۸۴) با بررسی رابطه ترکیب سهامداران و تقارن اطلاعات نشان داده‌اند که در شرکت‌های سرمایه‌پذیر با درجه پایینی از سرمایه‌گذاران نهادی، عدم تقارن اطلاعات بیشتری مشاهده می‌شود [۱۵].

قائمی و وطن‌پرست (۱۳۸۴) به بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعات در بازار بورس تهران پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعات در بین سرمایه‌گذاران وجود داشته و این امر در دوران قبل از اعلان سود بیشتر از

دوران پس از اعلان سود می‌باشد. همچنین عدم تقارن اطلاعات بر حجم معاملات و قیمت سهام تأثیرگذار بوده و در دوره قبل از اعلان حجم معاملات افزایش و قیمت سهام دچار نوسان شده است [۱۰].

احمدپور و رسائیان (۱۳۸۵) بیان کرده‌اند که اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش بالاتر، موجب پایین آمدن قدرت نقدشوندگی بازار سهام می‌شود. در این تحقیق به بررسی عوامل مؤثر بر اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام پرداخته شده است. نتایج تحقیق وجود رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش و اطلاعات مالی مانند قیمت، حجم معاملات، تعداد دفعات معامله، گردش سهام شرکت، حجم ریالی معاملات، ارزش بازار شرکت، تغییرپذیری قیمت و ریسک بازار را تأیید می‌کند [۱].

رضازاده و آزاد (۱۳۸۷) با بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعات و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی دریافته‌اند 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 تقلیل و بدین ترتیب هزینه‌های نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد [۴].

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده و نشان داده‌اند که بین مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت رابطه منفی معناداری و بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت، رابطه مثبت معناداری وجود دارد [۸].

روش تحقیق

این تحقیق درصدد بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این تحقیق از نوع کاربردی است. برای بررسی فرضیه‌ها از روش GLS استفاده شده است.

جامعه آماری و انتخاب شرکت‌ها

در این پژوهش جامعه مورد بررسی کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۴ تا پایان سال ۱۳۸۶ می‌باشد. در واقع، اعلان سود برآوردی هر سهم کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، به عنوان نمونه انتخاب و سپس با اعمال شرایط و محدودیت‌هایی، نمونه‌های واجد آن شرایط به عنوان نمونه مورد بررسی در نظر گرفته شدند. با توجه به طول دوره سه‌ساله مورد بررسی، نمونه‌ها به‌نحوی انتخاب شده‌اند که در این دوره

- زمانی در بازار فعالیت داشته باشند تا امکان آزمون فرضیه‌ها فراهم شود. بدین منظور، شرایط زیر برای انتخاب نمونه‌ها به کار گرفته شده است.
۱. تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفندماه باشد.
 ۲. پیش‌بینی سود شرکت به صورت سه‌ماهه اعلان شود.
 ۳. شرکت‌ها نباید سال مالی خود را طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشند.
 ۴. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد و سودده باشند.
 ۵. شرکت‌ها از شرکت‌های فعال بورس بوده و یا حداقل در روزهای مورد بررسی فعال باشند. بدین منظور تصمیم گرفته شد تا ۲۱ روز قبل و ۲۱ روز بعد از اعلان سود برآوردی هر سهم که مبنای انجام تحقیق است، معیاری برای فعال بودن شرکت‌ها در نظر گرفته شود. از آنجایی که در بررسی اولیه جامعه آماری معلوم شد که کم‌تر اتفاق می‌افتد شرکت‌ها در تمامی روزها دارای مبادلات سهام باشند، از این رو تنها شرکت‌هایی مورد بررسی قرار گرفت که سهام آن‌ها حداقل در ۱۱ روز از بازه زمانی ۲۱ روزه در بورس مورد مبادله قرار گرفته بود.
 ۶. در ۲۱ روز قبل و بعد از اعلان سود برآوردی هر سهم، هیچ‌گونه اخباری راجع به افزایش سرمایه، اعلان سود نقدی سهام و اطلاعات دیگری مربوط به اعلان سود پیش‌بینی شده، به‌طور رسمی منتشر نشده باشد.
 ۷. شرکت‌ها طی بازه زمانی قبل و بعد از اعلان سود، افزایش سرمایه نداشته باشند.
- با توجه به محدودیت‌های مطرح‌شده، تعداد ۱۰۳ اعلان سود برآوردی هر سهم که مربوط به ۴۸ شرکت است، به‌عنوان نمونه تحقیق مورد بررسی قرار گرفتند.

روش گردآوری داده‌ها

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شده و سپس داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های منتخب با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم‌افزارهای ره‌آوردنویس و تدبیرپرداز و گزارش‌های مجمع عمومی عادی جمع‌آوری شده است.

فرضیه‌ها

۱. تغییرات در شکاف قیمت پیرامون اعلان سود با اندازه هیئت‌مدیره رابطه منفی دارد.
۲. تغییرات در شکاف قیمت پیرامون اعلان سود با درصد مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره رابطه منفی دارد.
۳. تغییرات در شکاف قیمت پیرامون اعلان سود با سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی شرکت رابطه منفی دارد.
۴. تغییرات در شکاف قیمت پیرامون اعلان سود با نسبت بدهی شرکت رابطه منفی دارد.

متغیرهای مستقل

۱. درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل اعضای هیئت‌مدیره (PCTONBD).
۲. تعداد اعضای هیئت‌مدیره (BDSIZE).
۳. نسبت سهام شرکت که توسط سرمایه‌گذاران نهادی نگهداری می‌شود به کل سهام منتشرشده شرکت (FINST).
۴. نسبت بدهی (جمع کل دارایی‌ها / جمع کل بدهی‌ها) (DEBT).

متغیر وابسته

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش که تفاوت بهترین قیمت پیشنهادی خرید با بهترین قیمت پیشنهادی فروش می‌باشد و میانگین این اختلاف به صورت زیر به دست می‌آید:

$$\%SPREAD = (AP - BP) / ((AP + BP) / 2)$$

SPREAD = دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP (ASK PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام

BP (BID PRICE) = میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام وابسته در این تحقیق را اختلاف شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش قبل و بعد از اعلان سود (CSPREAD) است.

متغیرهای کنترلی

۱. قیمت سهام (PRICE): به صورت میانگین قیمت مبادلات روزانه محاسبه می‌شود. کنگاراتان و همکاران (۲۰۰۷) نشان داد که قیمت سهام رابطه منفی با تغییرات شکاف قیمت دارد زیرا عدم تقارن اطلاعات برای قیمت‌های پایین‌تر، بالاتر است.

۲. اندازه شرکت (SAIZ): به صورت لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود. فریمن (۱۹۸۷) نشان داد که درصد بیشتری از اطلاعات سود پیش از اعلان سود در قیمت سهام برای شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر منعکس می‌شود. کینگ و همکاران (۱۹۹۲) بیان کردند که یک ارتباط مثبت بین اندازه بنگاه و اطلاعات افشاشده وجود دارد (یعنی شرکت‌های بزرگ‌تر اطلاعات افشاشده بیشتری نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر دارند). بنابراین تغییر بیشتری در عدم تقارن اطلاعات پیرامون سودهای منتشرشده در شرکت‌های کوچک‌تر وجود دارد.

الگوی مورد استفاده در تحقیق

محاسبات اولیه روی داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار Excel انجام گرفته است. برای بررسی رابطه بین متغیرها، رابطه زیر با استفاده از نرم‌افزار Eviews و روش GLS برآورد شد. برآورد مدل در این مطالعه بر اساس داده‌های تابلویی (پنل) انجام می‌شود. این روش ترکیبی از داده‌های سری زمانی و داده‌های مقطعی است. ویژگی بارز این الگو آن است که همزمان قادر است داده‌ها را به شکل سری زمانی و مقطعی گرد آورد و نتایج آنها را با هم ارائه دهد. در هر یک از الگوهای سری زمانی و داده‌های مقطعی، محدودیت‌هایی وجود دارد که در الگوی داده‌های تابلویی می‌توان آن را کاهش داد. در این الگوها روش‌های آماری بیشتری در اختیار محقق قرار می‌گیرد و در نتیجه کارایی تخمین افزایش یافته و سبب تجزیه و تحلیل تعداد قابل توجهی از پرسش‌های اقتصادی می‌شود.

$$\text{CSPREAD} = \beta_0 + \beta_1 \text{PCTONBD} + \beta_2 \text{BDSIZE} + \beta_3 \text{FINST} + \beta_4 \text{DEBT} + \beta_5 \text{SIZE} + \beta_6 \text{PRICE} + \varepsilon$$

یافته‌های پژوهش

محاسبات اولیه بر روی داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار Excel انجام گرفته است. برای بررسی رابطه بین متغیرها از نرم‌افزار Eviews و روش GLS استفاده شد.

Dependent Variable: CSPREAD?

Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)

Date: 07/01/11 Time: 17:00

Sample (adjusted): 1384Q1 1386Q2

Included observations: 8 after adjustments

Cross-sections included: 48

Total pool (unbalanced) observations: 103

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.51009	7.720400	2.915664	0.0044
PCTONBD?	-0.374878	0.023646	-15.85372	0.0000
SIZE?	0.566739	0.293783	1.929110	0.0567
PRICE?	0.000497	0.000118	4.222840	0.0001
DEBT?	0.096148	0.049071	1.959356	0.0530
FINST?	-0.211375	0.052758	-4.006519	0.0001
Weighted Statistics				
R-squared	0.464905	Mean dependent var	-91.97115	
Adjusted R-squared	0.431461	S.D. dependent var	940.1763	
S.E. of regression	31.89283	Sum squared resid	97646.63	
F-statistic	13.90121	Durbin-Watson stat	1.929391	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.041155	Mean dependent var	5.272941	
Sum squared resid	132019.7	Durbin-Watson stat	1.286498	

نتیجه‌گیری

در این تحقیق عوامل مؤثر بر عدم‌تقارن اطلاعات در بازار بورس تهران مورد آزمون قرار گرفت. طبق یافته‌های کلان در رابطه با اندازه هیئت‌مدیره مبنی بر اینکه هیئت‌مدیره بزرگتر نظارت مؤثرتری بر مدیریت به‌دلیل توانایی‌شان در انجام تکالیف بیشتر نسبت به هیئت‌مدیره کوچک‌تر دارد و عدم‌تقارن اطلاعات را کاهش می‌دهد، انتظار داشتیم رابطه معناداری بین اندازه هیئت‌مدیره و شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به‌عنوان شاخص عدم‌تقارن اطلاعات وجود داشته باشد؛ اما در این پژوهش رابطه معناداری در این ارتباط مشاهده نشد.

در ارتباط با فرضیه دوم و سوم نتایج به‌دست آمده از این تحقیق نشان داد که بین درصد مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره و سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش در بازار بورس تهران رابطه منفی معناداری وجود دارد. یعنی هر چه درصد مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره و سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت بیشتر باشد، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و در نتیجه عدم‌تقارن اطلاعات کاهش می‌یابد. این دو فرضیه نتیجه مورد انتظار را داشته و در ارتباط با درصد مدیران غیرموظف این نتیجه با یافته‌های فاما و جنسن (۱۹۸۳) مطابقت و در ارتباط با سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی با یافته‌های جیانگ و کیم (۲۰۰۰) مطابقت می‌کند.

همچنین، فرضیه چهارم در رابطه با نسبت بدهی و عدم‌تقارن اطلاعات معنادار وجود دارد؛ ولی علامت مورد انتظار را ندارد. شاید یکی از دلایل این باشد که اغلب منابع تأمین مالی از

طریق بدهی برای شرکت‌ها، بانک‌های دولتی هستند که نظارت اساسی بر عملکرد شرکت‌ها ندارند.

متغیرهای کنترلی استفاده‌شده در این پژوهش نیز معنادار می‌باشند، ولی علامت مورد نظر را ندارد و نتایج با پژوهش‌های کانگاراتان و همکاران (۲۰۰۷) و کینگ و همکاران (۱۹۹۲) مطابقت نمی‌کند.

پیشنهادها

حضور سرمایه‌گذاران نهادی در ترکیب سهامداران دارای آثار مثبت بر ارزش شرکت و همچنین تقارن اطلاعاتی است. سرمایه‌گذاران نهادی در ترکیب سهامداران، عملکرد مدیران شرکت را کنترل می‌کنند و معمولاً خواهان ارائه اطلاعات صحیح و به‌موقع در مورد شرکت می‌باشند و به‌طور مستمر به تجزیه و تحلیل اطلاعات می‌پردازند. این اطلاعات اغلب به اشکال مختلف از جمله هیئت‌مدیره مشترک شرکت‌ها، در اختیار شبکه‌های سهامداری قرار می‌گیرد و از این طریق به اطلاع اکثر سهامداران و بازار می‌رسد و در قیمت‌ها لحاظ می‌شود. همچنین، سهامداران نهادی دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات هستند. در نتیجه به هر میزان مالکیت نهادی افزایش یابد، ارائه اطلاعات توسط مدیران شرکت به افراد مرتبط در بازار افزایش می‌یابد و عدم تقارن اطلاعات کاهش خواهد یافت. این امر موجب رشد کارایی بازار از نظر اطلاعاتی خواهد شد. بنابراین با توجه به اینکه نتایج تحقیق نقش مؤثر سرمایه‌گذاران نهادی را در کاهش عدم تقارن اطلاعات از طریق جمع‌آوری و پردازش اطلاعات نشان می‌دهد، به مسئولین توصیه می‌شود شرایط حضور فعالانه سرمایه‌گذاران نهادی و همچنین افزایش سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی را در بازارهای سرمایه فراهم آورند. این اقدام می‌تواند منافع زیر را به دنبال داشته باشد:

- از این طریق اعمال نظارت بر عملکرد مدیریت پررنگ‌تر می‌شود.
- ضمن انتقال اطلاعات از سوی آنها به بازار، کارایی اطلاعاتی بازار بهبود می‌یابد و نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد.
- سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه می‌توانند با به‌دست آوردن نقطه بهینه در مورد میزان مالکیت نهادی، ریسک نقدشوندگی سهام خود را به حداقل برسانند.

بر مبنای یافته‌های پژوهشی می‌توان به سرمایه‌گذاران توصیه نمود در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و تشکیل پرتفوی خود علاوه بر سود تقسیمی به نرخ حاکمیت شرکتی نیز توجه کافی مبذول دارند؛ زیرا مدیران فرصت‌طلب از سود تقسیمی به عنوان ابزاری برای پوشش ضعف در حاکمیت شرکتی استفاده می‌کنند. با کشف این ارتباط ضروری است که مقام‌های

بورس به تدوین مقررات و الزامات قانونی برای اجرایی کردن اصول حاکمیت شرکتی در مورد شرکت‌های بورس بپردازند.

همان‌طور که نتایج تحقیق نشان داد، حضور درصد بالاتر مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره باعث کاهش شکاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش و در نتیجه کاهش عدم‌تقارن اطلاعات می‌شود. در حقیقت حضور مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره سبب بهبود نظارت بر مدیریت شرکت و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت و کاهش عدم‌تقارن اطلاعات می‌شود. بنابراین به مسئولان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود درصد حضور مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره را افزایش دهند و از این طریق با کاهش عدم‌تقارن اطلاعات، کارایی بازار را افزایش دهند.

ایجاد سازمان‌هایی که بتوانند شاخص حاکمیت شرکتی را محاسبه کنند، الزامی است؛ زیرا وجود چنین شاخصی علاوه بر رتبه‌بندی شرکت‌ها می‌تواند برای حساب‌برسان، سیاست‌گذاران و عموم مردم در قضاوت راجع به شرکت‌ها مؤثر باشد.

بهبتر است امکان تأمین مالی از طریق فروش اوراق مشارکت برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس فراهم آید تا شرکت‌ها به منظور تأمین نظرات وام‌دهندگان از یک طرف و وام‌دهندگان به این شرکت‌ها با نظارت بر عملکرد آنان و درخواست اطلاعات بیشتر از این شرکت‌ها از طرف دیگر، موجبات بیشتر تقارن اطلاعاتی را فراهم آورند.

محدودیت‌های تحقیق

یکی از مهم‌ترین محدودیت‌های تحقیق، عدم وجود اطلاعات برای برخی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس بود؛ به‌نحوی که نبود اطلاعات باعث محدود شدن تعداد شرکت‌های مورد بررسی شد. با توجه به اهمیت انتشار اطلاعات در بازار بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود سیاست‌گذاران اقداماتی اتخاذ کنند که از به‌موقع بودن، صحت، ثبت و انتشار به‌موقع اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار اطمینان حاصل کنند. منافع شفافیت اطلاعاتی در بازار بورس در پژوهش‌های متعدد تأیید شده است.

پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

- بررسی ارتباط سازوکارهای حاکمیت شرکتی با سایر شاخص‌های عدم تقارن اطلاعاتی.
- انجام پژوهش‌هایی در جهت چگونگی اجرایی کردن حاکمیت شرکتی.
- معرفی روش‌هایی برای تدوین شاخص‌های جامع اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی.
- تعیین حد بهینه میزان مالکیت نهادی در شرکت‌ها و بورس.

منابع

۱. احمدپور، احمد و امیر رسائیان، (۱۳۸۵) "رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۶، دانشگاه تهران، ۶۰-۳۷.
۲. جعفری علمداری، رامین، (۱۳۸۵) "حاکمیت شرکتی در ایران"، حسابداری مدیریت، <http://managementacc.blogfa.com/post-15.aspx>
۳. دوانی، غلامحسین (۱۳۸۴) "حاکمیت شرکتی"، مجله حسابداری، سال نوزدهم، شماره ۱۶۴.
۴. رحمان سرشت، حسین و نادر مظلومی، (۱۳۸۴) "رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه مطالعات مدیریت، شماره ۴۷، ۱۶۰-۱۳۵.
۵. رضازاده، جواد و عبدالله آزاد، (۱۳۸۷) "رابطه بین عدم‌تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دانشگاه تهران، شماره ۵۴، ص ۶۳-۸۰.
۶. حساس یگانه، یحیی، (۱۳۸۴) "مفاهیم و حاکمیت شرکتی"، مجله حسابداری، سال نوزدهم، شماره ۱۶۷.
۷. حساس یگانه، یحیی و امیر پوریانسنب، (۱۳۸۴) سولمون، جیل، سولمون، آریس، "نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی"، مجله حسابداری، سال نوزدهم، شماره ۱۶۴.
۸. شعری، صابرو محمد مرفوع، (۱۳۸۷) "رابطه درصد اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی با پیش‌بینی سود شرکت‌ها"، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۱۷، ۱۰۴-۶۳.
۹. فعلی، مریم، (۱۳۸۷) "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
۱۰. قائمی، محمدحسین و محمدرضا وطن‌پرست، (۱۳۸۴) "بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۱، دانشگاه تهران، ۱۰۳-۸۵.
۱۱. نصراللهی، زهرا، (۱۳۷۱) "تجزیه و تحلیل عملکرد بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس.
۱۲. نصراللهی، زهرا، (۱۳۸۳) "آزمون کارایی بازار بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهشی دانشگاه اصفهان، جلد شانزدهم، دانشگاه اصفهان، ۲۰۱-۲۲۰.
۱۳. نمازی، محمد و احسان کرمانی، (۱۳۸۷) "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، دانشگاه تهران، ۱۰۰-۸۳.
۱۴. نوازی، حسین (۱۳۸۷) خبرگزاری فارس <http://farsnews.com/newstext.php?nn=8706051256>

۱۵. نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر، (۱۳۸۴) "بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، دانشگاه تهران، ۹۷-۱۲۴.
۱۶. نوروش، ایرج، کرمی، غلامرضا و جلال وافی‌نژاد، (۱۳۸۸) "بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، شماره ۱، ۴-۲۷.
17. Autore, D.M., and Kovacs, T. (2010) "Equity Issues and Temporal Variation in Information Asymmetry", *Journal of Banking & Finance*, 34(1), 12-23.
18. Biswas, P.K. (2008) "Agency Problem and the Role of Corporate Governance", available at: <http://papers.ssrn.com/>.
19. Brown, S., Stephen, A., and Hillegeist, Kin Lo. (2006) "The Effect of Earnings Surprises on Information Asymmetry", available at: www.elsevier.com/locate/jae.
20. Cai, J., Liu, Y., and Qian, Y. (2008) "Information Asymmetry and Corporate Governance", available at: <http://ssrn.com/>.
21. Dey, A. (2006) "Corporate Governance, Agency Conflicts and Investors' Response to Earnings Information", Working Paper, University of Chicago.
22. Diamond, D. (1985) "Optimal Release of Information by Firms", *Journal of Finance*, 40 (4), 1071-1094.
23. Drobetz, W., Matthias, C., and Grüninger, S.H. (2010) *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2168-2184.
24. Eugene, C.M., Cheng, S.M., and Courtenay, C.K. (2006) "The Impact of Increased Voluntary Disclosure on Market Information Asymmetry, Informed and Uninformed Trading", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2(1), 33-72.
25. Fama, E.F., and Jensen, M.C. (1983) "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, 1-32.
26. Freeman, R. (1987) "The Association between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms", *Journal of Accounting and Economics*, 9 (2), 195-228.
27. Glosten, L., and Milgrom, P. (1985) "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders", *Journal of Financial Economics*, 14 (1), 71-100.
28. Hermalin, B., and Weisbach, M. (2003) "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.
29. Herman, E., (1981) *Corporate Control, Corporate Power*. Cambridge University Press, New York.
30. Janice, C.Y., How, P.V., and Caro, X.H. (2005) "Information Asymmetry Surrounding Earnings and Dividend".

31. Jiang, I., and Kim, J.B. (2000) "Cross-Corporate Ownership, Information Asymmetry and the Usefulness of Accounting Performance Measures in Japan", *The International Journal of Accounting*, 35, 85-98.
32. Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., and 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.
33. King, R., Pownall, G., and Waymire, G. (1992) "Corporate Disclosure and Price Discovery Associated with NYSE Temporary Trading Halts", *Contemporary Accounting Research*, 8 (2), 509-531.
34. Klein, A. (2002) "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management", *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3), 375-400.
35. Lobo, G., and Zhou, J. (2001) "Disclosure Quality and Earnings Management", *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 8 (1), 1-20.
36. Maug, E. (1998) "Large Shareholders as Monitors: is There a Trade-off between Liquidity and Control?", *Journal of Finance*, 53, 65-98.
37. Vafeas, N. (2000) "Board Structure and the Informativeness of Earnings", *Journal of Accounting and Public Policy*, 19 (2), 139-160.
38. Verrecchia, R. (2001) "Essays on Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3), 97-180.
39. Xie, B., Davidson, W., and DaDalt, P. (2003) "Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee", *Journal of Corporate Finance*, 9 (3), 295-316.