



## Estimating Information Asymmetry using Market Microstructure Measures; A Case Study of Energy Sector Companies Listed in the Iranian Stock Exchange

**Parisa Mohajeri**  Associate Professor of Economics, Department of Economics, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

**Reza Taleblou**  Associate Professor of Economics, Department of Economics, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

### Abstract

The Probability of Informed Trading (PIN) is one of the important measures of market microstructure that is generally used to estimate the level of information asymmetry. Estimating PIN can be challenging due to boundary solutions, local maxima, and Floating Point Exceptions (FPE). Additionally, the prevailing assumption of the existence of only one information layer per trading day in PIN is inconsistent with the real-world empirical evidence and exposes it to a considerable underestimation bias. In this paper, we estimate information asymmetry for 55 listed companies in the energy sector during the period from 2017:Q1 to 2023:Q2, utilizing the Multi-Layer Probability of Informed Trading (MPIN) model introduced by Ghachem and Ersan (2023). The findings indicate: First, the assumption of a single information layer is satisfied for only 2.67% of the 1,200 stock/season observations, which implies the necessity of using MPIN to estimate information asymmetry. Second, the use of PIN not only leads to significant underestimation bias, but also provides an inaccurate picture of the ranking of companies from the perspective of information asymmetry. Third, the energy sector faces an average information asymmetry of 34.4%, and estimations reveal that private information reached its peak in the summer of 2020, exceeding 49%. Fourth, the symbols "Bepeyvand" from the electricity, gas, and steam sub-sector and "Shapna" from the refining sub-sector hold the highest (64.75%) and lowest (18.9%) information asymmetry, respectively.

Abstract should be written in one paragraph and the subject matter (one or two sentences), purpose (one sentence), method (in two to three sentences including research design, statistical population, sample number, sampling method, intervention, instruments (Full name of the instrument, designer's name, and year of the design}), data analysis method (the name of the software used

\* Corresponding Author: [Parisa\\_m2369@yahoo.com](mailto:Parisa_m2369@yahoo.com)

How to Cite: Mohajeri, P., Taleblou, R. (2024). Estimating Information Asymmetry using Market Microstructure Measures; A Case Study of Energy Sector Companies Listed in Iranian Stock Exchange. Iranian Energy Economics, 50 (13), 141-173.

should not be stated), results (two to three sentences including key findings without mentioning the numbers) and conclusions (two sentences) (Verbs should be in past tense).

### Introduction

Manuscripts should be checked for content and style (correct spelling, punctuation, and grammar; accuracy and consistency in the citation of figures, tables, and references; stylistic uniformity of entries in the References section; etc.). Line spacing for the body of the paper is double. Space before the paragraph is 0 pt. and space after paragraph is 6 pt. The first line of all the paragraphs should be indented by one tab key (0.5 inch).

Research Question(s)

### Methods and Material

Here goes the text for your methodology.

### Results and Discussion

The purpose of tables and figures in documents is to enhance your the readers' understanding of the information presented in the document. It is much lucid and efficient if the information is communicated in tables or figures.

Limit the use of borders or lines in a table to those needed for clarity. In general, use a border at the top and bottom of the table, beneath column headings, and above column spanners. You may also use a border to separate a row containing totals or other summary information from other rows in the table.

Do not use vertical borders to separate data and do not use borders around every cell in a table. Use spacing between columns and rows and strict alignment to clarify relations among the elements in a table. Also, add one blank double-spaced line between the table and any text to improve the visual presentation. Note that the font size for the content of the tables is 10 Times New Romans. Figures and tables should be left-aligned.

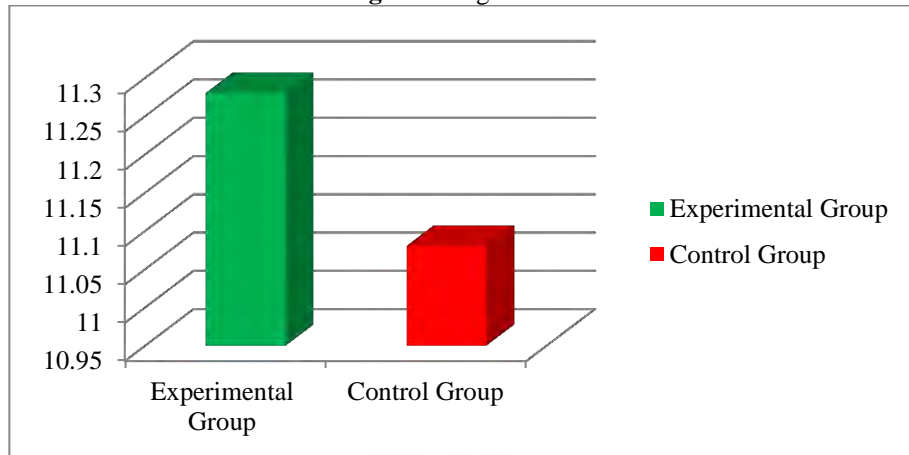
**Table 1.** Table Title

	Group	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Posttest	Factor 1	xx	xx.x x	x.xx	.xx
	Factor 2	xx	xx.x x	x.xx	.xx

\*Here is a note on the table.

Figures include all graphical displays of information that are not tables. Common types include graphs, charts, drawings, maps, plots, and photos. You can also see a sample figure below. In preparing figures, communication and readability must be the ultimate criteria.

**Figure 1.** Figure Title



*Note.* A figure note may optionally be included under the figure to clarify the contents of the figure for the readers of the manuscript.

## Conclusion

Include the concluding remarks here.


**Keywords:** Market Microstructure, Information Asymmetry, Multi-Layer Probability of Informed Trading (MPIN), Hierarchical Agglomerative Clustering (HAC).


**JEL Classification:** C13 , G10 , G14

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی



## برآورد عدم تقارن اطلاعات با استفاده از معیارهای ریزساختار بازار؛ مطالعه موردی شرکت‌های بورسی حوزه انرژی ایران

پریسا مهاجری\*  دانشیار، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

رضا طالبلو  دانشیار، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

### چکیده

احتمال معاملات آگاهانه (PIN)، یکی از معیارهای مهم ریزساختار بازار است که عموماً برای سنجش سطح عدم تقارن اطلاعات استفاده می‌شود. برآورد PIN به دلیل راه‌حل‌های مرزی، حداکثر محلی و استثناهای نقطه اعشار (FPE) می‌تواند مشکل‌ساز باشد. همچنین حاکم بودن فرض وجود فقط یک لایه اطلاعاتی در هر روز معاملاتی در PIN، با شواهد تجربی دنیای واقعی ناسازگار بوده و آن را در معرض ارباب کم‌برآوردی قابل ملاحظه‌ای قرار می‌دهد. در مقاله حاضر با استفاده از مدل احتمال چندلایه معاملات آگاهانه (MPIN) که توسط قاجم و ارسان (۲۰۲۳) ارائه شده است، عدم تقارن اطلاعات برای ۵۵ شرکت بورسی فعال در حوزه انرژی طی دوره ۱۳۹۶:Q۱ تا ۱۴۰۲:Q۱ برآورد شده است. یافته‌های مقاله حاضر حاکی از آن است که اولاً برای ۲/۶۷ درصد از ۱۲۰۰ مشاهده سهام/فصل، فرض وجود یک لایه اطلاعاتی برقرار است که دلالت بر ضرورت به‌کارگیری MPIN برای برآورد عدم تقارن اطلاعات دارد. ثانیاً به‌کارگیری PIN نه تنها با ارباب کم‌برآوردی روبروست بلکه تصویر نادرستی از رتبه‌بندی شرکت‌ها از منظر عدم تقارن اطلاعات به دست می‌دهد. ثالثاً صنعت انرژی کشور به‌طور متوسط با عدم تقارن اطلاعات ۳۴/۴ درصدی روبروست و برآوردها نشان می‌دهد که وجود اطلاعات خصوصی در تابستان ۱۳۹۹ به اوج خود رسیده و بیش از ۴۹ درصد بوده است. رابعاً نماد «بیوند» از زیربخش برق، گاز و بخار و نماد «شپنا» از زیربخش «پالایشگاه» با عدم تقارن اطلاعات ۶۴/۷۵ و ۱۸/۹ درصدی به ترتیب در جایگاه بالاترین و کمترین عدم تقارن اطلاعات قرار می‌گیرند.

**کلیدواژه‌ها:** ریزساختار بازار، عدم تقارن اطلاعات، احتمال چندلایه معاملات آگاهانه (MPIN)، خوشه‌بندی تجمعی سلسله‌مراتبی (HAC)، صنعت انرژی

طبقه‌بندی JEL: G14, G10, C13

\* نویسنده مسئول: mm\_farsi22@yahoo.com

## ۱. مقدمه

احتمال معاملات آگاهانه<sup>۱</sup>، از معیارهای پرکاربرد در ریزساختار بازار<sup>۲</sup> برای تشخیص سطح عدم تقارن اطلاعات است و احتمال معاملاتی که با اطلاعات انجام می‌شود را برآورد می‌کند. به رغم مطالعات گسترده خارجی در حوزه اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعات و کاربست آن در حوزه‌های کاربردی دیگر، بررسی فضای پژوهشی ایران حاکی از آن است که اولاً پژوهش‌های مرتبط با این حوزه انگشت‌شمارند. ثانیاً روش‌های اصلاحی و تعمیم‌یافته چه از منظر شیوه برآورد و چه از منظر فروض حاکم بر مدل، چندان مورد توجه پژوهش‌های داخلی قرار نگرفته است.

مشارکت اصلی مقاله حاضر، پوشش این خلأ پژوهشی و ارائه تصویر دقیق‌تری از مقادیر عدم تقارن اطلاعات در بازار سهام شرکت‌های فعال در حوزه انرژی، حول سه پرسش اصلی است: اولاً چه تفاوتی بین میانگین مقادیر برآوردی شدت عدم تقارن اطلاعات صنعت انرژی با استفاده از مدل‌های PIN و MPIN وجود دارد؟ ثانیاً میزان اریب عدم تقارن اطلاعات برآورد شده با استفاده از مدل PIN در هر یک از زیربخش‌های انرژی (مشمول بر «شیمیایی و پتروشیمی»، «پالایشی» و «برق، گاز، بخار») چقدر است؟ ثالثاً بیشترین عدم تقارن اطلاعات برآورد شده با استفاده از مدل MPIN در هر یک از فصول طی دوره ۱۳۹۶:Q۱ تا ۱۴۰۲:Q۱ مربوط به سهام کدامیک از شرکت‌های فعال در حوزه انرژی است؟ در راستای پاسخ به پرسش‌های مذکور، عدم تقارن اطلاعات با استفاده از مدل‌های PIN و MPIN، که مبتنی بر روش‌های اصلاحی و توسعه‌یافته ارسان و آلیشی (۲۰۱۶)<sup>۳</sup> و قاچم و ارسان (۲۰۲۳)<sup>۴</sup> است، برآورد خواهند شد.

با عنایت به توضیحات مذکور مقاله حاضر در شش بخش سازماندهی شده است. پس از مقدمه، در بخش دوم مبانی نظری ارائه خواهد شد. پیشینه تجربی داخلی و خارجی محور سوم از مقاله حاضر را تشکیل خواهد داد. بخش چهارم به توضیح پایه‌های آماری و

1. Probability of Informed Trading (PIN)

۲. مدوهاون (۱۹۹۷) ریزساختار بازار را بررسی فرآیندی می‌داند که طی آن، تقاضاهای سرمایه‌گذاران در قیمت و حجم معاملات متبلور می‌شود. ایزلی و اوهارا (۱۹۹۲) نیز ریزساختار بازار را مطالعه فرآیند و نتیجه مبادله تحت قوانین صریح می‌داند.

3. Ersan & Alici (2016)

4. Ghachem & Ersan (2023)

روش تحقیق اختصاص خواهد یافت. ارائه مهم‌ترین یافته‌های تجربی موضوع محور پنجم مقاله حاضر خواهد بود و در نهایت، جمع‌بندی از مهم‌ترین نتایج پژوهش ارائه خواهد شد.

## ۲. مبانی نظری

طبق فروض مدل PIN، رویدادهای خبری (وجود یا نبود خبر) به صورت روزانه دارای توزیع برنولی است. روزهای حاوی خبر به دو حالت اخبار خوب و بد تقسیم می‌شود که به صورت روزانه از توزیع برنولی دیگری استخراج می‌شود. فرض بر آن است که تعداد معاملات خرید و فروش در هر بازه زمانی، توزیع پواسون داشته باشد. شدت فرآیند پواسونی خرید یا فروش به درجه نفوذ نسبی معامله‌گران آگاه و ناآگاه بستگی دارد. معامله‌گران آگاه صرفاً در صورت وجود خبر خوب خریداری می‌کنند و در صورت وجود خبر بد، می‌فروشند. در اصل، PIN یک فرآیند پواسونی مازول شده برنولی است و معیار PIN نیز فراوانی نسبی مورد انتظار از معاملات آگاهانه را نشان می‌دهد.

تابع درستنمایی مشترک<sup>۱</sup> مدل PIN (که پژوهشگران ریزساختار بازار عمدتاً از آن استفاده نموده‌اند) به صورت رابطه (۱) نمایش داده می‌شود (ایزلی و اوهارا (۱۹۹۲)<sup>۲</sup>، ایزلی و همکاران، ۲۰۰۲، ۲۰۰۸، ۲۰۱۰):

$$L(\theta(B_t, S_t)) = \alpha(1 - \delta)e^{-(\mu + \varepsilon_b)} \frac{(\mu + \varepsilon_b)^{B_t}}{B_t!} e^{-\varepsilon_s} \frac{\varepsilon_s^{S_t}}{S_t!} + \alpha e^{-\varepsilon_b} \frac{\varepsilon_b^{B_t}}{B_t!} e^{-(\mu + \varepsilon_s)} \frac{(\mu + \varepsilon_s)^{S_t}}{S_t!} + (1 - \alpha)e^{-\varepsilon_b} \frac{\varepsilon_b^{B_t}}{B_t!} e^{-\varepsilon_s} \frac{\varepsilon_s^{S_t}}{S_t!} \quad (1)$$

که  $B_t$  و  $S_t$  تعداد کل خرید و فروش‌ها برای هر روز مشخص است. بردار پارامترها،  $\theta = (\alpha, \delta, \mu, \varepsilon_b, \varepsilon_s)$  است که در آن،  $\alpha$  بیانگر احتمال وقوع خبر،  $\delta$  احتمال وجود خبر بد مشروط به وقوع یک رویداد خبری،  $\mu$  شدت معاملات آگاهانه و در نهایت،  $\varepsilon_b$  و  $\varepsilon_s$  شدت معاملات ناآگاهانه خریدار و فروشنده است. برآوردگر حداکثر درستنمایی<sup>۳</sup> متناظر برای پارامترهای  $\alpha$  و  $\delta$  در تابع درستنمایی روزانه، یکی از دو مقدار صفر یا یک را برای هر روز معاملاتی در نظر می‌گیرد. به‌طور خاص، اگر هیچ رویداد اطلاعاتی، قبل از روز

1. Easley, Hvidkjaer & O'Hara (EHO)

2. Easley et al. (1998)

3. Maximum Likelihood Estimation (MLE)

معاملاتی رخ نداده باشد، برآوردگر مقدار صفر را برای  $\alpha$  تعیین می‌کند و اگر رویداد اطلاعاتی اتفاق افتاده باشد، مقدار یک را منظور می‌کند. به‌طور مشابه، برآوردگر  $\delta$  مقدار یک را برمی‌گزیند، اگر رویداد اطلاعاتی حاوی اخبار بد باشد و مقدار صفر را انتخاب می‌کند اگر خبر خوب باشد (ایزلی و اوهارا ۱۹۹۲، ایزلی و همکاران، ۲۰۰۲، ۲۰۰۸، ۲۰۱۰). این مدل، چندین فرض برای اندازه‌گیری PIN دارد. نخست آنکه فرض می‌شود رویدادهای اطلاعاتی فقط خارج از ساعات معاملاتی رخ می‌دهند تا دوره‌های مشاهداتی گسسته با طول یکسان ایجاد شود. رویدادهای اطلاعاتی حداکثر یک‌بار برای هر روز مشخص امکان وقوع دارند و طی زمان، همبستگی ندارند. معامله‌گران آگاه، ریسک ختنی هستند و قیمت‌ها را مفروض در نظر می‌گیرند، حال آنکه معامله‌گران ناآگاه برای اهداف نقدینگی معامله می‌کنند. علاوه بر این، تمام روزهای معاملاتی مستقل از یکدیگر در نظر گرفته می‌شود. در نتیجه احتمال درستی مشترک مشاهده داده‌ها،  $M = (B_t, S_t)_{t=1}^T$  طی  $T$  روز به صورت حاصلضرب درستی‌های روزانه به دست می‌آید:

$$L(\theta|M) = \prod_{t=1}^T L(\theta|B_t, S_t) \quad (2)$$

با استفاده از اعداد خرید و فروش روزانه در بازه زمانی  $T$  روز، پنج پارامتر که توأمان تابع احتمال مشترک را به حداکثر می‌رسانند از طریق تکنیک MLE برآورد می‌شوند. پس از برآورد پارامترها، PIN که احتمال معاملات آگاهانه را اندازه‌گیری می‌کند از طریق رابطه (۳) محاسبه می‌شود.

$$PIN = \frac{\alpha\mu}{\alpha\mu + \varepsilon_b + \varepsilon_s} \quad (3)$$

ایزلی و اوهارا (۱۹۹۲)، احتمال معامله مبتنی بر اطلاعات را به صورت نرخ ورود برآوردی معاملات آگاهانه ( $\alpha\mu$ ) [که از حاصلضرب احتمال وقوع رویداد خبری ( $\alpha$ ) در شدت معاملات آگاهانه ( $\mu$ ) است] تقسیم بر نرخ ورود برآوردی همه معاملات در یک روز مشخص ( $\alpha\mu + \varepsilon_b + \varepsilon_s$ ) تعریف می‌کنند.

در حدود ۲۰ هزار سهام مورد بررسی توسط EHO، این نتیجه حاصل شد که در ۷۱۶ مورد، غیرهمگرایی و در ۴۵۶ مورد راه‌حل گوشه‌ای در برآورد MLE حاصل می‌شود. براون و همکاران (۲۰۰۴)<sup>۱</sup> بین ۱۴ تا ۱۹ درصد از نمونه مورد بررسی را به دلیل بروز

1. Brown et al. (2004)

راه‌حل‌های گوشه‌ای حذف کردند. دو دلیل اصلی برای شکست بهینه‌یابی وجود دارد؛ اولاً جریان معاملات بیش از حد و کمتر از حد که منجر به وقوع مسئله FPE می‌شود. ثانیاً الگوریتم بهینه‌یابی و شرایط شروع که به جای دستیابی به حداکثر کلی به حداکثر موضعی دست می‌یابد. در روش برآورد EHO، عباراتی نظیر  $e^{-(\mu+\varepsilon_b)}$  در معادله (۱)، هنگامی که  $\mu + \varepsilon_b$  بزرگ است، دلیل اصلی بروز FPE هستند. برای رفع این مشکل، EHO فاکتورگیری لگاریتمی در دستمایه را طبق رابطه (۴) پیشنهاد می‌دهند که ضمن ارتقای کارایی محاسباتی، خطای برش<sup>۱</sup> را که منبعث از بروز FPE است، حذف می‌کند.

$$L(\theta|B_t, S_t) = \log[\alpha\delta e^{-\mu} x_b^{B_t-M_t} x_s^{-M_t} + \alpha(1-\delta)e^{-\mu} x_b^{-M_t} x_s^{S_t-M_t} + (1-\alpha)x_b^{B_t-M_t} x_s^{S_t-M_t}] - (\varepsilon_b + \varepsilon_s) + M_t(\log x_b + \log x_s) + B_t \log(\mu + \varepsilon_b) + S_t \log(\mu + \varepsilon_s) - \log(B_t! S_t!) \quad (4)$$

که در آن،  $x_s = \varepsilon_s / (\mu + \varepsilon_s)$ ،  $M_t = [\min(B_t, S_t) + \max(B_t, S_t)] / 2$  و  $x_b = \varepsilon_b / (\mu + \varepsilon_b)$  است. هنگامی که بردار پارامتر  $\theta = (\alpha, \delta, \mu, \varepsilon_b, \varepsilon_s)$  برآورد می‌شود، مجموعه راه‌حل‌های ممکن پایه<sup>۲</sup> به دست می‌آید. لین و کی (۲۰۱۱)<sup>۳</sup> که از این پس با LK نمایش داده می‌شود، توضیح می‌دهند که BFS واقعی که از طریق حداکثرسازی لگاریتمی در دستمایه به دست می‌آید، کوچکتر از BFS نظری است. طبق مشاهده LK، عبارت در دستمایه EHO در معادله (۴) غیردقیق بوده و ذاتاً اریب به سمت پایین دارد. برای اجتناب از این اریب و بهبود دقت محاسباتی، LK فاکتورگیری مجددی از تابع لگاریتمی در دستمایه را از طریق رابطه (۵) پیشنهاد می‌دهد.

$$\log L(\theta|B_t, S_t) = \log[\alpha\delta e^{(k_{1,t}-k_{max,t})} + \alpha(1-\delta)e^{(k_{2,t}-k_{max,t})} + (1-\alpha)e^{(k_{3,t}-k_{max,t})}] + B_t \log(\mu + \varepsilon_b) + S_t \log(\mu + \varepsilon_s) + (\varepsilon_b + \varepsilon_s) - k_{max,t} - \log(B_t! S_t!) \quad (5)$$

که در آن،  $k_{2,t} = -\mu - S_t \log(1 + \mu/\varepsilon_s)$ ،  $k_{1,t} = -\mu - B_t \log(1 + \mu/\varepsilon_b)$  و  $k_{3,t} = -B_t \log(1 + \mu/\varepsilon_b) - S_t \log(1 + \mu/\varepsilon_s)$  و  $k_{max,t} = \max(k_{1,t}, k_{2,t}, k_{3,t})$  است. مشکلات محاسباتی PIN، به همین جا ختم نمی‌شود و به کارگیری فاکتورگیری LK،

1. Truncation Error  
2. Basic Feasible Solutions (BFS)  
3. Lin & Ke (2011)



بروز مسئله راه حل مرزی در برآوردها را تشدید می کند. برای حل این مسئله، دو رویکرد توسط یان و ژانگ (۲۰۰۶، ۲۰۱۲)<sup>۱</sup> و گان و همکاران (۲۰۱۵)<sup>۲</sup> ارائه می گردد.

یان و ژانگ (۲۰۱۲) [که از این پس با YZ نشان داده می شود] برای رفع مسئله راه حل های مرزی یا گوشه ای، یک الگوریتم با دو اقدام اصلاحی را پیشنهاد می کنند. در گام نخست به جای یک بار اجرای MEL، تابع را تا ۱۲۵ بار با مجموعه های مختلف مقادیر اولیه اجرا نموده و حداکثرسازی را با بالاترین مقدار احتمال انتخاب می کنند. در گام دوم، پیش از انتخاب، مقادیر حداکثری با راه حل های مرزی را حذف می کنند. طبق الگوریتم YZ، پارامترهای احتمال یعنی  $\alpha$  و  $\delta$  در بین مقادیر مجموعه  $(\alpha/9, \alpha/7, \alpha/5, \alpha/3, \alpha/1)$ ،  $X$  مفروض در نظر گرفته می شوند. علاوه بر این، مقادیر اولیه برای  $\varepsilon_b$  به همین ترتیب و با ضرب میانگین خرید روزانه، یعنی  $\bar{B}$  در مقادیر  $X$  به دست می آیند. بدین ترتیب، فضای راه حل ممکن برای سه متغیر به صورت خطی در نظر گرفته می شود که منجر به ۱۲۵ ترکیب  $(5 \times 5 \times 5)$  می شود. در مرحله بعدی، مقادیر مورد انتظار نهایی خرید و فروش های روزانه مندرج در تابع درست نمایی معادله (۱) با استفاده از رابطه (۶) استخراج می گردد.

$$E(B) = \alpha(1 - \delta)\mu + \varepsilon_b \quad (6)$$

$$E(S) = \alpha\delta\mu + \varepsilon_s \quad (7)$$

با تعریف  $E(B) = \bar{B}$  و  $E(S) = \bar{S}$ ، که میانگین خرید (فروش) روزانه است و جایگذاری مقادیر اولیه تعیین شده برای  $\alpha$  و  $\delta$  و  $\varepsilon_b$  و  $\varepsilon_s$ ،  $\alpha^0$  و  $\delta^0$ ،  $\varepsilon_b^0$  و  $\varepsilon_s^0$ ، مقادیر اولیه متناظر برای  $\mu$  و  $\mu^0$  و  $\varepsilon_s^0$  و  $\mu^0$ ، به راحتی می توان به معادلات (۶) و (۷) دست یافت. مقدار  $\mu^0$  ایجاد شده همواره مثبت اند زیرا  $\varepsilon_b^0$ ، کسری از  $\bar{B}$  است. در مقابل،  $\varepsilon_s^0$  که از معادله (۷) استخراج می شود، می تواند مقادیر مثبت و منفی داشته باشد. بنابراین، حذف مجموعه هایی با مقادیر منفی  $\varepsilon_s^0$  ضروری است. برای نمونه در ۱۲۵ مجموعه یان و ژانگ، ۴۵ مجموعه حذف می شوند. پس از حذف این مجموعه ها، MLE برای مجموعه پارامترهای اولیه باقیمانده، اجرا می شود. در مرحله آخر، برآوردهای مربوط به راه حل های مرزی حذف می شوند. در نهایت از میان برآوردهای باقیمانده، برآوردی انتخاب می شود که بالاترین مقدار احتمال را دارد. براون و همکاران (۲۰۰۴)، راه حل های کوچکتر از ۰/۰۲ و بزرگتر از

1. Yan & Zhang

2. Gan et al.

۰/۹۸ را به عنوان نقاط دورافتاده معرفی می کنند، اما در یان و ژانگ (۲۰۱۲) به صراحت این مقادیر بیان نمی شود.

در راه حل اصلاحی دوم، گان و همکاران (۲۰۱۵)، روش جدیدی را با استفاده از تجزیه و تحلیل خوشه‌ای پیشنهاد می کنند. نویسندگان بر این باورند که برآوردهای حاصل از MLE با استفاده از الگوریتم YZ در مقایسه با برآوردهای آنان، دقت کمتری دارند لذا برآوردهای خود را به عنوان مقادیر اولیه برای MLE پیشنهاد می کنند. پژوهشگران از تجزیه و تحلیل خوشه‌ای برای تفکیک سه طبقه در داده‌های تجاری یعنی روزهای «بدون رویداد»، روزهای با «رویداد خوب» و روزهای با «رویداد بد» استفاده می کنند. تجزیه و تحلیل براساس عدم تعادل سفارش روزانه انجام می شود به طوری که خوشه شامل روزهای دارای بیشترین (کمترین) میانگین عدم تعادل سفارش به خوشه اخبار خوب (بد) منتسب می شود و خوشه باقیمانده در میانه نیز به عنوان خوشه «بدون رویداد» تعریف می شود.

خوشه‌بندی سلسله مراتبی تجمعی<sup>۱</sup> با پیوند کامل در ایجاد سه گروه جداگانه از روزها اجرا می شود. هدف سلسله مراتبی تجمعی، اتصال نقاط داده‌ای نزدیک به یکدیگر با رویکرد پایین به بالا است که در آن، هر مشاهده در خوشه جداگانه شروع می شود و نزدیک‌ترین جفت خوشه‌ها در هر مرحله ترکیب می شوند تا زمانی که  $n$  تعداد خوشه (۳ خوشه در این مورد) وجود داشته باشد. خوشه‌بندی پیوند کامل که به آن «خوشه‌بندی دورترین همسایه»<sup>۲</sup> نیز گفته می شود، دو خوشه را براساس فاصله بین دورترین اعضای هر خوشه ترکیب می کند. تجزیه و تحلیل خوشه‌ای، به برآورد «الگوریتم خوشه‌بندی مقدار اولیه» منتهی می شود. سپس MLE با استفاده از فاکتورگیری LK و پارامترهای اولیه به دست آمده از طریق الگوریتم خوشه‌بندی برآورد می شود که از آن تحت عنوان CPIN-LK<sup>۳</sup> یاد می کنند. بدین ترتیب CPIN روش وقت گیر MLE را خصوصاً برای برآورد مجموعه پارامترهای اولیه YZ حذف می کند و پارامترهای اولیه را با سرعت بیشتری برآورد می کند. سپس MLE با استفاده از فاکتورگیری LK و پارامترهای اولیه برآورد شده توسط CPIN اجرا می شود. مطالعه گان و همکاران (۲۰۱۵) که عملکرد برآوردهای CPIN-LK برای سری‌های شبیه‌سازی شده در مقایسه با MLE با فاکتورگیری LK و الگوریتم YZ اندکی بهتر است.

- 
1. Hierarchical Agglomerative Clustering (HAC)
  2. Farthest Neighbor Clustering
  3. Clustering Probability of Informed Trading-Lin & Ke (CPIN-LK)

این در حالی است که ارسان و آلیشی (۲۰۱۶) با استفاده از ۵۰۰۰ شبیه‌سازی نشان می‌دهند که PIN برآورد شده از طریق CPIN-LK اریب قابل ملاحظه‌ای داشته و به‌طور معنی‌داری بیشتر از الگوریتم YZ است. آنان نشان می‌دهند که علاوه بر فقدان دقت در برآوردهای PIN، تمامی پارامترهای برآورد شده توسط CPIN-LK اریب بالایی دارند. به منظور کاهش اشکالات مورد انتظار مربوط به اجرای یک‌بار MLE با مجموعه‌ای از پارامترهای اولیه، ارسان و آلیشی (۲۰۱۶)، مجموعه‌های منطقی اضافی از پارامترهای اولیه را به دست می‌آورند که اجرای بیش از یک‌بار تابع MLE را امکان‌پذیر می‌سازد. مجموعه‌های منطقی، مجموعه‌هایی از مقادیر اولیه هستند که انتظار می‌رود به مقادیر واقعی، نزدیک‌تر باشند و برآوردهای بهتری را به دست دهند.

فرآیند خوشه‌بندی تجمعی با توزیع هر روز در یک خوشه جداگانه شروع می‌شود. با ترکیب دو خوشه با کمترین فاصله در هر مرحله، فرآیند خوشه‌بندی ادامه می‌یابد تا زمانی که دو خوشه «رویداد» و «بدون رویداد» براساس عدم تعادل مطلق در سفارش به دست آید. سپس فاکتورگیری LK تابع MLE را با مجموعه‌های اولیه به دست آمده از این الگوریتم جدید، یعنی  $CPIN_A - j - LK$  اجرا می‌شود که در آن،  $j$  مخفف تعداد حداکثرسازی‌های انجام شده (و همچنین تعداد مجموعه‌های مقادیر اولیه) است. با استفاده از مجموعه‌های مقادیر اولیه که از خوشه‌های ممکن در داده‌ها استخراج شده‌اند، MLE برآورد می‌شود. در نهایت نیز برآوردی با بالاترین مقدار احتمال از میان  $j$  اجرا انتخاب می‌شود لذا انتظار می‌رود که حداکثرسازی‌های چندباره و اضافی، کیفیت برآوردها را بهبود بخشد.

علاوه بر پیشرفت‌ها و توسعه‌هایی که راه‌حل‌های اصلاحی برای برآورد PIN به منظور حذف مسئله FPE، راه‌حل‌های گوشه‌ای و حداکثرهای محلی ارائه نمودند، دو توسعه مهم دیگر از مدل PIN ارائه می‌گردد. نخست، مدل احتمال تعدیل شده معاملات آگاهانه<sup>۱</sup> است که توسط دوراته و یانگ (۲۰۰۹)<sup>۲</sup> معرفی شد. این مدل، این فرض را به چالش می‌کشد که معاملات صرفاً توسط معامله‌گران ناآگاه نقدینگی و معامله‌گران آگاه انجام می‌شود و احتمال شوک نقدینگی را برای هر دو طرف خرید و فروش به حساب می‌آورد. توسعه

1. Adjusted Probability of Informed Trading (AdjPIN)  
2. Duarte & Young

دوم، مدل احتمال چندلایه معاملات آگاهانه<sup>۱</sup> معرفی شده توسط ارسان (۲۰۱۶) است که بر خلاف مدل PIN اولیه، لحاظ انواع اطلاعات چندگانه را امکان‌پذیر نموده و فرض می‌کند که رویدادهای اطلاعاتی در لایه‌هایی با شدت یکسان معاملات آگاهانه خوشه‌بندی می‌شوند. کنار گذاشتن فرض وجود یک نوع منحصربه‌فرد از اطلاعات، امکان برخورد دقیق‌تر و واقع‌بینانه‌تر با معاملات آگاهانه را فراهم می‌کند.

### ۳. پیشینه پژوهش

مطالعات بسیاری در رابطه با به‌کارگیری PIN در موضوعات مختلف وجود دارد. محور برخی از پژوهش‌ها عبارتند از پوشش تحلیل گران (ایزلی و همکاران، ۱۹۹۸)، خرد کردن سهام (ایزلی و همکاران، ۲۰۰۱)<sup>۲</sup>، ساختار مالکیت (دنيس و واتسون، ۲۰۰۱)<sup>۳</sup>، تأثیر PIN بر اثرات قیمتی معاملات و همبستگی سریالی در معاملات (چانگ و همکاران، ۲۰۰۵)<sup>۴</sup>، قیمت‌گذاری کمتر از حد در عرضه اولیه سهام (ایلول و پاگانو، ۲۰۰۶)<sup>۵</sup>، رتبه‌بندی اعتباری (آدیرز-وایت و ردی، ۲۰۰۶)<sup>۶</sup>، اثرات فصلی (کانگ، ۲۰۱۰)<sup>۷</sup> و بازدهی‌های سهام (ایزلی و همکاران، ۲۰۰۲)<sup>۸</sup>، براون و همکاران، ۲۰۰۴، پان و پوتشمن، ۲۰۰۶<sup>۹</sup>، براون و هیلگست، ۲۰۰۷<sup>۱۰</sup>، چن و همکاران، ۲۰۰۷<sup>۱۱</sup> و دوراته و همکاران، ۲۰۰۸<sup>۱۲</sup>، ایزلی و همکاران، ۲۰۱۰<sup>۱۳</sup>، برآورد PIN در محدوده زمانی ورود اطلاعات عمومی (وگا، ۲۰۰۶)<sup>۱۴</sup>، اثرات PIN بر مومنتوم قیمت (چن و ژائو، ۲۰۱۲)<sup>۱۵</sup>، PIN و تأثیر آن بر هزینه سرمایه (جایارامان و وو، ۲۰۲۰)<sup>۱۶</sup>، PIN و تأثیر آن بر هم‌حرکتی بازده سهام در زمان وقوع بلایای طبیعی (ما و

1. Multilayer Probability of Informed Trading (MPIN)

2. Easley et al.

3. Dennis & Weston

4. Chung et al.

5. Ellul & Pagano

6. Odders-White & Ready

7. Kang

8. Easley et al.

9. Pan and Poteshman

10. Brown and Hillegeist

11. Chen et al.

12. Duarte et al.

13. Easley et al.

14. Vega

15. Chen & Zhao

16. Jayaraman and Wu

برآورد عدم تقارن اطلاعات با استفاده از معیارهای ریزساختار بازار؛ مطالعه موردی ... | مهاجری و همکار | ۱۵۳

همکاران، ۲۰۲۲)<sup>۱</sup> و انتشار اخبار جعلی مرتبط با کووید ۱۹ و سطح عدم تقارن اطلاعات در بازار سهام رومانی (سیپوی و همکاران، ۲۰۲۳)<sup>۲</sup>.

تعداد پژوهش‌های انجام شده طی یک دهه اخیر در ارتباط با اندازه‌گیری PIN، بسیار بیشتر از قبل است. هنری و همکاران (۲۰۱۵)<sup>۳</sup> دریافتند که هنگام افزایش احتمال وقوع رویداد اطلاعاتی یا افزایش PIN، فروش استقرایی<sup>۴</sup> قبل از افت بازار افزایش می‌یابد. آتیلگان (۲۰۱۴)<sup>۵</sup> نشان می‌دهد که قابل پیش‌بینی بودن سودهای اعلامی توسط گستره‌های نوسانات، با عدم تقارن اطلاعات افزایش می‌یابد. وو و همکاران (۲۰۱۴)<sup>۶</sup> به اثر مثبت معنی‌دار PIN بر گستره اختیارات یک بازارساز اشاره می‌کنند. هو (۲۰۱۴)<sup>۷</sup> مشاهده می‌کند که نامتعادل بودن سفارش در اختیارات، بازده را پیش‌بینی می‌کند و قدرت پیش‌بینی‌کنندگی برای شرکت‌هایی با مقادیر PIN بزرگتر، معنی‌دار است. یافته‌های دسزاری و هوانگ - مایر (۲۰۱۵)<sup>۸</sup> حاکی از آن است که اثر مثبت بازدهی غیرعادی سهام بر تغییرات آتی در سود سه‌ماهه، هنگامی قوی‌تر است که بازدهی‌ها بیانگر مقادیر بالاتری از اطلاعات خصوصی باشند که با PIN اندازه‌گیری می‌شود.

به رغم وجود ادبیات غنی نظری در ارتباط با برآورد احتمال معاملات آگاهانه در بازار سهام و کاربست فزاینده آن در پژوهش‌های تجربی خارجی طی سه دهه اخیر، بررسی فضای پژوهشی داخلی تصویر متفاوتی را نشان می‌دهد. نخست، تأخیر بیش از دو دهه‌ای در ورود به بحث اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعات در بازارهای مالی و برآورد احتمال معاملات آگاهانه در پژوهش‌های دانشگاهی داخلی مشاهده می‌شود به طوری که تاریخ انتشار نخستین مقاله علمی در ایران به سال ۱۳۹۶ باز می‌گردد. دوم، صرف‌نظر از این غفلت دو دهه‌ای، تعداد مطالعات منتشر شده در دهه اخیر انگشت شمار است و طبق بررسی‌های صورت گرفته از طریق پایگاه‌های اطلاعاتی فصلنامه‌های علمی داخلی، به ۸ مقاله می‌رسد.

---

1. Ma et al.

2. Cepoi et al.

3. Henry et al.

4. Short Selling

5. Atilgan

6. Wu et al.

7. Hu (2014)

8. De Cesari & Huang-Meier (2015)

سوم ۵ مقاله از ۸ مقاله به دو دلیل مورد توجه قرار نگرفته‌اند، ابهام در روش برآورد PIN و برآوردهای اریب‌دار از احتمال معاملات آگاهانه (به‌طوری‌که این احتمال در دو مقاله، نزدیک به صفر و در دو مقاله دیگر حدود ۸۰ درصد برآورد شده است که نه تنها با یافته‌های مقالات خارجی و ۳ مقاله داخلی دیگر ناسازگار است بلکه حاکی از بروز مسئله راه‌حل گوشه‌ای در برآورد PIN است که به نظر می‌رسد نویسندگان توجهی به رفع آن نداشته‌اند). چهارم، مدل MPIN در هیچ‌یک از مقالات داخلی مبنای برآورد احتمال معاملات آگاهانه قرار نگرفته است. طالبو و همکاران (۱۳۹۸) و طالبو و رحمانیانی (۱۳۹۶) از مدل PIN استفاده نموده‌اند و مقدار عدم تقارن اطلاعات را ۲۳ درصد گزارش نموده‌اند و دولو و عزیزی (۱۳۹۶) در مطالعه دیگری از مدل AdjPIN برای برآورد احتمال معاملات آگاهانه استفاده کرده‌اند که مقدار ۱۹ درصدی را برای وجود اطلاعات خصوصی اعلام نموده‌اند.

#### ۴. پایه‌های آماری و روش تحقیق

##### ۴-۱. پایه‌های آماری

در راستای برآورد عدم تقارن اطلاعات در مقاله حاضر، داده‌های لحظه‌ای روزانه سهام شرکت‌های فعال در حوزه انرژی مشتمل بر ۵۵ شرکت در قالب ۳ زیربخش «شیمیایی و پتروشیمی»، «پالایشگاهی» و «برق، گاز و بخار» در دوره ۱۳۹۶:Q۱ تا ۱۴۰۲:Q۱ جمع‌آوری شده است. داده‌ها از وب‌سایت بازار بورس اوراق بهادار تهران گردآوری و با نرم‌افزار پایتون پالایش شده است. ۵۵ شرکت فعال در حوزه انرژی با لحاظ دو ملاحظه مهم یعنی وجود داده‌های با کیفیت با تواتر بالا (تعداد اندک روزهای بسته بودن نماد معاملاتی) و پوشش طیفی از شرکت‌ها با اندازه‌های مختلف انتخاب شده‌اند. شایان ذکر است در هر لحظه، تعداد بسیار زیادی داده مظنه در سطوح مختلف خرید و فروش وجود دارد. از این رو در ابتدا، داده‌های سرخط خرید و فروش جمع‌آوری شده است که برای هر یک از ۵۵ نماد در بازه ۲۵ فصل مورد بررسی، بیش از ۳۰ میلیون سطر داده وجود دارد. در ادامه، به دلیل ناهمسانی زمان معاملات، داده‌های سرخط مظنه‌های خرید و فروش در بازه یک ثانیه تجمیع شده‌اند سپس داده‌های قیمت به صورت میانگین وزنی و داده‌های مقدار به صورت مجموع (در سطح یک ثانیه) تجمیع گردیده‌اند. پس از آن، قیمت و مقدار مبادله شده با سرخط‌های مظنه خرید و فروش با یکدیگر منطبق شده‌اند. داده‌های ثانیه‌ای برای هر

روز با استفاده از الگوریتم لی و ردی (۱۹۹۶)<sup>۱</sup>، مبنای شناسایی منشأ مبادله (طرف عرضه یا طرف تقاضا) قرار گرفته‌اند. در انتها در چارچوب روش ارسان و آلیشی (۲۰۱۶) و ارسان و قاجم (۲۰۲۳) به ترتیب پارامترهای مدل PIN و MPIN برآورد و برای تخمین احتمال معاملات آگاهانه در هر فصل استفاده شده‌اند. تابع درستی‌مندی به صورت جداگانه برای هر نماد و در هر فصل تشکیل شده است و سپس با استفاده از یک پردازنده corei9 به صورت پردازش موازی در نرم‌افزار R برآورد شده است.

## ۲-۴. روش تحقیق: کاربست مدل MPIN در برآورد عدم تقارن اطلاعات

مدل MPIN ارسان (۲۰۱۶)، تعمیم مدل PIN است که لحاظ انواع رویدادهای اطلاعاتی (یا لایه‌های اطلاعاتی) را امکان‌پذیر می‌کند. هنگامی که تعداد لایه‌های  $J$  برابر ۱ باشد، این مدل به PIN اولیه تبدیل می‌شود. این مدل به‌طور همزمان، چند فرض از مدل PIN را کنار می‌گذارد. اول، رویدادهای اطلاعاتی می‌توانند انواع مختلفی داشته باشند، یعنی مقادیر مختلفی از معاملات آگاهانه را ایجاد کنند. دوم، بیش از یک رویداد اطلاعاتی در هر روز مشخص می‌تواند رخ دهد. تأثیر کل رویدادهای متعدد که احتمالاً باعث تشدید معاملات آگاهانه می‌شود، پیامد نوع جدید از رویداد اطلاعاتی (یک لایه جدید) در نظر گرفته می‌شود. سوم، این مدل به‌طور ضمنی امکان وقوع رویدادهای اطلاعاتی را در ساعات معاملاتی فراهم می‌کند.

با توجه به اینکه رویدادهای اطلاعاتی متمایل به خوشه‌بندی در لایه‌های مختلف هستند. لذا استفاده از یک لایه اطلاعاتی واحد در مدل PIN می‌تواند با ترکیب انواع مختلف اطلاعات به برآوردهای نادرستی از حجم معاملات آگاهانه منجر شود. برای بررسی این موضوع، از یک مدل مختلط تعمیم‌یافته استفاده می‌شود که انواع متعدد اطلاعات را در نظر گرفته و هر لایه، شامل رویدادهای اطلاعاتی با حجم معاملات یکنواخت است.

احتمال مشاهده  $B$  خرید و  $S$  فروش در یک روز بدون رویداد مشابه آنچه در مدل PIN اولیه پیشنهاد شده است، با استفاده از معادله (۸) نشان داده می‌شود

$$P(B, S | \text{بدون رویداد}) = e^{-\varepsilon_B} \frac{\varepsilon_B^B}{B!} e^{-\varepsilon_S} \frac{\varepsilon_S^S}{S!} \quad (8)$$

در یک روز با رویداد اطلاعاتی خوب از لایه  $j$  احتمال مشاهده  $B$  خرید و  $S$  فروش عبارتند از:

$$P(B, S | j \text{ لایه خوب از لایه } j) = e^{-(\mu_j + \varepsilon_b)} \frac{(\mu_j + \varepsilon_b)^B}{B!} e^{-\varepsilon_s} \frac{\varepsilon_s^S}{S!} \quad (۹)$$

به طور مشابه، در یک روز با رویداد اطلاعاتی بد از لایه  $j$  احتمال مشاهده  $B$  خرید و  $S$  فروش عبارتند از:

$$P(B, S | j \text{ لایه بد از لایه } j) = e^{-\varepsilon_b} \frac{\varepsilon_b^B}{B!} e^{-(\mu_j + \varepsilon_s)} \frac{(\mu_j + \varepsilon_s)^S}{S!} \quad (۱۰)$$

در نتیجه، احتمال روزانه مشاهده  $B$  خرید و  $S$  فروش در یک روز از نوع ناشناخته به شرح زیر است:

$$((B, S) | \theta_M) = \sum_{j=1}^J \alpha_j (1 - \delta_j) e^{-(\mu_j + \varepsilon_b)} \frac{(\mu_j + \varepsilon_b)^B}{B!} e^{-\varepsilon_s} \frac{\varepsilon_s^S}{S!} + \quad (۱۱)$$

$$L \sum_{j=1}^J \alpha_j \delta_j e^{-\varepsilon_b} \frac{\varepsilon_b^B}{B!} e^{-(\mu_j + \varepsilon_s)} \frac{(\mu_j + \varepsilon_s)^S}{S!} + (1 - \sum_{j=1}^J \alpha_j) e^{-\varepsilon_b} \frac{\varepsilon_b^B}{B!} e^{-\varepsilon_s} \frac{\varepsilon_s^S}{S!}$$

که  $\alpha_j$  و  $\delta_j$  برآوردهایی برای هر  $j$  است که یکی از دو رقم صفر یا یک را به خود می‌گیرد. اگر هیچ رویداد اطلاعاتی قبلی وجود نداشته باشد، برآوردهای  $\alpha_1$  تا  $\alpha_J$  برابر صفر است. از سوی دیگر، اگر یک رویداد اطلاعاتی از لایه  $j$ ، قبل از روز معاملاتی رخ داده باشد، برآورد  $\alpha_j$  برابر یک است. اگر این رویداد بد باشد  $\delta_j = 1$  و در غیر این صورت  $\delta_j = 0$  می‌باشد. همانند مدل PIN اصلی، فرض می‌شود که رویدادها، خارج از ساعات معاملاتی رخ می‌دهند و مستقل از یکدیگرند. بنابراین درست‌نمایی مشترک مشاهده  $M = (B_i, S_i)_{i=1}^I$  در طول  $I$  روز، حاصل ضرب احتمالات روزانه خواهد بود:

$$L(M | \theta_M) = \prod_{i=1}^I L(\theta_M | (B_i, S_i)) \quad (۱۲)$$

که  $\theta_M = (\alpha_1, \dots, \alpha_J, \delta_1, \dots, \delta_J, \mu_1, \dots, \mu_J, \varepsilon_b, \varepsilon_s)$  بردار پارامتری به طول  $(3J+2)$  خواهد بود. احتمالات رویدادها برای هر لایه اطلاعاتی از  $\alpha_1$  تا  $\alpha_J$  بوده،  $\delta_1$  تا  $\delta_J$  بیانگر احتمالات رویداد بد است؛  $\mu_1$  و  $\mu_J$  بیانگر شدت‌های معاملات آگاهانه برای هر لایه از رویداد اطلاعاتی است و  $\varepsilon_b$  و  $\varepsilon_s$  شدت‌های معاملات ناآگاهانه را نشان می‌دهد. برخلاف مدل PIN، به رویدادهای اطلاعاتی متعدد در روز اجازه داده می‌شود تا اثر تجمعی ایجاد کنند که می‌تواند به عنوان متعلقات به یک لایه جداگانه شناسایی شود. هنگامی که برآورد



بر آورد عدم تقارن اطلاعات با استفاده از معیارهای ریزساختار بازار؛ مطالعه موردی ... | مهاجری و همکار | ۱۵۷

حداکثر درست‌نمایی از بردار پارامترهای  $\theta_M$  به دست آمد، MPIN از طریق معادله (۱۳) محاسبه می‌شود:

$$MPIN = \frac{\sum_{j=1}^J \alpha_j \mu_j}{\sum_{j=1}^J \alpha_j \mu_j + \varepsilon_b + \varepsilon_s} \quad (13)$$

که در آن، صورت کسر بیانگر کل معاملات آگاهانه تجمعی در لایه‌های اطلاعاتی مختلف بوده و مخرج کسر نیز کل معاملات را نشان می‌دهد. علاوه بر احتمال کلی معاملات آگاهانه در معادله (۱۳) محاسبه شده است، مدل MPIN امکان بررسی احتمال معاملات آگاهانه برای لایه‌های خاص را فراهم می‌کند (ارسان، ۲۰۱۶).

## ۵. تجزیه و تحلیل یافته‌ها

وقوع حداکثر یک رویداد اطلاعاتی در هر روز، یکی از مهم‌ترین فرض‌های مدل PIN است که با ماهیت بازارهای مالی امروزه که به سرعت در حال تغییر و تحول‌اند، سازگاری چندانی ندارد. کنار گذاشتن این فرض، مستلزم در نظر گرفتن لایه‌های متعدد اطلاعاتی است که تمامی اطلاعات مرتبط در یک مدل معاملاتی روزانه را پوشش می‌دهد. بدین ترتیب با لحاظ لایه‌های متعدد اطلاعاتی می‌توان تنوع کیفیت اطلاعات را در نظر گرفت و رویدادهای متعدد در یک روز را شناسایی نمود.

در جدول (۱) نشان داده شده است که فرض وقوع یک رویداد در مدل PIN، صرفاً در ۲/۶۷ درصد از ۱۲۰۰ زوج فصل/سهام برقرار است و در بیش از ۷۵ درصد زوج فصل/سهام، ۲ تا ۵ لایه اطلاعاتی وجود دارد و برای مابقی (حدود ۲۲ درصد)، بیش از ۶ لایه اطلاعاتی قابل شناسایی است.

جدول ۱. تعداد لایه‌های اطلاعاتی در ۱۳۸۷ فصل/سهام صنعت انرژی طی دوره ۱۳۹۶:۱ تا ۱۴۰۲:۱

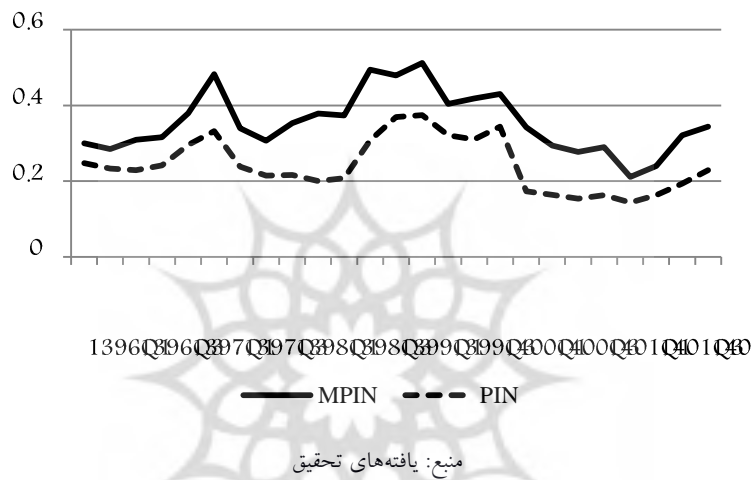
تعداد لایه‌ها	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰
تعداد وقوع	۳۲	۲۰۵	۲۷۲	۲۵۹	۱۶۷	۹۵	۷۲	۳۰	۱۹	۱۶
سهام (درصد)	۲/۶۷	۱۷/۰۸	۲۲/۶۷	۲۱/۵۸	۱۳/۹۲	۷/۹۲	۶	۲/۵۰	۱/۵۸	۱/۳۳
تعداد لایه‌ها	۱۱	۱۲	۱۳	۱۴	۱۵	۱۶	۱۷	۱۸	۱۹	
تعداد وقوع	۱۰	۹	۴	۵	۳	-	-	۱	۱	
سهام (درصد)	۰/۸۳	۰/۷۵	۰/۳۳	۰/۴۲	۰/۲۵	-	-	۰/۰۸	۰/۰۸	

منبع: یافته‌های تحقیق

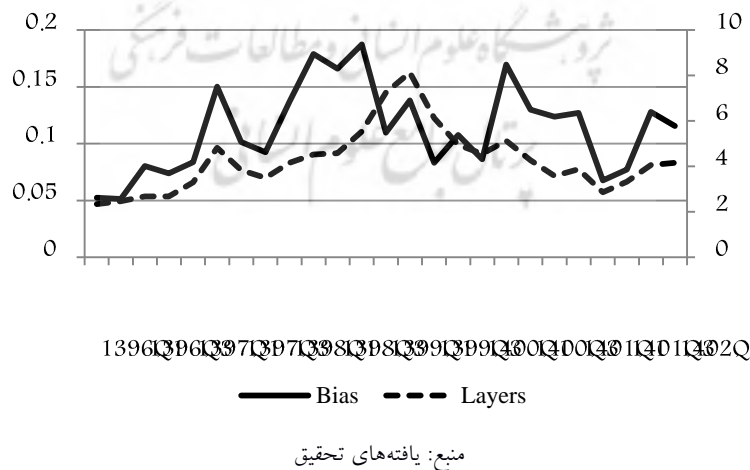
### ۱-۵. برآورد عدم تقارن اطلاعات در بخش انرژی

در نمودار (۱)، میانگین مقادیر برآورد شده PIN و MPIN برای ۱۳۸۷ زوج فصل / سهام و در نمودار (۲) روند تغییرات اریب PIN به موازات با تعداد لایه‌های شناسایی شده در MPIN ترسیم شده است. برآوردها حاکی از آن است که:

نمودار ۱. میانگین مقادیر PIN و MPIN در صنعت انرژی طی دوره ۱۳۹۶:۱ تا ۱۴۰۲:۱



نمودار ۲. میانگین مقدار اریب PIN و تعداد لایه‌های شناسایی شده در MPIN



۱. میانگین PIN بین حدود ۱۴ تا ۳۷ درصد و MPIN بین ۲۱ تا ۵۱ درصد در نوسان است.

۲. میانگین مقادیر MPIN در تمامی فصول، بیشتر از PIN است و مقادیر MPIN به طور متوسط حدوداً ۴۶ درصد بیشتر از PIN است. این مشاهده دلالت بر وجود احتمال بالاتر برای مواجهه با یک معامله گر آگاه با استفاده از مدل MPIN دارد که با انتظارات نظری سازگار است، زیرا همانطور که پیش تر تبیین شد، مدل PIN بخشی از معاملات آگاهانه در لحاظ نمی کند در حالی که مدل MPIN با لحاظ دقیق معاملات آگاهانه، احتمال بالاتری را برای وجود اطلاعات خصوصی و انجام معاملات آگاهانه در بازارهای مالی برآورد می کند.

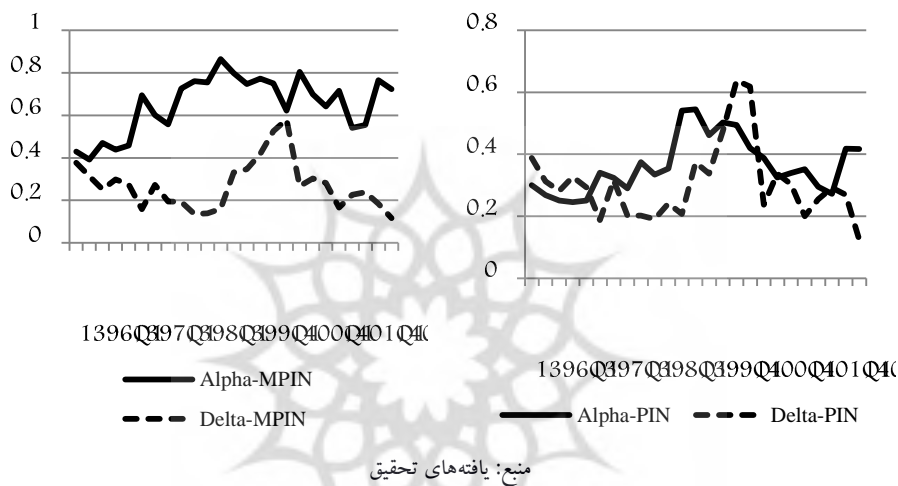
۳. میانگین مقادیر MPIN و PIN الگوی مشابهی از افت و خیز را تجربه می کنند، لکن تفاوت میان آن دو در طول زمان ثابت نیست و به رغم آن که در ابتدای دوره مورد بررسی، ارقام نسبتاً یکسانی را اتخاذ نموده اند اما به مرور بر میزان اختلاف مقادیر افزوده شده است به طوری که طبق نمودار (۲)، کم برآوردی PIN از حدود ۵ درصد در فصول اول و دوم سال ۱۳۹۶ به حدود ۱۲ درصد در فصل اول ۱۴۰۲ افزایش یافته است. بالاترین اریب نیز به سه ماهه چهارم ۱۳۹۸ اختصاص دارد که PIN با کم برآوردی ۱۸ درصدی در عدم تقارن اطلاعات روبرو بوده است.

۴. اریب PIN ریشه در فرض «وجود یک لایه اطلاعاتی» دارد و بدیهی است اگر تعداد لایه های اطلاعاتی شناسایی شده در مدل MPIN، یک لایه باشد در آن صورت، عدم تقارن اطلاعات برآورد شده از طریق این دو روش، نباید تفاوت چندانی داشته باشند. طبق نمودار (۲) در فصول مختلف سال ۱۳۹۶ که مدل MPIN به طور متوسط ۲ لایه اطلاعاتی شناسایی نموده است، اریب PIN اندک بوده و بین ۵ تا ۸ درصد نوسان می کند، حال آنکه به موازات با افزایش تعداد لایه های اطلاعاتی، اریب PIN با سرعت رو به افزایش است (شیب منحنی پرننگ در فاصله ۱۳۹۶:۴ تا ۱۳۹۸:۴). پس از آن نیز رفتار اریب PIN و تعداد لایه های اطلاعاتی تقریباً مشابه بوده به طوری که به موازات با افزایش تعداد لایه های اطلاعاتی، عموماً اریب PIN نیز افزایش یافته است و برعکس.

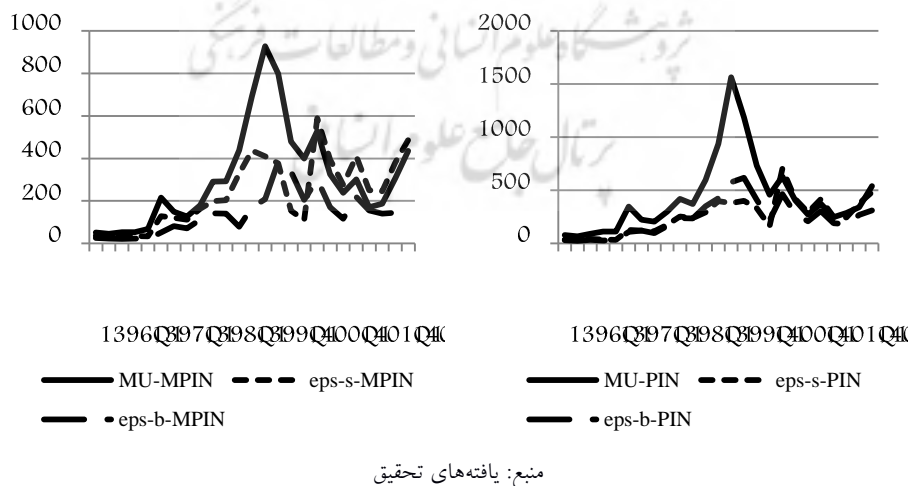
روند تحولات پارامترهای احتمال و شدت در مدل های MPIN و PIN به ترتیب در نمودارهای (۳) و (۴) نمایش داده شده است. پیش بینی نظری از مقدار پارامتر احتمال وقوع رویداد اطلاعاتی ( $\alpha$ )، برآورد مقادیر بالاتر  $\alpha$  توسط MPIN در مقایسه با PIN است که

مشاهدات تجربی مقاله حاضر، این پیش‌بینی را تأیید می‌کند. با مقایسه پل‌های الف و ب نمودار (۳)، مقادیر  $\alpha$  برآوردی توسط مدل MPIN در تمامی فصول بیشتر از (حدود ۱/۸ برابر) مقادیر متناظر برآورد شده در مدل PIN است. پارامتر  $\delta$  که بیانگر احتمال بد بودن رویداد اطلاعاتی است در هر دو مدل، تفاوت چندانی به‌طور متوسط نداشته و میانگین آن در بازه زمانی مورد مطالعه برای مدل‌های MPIN و PIN به ترتیب ۲۷ و ۳۰ درصد است.

نمودار ۳. متوسط پارامترهای احتمال در مدل MPIN و PIN



نمودار ۴. متوسط پارامترهای شدت برآورد شده در مدل MPIN و PIN



نمودار (۴)، پارامتر شدت معاملات آگاهانه ( $\mu$ )، شدت معاملات ناآگاهانه طرف خریدار ( $\varepsilon_B$ ) و شدت معاملات ناآگاهانه طرف فروشنده ( $\varepsilon_S$ ) را در دو مدل MPIN و PIN منعکس می‌کند. از آنجایی که مدل MPIN، چندین رویداد اطلاعاتی با شدت‌های متفاوت را در نظر می‌گیرد اما مدل PIN، صرفاً رویداد اطلاعات با بالاترین شدت را مدنظر قرار می‌دهد لذا انتظار نظری آن است که  $\mu$  برآورد شده توسط مدل MPIN کوچکتر از مدل PIN باشد که شواهد تجربی مقاله حاضر نیز گواه این مدعاست. میانگین مقدار  $\mu$  به‌طور متوسط در مدل MPIN برابر ۳۱۰ و در مدل PIN برابر با ۴۳۶ است. شدت معاملات ناآگاهانه طرف خریدار و فروشنده برای مدل MPIN به ترتیب ۱۴۰ و ۲۳۸ و میانگین مقادیر متناظر برای مدل PIN به ترتیب ۲۳۶ و ۲۵۴ می‌باشد.

## ۲-۵. برآورد عدم تقارن اطلاعات در زیربخش‌های انرژی

میانگین مقادیر عدم تقارن اطلاعات برآورد شده در بخش انرژی و زیربخش‌های آن به تفکیک فصول در جدول (۲) ارائه شده است. یافته‌ها حاکی از آن است که:

۱. اختلاف قابل ملاحظه‌ای بین میانگین مقادیر MPIN و PIN برای هر یک از زیربخش‌های انرژی وجود دارد به‌طوری که میانگین MPIN برای سه زیربخش انرژی مشتمل بر «شیمیایی و پتروشیمی»، «پالایشگاه» و «برق، گاز، بخار» به ترتیب ۴۹، ۴۵ و ۴۱ درصد بیشتر از PIN است.

۲. میانگین لایه‌ها در زیربخش‌های انرژی تفاوتی ندارد و به‌طور متوسط بیش از ۴ لایه برای هر یک از صنایع قابل شناسایی است.

۳. اریب PIN در زیربخش‌های انرژی با تعداد لایه‌های اطلاعاتی رابطه دارد. عمدتاً در دوره‌های با تعداد اندک لایه‌های اطلاعاتی، اریب PIN نیز کمتر است و برعکس.

۴. در سه ماهه چهارم سال ۱۳۹۸ و سه ماهه اول و دوم سال ۱۳۹۹، بالاترین عدم تقارن اطلاعات در بخش انرژی و زیربخش‌های آن مشاهده می‌شود و احتمال معاملات آگاهانه در این فصول به‌طور متوسط ۵۰ درصد بوده است.

جدول ۲. میانگین مقادیر برآوردی عدم تقارن اطلاعات در بخش انرژی و زیربخش های آن با استفاده از مدل های PIN و MPIN طی دوره ۱۳۹۶:۱ تا ۱۴۰۲:۱

تعداد لایه	برق، گاز، بخار		پالایشگاهی			شیمیایی و پتروشیمی			میانگین بخش انرژی			
	PIN	MPIN	تعداد لایه	PIN	MPIN	تعداد لایه	PIN	MPIN	تعداد لایه	PIN	MPIN	
۲/۳۳	%۲۶/۶۳	%۲۹/۵۹	۲/۲۵	%۲۱/۵۱	%۲۷/۱۰	۲/۳۶	%۲۵/۵۲	%۳۱/۰۵	۲/۳۳	%۲۴/۷۷	%۳۰/۰۱	- Q1 ۱۳۹۶
۲/۶۷	%۳۰/۴۵	%۳۵/۹۱	۲/۷۵	%۲۲/۹۴	%۲۸/۸۸	۲/۳۳	%۲۱/۶۱	%۲۶/۴۶	۲/۴۷	%۲۳/۳۲	%۲۸/۴۶	- Q2 ۱۳۹۶
۳	%۲۰/۶۶	%۳۲/۵۰	۳/۱۳	%۲۴/۴۹	%۳۳/۹۲	۲/۴۶	%۲۲/۹۴	%۲۹/۷۳	۲/۶۸	%۲۲/۹۵	%۳۰/۹۸	- Q3 ۱۳۹۶
۲/۸۶	%۳۲/۱۰	%۳۸/۲۷	۲/۵۰	%۲۰/۴۹	%۲۷/۲۴	۲/۶۹	%۲۳/۳۳	%۳۱/۱۳	۲/۶۸	%۲۴/۲۱	%۳۱/۵۹	- Q4 ۱۳۹۶
۳/۵۷	%۳۲/۸۴	%۴۴/۹۱	۳/۱۳	%۲۶/۱۰	%۳۴/۵۱	۳/۲۷	%۲۹/۹۷	%۳۷/۱۷	۳/۲۹	%۲۹/۶۱	%۳۷/۹۷	- Q1 ۱۳۹۷
۴/۲۹	%۳۵/۴۹	%۵۱/۰۳	۵/۱۳	%۳۳/۷۱	%۵۴/۸۴	۴/۸۶	%۳۲/۵۱	%۴۵/۷۲	۴/۸۱	%۳۳/۲۵	%۴۸/۲۸	- Q2 ۱۳۹۷
۳/۷۱	%۲۹/۰۷	%۴۲/۵۹	۴/۵۰	%۲۱/۴۶	%۳۱/۸۶	۳/۶۸	%۲۳/۲۵	%۳۲/۴۲	۳/۸۴	%۲۳/۸۳	%۳۳/۹۷	- Q3 ۱۳۹۷
۳/۴۳	%۲۲/۸۱	%۳۲/۱۵	۳/۵۰	%۱۸/۲۲	%۲۹/۶۳	۳/۵۰	%۲۲/۱۵	%۳۰/۵۹	۳/۴۹	%۲۱/۴۴	%۳۰/۶۷	- Q4 ۱۳۹۷
۵/۷۵	%۲۹/۳۳	%۴۳/۹۶	۳/۳۳	%۱۷/۷۵	%۳۳/۴۳	۳/۸۶	%۲۰/۷۰	%۳۳/۴۷	۴/۱۶	%۲۱/۶۷	%۳۵/۳۷	- Q1 ۱۳۹۸
۴/۵۰	%۲۲/۸۰	%۴۲/۴۸	۴	%۱۹/۰۱	%۲۹/۴۶	۴/۶۷	%۱۹/۵۵	%۳۸/۹۳	۴/۵۲	%۲۰/۰۱	%۳۷/۹۰	- Q2 ۱۳۹۸
۵/۲۲	%۲۴/۹۲	%۴۳/۷۳	۵/۴۴	%۱۵/۶۶	%۳۶/۹۵	۴/۱۳	%۲۱/۰۵	%۳۵/۵۷	۴/۵۸	%۲۰/۷۶	%۳۷/۳۶	- Q3 ۱۳۹۸
۵/۷۸	%۳۱/۰۲	%۴۷/۸۷	۶/۶۷	%۳۰/۹۳	%۵۴/۳۸	۵/۱۳	%۳۰/۶۱	%۴۸/۴۸	۵/۵۴	%۳۰/۷۵	%۴۹/۴۷	- Q4 ۱۳۹۸
۷/۳۳	%۳۵/۰۵	%۴۹/۰۴	۸/۱۱	%۴۱/۵۷	%۴۸/۰۶	۶/۹۷	%۳۶/۱۵	%۴۷/۵۵	۷/۲۴	%۳۶/۹۴	%۴۷/۹۱	- Q1 ۱۳۹۹
۹/۷۰	%۴۳/۹۶	%۵۵/۹۱	۹/۶۳	%۳۹/۸۵	%۵۲/۸۱	۷/۲۳	%۳۴/۷۵	%۴۹/۳۶	۸/۱۲	%۳۷/۴۶	%۵۱/۲۶	- Q2 ۱۳۹۹
۶/۶۰	%۴۱/۰۴	%۴۲/۴۶	۵/۷۸	%۳۴/۱۱	%۳۹/۴۳	۶/۰۹	%۲۸/۵۸	%۴۰/۰۶	۶/۱۳	%۳۲/۱۱	%۴۰/۴۱	- Q3 ۱۳۹۹
۴/۴۴	%۴۰/۲۰	%۴۴/۸۳	۵/۴۴	%۲۷/۰۶	%۳۶/۶۱	۴/۹۴	%۲۹/۱۱	%۴۲/۴۴	۴/۹۴	%۳۱/۰۶	%۴۱/۸۳	- Q4 ۱۳۹۹

برآورد عدم تقارن اطلاعات با استفاده از معیارهای ریزساختار بازار؛ مطالعه موردی ... | مهاجری و همکار | ۱۴۳

تعداد لایه	برق، گاز، بخار		پالایشگاهی			شیمیایی و پتروشیمی			میانگین بخش انرژی			تعداد لایه
	PIN	MPIN	تعداد لایه	PIN	MPIN	تعداد لایه	PIN	MPIN	PIN	MPIN		
۴/۸۲	%۴۲/۲۳	%۵۰/۶۷	۴/۳۳	%۳۹/۶۷	%۴۱/۸۱	۴/۵۳	%۳۰/۴۷	%۴۰/۸۷	۴/۵۶	%۳۴/۴۰	%۴۳/۰۳	۱۴۰۰ - Q1
۵/۹۱	%۱۶/۰۱	%۳۸/۸۹	۴/۳۰	%۱۹/۶۵	%۳۳/۱۱	۵/۱۲	%۱۷/۰۳	%۳۳/۱۱	۵/۱۳	%۱۷/۳۰	%۳۴/۲۶	۱۴۰۰ - Q2
۴	%۱۶/۶۳	%۳۰/۱۰	۵	%۱۴/۳۹	%۲۳/۶۷	۴/۱۵	%۱۶/۹۲	%۳۰/۸۶	۴/۲۷	%۱۶/۴۰	%۲۹/۴۰	۱۴۰۰ - Q3
۳/۲۰	%۱۲/۷۴	%۱۹/۸۸	۳/۶۰	%۱۳/۸۴	%۱۹/۷۲	۳/۶۸	%۱۶/۶۵	%۳۲/۴۶	۳/۵۷	%۱۵/۴۱	%۲۷/۷۷	۱۴۰۰ - Q4
۴/۷۰	%۱۸/۲۱	%۳۵/۵۴	۳/۵۰	%۱۴/۷۶	%۲۶/۰۱	۳/۷۴	%۱۶/۲۱	%۲۷/۹۶	۳/۸۷	%۱۶/۳۱	%۲۹/۰۱	۱۴۰۱ - Q1
۳	%۱۶/۰۵	%۲۱/۰۷	۲/۹۰	%۱۳/۳۱	%۱۸/۹۵	۲/۸۲	%۱۴/۲۱	%۲۱/۸۲	۲/۸۷	%۱۴/۳۸	%۲۱/۱۵	۱۴۰۱ - Q2
۳/۷۸	%۲۲/۲۹	%۳۲/۴۷	۳/۲۰	%۱۳/۶۳	%۱۹/۷۴	۳/۲۴	%۱۵/۳۶	%۲۳/۰۹	۳/۳۲	%۱۶/۳۲	%۲۴/۰۵	۱۴۰۱ - Q3
۴/۳۳	%۲۵/۰۵	%۳۳/۲۱	۴/۴۰	%۱۵/۷۱	%۲۷/۸۴	۳/۸۸	%۱۸/۸۸	%۳۳/۰۷	۴/۰۶	%۱۹/۳۳	%۳۲/۱۱	۱۴۰۱ - Q4
۴/۵۰	%۲۳/۰۹	%۳۶/۳۴	۴/۳۰	%۲۰/۴۵	%۳۰/۸۸	۴/۰۳	%۲۳/۵۴	%۳۵/۰۴	۴/۱۵	%۲۲/۸۸	%۳۴/۴۴	۱۴۰۲ - Q1

منبع: یافته‌های تحقیق

### ۳-۵. برآورد عدم تقارن اطلاعات در شرکت‌های فعال در حوزه انرژی

مقایسه بین میانگین برآورد PIN و MPIN در سطح سهام شرکت‌های فعال در حوزه انرژی، تصویر دقیق‌تری از اریب PIN نشان می‌دهد که در قالب نمودارهای (۵) و (۶) به تصویر کشیده شده است. یافته‌ها حاکی از آن است که:

۱. دامنه پراکندگی عدم تقارن اطلاعات براساس مدل MPIN در سطح خرد (سهام شرکت‌ها) بسیار وسیع‌تر بوده و از ۶/۴ درصد (برای سهام بجهرم از گروه برق، گاز، بخار در دوره ۱۴۰۱:۳) تا ۸۹/۹ درصد (برای سهام بیپوند از گروه برق، گاز و بخار در دوره ۱۳۹۹:۲) گسترده است. احتمال مبادلات آگاهانه براساس مدل PIN در بازه ۱/۹ درصد (برای نماد شلعب از گروه شیمیایی و پتروشیمی در دوره ۱۴۰۰:۱) تا ۸۸/۵ درصد (برای نماد بیپوند از گروه برق، گاز، بخار برای دوره ۱۳۹۹:۲) قرار می‌گیرد. این در حالی است

که دامنه پراکندگی وجود اطلاعات خصوصی در سطح کلان بین ۲۱/۱ (در دوره ۱۴۰۱:۲) تا ۵۱/۳ درصد (در دوره ۱۳۹۹:۲) در نوسان بوده است.

۲. میانگین عدم تقارن اطلاعات در زیربخش شیمیایی و پتروشیمی برای کل دوره مورد بررسی براساس مدل MPIN حدوداً ۳۵/۱ درصد است. در بین ۳۴ شرکت سهامی که در این زیربخش فعالیت دارند، میانگین عدم تقارن اطلاعات ۱۹ شرکت، بیشتر از متوسط صنعت است و سطح عدم تقارن اطلاعات در مابقی شرکت‌ها، کمتر از متوسط صنعت بوده است. شرکت‌های «شسینا»، «کلر»، «شپارس»، «بوعلی» و «شفن» با احتمال مبادلات آگاهانه ۴۴/۷، ۴۰/۸، ۴۰/۴ و ۳۹/۷ درصدی در صدر رده‌بندی عدم تقارن اطلاعات در صنعت شیمیایی و پتروشیمی قرار می‌گیرند و در مقابل، شرکت‌های «جم پیلن»، «شگویا»، «آریا»، «جم» و «تاپیکو» با احتمال مبادلات آگاهانه ۲۸/۲، ۲۸/۵، ۲۹/۵، ۲۹/۹ و ۳۰ درصدی، کمترین عدم تقارن اطلاعات را تجربه می‌کنند.

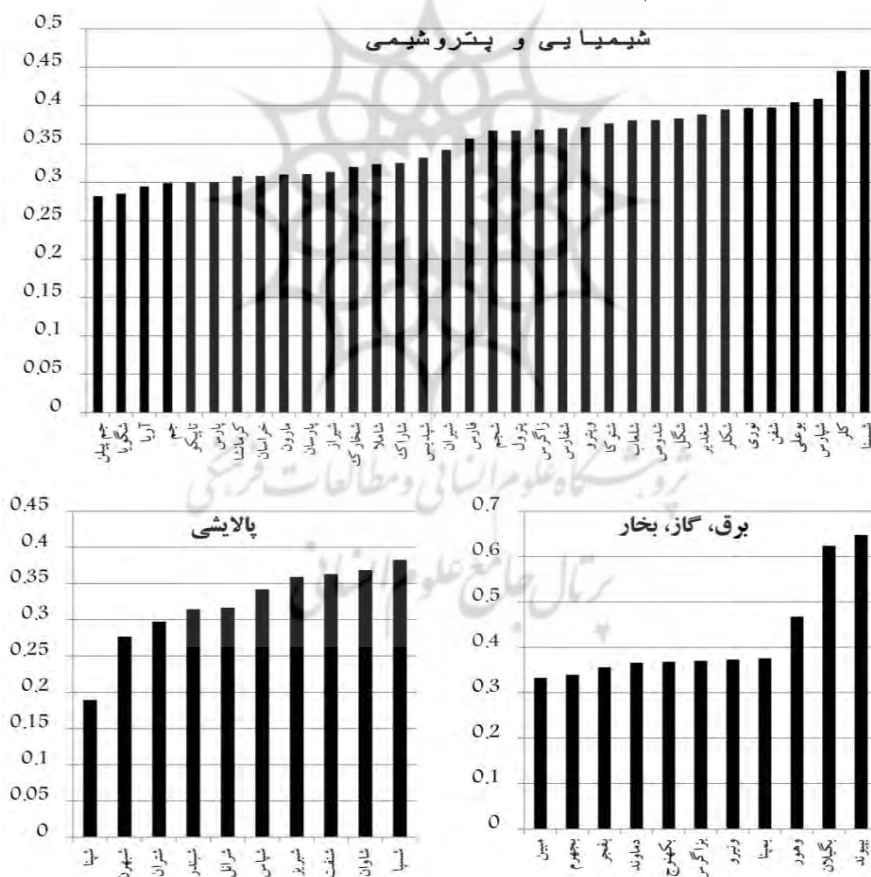
۳. برآورد عدم تقارن اطلاعات براساس مدل PIN، تصویر متفاوتی را از منظر مقدار و رتبه‌بندی احتمال مبادله آگاهانه در صنعت شیمیایی و پتروشیمی ارائه می‌دهد. میانگین عدم تقارن اطلاعات در این صنعت ۲۳/۵ درصد برآورد می‌شود که حدود ۱۱/۶ درصد نسبت به MPIN کم‌برآوردی دارد. میزان کم‌برآوردی در شرکت‌های مختلف، متفاوت است و همین موضوع سبب شده است تا رتبه‌بندی متفاوتی از عدم تقارن اطلاعات با استفاده از روش PIN به دست آید. برای نمونه، نماد شامل با احتمال مبادلات آگاهانه ۲۷/۱ درصدی، در جایگاه سوم بیشترین عدم تقارن اطلاعات از منظر PIN قرار می‌گیرد، در حالی که در رتبه‌بندی MPIN، در جایگاه ۱۲۲ام و در زمره شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعات کمتر نسبت به متوسط صنعت رتبه‌بندی می‌شود. نماد نوری که براساس عدم تقارن اطلاعات برآورد شده توسط PIN، جایگاه دوم کمترین عدم تقارن اطلاعات را به خود اختصاص می‌دهد از منظر برآورد MPIN، ششمین شرکت با عدم تقارن اطلاعات بالا است.

۴. میانگین عدم تقارن اطلاعات در بخش پالایشی با ۱۰ شرکت مورد بررسی براساس مدل MPIN حدوداً ۳۰/۹ درصد است. بالاترین و کمترین عدم تقارن در این صنعت به ترتیب به نماد شسپا (با احتمال مبادلات آگاهانه ۳۸/۳ درصد) و شپنا (با عدم تقارن اطلاعات ۱۸/۹ درصد) اختصاص دارد. برآوردها با استفاده از مدل PIN حاکی از آن است که متوسط صنعت، با عدم تقارن اطلاعات ۲۲/۳ درصدی روبرو است و نمادهای شپاس (با ۲۶/۲ درصد) و شپنا (با ۱۴/۲ درصد) به ترتیب در جایگاه نخست و آخر عدم تقارن



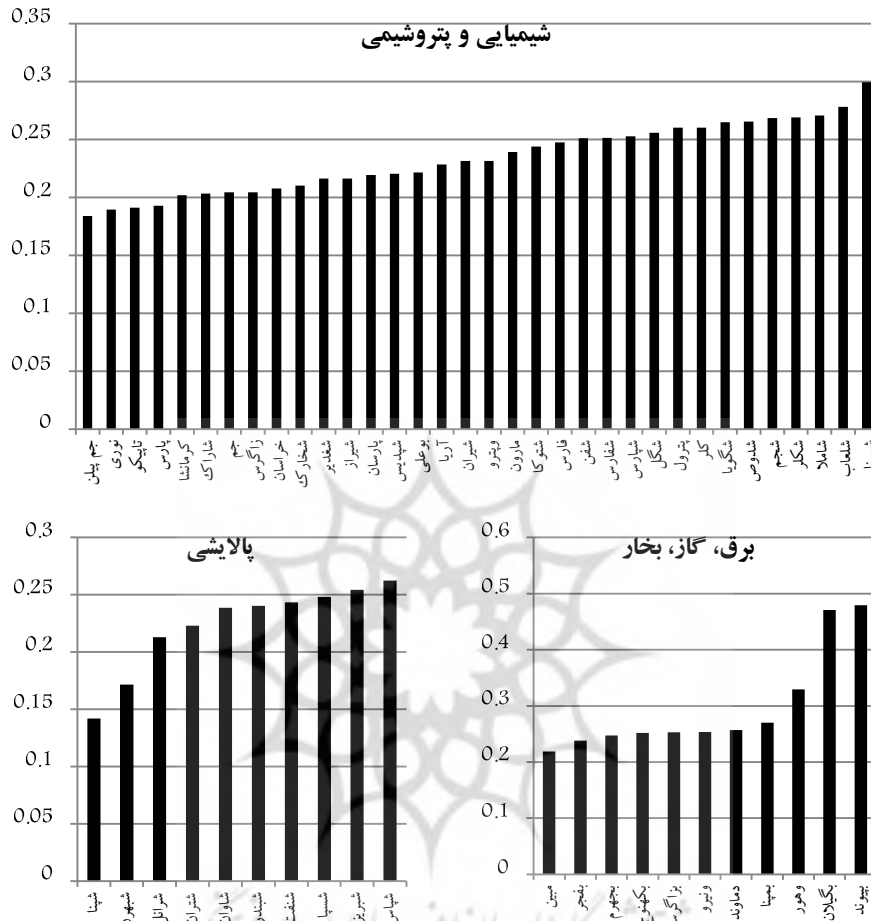
اطلاعات قرار می‌گیرند. متفاوت بودن میزان اریب PIN در سطح شرکت‌ها سبب شده است تا علاوه بر مقدار متفاوت عدم تقارن اطلاعات، رتبه‌بندی نیز دستخوش تغییر گردد. ۵. طبق برآورد MPIN از وجود اطلاعات خصوصی در صنعت برق، گاز و بخار با ۱۱ نماد مورد بررسی، میانگین عدم تقارن اطلاعات در این صنعت بیش از ۳۶ درصد است. بیشترین سطح عدم تقارن اطلاعات در نماد پیوند (با ۶۴/۷۵ درصد) و کمترین سطح آن در نماد مبین (با ۳۲/۳ درصد) رخ داده است. میانگین برآورد شده براساس مدل PIN در صنعت مذکور، ۲۹/۷ درصد است و بیشترین و کمترین سطح اطلاعات خصوصی نیز به ترتیب در نماد پیوند (۴۷/۹ درصد) و مبین (۲۱/۹) رخ می‌دهد. هر چند جایگاه ۶ شرکت از ۱۱ شرکت در رتبه‌بندی براساس PIN متفاوت از MPIN است.

نمودار ۵. میانگین عدم تقارن اطلاعات شرکت‌های فعال در حوزه انرژی با مدل MPIN



منبع: یافته‌های تحقیق

نمودار ۶. میانگین عدم تقارن اطلاعات شرکت‌های فعال در حوزه انرژی با مدل PIN



منبع: یافته‌های تحقیق

### ۶. بحث و نتیجه‌گیری

در مقاله حاضر با تمرکز بر ۵۵ شرکت فعال در حوزه انرژی و با استفاده از نرم‌افزارهای پایتون و R به بررسی چند پرسش مهم پرداخته می‌شود: اولاً آیا تعداد لایه‌های اطلاعاتی متفاوتی برای داده‌های سهام/فصل (۵۵ شرکت طی دوره ۱۳۹۶:۱ تا ۱۴۰۲:۱) وجود دارد؟ پاسخ مثبت به این پرسش، ضرورت به کارگیری مدل MPIN برای برآورد عدم تقارن اطلاعات را برجسته‌تر می‌سازد. ثانیاً عدم تقارن اطلاعات برآورد شده با مدل‌های PIN و MPIN برای صنعت انرژی، ۳ زیربخش اصلی آن (مشمول بر شیمیایی و پتروشیمی،

پالایشگاهی، برق-گاز-بخار) و ۵۵ شرکت فعال در هر یک از این زیربخش‌ها چه مقدار با یکدیگر تفاوت دارند و به بیان دیگر اریب PIN در برآورد اطلاعات خصوصی چقدر است؟ ثالثاً تحولات عدم تقارن اطلاعات طی ۲۵ فصل اخیر منتهی به بهار ۱۴۰۲ چگونه بوده است؟ و در آخر اینکه، بالاترین و کمترین عدم تقارن اطلاعات برآورد شده به سهام کدام شرکت‌ها مرتبط است؟ یافته‌ها حاکی از آن است که:

۱. صرفاً ۲/۶۷ درصد از ۱۲۰۰ داده سهام/فصل، یک لایه اطلاعاتی دارند، در حالی که برای بیش از ۷۵ درصد مجموعه داده‌ها ۲ تا ۵ لایه و برای مابقی یعنی حدود ۲۲ درصد، بیش از ۶ لایه اطلاعاتی قابل شناسایی است. این یافته تقریباً مشابه نتایج ارسان (۲۰۲۳) برای بورس استانبول است که در آن مطالعه، ۳/۶ درصد سهام/فصل دارای یک لایه، حدود ۷۵ درصد داده‌ها دارای ۲ تا ۵ لایه و مابقی بیش از ۶ لایه داشته‌اند.

۲. مقدار PIN در صنعت انرژی و در فصول مختلف بین ۱۴ تا ۳۷ درصد در نوسان است و به‌طور متوسط ۲۲/۹ درصد است. در بین ۳ زیربخش انرژی، پالایشگاه با کمترین عدم تقارن اطلاعات (۲۰/۴ درصد) و شیمیایی و پتروشیمی با بیشترین عدم تقارن اطلاعات (۲۳/۵ درصد) مواجه بوده‌اند و وجود اطلاعات خصوصی در بخش برق، گاز و بخار ۲۳/۱ درصد بوده است. مقدار PIN برآورد شده در صنعت انرژی، بیشتر از مقدار گزارش شده ایزلی و همکاران (۲۰۰۲) برای بازار سهام آمریکا (حدود ۱۹/۱ درصد)، هوانگ و همکاران (۲۰۱۳)<sup>۱</sup> برای بازار سهام کره جنوبی (۲۰/۱ درصد) و نزدیک به برآورد مارتینز و پائلو (۲۰۱۴)<sup>۲</sup> برای بازار سهام برزیل (۲۵ درصد) می‌باشد. مقدار PIN برآورد شده در مقاله حاضر، اندکی بیشتر از مقادیر برآورد شده در مقالات طالبلو و همکاران (۱۳۹۸) و دولو و عزیزی (۱۳۹۶) است که به ترتیب ۲۳ درصد و ۱۹ درصد ذکر کرده‌اند که به نظر می‌رسد دلیل اصلی این اختلاف، ریشه در تفاوت دوره، شرکت‌های مورد بررسی و روش اندازه‌گیری معاملات آگاهانه داشته باشد.

۳. مقدار MPIN برآورد شده در تمامی فصول و برای تمامی شرکت‌های فعال در حوزه انرژی و زیربخش‌های آن، بالاتر از مقدار PIN است. میانگین مقدار در فصول مختلف برای صنعت انرژی بین ۲۱ تا ۵۱ درصد است و به‌طور متوسط، مقدار ۳۴/۴ درصدی را طی دوره مورد بررسی تجربه نموده است. این رقم کمی بیشتر از عدم تقارن اطلاعات ۳۱/۹ درصدی است که با روش MPIN برای بورس استانبول توسط ارسان

1. Hwang et al. (2013)

2. Martins & Paulo (2014)

(۲۰۱۶) برآورد شده است. این مشاهده حکایت از آن دارد که احتمال رویارویی با یک معامله گر آگاه با استفاده از مدل MPIN به طور قابل ملاحظه‌ای بیشتر از مدل PIN است که با انتظارات نظری مطابقت دارد. از آنجایی که مدل PIN، بخشی از معاملات آگاهانه را از دست می‌دهد، مدل MPIN، با لحاظ دقیق‌تر آن، احتمال بالاتری را برای معاملات آگاهانه توأم با اطلاعات در بازارهای مالی برآورد می‌کند.

۴. اریب PIN ریشه در فرض «وجود یک لایه اطلاعاتی» دارد و در فصول مختلف سال ۱۳۹۶ که مدل MPIN به طور متوسط ۲ لایه اطلاعاتی برای شرکت‌های فعال در حوزه انرژی را شناسایی نموده است، اریب PIN بسیار اندک بوده و بین ۵ تا ۸ درصد نوسان می‌کند، حال آنکه به موازات با افزایش تعداد لایه‌های اطلاعاتی، اریب PIN با سرعت رو به افزایش است و در ۱۳۹۸:۴ به رقم حدوداً ۱۸/۷ درصدی می‌رسد.

۵. گستره عدم تقارن اطلاعات در سطح زیربخش‌های انرژی (در سطح تحلیل میانه) حدود ۱/۲۵ برابر گستره عدم تقارن اطلاعات در سطح انرژی است به طوری که بین ۱۸/۹ درصد (برای پالایشگاه در ۱۴۰۱:۲) تا ۵۵/۹ درصد (برای برق، گاز و بخار در ۱۳۹۹:۲) در نوسان است، در حالی که دامنه پراکندگی MPIN در سطح کلان‌تر یعنی کل صنعت انرژی، مقادیر ۲۱ درصد تا ۵۱ درصد را منعکس می‌نمود. دامنه پراکندگی عدم تقارن اطلاعات در سطح خرد (سهام شرکت‌ها) نسبتاً وسیع‌تر بوده و از ۶/۴ درصد (برای سهام بجهرم از گروه برق، گاز، بخار در دوره ۱۴۰۱:۳) تا ۸۹/۹ درصد (برای سهام پیوند از گروه برق، گاز و بخار در دوره ۱۳۹۹:۲) گسترده است. این سطح از پراکندگی اطلاعات خصوصی در سطح بنگاه‌ها (سطح خرد)، حدوداً ۲/۸ برابر کل صنعت انرژی (سطح کلان) و ۲/۲۵ برابر متوسط عدم تقارن اطلاعات در زیربخش‌های انرژی (سطح میانه) است.

۶. میانگین عدم تقارن اطلاعات در بخش شیمیایی و پتروشیمی با ۳۴ نماد مورد بررسی براساس مدل MPIN حدوداً ۳۵ درصد است. کمترین عدم تقارن اطلاعات در این بخش به جم پیلن (با متوسط اطلاعات خصوصی ۲۸/۲ درصدی) و بیشترین آن به شسینا (با متوسط اطلاعات خصوصی ۴۴/۷ درصدی) اختصاص دارد.

۷. میانگین عدم تقارن اطلاعات در بخش پالایشگاه با ۱۰ شرکت مورد بررسی براساس مدل MPIN حدوداً ۳۰/۹ درصد است. نماد «شپنا» با عدم تقارن اطلاعات ۱۸/۹ درصدی، کمترین احتمال وجود اطلاعات خصوصی را در معاملات به خود اختصاص داده است در حالی که در سوی دیگر طیف، نماد «شسپا» با عدم تقارن اطلاعات ۳۸/۳ درصدی قرار می‌گیرد.

برآورد عدم تقارن اطلاعات با استفاده از معیارهای ریزساختار بازار؛ مطالعه موردی ... | مهاجری و همکار | ۱۶۹

۸. طبق برآورد MPIN از وجود اطلاعات خصوصی در صنعت برق، گاز، بخار با ۱۱ نماد مورد بررسی، میانگین عدم تقارن اطلاعات در این صنعت ۳۶/۳ درصد است. بیشترین سطح عدم تقارن اطلاعات در نماد «پیوند» با ۶۴/۷۵ درصد و کمترین سطح آن در نماد «مبین» با ۳۲/۳ درصد رخ داده است.

۹. برآورد PIN و پارامترهای آن نه تنها اریب دارد بلکه تصویر نسبتاً متفاوتی از جایگاه و رتبه‌بندی شرکت‌ها ارائه می‌دهد.

با توجه اینکه از یک سو شدت عدم تقارن اطلاعات در ایران نسبت به مقادیر برآورد شده در سایر کشورهای خارجی بالا بوده و روند آن نیز رو به افزایش است و از سوی دیگر، اطلاعات خصوصی در سطح زیربخش‌هایی با سهم بازاری اندک (برق، گاز و بخار) و شرکت‌های کوچکتر (نظیر پیوند، بگیلان و ...) بیشتر است، توصیه می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار، نظارت بیشتری بر شرکت‌ها و صنایع کوچک داشته و آن‌ها را ملزم به شفافیت بیشتر از طریق انتشار سریع اطلاعات مهم و اثرگذار بر درآمدها و هزینه‌های جاری و آتی شرکت نماید. همچنین، تحلیل اثرگذاری و کارایی سیاست‌ها به ویژه اعمال محدودیت‌های معاملاتی نظیر محدودیت‌های حجمی و دامنه نوسان قیمت که در کشورهای مختلف با هدف کاهش عدم تقارن اطلاعات و ارتقای اعتماد سرمایه‌گذاران خرد اعمال می‌شود، می‌تواند محور پژوهش‌های تکمیلی آتی قرار گیرد تا در طراحی و به‌کارگیری سیاست‌های بهینه یاری رساند. با عنایت به یافته‌های مقالات طالبلو و مهاجری (۱۴۰۱)، مهاجری و طالبلو (۱۴۰۱) و طالبلو و مهاجری (۱۳۹۹) مبنی بر افزایش شدت سرریز تلاطمات در بازار سهام ایران طی سال‌های اخیر و همچنین مطالعه مهاجری و همکاران (۱۴۰۱) در ارتباط با سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورسی فعال در حوزه انرژی، به نظر می‌رسد تحلیل تأثیر عدم تقارن اطلاعات بر ریسک‌های سیستمی در بازار سهام ایران، سرمایه‌گذاری و هزینه تأمین مالی از مهم‌ترین موضوعاتی است که می‌تواند اهمیت و نقش عدم تقارن اطلاعات را در بازار سهام بیش از پیش روشن سازد.

## ۷. تعارض منافع



تعارض منافی را نداریم.

## ۸. سپاسگزاری

نویسندگان از تمامی حامیان مالی و معنوی این پژوهش تقدیر می‌نمایند.

## ORCID

Parisa Mohajeri  
Reza Taleblou

 <http://orcid.org/0000-0001-7971-0678>  
 <https://orcid.org/0000-0002-8679-2920>

## ۹. منابع

- دولو، مریم و عزیزی، نازنین. (۱۳۹۶). واکاوای منشأ قیمت گذاری ریسک اطلاعات؛ شواهدی از معیار احتمال معاملات آگاهانه تعدیل شده. *تحقیقات مالی*، ۱۹(۳)، ۴۳۸-۴۱۵.
- طالبلو، رضا و رحمانیانی، مولود. (۱۳۹۶). اندازه گیری سطح عدم تقارن اطلاعات برای شرکت های منتخب فعال در بورس اوراق بهادار تهران: احتمال مبادله آگاهانه (PIN). *تحقیقات مدل سازی اقتصادی*، ۲۹، ۷۳-۹۸.
- طالبلو، رضا و مهاجری، پریرسا. (۱۳۹۹). الگوسازی سرایت تلاطم در بازار سهام ایران؛ رویکرد فضا-حالت غیر خطی. *تحقیقات اقتصادی*، ۵۵(۴)، ۹۹۰-۹۶۳.
- طالبلو، رضا و مهاجری، پریرسا. (۱۴۰۱). اتصالات و سرریز ریسک در بازار سهام ایران، یک تحلیل بخشی با به کارگیری مدل خودرگرسیون برداری با پارامترهای متغیر طی زمان (TVP-VAR). *مدل سازی اقتصادسنجی*، ۷(۳)، ۱۲۵-۹۵.
- طالبلو، رضا؛ شاکری، عباس و رحمانیانی، میلاد. (۱۳۹۸). مقایسه روش های مختلف تخمین احتمال مبادله آگاهانه در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش های اقتصادی ایران*، ۲۴(۷۸)، ۲۹-۱.
- مهاجری، پریرسا و طالبلو، رضا. (۱۴۰۱). بررسی پویایی های سرریز تلاطمات بین بازده بخش ها با رویکرد اتصالات خودرگرسیون برداری با پارامترهای متغیر در طول زمان (TVP-VAR)؛ شواهدی از بازار سهام ایران. *تحقیقات اقتصادی*، ۵۷(۲)، ۳۵۶-۳۲۱.
- مهاجری، پریرسا؛ طالبلو، رضا و خان احمدی، فاطمه. (۱۴۰۱). برآورد تلاطم قیمت نفت با استفاده از روش تلاطم تصادفی (SV) و تأثیر آن بر سرمایه گذاری شرکت ها. *پژوهشنامه اقتصاد انرژی ایران*، ۱۱(۲)، ۱۹۰-۱۶۱.

## References

- Atilgan, Y. (2014). Volatility Spreads and Earnings Announcement Returns. *Journal of Banking and Finance*, 38, 205-215.
- Brown, S. & Hillegeist, S.A. (2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. *Review Accounting Studies*, 12(2-3), 443-477.
- Brown, S., Hillegeist, S.A. & Lo, K. (2004). Conference Calls and Information Asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 343-366.

- Cepoi, C.O., Dragota, V., Trifan, R. & Lordache, A. (2023). Probability of Informed Trading during the COVID-19 Pandemic: The Case of the Romanian Stock Market. *Financial Innovation*, 9(34), 1-27.
- Chen, Q., Goldstein, I. & Jiang, W. (2007). Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price. *The Review of Financial Studies*, 20(3), 619-650.
- Chen, Y., & Zhao, H. (2012). Informed Trading, Information Uncertainty, and Price Momentum. *Journal of Banking and Finance*, 36(7), 2095-2109.
- Chung, K.H., Li, M. & McNish, T.H. (2005). Information-Based Trading, Price Impact of Trades, and Trade Autocorrelation. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1645-1669.
- Davallou, M. & Azizi, N. (2017). The Investigation of Information Risk Pricing; Evidence from Adjusted Probability of Informed Trading Measure. *Financial Research Journal*, 19(3), 415-438 (In Persian).
- De Cesari, A. & Huang-Meier, W. (2015). Dividend Changes and Stock Price Informativeness. *Journal of Corporate Finance*, 35, 1-17.
- Dennis, P.J. and Weston, J. (2001). Who's Informed? An Analysis of Stock Ownership and Informed Trading. American Finance Association 2002 Atlanta Meetings, Chicago, IL.
- Duarte, J. & Young, L. (2009). Why Is Pin Priced? *Journal of Financial Economics*, 91(2), 119-138.
- Duarte, J., Han, X., Harford, J. & Young, L. (2008). Information Asymmetry, Information Dissemination and the Effect of Regulation FD on the Cost of Capital. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 24-44.
- Easley D., & O'Hara, M. (1992). Time and the Process of Security Price Adjustment. *Journal of Finance*, 47(2), 577-605.
- Easley, D., Hvidkjaer, S. & O'Hara, M. (2002). Is Information Risk a Determinant of Asset Returns? *The Journal of Finance*, 57(5), 2185-2221.
- Easley, D., Hvidkjaer, S. & O'Hara, M. (2010). Factoring Information into Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 293-309.
- Easley, D., O'Hara, M. & Paperman, J.B. (1998). Financial Analysts and Information-Based Trades. *Journal of Financial Markets*, 1(2), 175-201.
- Easley, D., O'Hara, M. & Saar, G. (2001). How Stock Splits Affect Trading: A Microstructure Approach. *The journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 25-51.
- Ellul, A. & Pagano, M. (2006). IPO Underpricing and after-Market Liquidity. *Review of Financial Studies*, 19(2), 381-421.
- Ersan, O. & Alici, A. (2016). An Unbiased Computation Methodology for Estimating the Probability of Informed Trading (PIN). *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 43, 74-94.
- Ersan, O. (2016). Multilayer Probability of Informed Trading. *SSRN Electronic Journal*.

- Gan, Q., Wei, W. C., & Johnstone, D. (2015). A Faster Estimation Method for the Probability of Informed Trading using Hierarchical Agglomerative Clustering. *Quantitative Finance*, 15(11), 1805-1821.
- Ghachem M. & Ersan O. (2023). PINstimation: An R Package for Estimating Models of Probability of Informed Trading. *SSRN Electronic Journal*.
- Henry, T. R., Kisgen, D. J., & Wu, J. J. (2015). Equity Short Selling and Bond Rating Downgrades. *Journal of Financial Intermediation*, 24, 89-111.
- Hu, J. (2014). Does Option Trading Convey Stock Price Information? *Journal of Financial Economics*, 111 (3), 625-645.
- Hwang, L. S., Lee, W. J., Lim, S. Y., & Park, K. H. (2013). Does Information Risk Affect the Implied Cost of Equity Capital? An Analysis of PIN and Adjusted PIN. *Journal of Accounting and Economics*, 55 (2-3), 148-167.
- Jayaraman, S., & Shuang Wu, J. (2020). Should I Stay or Should I Grow? Using Voluntary Disclosure to Elicit Market Feedback. *The Review of Financial Studies*, 33(8), 3854-3888.
- Kang, M. (2010). Probability of Information-Based Trading and the January Effect. *Journal of Banking and Finance*, 34(12), 2985-2994.
- Lee, C. M., & Ready, M. J. (1991). Inferring Trade Direction from Intraday Data. *The Journal of Finance*, 46(2), 733-746.
- Lin, W.W. & Ke, W.C. (2011). A Computing Bias in Estimating the Probability of Informed Trading. *Journal of Financial Markets*, 14(4), 625- 640.
- Ma, R., Marshall, B. R., Nguyen, H. T., Nguyen, N. H., & Visaltanachoti, N. (2022). Climate Events and Return Comovement. *Journal of Financial Markets*, 61, 100731.
- Madhavan, A., Richardson, M. & Roomans, M. (1997). Why Do Security Prices Change? a Transaction-Level Analysis of NYSE Stocks. *Review of Financial Studies*, 10(4), 1035-1064.
- Martins, O.S. & Paulo, E. (2014). Information Asymmetry in Stock Trading, Economic and Financial Characteristics and Corporate Governance in the Brazilian Stock Market. *Accounting & Finance Review*, 25 (64), 33-45.
- Mohajeri, P. & Taleblou, R. (2023). Investigating the Dynamic of Volatility Spillovers across Sector's Return Utilizing a Time-Varying Parameter Vector Autoregressive Connectedness Approach; Evidence from Iranian Stock Market. *Economic Research (Tahghighat-E-Eghtesadi)*, 57(2), 321-359 (In Persian).
- Mohajeri, P., Taleblou, R. & KhanAhmadi, F. (2022). Estimating Oil Price Volatility Using Stochastic Volatility (SV) and Its Impact on Corporate Investment. *Iranian Energy Economics*, 11(2), 161-190 (In Persian).
- Odders-White, E. & Ready, M.J. (2006). Credit Ratings and Stock Liquidity. *Review of Financial Studies*, 19(1), 119-157.



- Pan, J. & Poteshman, A.M. (2006). The Information in Option Volume for Future Stock Prices. *Review of Financial Studies*, 19(3), 871-908.
- Taleblou, R. & Mohajeri, P. (2021). Modeling the Transmission of Volatility in the Iranian Stock Market; Space-State Nonlinear Approach. *Economic Research (Tahghighat-E-Eghtesadi)*, 55(4), 963-990 (In Persian).
- Taleblou, R. & Mohajeri, P. (2022). Connectedness and Risk Spillovers in Iranian Stock Market: Using TVP-VAR in a Sectoral Analysis. *Journal of Econometric Modeling*, 7(3), 95-125 (In Persian).
- Taleblou, R. & Rahmaniani, M. (2017). Measuring Probability of Informed Trading in Tehran Stock Exchange. *Journal of Economic Modeling Research*, 8(29), 73-98 (In Persian).
- Taleblou, R., Shakeri, A. & Rahmaniani, M. (2019). Comparing Different Methods of Estimation for Probability of Informed Trading in Tehran Stock Exchange. *Iranian Journal of Economic Research*, 24(78), 1-29 (In Persian).
- Vega, C. (2006). Stock Price Reaction to Public and Private Information. *Journal of Financial Economics*, 82(1), 103-133.
- Wu, W.S., Liu, Y.J., Lee, Y.T. & Fok, R.C. (2014). Hedging Costs, Liquidity, and Inventory Management: The Evidence from Option Market Makers. *Journal of Financial Markets*, 18, 25-48.
- Yan, Y. & Zhang, S. (2006). An Improved Estimation Method and Empirical Properties of the Probability of Informed Trading. Working Paper, University of Pennsylvania.
- Yan, Y. & Zhang, S. (2012). An Improved Estimation Method and Empirical Properties of the Probability of Informed Trading. *Journal of Banking and Finance*, 36 (2), 454-467.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

استناد به این مقاله: مهاجری، پریسا؛ طالبو، رضا. (۱۴۰۳). برآورد عدم تقارن اطلاعات با استفاده از معیارهای ریزساختار بازار؛ مطالعه موردی شرکت‌های بورسی حوزه انرژی ایران، پژوهشنامه اقتصاد انرژی ایران، ۵۰ (۱۳)، ۱۴۱-۱۷۳.



Iranian Energy Economics is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.