

بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و حجم معاملات اوراق اختیار فروش تبعی در بازار بورس اوراق بهادار تهران

علی خوزین، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علی‌آبادکتول

شیده میرزاپور، دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد گرگان

E-mail: Shm70@yahoo.com

چکیده - این پژوهش به بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و حجم مبادلات اوراق اختیار فروش تبعی در بازار بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. عدم تقارن اطلاعاتی موضوعی مهم و پرطرفدار در میان دانشگاهیان بوده و پژوهش‌های بسیاری در این زمینه صورت گرفته است. عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بر میزان معاملات و نقدشوندگی سهام یک شرکت موثر باشد. عدم تقارن اطلاعاتی یکی از عوامل مهم در تصمیم‌گیری می‌باشد. وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار باعث می‌شود سرمایه‌گذاران برای جبران ریسک سرمایه‌گذاری تقاضای بازده بالاتر کنند که بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اختلاف ایجاد شده و هر چه این اختلاف بیشتر باشد میزان عدم تقارن اطلاعاتی شرکت موردنظر بیشتر خواهد بود که باعث عدم اطمینان سرمایه‌گذاران از دریافت بازده مناسب ناشی از سرمایه‌گذاری خواهد شد. برای آزمون فرضیه‌ها به علت نوع داده روش کار در این پژوهش روش سری زمانی بوده و از روش‌های آماری مناسب با آن مانند آزمون دیکی فولر (ریشه واحد)، آزمون وایت (ناهمسانی واریانس)، آزمون بروش گادفری (خودهمبستگی) استفاده شده است. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی - همبستگی است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و حجم مبادلات اوراق اختیار فروش تبعی رابطه معناداری وجود ندارد.

واژگان کلیدی: عدم تقارن اطلاعاتی، اوراق اختیار فروش تبعی، بازار بورس اوراق بهادار تهران

مقدمه

اوراق مشتقه در سراسر دنیا و در کلیه بازارهای مالی، چه در داخل بازارهای رسمی سهام و اوراق بهادار و چه در خارج از آنها، همواره یکی از مهم‌ترین ابزارهای مالی مربوط به سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک بوده‌اند. تحولات دهه‌های اخیر در حوزه‌های مختلف مالی، اقتصادی، فن‌آوری اطلاعات و غیره به همراه تغییرات

ناگهانی نرخ های ارز و اوراق بهادار و شوک های اقتصادی پی در پی در سطح جهان، منجر به ظهور پدیده‌ای جدید به نام ابزارهای مشتقه در بازارهای پولی و مالی بین‌المللی گردیده است. ارزش ابزارهای مشتقه به ارزش دارایی‌های اساسی و شاخص قیمت اوراق بهادار وابسته است. در مفاهیم مالی ابزار مشتقه عبارت است از قراردادی که از یک طرف حق و حقوق و از طرف دیگر تعهدات منتشرکنندگان اوراق و افرادی که این اوراق را خریداری و برای تبدیل به گردش نقدی در آینده (یا مبادله با نوع دیگری از اوراق یا دارایی) بر پایه احتمالات آتی نگه می‌دارند، بیان می‌کنند. (خوزین، علی، دنکوب، مرتضی، ۱۳۹۳) بازارهای مالی براساس واگذاری فوری کالا یا واگذاری آینده به بازار نقدی و بازار اوراق مشتقه تقسیم می‌شود. در بازار نقدی، کالا یا خدمت در زمان حال مبادله و کالا یا خدمت با فاصله کمی تحویل می‌شود. ولی در بازار مشتقات، قرار معامله یا خود معامله در زمان حال انجام شده و تحویل، به آینده موکول می‌شود. (معصومی نیا، غلامی، ۱۳۸۷)

درخصوص اختیار فروش تبعی، سهامداران عمده می‌توانند اوراقی را تحت عنوان آپشن یا اختیار منتشر کنند و از این طریق ریسک سرمایه‌گذاران خود را کاهش دهند و در عین حال ریسک نوسان منفی قیمت یک سهم را هم کمتر کنند. با این طرح سهام به‌طور کامل بیمه می‌شود. بیمه کردن سهام یا به اصطلاح اوراق اختیار فروش تبعی، به این معنی است که در این ابزار نوسانات و زیان سهام بیمه می‌شود. یعنی سهام‌دار عمده اوراق را می‌فروشد و کسی که این اوراق را خریداری می‌کند در صورت پایین‌تر آمدن قیمت سهم زیان آن جبران می‌شود.

منظور از بازار بورس، بازاری است که محصولات مختلف و متنوع مربوط به شرکت‌های مختلف در آن دادوستد می‌گردد. تنوع بخشیدن به کالاهای مورد معامله در این بازار یا همان ابزارهای انجام دادوستد می‌تواند حجم سرمایه‌گذاری در بازار اوراق بهادار را چه از نظر مبلغ و چه از نظر تعداد سرمایه‌گذار افزایش دهد. (خوزین، علی، دنکوب، مرتضی، ۱۳۹۳)

این امر در رابطه با اوراق اختیار فروش تبعی نیز صادق است. هرچه این اوراق در بازار سطح معاملاتی بالاتری داشته باشد به افزایش کارایی بازار کمک می‌نماید و در نتیجه این افزایش کارایی باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران سود بیشتری کسب نمایند.

یکی از موضوعاتی که در دهه‌های اخیر در حوزه دانش اقتصاد در حال گسترش می‌باشد، اقتصاد اطلاعات است. اینکه اطلاعات چگونه است در تعیین مکانیزم قیمت اطلاعات و رسیدگی به کارایی اهمیت دارد. اگر اطلاعات در دسترس همگان یکسان بوده و همه افراد حاضر در بازار موردنظر اطلاعات یکسانی داشته باشند

می‌گوییم فرض تقارن اطلاعات برقرار بوده و هیچکس به علت نداشتن اطلاعات در معرض عدم دستیابی به کارایی قرار نخواهد گرفت. از آنجا که در واقعیت افراد حاضر در بازار خاص نسبت به امر موردنظر اطلاعات یکسانی ندارند لذا افراد با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه هستند. در رابطه با عدم تقارن اطلاعاتی می‌توان گفت که مدیران به‌عنوان مسئول تهیه صورت‌های مالی آگاهی کامل بر وضعیت مالی شرکت دارند و با برخورداری از این آگاهی بیشتر نسبت به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی به‌صورت بالقوه سعی در مطلوب جلوه دادن واحد تجاری دارند که باعث می‌شود انگیزه افراد برون سازمانی برای سرمایه‌گذاری افزایش یابد. در این صورت یک شکاف اطلاعاتی بین استفاده‌کنندگان داخلی و خارجی به‌وجود می‌آید که عدم تقارن اطلاعاتی نامیده می‌شود. (جلیلی، بادآورنده‌دی، کریمی، ۱۳۹۲)

پیشینه پژوهش

براون و هایلجیست (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که کیفیت افشا به‌طور معکوس به عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط است. همچنین، بین کیفیت افشا و میزان معاملات سهامداران نی که دسترسی به اطلاعات محرمانه دارند، رابطه‌ای معکوس وجود دارد. علاوه بر آن، با توجه به یافته‌های قبلی مبنی بر این که هزینه سرمایه با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش می‌یابد، نتایج بیانگر این است که شرکت‌های با کیفیت افشای بیشتر، هزینه سرمایه پایین‌تری دارند.

همچنین لیساکونس (Koonce, L. et al. 2004) در تحقیقات خود به این نتیجه رسید که اطلاعاتی که شرکت‌ها در مورد ابزارهای مالی و مشتقه فراهم می‌آورند باید به قضاوت در مورد ارزیابی ریسک این ابزارها کمک نماید. با این حال نتایج این تحقیق نشان داد که چنین اطلاعاتی اغلب برای رسیدن به نتیجه عنوان شده موثر نیستند. این محققان از طریق یک سری آزمایشات نشان داده‌اند که شرکت‌های مورد مطالعه اقدام به فراهم آوردن و مخابره اطلاعات در ابزارهای مالی و مشتقه می‌نمایند تا باعث شوند سرمایه‌گذاران، این ابزارها را در مقایسه با ابزارهای مشابه از لحاظ ریسک، به گونه‌ای دیگر ارزیابی نمایند.

تحقیقات رنه ام استولز (Stulz, R.M. 2004) نیز نشان داد که ابزارهای مشتقه به شرکت‌ها و افراد اجازه می‌دهند که ریسک‌ها را پوشش داده و به‌طور کارا متحمل ریسک شوند. آنها همچنین می‌توانند برای شرکت ریسک‌زا باشند؛ مخصوصاً هنگامی که شرکت در استفاده از آنها بی‌تجربه بوده و یا به‌صورت موردی و تصادفی از اوراق مشتقه استفاده کند. برای یک اقتصاد به‌طور یکجا ضرر و زیان ناشی از سقوط مقدار زیادی از مشتقات منجر به ریسک سیستماتیک می‌گردد. براساس نتایج پژوهش استولز، واحدهای تجاری و افراد نباید

هراسی از به کارگیری ابزارهای مشتقه داشته باشند، به شرطی که از زیان‌ها و منافع بالقوه آنها آگاهی داشته و با در نظر گرفتن همه جوانب اقدام به استفاده از ابزارهای مالی نمایند.

طبق نظر اسکات و همکاران (۲۰۰۳) زمانی که یکی از طرفین معامله نسبت به طرف دیگر، دارای مزیت اطلاعاتی باشد، می‌گویند سیستم اقتصادی از دیدگاه اطلاعات، نامتقارن است. در تئوری حسابداری، مسئله نامتقارن بودن اطلاعات دارای اهمیت زیادی است زیرا بازارهای اوراق بهادار دستخوش تهدیدهای ناشی از مسئله عدم تقارن اطلاعاتی قرار می‌گیرند و این به دلیل وجود اطلاعات درون سازمانی است. حتی اگر قیمت به طور کامل تمام اطلاعات موجود در بازار را به همگان منعکس کند، باز هم این احتمال وجود دارد افراد درون سازمان، نسبت به افراد خارج از سازمان، دارای اطلاعات بیشتری باشند. در این زمان، این افراد از مزیت داشتن اطلاعات استفاده می‌کنند و به منافع بیشتری دست می‌یابند. زمانی که سرمایه‌گذاران خارجی از این موضوع آگاه شوند، بدیهی است مبالغی را که آماده بودند در صورت وجود اطلاعات کامل، برای اوراق بهادار پرداخت کنند، نمی‌پردازند و بدین‌گونه در برابر زیان‌های احتمالی ناشی از وجود اطلاعات محرمانه، واکنش نشان می‌دهند.

ایزلی و اوهارو (۱۹۹۲) در یافته‌های خود پی بردند هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی افزایش یابد شاهد افزایش حجم مبادلات نیز خواهیم بود.

به عقیده خوزین و دنکوب (۱۳۹۰) هنگامی که یک ابزار جدید مالی در یک محیط اقتصادی خاص معرفی می‌شود برای موفقیت احتیاج به عواملی دارد. این عوامل موفقیت عبارتند از قانونی بودن، کارا بودن، و مقبول واقع شدن. به هر حال رشد سریع و افزایش پیچیدگی‌های مشتقات، تقاضای استفاده‌کنندگان نهایی را در پیدا کردن راهی برای مدیریت بهتر ریسک‌های مالی را افزایش داده و نیز ظرفیت‌هایی را برای استفاده از خدمات مالی برای پاسخگویی به تقاضای بازار به همراه دارد. برخی از مشتقه‌ها که توسط شرکت‌های بزرگ صادر شده‌اند، به صورت استاندارد و تضمین شده در بورس سازمان یافته و معامله می‌شوند و برخی در حاشیه بورس و به صورت خارج از بورس، با توافق و مذاکره دو طرف مورد معامله قرار می‌گیرد.

عدم تقارن اطلاعاتی مابین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه موجب ایجاد هزینه‌های نمایندگی می‌شود که این امر به نوبه خود بازده موردانتظار سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد؛ لذا ذی‌نفعان هر، شرکتی به دنبال مکانیزمی در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی هستند. (خوش‌طینت، ۱۳۸۶)

قائمی و وطن‌پرست (۱۳۸۴) نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که در دوره مورد مطالعه، عدم تقارن

اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران بین سرمایه‌گذاران وجود داشته و این امر در دوره‌های قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره‌های پس از اعلان سود است. همچنین مشخص شد که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام مرتبط بوده است، به طوری که در دوره قبل از اعلان سود، حجم مبادلات افزایش یافته و قیمت سهام شرکت‌ها نیز دچار نوسان شد.

فرضیه تحقیق

با توجه به مطالب گفته شده و به منظور بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و مبادلات اختیار فروش تبعی در بورس اوراق بهادار تهران، فرضیه زیر ارائه گردید:

بین عدم تقارن اطلاعاتی و حجم مبادلات اختیار فروش تبعی در بازار بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی - همبستگی است. روش کار در این پژوهش روش سری زمانی می‌باشد. جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ می‌باشد.

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

متغیر مستقل

اوراق اختیار فروش تبعی: در این پژوهش به اوراق مشتقه مبادله شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از لحاظ حجم و تعداد اوراق مبادله شده گفته می‌شود. از سایت بورس تعداد اوراق اختیار فروش تبعی هر شرکت برای هر روز استخراج و به عنوان حجم معاملات اختیار فروش تبعی در نظر گرفته می‌شود. برای محاسبه عدم تقارن در بورس اوراق بهادار تهران از مدل زیر استفاده می‌شود. این مدل توسط چیانگ و وینکاتش در سال ۱۹۸۶ برای تعیین دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مورد استفاده قرار گرفت.

$$SPREAD_{it} = \frac{\text{بیشترین قیمت} * \text{کمترین قیمت}}{2(\text{بیشترین قیمت} + \text{کمترین قیمت})} \times 100$$

که در آن:

t = دوره زمانی مورد بررسی

i = نمونه مورد بررسی

SPREAD = دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

متغیر وابسته

تعداد اوراق اختیار فروش تبعی که در روز t معامله شده است.

است شده معامله t روز در که تبعی فروش اختیار اوراق تعداد

$$= \frac{\text{شده معامله فروش اختیار اوراق تعداد}}{\text{شده منتشر تبعی فروش اختیار اوراق کل}}$$

متغیر کنترلی

بازدهی بازار: در فرایند سرمایه گذاری نیروی محرکی که ایجاد انگیزه می‌نماید و پاداش برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌گردد.

$$\text{بازده بازار} = \frac{\text{شاخص کل بازار سهام روز } t - \text{شاخص کل بازار سهام روز } t-1}{\text{شاخص روز } t-1}$$

براساس پیشینه پژوهش‌های انجام شده مدل رگرسیونی که برای آزمون فرضیه استفاده شده است به شرح زیر می‌باشد:

$$VPO_{it} = \beta_0 + \beta_1 IA_{it} + \beta_2 SL_{it} + \beta_3 MR_{it-t} + e_{it}$$

VPO = حجم معاملات اوراق اختیار فروش تبعی (volume put option)؛ IA = عدم تقارن اطلاعاتی

SL = نقدینگی سهام (Stock liquidity)؛ MR = نرخ بازار (Market Return)

(Return)

نتایج پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی این پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است. با توجه به نتایج جدول (۱)، برای متغیر حجم معاملات اختیار فروش تبعی (VPO) میانگین، میانه، ماکزیمم، مینیمم و انحراف معیار به ترتیب ۲۶۳۰۴۱٫۸، ۴۰۱۱۶٫۵، ۳۲۹۱۱۸۳، ۱،۰۰ و ۵۴۴۴۳۸٫۷ می‌باشد که کمترین مقدار

مربوط به چادرمولو، بانک ملت، پتروشیمی تأمین، ارتباطات سیار ایران، سرمایه‌گذاری غدیر، بانک صادرات ایران، بانک تجارت و مخابرات ایران و همین‌طور بیشترین مقدار مربوط به صنایع مس ایران می‌باشد. برای متغیر عدم تقارن اطلاعاتی (IA) میانگین، میانه، ماکزیمم، مینیمم و انحراف معیار به ترتیب ۲,۷۹۴۰، ۲,۹۶۱۲، ۳۶,۹۱۶۰، ۰,۰۰۰۰ و ۲,۲۰۳۴ می‌باشد که کمترین مقدار مربوط به چادرمولو، پتروشیمی تأمین، پتروشیمی کرمانشاه، سرمایه‌گذاری غدیر، صنایع مس ایران، ایران خودرو، صنایع بهشهر، بانک اقتصاد نوین و ساختمان ایران و همین‌طور بیشترین مقدار مربوط به ساختمان ایران می‌باشد. برای متغیر نقدینگی سهام (SL) میانگین، میانه، ماکزیمم، مینیمم و انحراف معیار به ترتیب ۰,۰۵۴۰، ۰,۰۲۱۰، ۱,۰۲۵۰، ۰,۰۰۰۰ و ۰,۱۱۰۱ می‌باشد که کمترین مقدار مربوط به چادرمولو و بیشترین مقدار مربوط به بانک ملت می‌باشد. برای متغیر نرخ بازار (MR) میانگین، میانه، ماکزیمم، مینیمم و انحراف معیار به ترتیب ۰,۰۲۶۲، -۰,۰۰۰۰، ۲,۴۶۹۰، -۲,۱۶۸۰ و ۰,۶۹۶۲ می‌باشد که کمترین مقدار مربوط به سرمایه‌گذاری و بیشترین مقدار مربوط به صنایع بهشهر و پتروشیمی اراک می‌باشد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

	VPO (حجم معاملات اختیار فروش تبعی)	IA (عدم تقارن اطلاعاتی)	SL (نقدینگی سهام)	MR (نرخ بازار)
میانگین	263041.8	2.9612	0.0540	-0.0262
میانه	40116.5	2.7940	0.0210	0.0000
ماکزیمم	3291183	36.9160	1.0250	2.4690
مینیمم	1.0000	0.0000	0.0000	-2.1680
انحراف معیار	544438.7	2.2034	0.1101	0.6962
ضریب چولگی	3.2707	6.8578	5.1328	0.4282
ضریب کشیدگی	14.5000	97.0952	35.7019	3.7191
مشاهدات	654	654	654	654

آزمون ریشه واحد

قبل از تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها پایایی متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار گرفته است. پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به‌وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. بدین منظور از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته استفاده شده است که نتایج آن در جدول زیر ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که Prob تمامی متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین تمامی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند.

جدول ۲- نتایج آزمون دی‌کی فولر جهت بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	آماره χ^2 دیکی فولر	p-value	نتیجه آزمون
VPO (حجم معاملات اختیار فروش تبعی)	-7.5438	0.0000	H_0 رد می‌شود
IA (عدم تقارن اطلاعاتی)	-21.3898	0.0000	H_0 رد می‌شود
SL (نقدینگی سهام)	-8.0957	0.0000	H_0 رد می‌شود
MR (نرخ بازار)	-18.8949	0.0000	H_0 رد می‌شود

آزمون ناهمسانی واریانس

در پژوهش‌ها همواره حالت‌هایی فرض می‌شود که اگر این حالت‌ها وجود نداشته باشد، آزمون‌های آماری مربوطه مورد تردید قرار خواهند گرفت. یکی از این حالت‌ها که با تخمین مدل از طریق رگرسیون حداقل مربعات در ارتباط می‌باشد، همسانی واریانس است. در این پژوهش برای تخمین ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون وایت برای کشف ناهمسانی واریانس

فرضیه H_0	نوع آماره	مقدار آماره	p-value	نتیجه آزمون
مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد	آماره F	1.0715	0.3818	H_0 تأیید می‌شود
	آماره $obs \times R^2$	9.6484	0.3797	H_0 تأیید می‌شود

بنابر نتایج حاصل از این آزمون که در جدول شماره ۳ آورده شده است، در مدل رگرسیون پژوهش، مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد (زیرا احتمال یا p-value محاسبه شده بیشتر از ۰,۰۵ است).

آزمون خودهمبستگی

در این پژوهش برای بررسی وجود مشکل خودهمبستگی از آزمون بروش گادفری استفاده شده است.

جدول ۴- نتایج آزمون بروش گادفری برای کشف خودهمبستگی

نتیجه آزمون	p-value	مقدار آماره	نوع آماره	فرضیه H_0
H_0 رد می‌شود	0.0000	180.2454	آماره F	مدل دچار خودهمبستگی در بین اجزای اخلاص نیست
H_0 رد می‌شود	0.0000	233.7761	آماره $obs \times R^2$	

بنابر نتایج حاصل از این آزمون که در جدول شماره ۴ آورده شده است، فرض H_0 رد شده است. (زیرا احتمال یا p-value محاسبه شده کمتر از ۰,۰۵ است). بنابراین می‌توان نتیجه گرفت در جملات خطا همبستگی وجود دارد. برای رفع مشکل خودهمبستگی، از تکنیک اتو رگرسیون مرتبه اول ($AR(1)$) استفاده می‌کنیم.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون مدل پژوهش به شرح جدول (۵) می‌باشد:

جدول ۴-۵- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل پژوهش

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (sig)
B0 (عرض از مبدأ)	9.7060	0.3036	31.9654	0.0000
IA (عدم تقارن اطلاعاتی)	0.0406	0.0457	0.8882	0.3748
SL (نقدینگی سهام)	0.7719	0.9969	0.7743	0.4390
MR (نرخ بازار)	-0.3871	0.1541	-2.5115	0.0123
AR (اتو رگرسیون مرتبه اول)	0.5982	0.0315	19.0017	0.0000

0.0000	سطح معنی‌داری آماره F فیشر	94.8349	آماره F فیشر
2.21696	دوربین واتسون	0.3692	ضریب تعیین

قبل از آزمون فرضیه پژوهش براساس نتایج به‌دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به سطح معنی‌داری آماره F محاسبه شده (۰,۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۳۷ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (حجم معاملات اختیار فروش تبعی)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

نتایج فرضیه تحقیق

فرضیه این پژوهش که عبارت است از:

بین عدم تقارن اطلاعاتی و حجم مبادلات اختیار فروش تبعی در بازار بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

مورد آزمون قرار گرفت و نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش برای بررسی ارتباط مذکور به شرح زیر است:

ضریب برآوردی متغیر مستقل IA در جدول بالا نشان‌دهنده عدم رابطه معنادار میان عدم تقارن اطلاعاتی و حجم معاملات اختیار فروش تبعی در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، بیشتر از ۰,۰۵ به‌دست آمده است. بنابراین می‌توان گفت بین عدم تقارن اطلاعاتی و حجم معاملات اختیار فروش تبعی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود ندارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل SL در جدول بالا نشان‌دهنده عدم رابطه معنادار میان نقدشوندگی سهام و حجم معاملات اختیار فروش تبعی در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، بیشتر از ۰,۰۵ به‌دست آمده است. بنابراین می‌توان گفت بین نقدشوندگی سهام و حجم معاملات اختیار فروش تبعی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود ندارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل MR در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنادار میان نرخ بازار و حجم معاملات اختیار فروش تبعی در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب

این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ به دست آمده است. بنابراین می‌توان گفت بین نرخ بازار و حجم معاملات اختیار فروش تبعی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

نتیجه‌گیری

همان‌طور که در ابتدا گفته شد برای این پژوهش یک فرضیه تدوین شده است. این فرضیه عنوان می‌دارد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و حجم مبادلات اختیار فروش تبعی در بازار بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معناداری وجود دارد. براساس آزمون‌های انجام شده این فرضیه مورد تایید قرار نمی‌گیرد.

عدم تقارن اطلاعاتی یعنی موقعیتی که در آن یک عامل اقتصادی در مورد مبادله خود اطلاعات خاصی دارد که طرف دیگر مبادله به آن دسترسی ندارد. عدم تقارن اطلاعاتی یکی از پدیده‌های منفی است که به‌طور معمول در بازارهای اوراق بهادار رخ می‌دهد که شرایطی است که در آن اطلاعات دو طرف معامله تفاوت زیادی داشته باشد. طبق این تعاریف از عدم تقارن اطلاعاتی، هنگام تدوین فرضیه این انتظار وجود داشت که بین این دو متغیر رابطه معناداری داشته باشد. در واقع دو حالت برای این ارتباط متصور بود.

اول اینکه با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی احتمال کاهش حجم مبادلات وجود دارد زیرا به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی، اطلاعات به‌صورت نامتقارن بین افراد توزیع می‌گردد به بیان دیگر انتقال اطلاعات به‌صورت نابرابر بین افراد صورت می‌گیرد. 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 موردنظر قائل می‌شوند متفاوت خواهد بود. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش موردانتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت که در نتیجه این امر کاهش حجم مبادلات سهام در بازار امکان‌پذیر خواهد بود. در این صورت کاهش حجم مبادلات اوراق اختیار فروش تبعی نیز ممکن خواهد بود. این موضوع نشان‌دهنده رابطه معکوس بین متغیرهای فرضیه می‌باشد. اما عکس این موضوع نیز محتمل بود. به این معنا که چون افزایش عدم تقارن اطلاعاتی باعث افزایش ریسک معاملات در بازار سرمایه می‌گردد و به دلیل اینکه اوراق اختیارفروش تبعی در واقع نوعی بیمه سهام بوده و سهام را در برابر نوسانات و زیان بازار سرمایه بیمه می‌کند، در نتیجه سرمایه‌گذار هنگام سرمایه‌گذاری ترجیح می‌دهد که اوراق اختیارفروش تبعی سهم را خریداری کند تا سهام خود را بیمه کند. که این امر باعث افزایش حجم مبادلات اوراق اختیارفروش تبعی می‌گردد. تحت این شرایط می‌توان گفت بین عدم تقارن اطلاعاتی و حجم مبادلات اوراق اختیارفروش تبعی رابطه مستقیم وجود دارد.

در رابطه با نتایج حاصل از آزمون متغیر کنترلی پژوهش، یعنی بازده بازار، بیانگر وجود رابطه منفی و معنادار می‌باشد. به این معنا که با افزایش بازده بازار تقاضا برای اوراق اختیارفروش تبعی کاهش می‌یابد. اما با کاهش بازده بازار امکان افزایش ریسک وجود خواهد داشت در نتیجه تقاضا برای اوراق اختیارفروش تبعی افزایش می‌یابد. در واقع با کاهش بازده بازار سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری به خرید اوراق اختیار فروش تبعی خواهند داشت.

با این حال نتایج موردنظر از فرضیه اصلی پژوهش حاصل نشد و بین متغیرهای تحقیق ارتباط معناداری وجود ندارد. در حالی که این موضوع در رابطه با معاملات سهام بررسی شده و نتایج حاصل از بررسی‌ها حاکی از وجود ارتباط معنادار بین متغیرهای تحقیق می‌باشد. طبق پژوهش‌های انجام شده در رابطه با ارتباط عدم تقارن اطلاعاتی و معاملات سهام، مانند پژوهش انجام شده توسط صابر جلیلی و همکاران، بیانگر رابطه معناداری بین عدم تقارن اطلاعاتی و معاملات سهام می‌باشد. براساس این پژوهش معاملات سهام باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد. همچنین لین و همکاران (۲۰۱۲) در تحقیق خود به این نتیجه رسیده‌اند که بین حجم معاملات و تعداد معاملات با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی و معنادار وجود دارد. شاید بتوان گفت یکی از دلایلی که مانع از رسیدن این پژوهش به نتایج موردنظر شد، تاحدودی عدم آگاهی و ناشناخته بودن اوراق اختیارفروش تبعی، کارکردها و مزایای آن در بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران باشد. با توجه به نتایج حاصله از آزمون فرضیه پژوهش، می‌توان گفت وجود شرایطی مانند افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه تاثیری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران و دیگر فعالان بازار سرمایه در رابطه با استفاده از اوراق اختیار فروش تبعی نخواهد داشت. در واقع وجود این شرایط در بازار سرمایه در هنگام معاملات سهام و تصمیم به خرید اوراق اختیار فروش تبعی سهام موردنظر، در زمان معامله، در حال حاضر کمتر مورد توجه سرمایه‌گذاران و دیگر فعالان بازار سرمایه می‌باشد. به بیان دیگر وجود این شرایط در بازار سرمایه عاملی برای توجه و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جهت استفاده از اوراق اختیار فروش تبعی در معاملات سهام نمی‌باشد. در بین عوامل ذکر شده، عامل بازده بازار - به‌عنوان متغیر کنترلی تحقیق - بر تصمیمات سرمایه‌گذاران جهت به-کارگیری اوراق اختیارفروش تبعی تاثیرگذار بوده است.

با توجه به پژوهش‌های انجام شده در رابطه با ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و معاملات سهام توسط پژوهشگران مختلف مانند صابر جلیلی که بیان‌کننده وجود ارتباط بین این دو متغیر است توصیه می‌گردد که سرمایه‌گذاران در زمان انجام معاملات به عدم تقارن اطلاعاتی موجود در بازار توجه نمایند.

در نظر گرفتن ریسک حاصل از عدم تقارن اطلاعاتی موجود در بازار سرمایه به هنگام انجام معاملات و توجه به این موضوع که اوراق اختیارفروش تبعی سهام موردنظر سرمایه‌گذار را در برابر ریسک‌ها و نوسانات موجود در بازار بیمه می‌کند.

منابع

۱. خوزین، علی، دنکوب، مرتضی، اولویت‌بندی عوامل موثر در به‌کارگیری اوراق مشتقه در بورس اوراق بهادار تهران، (۱۳۹۳)، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره هفتم
۲. قائمی، محمدحسین، وطن‌پرست، محمدرضا، بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، (۱۳۸۴)، سال دوازدهم، شماره ۴۱، ص ۸۵-۱۰۳
۳. جلیلی، صابر، بادآورنهدی، یونس، کریمی، بهروز، بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی، معاملات و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
4. Koonce, L.M.G.Lipe, and M.L.McAnally, Judging the Risk of Financial Instrument: Problems and Potential Remedies, (2004) working paper University of texas.
5. Stulz, Rene M. Should We Fear Derivatives? (2004), Journal of Economic Perspectives- Volume 18, Nuber 3, ppl 173- 192
6. Easley, D. And M. O'Hara (1992). "Time and the process of security price adjustment". The Journal of Finance, No. 47(2), PP. 577-605.
7. Lin, Y. M, You, S-J, and Hung, M, S, Information Asymmetry and Liquidity Risk. (2012) International Review of Business Research Papers, 112-131

«مقاله منتخب پنجمین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری گرگان»