

نقد و بررسی کتاب: "اطلاعات نامتقارن در بازارهای مالی؛ مقدمه و کاربردها"¹

دکتر سیدحسین میرجلیلی²

1- مقدمه

مطالعه اطلاعات نامتقارن از اوایل دهه 1970 آغاز شد و از دهه 1980 در رشته‌های مالی و اقتصاد به کار رفت. اکنون اطلاعات نامتقارن ابزار کار اصلی اقتصاد مالی شده است. جایزه نوبل سال 2001 در اقتصاد به خاطر مطالعات مربوط به اطلاعات نامتقارن به جورج آکرف، میشل اسپنس و جوزف استیگلیتز داده شد.

اطلاعات نامتقارن و شواهد نظری و عملی آن، اکنون جعبه ابزار هر متخصص اقتصاد مالی را تشکیل می‌دهد. نظریه اطلاعات نامتقارن بر درک ما از عملیات نهادها و بازارهای مالی، تأثیر گذاشته است. پیامدهای ناشی از اطلاعات نامتقارن برای برخی موضوعات مالی و اقتصادی مانند: بدهی شرکت، سیاست سود سهام و سرمایه‌گذاری، عمق و دوره زمانی

¹ "Asymmetric Information in financial Markets: Introduction and Applications",
By: Ricardo N. Rebczuk, Cambridge University press, 2003 (159 pages)

² دانشیار پژوهشکده اقتصاد - پژوهشگاه علوم انسانی

چرخه‌های کسب و کار، نرخ رشد اقتصادی درازمدت و منشاء بحران‌های مالی و بین‌المللی در این کتاب مورد بررسی قرار می‌گیرد.

این کتاب رابطه میان عوامل مالی و اقتصاد کلان را به طور واضح توضیح می‌دهد و درک بهتری از نژادهای مالی و نقش آنها در نوسان‌های اقتصادی ایجاد می‌کند.

هدف کتاب "اطلاعات نامتقارن در بازارهای مالی"، ارایه توضیح قابل فهم و با کاهش پیچیدگی ریاضی است و لذا آمار، جبر مقدماتی، نمودارها و شواهد متقاعدکننده جهان واقعی را به کار می‌برد. مؤلف کتاب پرفسور ریکاردو ریسزوک، استاد دپارتمان اقتصاد در دانشگاه ملی پالاتا آرژانتین است و توسط انتشارات دانشگاه کمبریج انگلستان در سال 2003، منتشر شده است.

2- معرفی محتوای کتاب

این کتاب به سه بخش تقسیم شده است. بخش اول در مورد مبانی مفهومی است. بخش دوم در مورد کاربردهای اطلاعات نامتقارن در مالیه شرکتی است و بخش سوم به بررسی کاربردهای اطلاعات نامتقارن در اقتصاد کلان، اختصاص دارد.

فصل اول با ارایه سه مثال ساده، سه نوع عدم تقارن اطلاعات را معرفی می‌کند که بر رابطه وام‌دهنده - وام‌گیرنده اثر می‌گذارد.

اول انتخاب بد³ است که قبل از اعطای وام اتفاق می‌افتد و وام‌گیرنده به درستی انتخاب نمی‌شود و از آنجا که وام‌گیرنده، وجوه را در پروژه‌های با ریسک بالا به کار می‌برد، لذا احتمال عدم بازپرداخت وام، قابل ملاحظه است و در واقع از ناتوانی وام‌دهنده در غربال کردن⁴ پروژه‌ها، منتفع می‌شوند.

اما مخاطرة اخلاقی⁵ (که وام‌دهنده نمی‌تواند مشاهده کند که وام‌گیرنده، وجوه اعطایی وام‌دهنده را در کدامیک از دو پروژه، سرمایه‌گذاری می‌کند) و هزینه‌های زیرنظر گرفتن⁶ وام‌گیرنده برای حصول اطمینان از مصرف منابع بعد از اعطای وام صورت می‌گیرد در انتخاب بد (یا نامناسب) و هزینه‌های زیرنظر گرفتن، وام‌گیرنده فرض می‌شود قبلاً پروژه را انتخاب کرده است، در حالی که در مخاطرة اخلاقی، وام‌گیرنده می‌تواند وجوه دریافت شده را برای پروژه دیگری به کار ببرد.

فصل دوم به معرفی مکانیزم‌های حمایتی در مقابل اطلاعات نامتقارن می‌پردازد. بدین منظور مثال انتخاب بد، برای توضیح پدیده سهمیه‌بندی اعتباری⁷، مورد استفاده قرار می‌گیرد که وام‌دهنده، به جای افزایش نرخ بهره، میزان اعتبار اعطایی را با سهمیه‌بندی، محدود می‌کند. استفاده از وثیقه و همچنین استفاده وام‌گیرنده از وجوه داخلی جهت تأمین مالی بخشی از

³ Adverse Selection

⁴ Screening

⁵ Moral Hazard

⁶ Monitoring costs

⁷ Credit – rationing

پروژه، مثال‌هایی از روش‌های اجتناب از انتخاب بد در قراردادهای بدهی است که در این فصل معرفی شده است.

در فصل سوم رابطه اطلاعات نامتقارن و تأمین مالی شرکتی توضیح داده شده است. با توجه به اینکه بازار مالی، منبع تأمین مالی وام‌گیرنده را علامتی برای "کیفیت" پروژه می‌داند، مثال انتخاب بد برای استخراج رتبه‌بندی ترجیح شرکت‌ها در مورد منابع تأمین مالی پروژه (استفاده از وجوه خود، بدهی و انتشار سهام) و همچنین بررسی پیامدهای هزینه سرمایه برای هر یک از دو پروژه استفاده شده است.

در فصل سوم، مثال مخاطره اخلاقی برای توضیح دو مسأله ترجیح ریسک و سرمایه‌گذاری کمتر، استفاده شده است. این دو مسأله می‌تواند در ارتباط میان وام‌دهنده و وام‌گیرنده بدهکار، اتفاق افتد. در اولین مسأله (ترجیح ریسک)، وام‌گیرنده وجوه بیشتری درخواست می‌کند. وام‌دهنده از وام‌گیرنده می‌خواهد که در آن پروژه‌ای از میان دو پروژه موجود، سرمایه‌گذاری کند که ریسک کمتری دارد تا احتمال بازپرداخت کل بدهی حداکثر شود. با این حال وام‌گیرنده پروژه ریسکی‌تر را ترجیح می‌دهد، زیرا اگر پروژه موفق باشد، بعد از بازپرداخت بدهی، سود توزیع نشده⁸ را حداکثر می‌کند.

⁸ Retained Profits

در مسأله دوم (سرمایه‌گذاری کمتر⁹)، وجود بدهی قبلی می‌تواند روحیه وام‌گیرنده را از برداشتن پروژه‌های کاملاً سودآور و جدید، تضعیف کند. زیرا وام‌دهنده است که سود را تصاحب می‌کند.

در ادامه فصل سوم، در زمینه مسأله کارفرما – کارگزار، رابطه میان مدیر یک شرکت و سهامداران آن را بررسی می‌کند و نشان می‌دهد که بدهی شرکت می‌تواند به عنوان ابزار انضباطی عمل کند که برای تنظیم منافع مدیر و سهامداران، آزادی عمل مدیریتی را محدود می‌کند.

فصل چهارم، اثر اطلاعات نامتقارن بر سیاست سود سهام¹⁰ را تحلیل می‌کند و توضیح می‌دهد که چگونه افزایش مداوم در پرداخت سود سهام به عنوان علامت معتبر برای سهام‌داران عمل می‌کند تا سهامداران، وضع مالی شرکت را قوی بدانند. در واقع اعطای سود سهام توسط شرکت، علامت توانایی آن شرکت برای تحمل هزینه اضافی ناشی از تأمین مالی بیرونی¹¹ است. در ادامه فصل چهارم نشان داده می‌شود که چگونه استفاده از وجوه آزاد¹² برای پرداخت سود سهام، آزادی عمل مدیر را محدود می‌کند.

⁹ Underinvestment

¹⁰ Dividend policy

¹¹ External Financing

¹² Free Funds

چهار فصل نخست کتاب، بیش از بقیه فصول از جبر مقدماتی و مثال‌های عددی استفاده می‌کند. با مثال‌های عددی فصل اول، ویژگی‌های قرارداد بدهی و سایر موضوعات ناشی از مالیه شرکتی¹³ توضیح داده شده است. بقیه کتاب عمدتاً توصیفی است.

در فصل پنجم، اثر اطلاعات نامتقارن بر نظام مالی و رشد اقتصادی توضیح داده شده است و در فصل ششم، اثر اطلاعات نامتقارن بر چرخه‌های کسب و کار بررسی می‌شود. بدین منظور ارتباط میان کیفیت پروژه‌های سرمایه‌گذاری و منبع تأمین مالی، برجسته می‌شود و به نظام مالی، نقش مهمی برای رشد اقتصادی می‌دهد. دسترسی به وجوه داخلی می‌تواند به طور جدی بر شرایط اقتصاد کلان اثر گذارد، زیرا اطلاعات نامتقارن باعث می‌شود بنگاه‌های با پتانسیل زیاد که فاقد وجوه داخلی یا وثیقه برای علامت‌دادن در مورد "کیفیت‌شان" هستند، نتوانند به اعتبار دسترسی پیدا کنند. در نتیجه شوک‌های وارده توسط نظام مالی به محیط اقتصادی، بزرگ می‌شود، چون شکاف میان هزینه‌تأمین مالی داخلی و بیرونی شرکت‌ها، افزایش پیدا می‌کند.

در فصل هفتم اثر اطلاعات نامتقارن بر کارکرد نظام مالی تشریح می‌گردد. در این فصل، ابزارهای تنظیم‌کننده در بازارهای مالی برای مخاطره اخلاقی در بخشی از مؤسسات واسطه‌گری مالی و انتخاب بد در بخشی از وام‌گیرندگان را بحث می‌کند. نهادها، از جمله بیمه سپرده، وام‌دهنده نهایی¹⁴ و تنظیم‌گران بانکداری، تحلیل شده‌اند.

¹³ Corporate Finance

¹⁴ Lender of last resort

فصل هشتم، اثر اطلاعات نامتقارن بر جریان سرمایه‌های بین‌المللی را بحث می‌کند. عدم پرداخت بدهی بالای دولتی¹⁵، رفتار توده‌ای¹⁶ و سرمایه‌گذاران در معرض آبخش‌های اطلاعاتی¹⁷ و حباب‌ها را به طور خلاصه بحث می‌کند. در ادامه این فصل، دو مطالعه موردی کوتاه در مورد بحران مالی آسیا و آرژانتین، مطرح می‌شود.

3- بررسی اثر اطلاعات نامتقارن بر بازار سرمایه: مطالعه موردی خط مشی تقسیم

سود سهام¹⁸

سود توزیع نشده، منبع اصلی تأمین مالی سرمایه‌گذاری است و حجم سود توزیع نشده نه تنها به دسترسی به جریان نقدی، بلکه به سیاست سود سهام بنگاه نیز بستگی دارد. به دلایل مالیاتی، سهام‌دار منتفع می‌گردد اگر شرکت اصلاً سود سهام توزیع نکند. اما مسایل اطلاعات نامتقارن باعث می‌شود که شرکت، پرداخت سود سهام را اقدام مطلوبی بدانند. جریان نقدی بنگاه با مالیات‌ستانی مضاعف مواجه است. ابتدا شرکت، مالیات می‌پردازد و سپس وقتی سهام‌دار، سود سهام دریافت می‌کند، مالیات پرداخت می‌کند. در نتیجه از نظر متخصصان اقتصاد مالی، به نفع سهام‌داران است اگر شرکت سود سهام توزیع نکند، زیرا مالیات دوم پرداخت نمی‌شود. بنابراین اگر تنها مالیات را در نظر بگیریم، سیاست سود سهام به نفع سهام‌داران نیست.

¹⁵ Strategic Sovereign debt default

¹⁶ Herd behavior

¹⁷ Informational cascades

¹⁸ Dividend Policy

اما این توصیه در مقابل این شهود است که سودآوری شرکت و سود سهام آن را به یکدیگر پیوند می‌زند. در عمل، در کشورهای توسعه‌یافته و همچنین در حال توسعه، شرکت‌ها سود سهام زیادی می‌پردازند (بیش از پنجاه درصد سود در کشورهای توسعه یافته، در مقایسه با کمتر از 15 درصد سود در تعدادی از کشورهای در حال توسعه). افزون بر آن دو یافته در مطالعات مربوط به سود سهام عبارتند از:

1- شرکت‌ها تا آنجا که ممکن باشد از کاهش سود سهام نسبت به سود سهام پرداختی قبلی‌شان، اجتناب می‌کنند.

2- اعلان سود سهام بالاتر، قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

در این صورت به رغم وجود مسأله مالیات، چرا سود سهام توزیع می‌شود؟ این همان "معمای سود سهام"¹⁹ است. اقتصاد اطلاعات نامتقارن، پاسخ‌های زیر را به این معما داده است:

1- پرداخت سود سهام علامتی است که حاکی از اخبار خوب درباره دورنمای شرکت است؛

شرکت‌ها به رغم تمام هزینه‌های آن، سعی می‌کنند از کاهش سود سهام اجتناب کنند. به این دلیل، وقتی تصمیم می‌گیرند سود سهام را افزایش دهند، سرمایه‌گذاران تفسیر می‌کنند که این سود سهام اضافی، مداوم خواهد بود. اگر سود سهام افزایش

¹⁹ Dividend puzzle

یابد، گمان می‌شود که مداوم است (برخلاف توزیع مجدد همان مقدار سود سهام طی زمان) و قیمت بازاری سهام، بالاتر خواهد بود.

چرا شرکت در آینده سود بالاتر اعلان نمی‌کند و سطوح قبلی سود سهام را حفظ می‌کند؟ پاسخ این است که سهامداران به رغم راستگویی این اعلان‌ها، آن را "صحبت کم‌خرج"²⁰ می‌دانند. اطلاعات برتر مدیریت شرکت در مقایسه با اطلاعات سهامدارانی که به تفصیل نمی‌دانند درون آن شرکت چه اتفاق می‌افتد، اعتبار هر اعلانی را کاهش می‌دهد که متضمن تعهد واقعی (مانند افزایش سود سهام) نباشد. علاوه بر آن، ارزش علامت اطلاعاتی مانند وثیقه وام و وجوه داخلی در اینجا مطرح می‌شود. علامت، اطلاعات نامتقارن را کاهش می‌دهد. سود سهام علامتی است که در جهت کاهش هزینه سرمایه پروژه‌های آینده عمل می‌کند. هزینه علامت این است که برای تأمین مالی با صرف نظر کردن از وجوه داخلی، شرکت هزینه اضافی منابع بیرونی را بر خودش تحمیل می‌کند. این تصمیم در مورد "آتش زدن پول"²¹ می‌تواند عملاً یک استراتژی کسب درآمد باشد اگر باعث شود آن شرکت، معتبر بودن را به دست آورد و دسترسی شرکت به بازار سرمایه در آینده را تسهیل کند.

²⁰ Cheap talk

²¹ Burn money

2- پرداخت سود سهام، تضادهای نمایندگی²² را تخفیف می دهد؛

دومین دلیل مربوط به اطلاعات نامتقارن این است که پرداخت سود سهام به منضبط ساختن مدیرانی کمک می کند که اهداف شخصی را دنبال می کنند، موضوعی که برای شرکت های دارای سودآوری بالای کنونی که با فرصت های سرمایه گذاری کمیاب مواجه اند، اهمیت دارد. همچنانکه در مورد شرکت های موفق و بالغ نیز مصداق دارد.

با استفاده از جریان نقدی آزاد برای پرداخت سود سهام، آزادی عمل مدیریت شرکت تا حدی کنترل می شود. در نتیجه، سود سهام، توسط بازار به عنوان اخبار خوب، تفسیر می شود، همچنانکه سهامداران، اکنون می توانند وجوه را خارج از شرکت، سرمایه گذاری کنند تا بازدهی بالاتری از سرمایه گذاری مجدد آنها در آن شرکت به دست آورند. سرمایه گذاری مجدد در شرکت معمولاً نفع شخصی بالایی برای مدیران ولی نفع پایینی برای سهامداران به دنبال دارد.

3- بسیاری از سرمایه گذاران، تمایل ندارند برای کسب پول، سهام شان را بفروشند؛

ترجیح سود سهام بر افزایش ارزش سرمایه، از آنجا ناشی می شود که برخی سرمایه گذاران، فروش سهام را کاهنده ثروت می دانند، اما در مورد سود سهام چنین فکر نمی کنند. از لحاظ منطقی، فروش سهام برای مصرف، ضدتولیدی است، در

²² Agency conflicts

صورتی که نقدشدن سهام از سود سهام دریافت شده طی زمان، پول کمتری فراهم کند.

4- برخی سرمایه‌گذاران، سود سهام مطمئن کنونی را بر سود سهام نامطمئن آینده، ترجیح می‌دهند، این ریسک‌گریزی، سهام دارای سود سهام کنونی بالا را مرجح می‌کند.

5- از نظر برخی گروه‌های سرمایه‌گذار، امکان بی‌اثر کردن زیان مالیاتی سود سهام، وجود دارد؛

به عنوان مثال شرکت‌هایی که سهام سایر بنگاه‌ها را به دست می‌آورند، می‌توانند بخشی از سود سهام‌شان را کسر کنند، وقتی مالیات بر سود می‌پردازند و سرمایه‌گذاران نهادی (مانند صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بیمه) عموماً از پرداخت مالیات بر سود سهام، معاف شده‌اند. در موارد دیگر، حسابداران ماهر می‌توانند راه‌های گریزی در ضوابط مالیاتی پیدا کنند که به آنها اجازه می‌دهد تا از پرداخت هزینه مالیات، اجتناب کنند. بنابراین مزایای پرداخت سود سهام، مسلم می‌شود.

این کتاب اطلاعات نامتقارن را بسیار گسترده تفسیر می‌کند به گونه‌ای که شامل موضوعات نمایندگی²³ (تضاد میان مالک و مدیر)، انتخاب بد²⁴، هزینه‌های نظارت و مخاطره اخلاقی²⁵ شود. در این معنای گسترده، اطلاعات نامتقارن می‌تواند برای توضیح اینکه چرا شرکت‌های مختلف از منابع تأمین مالی متفاوتی استفاده می‌کنند، به کار رود. یعنی وام بانکی، انتشار اوراق قرضه (مشارکت)، انتشار سهام و سایر ابزارهای تأمین مالی. و اینکه چرا شرکت‌ها از سیاست‌های خاصی برای توزیع سود، پیروی می‌کنند. اطلاعات نامتقارن در درک چگونگی طراحی محصولات بیمه‌ای²⁶ و پس‌انداز، و معماری نهادهایی که آن محصولات را می‌فروشند، مفید است و می‌تواند توضیح دهد که چرا بازار اوراق بهادار، سازماندهی شده است. اطلاعات نامتقارن همچنین می‌تواند در مورد منشاء بحران‌های مالی، دلایل قابل توجهی ارائه کند.

این کتاب برای تدریس در دوره کارشناسی علوم اقتصادی و مدیریت مالی نوشته شده است. قصد نویسنده، ارائه کتابی قابل فهم بوده است. از این رو از جبر استفاده می‌کند ولی تا حد زیادی برای توضیح مثال‌ها است. نویسنده تلاش نمی‌کند قضایا را اثبات کند، بلکه در عوض برای روشن ساختن و توضیح است. قوت کتاب در تمایل جدی مؤلف برای بیان روان و رسا است.

²³ Agency Problem

²⁴ Adverse Selection

²⁵ Moral Hazard

²⁶ Insurance Products

اما در عین حال به رغم نقاط قوت کتاب، می‌توان انگشت انتقاد را بر موارد زیر گذاشت:

- 1- برای خواننده کتاب واضح است که این کتاب ترجمه شده است.
- 2- مثال‌های دنیای واقعی در این کتاب، اندک است.
- 3- بحث کافی در مورد نحوه تنظیم شرایط قرارداد برای جلوگیری از مخاطره اخلاقی نشده است.
- 4- در سراسر این کتاب، مؤلف فرض می‌کند که واسطه‌های مالی در محیط کاملاً رقابتی فعالیت می‌کنند، در حالی که در کشورهای در حال توسعه که برخی بازارها گم شده است، نهادهای مالی نیز در شرایط رقابت ناقص فعالیت می‌کنند و در این صورت در زمینه کاربردها که در عنوان کتاب ذکر شده است، به نظر می‌رسد نیاز به افزودن مباحثی در این زمینه باشد مانند سرکوب مالی، الزام بانک‌ها توسط دولت به اعطای وام‌های تکلیفی و به ویژه تأمین مالی خرد²⁷ که عدم تقارن اطلاعات را به شدت کاهش می‌دهد.

5- نتیجه‌گیری و پیشنهاد

این کتاب به بررسی نقش اطلاعات نامتقارن در کارکرد بازارهای مالی می‌پردازد. مفاهیم مربوط به اقتصاد اطلاعات و انگیزه‌ها در زمینه روابط وام‌گیرنده - وام‌دهنده و سهامداران - مدیر شرکت، با حداقلی از اصطلاحات تخصصی و پیچیدگی ریاضی، به خواننده کتاب معرفی

²⁷ Microfinance

شده‌اند. این کتاب به عنوان یک متن مناسب برای درس "اطلاعات نامتقارن و کاربرد آن در بازارهای مالی" می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. همچنان که هم اکنون در تعدادی از دانشگاه‌های دنیا به همین منظور استفاده می‌شود. همچنین می‌تواند به عنوان متن فرعی برای درس پول، بانکداری و بازارهای مالی استفاده شود.