

# حاکمیت بازار سرمایه و شاخص آن

سعید قربانی\*

## چکیده

امروزه جهانی شدن در عرصه‌های مختلف، با اشکال متنوع، خود را به رخ می‌کشد. در بازار سرمایه نیز این پدیده با شکل‌گیری شرکت‌های چند ملیتی، و حضور سهام‌داران و سرمایه‌گذاران خارجی خودنمایی می‌کند. در این فضا، وجود ساختارها، سازوکارها، قوانین و مقرراتی که بتواند بازار سرمایه را ساماندهی کند، بسیار حائز اهمیت است؛ چراکه تدوام فعالیت و بقاء بازارهای سرمایه در هر کشور، و به تبع آن بقاء توسعه‌ای و اقتصادی جامعه، منوط به این ساماندهی است. مقوله «حاکمیت بازار سرمایه» در واقع ناظر بر وضعیت ساختارها، سازوکارها، قوانین و مقرراتی است که وظیفه این ساماندهی را برعهده دارند. در این مقاله تلاش شده است تا ضمن تبیین مفهوم حاکمیت بازار سرمایه، تعریفی عملیاتی نیز از آن ارائه شود. هم‌چنین سعی شده تا چگونگی طراحی یک شاخص برای اندازه‌گیری آن در بازارهای سرمایه کشورهای مختلف و مقایسه نتایج، به تصویر کشیده شود.

## مقدمه

امروزه مقوله حاکمیت شرکتی (Corporate Governance) به عنوان یکی از مفاهیم مدیریتی در سطح بنگاه‌های اقتصادی، موضوع شناخته شده‌ای است. این مفهوم در واقع معرف مجموعه‌ای از ساختارها، سازوکارها و مقررات حاکم بر یک شرکت است که از طریق آن‌ها

اداره شرکت سر و سامان می‌گیرد. به بیان دیگر، تحقیق و استقرار مفهوم حاکمیت شرکتی به معنی واقعی آن، می‌تواند اطمینان نسبی ذینفعان شرکت را پیرامون رعایت نسبی حقوق آن‌ها به همراه آورد. اما فراتر از یک یا دو شرکت، آن‌چه برای جامعه سرمایه‌گذاران (بالقوه و بالفعل) مهم است، وجود ساختارها، سازوکارها، مجموعه قوانین و مقرراتی است که بازار سرمایه را ساماندهی کند.

مقوله حاکمیت بازار سرمایه، به نوعی به این دغدغه جامعه سرمایه‌گذاران می‌پردازد. در دنیای امروز که از آن با تعبیر دهکده جهانی یاد می‌شود و گستره جامعه سرمایه‌گذاران از مرزهای ملی به سراسر جهان کشیده شده، نقش بازارهای سرمایه در جذب سرمایه‌گذاری‌ها و توسعه کشورها انکار ناپذیر است. به‌طور قطع، در این میان یکی از عواملی که نقش کلیدی در ترغیب و تشویق سرمایه‌گذاری‌ها بازی می‌کند، وضعیت ساختارها، سازوکارها، قوانین و مقررات حاکم بر بازار سرمایه یا همان حاکمیت بازار سرمایه هر کشور است.

در این مقاله کوتاه، تلاش خواهد شد تا به‌طور اجمالی مفهوم حاکمیت بازار سرمایه مورد بررسی قرار گیرد. هم‌چنین تلاش می‌شود تا تعریفی عملیاتی از این مفهوم ارائه شود، به گونه‌ای که از طریق آن بتوان به شاخصی کمی برای مقایسه بازار سرمایه کشورهای مختلف پرداخت. این مقایسه طبیعتاً در چارچوب تعریف عملیاتی ارائه شده معنا خواهد یافت و در همین چارچوب نیز اطلاعات مفیدی را در اختیار افراد مختلف می‌گذارد.

بررسی حاکمیت بازار سرمایه باید به گونه‌ای طراحی شوند تا این مهم تسهیل شود. از جمله آشکارترین شاخص‌های حفاظتی برون‌سازمانی‌ها، قوانین مترتب بر معاملات درون‌سازمانی‌ها و ضمانت‌های اجرایی این قوانین است. در فضایی مشابه، معیار دیگری که می‌تواند به کارگرفته شود، شاخص عدم شفافیت حسابداری است که میزان امنیت درون‌سازمانی‌ها را در بهره‌گیری از امتیاز (فرصت) ارائه اطلاعات غیرمنصفانه به برون‌سازمانی‌ها نشان می‌دهد. علاوه بر این، محدودیت‌های حاکم بر فروش استقراضی (Short Selling) موجب افزایش ریسک برون‌سازمانی‌ها می‌شود، چراکه این محدودیت‌ها شرایطی را به وجود می‌آورند که به‌طور بالقوه ارزش شرکت‌ها بیش از واقع تعیین شود و از همین رو شکاف ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی میان درون‌سازمانی‌ها و برون‌سازمانی‌ها بیش از پیش افزون شود. این سه شاخص را می‌توان برای بررسی وضعیت اجرایی قوانین و مقررات یک کشور، در زمینه حاکمیت بازار سرمایه، مورد توجه قرار داد. در ادامه به این شاخص‌ها بیش‌تر پرداخته می‌شود.



## ۱-۲) الزامات معاملات درون‌سازمانی‌ها

در رابطه با معایب و مزایای قوانین مترتب بر معاملات درون‌سازمانی‌ها، مقالات مالی، اقتصادی و حتی حقوقی بسیاری نگاشته شده است. به‌طور خلاصه می‌توان چنین عنوان داشت که آزادی عمل درون‌سازمانی‌ها در انجام معاملات، باعث خواهد شد تا فرآهم آورندگان نقدینگی و سرمایه در بازار، با افزایش قیمت فروش خود و کاهش قیمت خرید، نسبت به مصون‌سازی خویش اقدام کنند. طبیعتاً این عمل افزایش هزینه‌های معاملاتی را در پی داشته و نقدشوندگی بازار را کاهش می‌دهد و به تبع آن نرخ بازدهی سرمایه مورد نیاز افزایش می‌یابد.

ضمن آن‌که در شرایط عدم حضور قوانین جدی و کارآمد در زمینه معاملات

اصلی در نظر گرفته شود. درون‌سازمانی‌ها غالباً از امتیاز (فرصت) دسترسی به اطلاعاتی برخوردارند که به‌طور بالقوه می‌تواند بر خلاف منافع سهام‌داران عادی به کار گرفته شود. بدین ترتیب با توجه به نظریه کنندگی، در شرایط تعادلی، برون‌سازمانی‌ها با در نظر گرفتن این مشکلات، هزینه اقدامات این‌چنینی را به درون‌سازمانی‌ها تحمیل می‌کنند. ترجمان این عمل، همانا افزایش هزینه‌های سرمایه (Cost of Equity) و احتمالاً کاهش نقدشوندگی بازار (Market Liquidity) است.

بدین ترتیب به منظور رصد کردن ابعاد مهم و متمایز قوانین نظارتی و بازدارنده‌ای که سرمایه‌گذاران را در مقابل فعالیت‌های درون‌سازمانی‌ها حفاظت می‌کند، شاخص‌های

## ۱) حاکمیت بازار سرمایه چیست؟

منظور از حاکمیت بازار سرمایه (Capital Market Governance) مجموعه‌ای از قوانین، مقررات و آئین‌نامه‌هایی است که ارتباط مستقیم با عملکرد بازار سرمایه دارد. واقعیت مهم‌تر آن که، میزان اعمال این قوانین، مقررات و آئین‌نامه‌ها است که تعریف دقیقی از حاکمیت بازار سرمایه ارائه می‌دهد.

## ۲) چه معیارهایی می‌توان برای سنجش

شاخص حاکمیت بازار سرمایه (CMG Index) به کار بست؟

با توجه به اهمیت تعاملات میان افراد درون و برون‌سازمانی بنگاه‌های اقتصادی، در تعیین معیارهای حاکمیت بازار سرمایه باید پوشش ابعاد مختلف این تعاملات به عنوان هدف



باتاجاریا و همکارانش (۲۰۰۳) ارایه شده است. اما به طور خلاصه، این شاخص در مورد هر کشور نشان دهنده آن است که توزیع سودهای گزارش شده شرکت‌ها در آن کشور تا چه حد از ارایه اطلاعات پیرامون توزیع سودهای اقتصادی واقعی، اما نامشهود، عاجز و ناتوان است. لازم به ذکر است در ارزیابی کیفیت اطلاعات حسابداری یک کشور، در پاره‌ای از مطالعات صرفاً به شمارش تعداد اقلام اطلاعاتی که طبق استانداردهای حسابداری آن کشور به طور مشخص باید افشاء شوند، بسنده شده است. اما عامل دیگری که در این میان علاوه بر استانداردهای ناکافی و سازوکارهای ضعیف اجرایی نقش آفرینی می‌کند، انگیزهای مدیریتی متفاوت است. در شرایطی که استانداردهای حسابداری بسیار سهل‌انگارانه تدوین شده‌اند یا از ضمانت اجرایی محکمی برخوردار نیستند، تمایل مدیران به دستکاری سود بسیار بیش‌تر است. در همین حال، حتی در کشورهایی که از این بابت وضعیت مطلوبی دارند، چنان‌چه منافع دستکاری غیراخلاقی سود بر هزینه‌های متصور از آن بچربد، مدیریت

درون‌سازمانی‌ها، سهام‌داران عمده که کنترل شرکت‌ها را در دست دارند به راحتی توسط مدیریت اغوا می‌شوند تا به جای دست‌یازی به نظارت‌های طاقت‌فرسا به دنبال کسب سود از اطلاعات سهام‌نزد مدیران باشند. بدین ترتیب سهام‌داران عادی با آگاهی از این مطلب، بازده بیش‌تری را برای سرمایه‌گذاری خود مطالبه خواهند کرد. از همین رو، هزینه سرمایه در بازار افزایش خواهد یافت.

در دنیای امروز که از آن با تعبیر دهکده جهانی یاد می‌شود و گستره جامعه سرمایه‌گذاران از مرزهای ملی به سراسر جهان کشیده شده، نقش بازارهای سرمایه در جذب سرمایه‌گذاری‌ها و توسعه کشورها انکار ناپذیر است.

## ۲-۲) سودآوری غیرشفاف (Earnings Opacity)

دومین شاخص از مجموعه معیارهای مورد بررسی، میزان عدم شفافیت در سودآوری است. در بسیاری از موارد، بخشی از کاهش ارزش سهام در بازار، ناشی از نگرانی سرمایه‌گذاران پیرامون قابلیت اتکاء به اعداد و ارقام حسابداری است. با محاسبه کیفیت توزیع سودهای حسابداری که معرف ارتباط ضعیف میان سودهای حسابداری مشهود و سودهای اقتصادی نامشهود طی هر سال در یک کشور است، می‌توان این شاخص را اندازه‌گیری کرد. روش‌شناسی محاسبه شاخص «سودآوری غیرشفاف» در مطالعات

نیز نرخ بازده بیش‌تری را برای سرمایه‌گذاری خود در سهام شرکت‌ها مطالبه می‌کنند (هاروی و صدیق، ۲۰۰۰).

دلیل دیگری که پیرامون اثرگذاری فروش استقراری بر هزینه سرمایه مطرح می‌باشد، اثرات آن بر نوسانات بازدهی است. مطالعات هونگ و استین (۲۰۰۲) نشان می‌دهد افزایش در محدودیت‌های کوتاه‌فروشی با افزایش در نوسانات بازدهی سهام مرتبط است. بدین ترتیب از آنجا که ارتباط میان بازارهای بین‌المللی به‌طور کامل نیست، لذا افزایش در نوسانات بازدهی برای

یک کشور مفروض، موجبات افزایش هزینه‌های سرمایه آن کشور را فرآهم می‌سازد.

در مجموع، حجم قابل توجهی از شواهد بیان‌گر آن است که افزایش در محدودیت‌های فروش استقراری، اثر معکوسی بر نقدشوندگی بازار و کارآمدی قیمت‌گذاری گذاشته و افزایش در هزینه‌های سرمایه را در پی دارد. با توجه به توضیحات فوق شاخص حاکمیت بازار سرمایه (CMG Index) به گونه‌ای طراحی می‌شود که کاهش در محدودیت‌های فروش استقراری، خود را به صورت بهبود در وضعیت شاخص نشان دهد.

### ۳) چگونه حاکمیت بازار سرمایه را می‌توان سنجید؟

#### ۱-۳) قوانین و الزامات معاملات درون‌سازمانی‌ها

در رابطه با سنجش این کمیت می‌توان از پژوهش "باتاچاریا و دانوک" (۲۰۰۲) بهره‌جست که بر مبنای مصاحبه‌های انجام شده با منابع رسمی قانون‌گذاری و بورس انجام شده است. پرسش‌هایی که در این خصوص طراحی شده‌اند بدین شرح است:

■ آیا بازار سرمایه مورد مطالعه از قوانین حاکم بر معاملات درون‌سازمانی‌ها بهره‌مند است؟ اگر پاسخ مثبت است، این قوانین چه زمانی وضع شده‌اند؟

■ در صورتی که بازار بورس از قوانین مذکور برخوردار است، آیا تا کنون سابقه انجام پیگرد قانونی و حقوقی (موفق یا ناموفق) در این زمینه وجود داشته است؟ اگر پاسخ مثبت است، اولین مورد آن به چه زمانی بر می‌شود؟

در رابطه با دلیل طرح سؤال دوم باید چنین پاسخ داد که مطالعات "باتاچاریا و همکارانش" (۲۰۰۰) نشان می‌دهد، حداقل در مورد یک بازار نوظهور، وجود قوانین درخصوص معاملات درون‌سازمانی‌ها بدون حضور ضمانت اجرایی و اقدامات الزام‌آور به هیچ وجه به عنوان یک عامل بازدارنده برای درون‌سازمانی‌ها به حساب نمی‌آید.

آزادی عمل  
درون‌سازمانی‌ها در انجام  
معاملات، باعث خواهد شد تا  
فرآهم آورندگان نقدینگی و سرمایه  
در بازار، با افزایش قیمت فروش  
خود و کاهش قیمت خرید، نسبت  
به مصون‌سازی خویش اقدام  
کنند.

از انگیزه لازم برای انجام این عمل برخوردار خواهد بود.

#### ۳-۲) محدودیت‌های فروش استقراری (Short Sale)

منظور از فروش استقراری فرآیندی است که در آن فروشنده، سهام یا اوراق بهاداری را که مالکیت آن در زمان فروش در اختیار وی نیست، به فروش می‌رساند. این فرآیند به کلیه افراد حاضر در بازار سرمایه، اعم از مالک و غیرمالک، امکان می‌دهد تا اطلاعات خود را در زمینه کاهش قیمت سهام یا اوراق بهادار از طریق انجام معامله به بازار منعکس کنند. البته این امر در بازارهای سرمایه سازوکارهای تعریف شده و خاص خود را داراست. اگرچه اثرات مستقیم محدودیت‌های حاکم بر فروش استقراری در زمینه ارزش‌گذاری بازار، بسیار هم متفن نیست، لیکن حجم عظیمی از شواهد نظری و تجربی حاکی از آن است که افزایش محدودیت‌های حاکم بر فروش استقراری منجر به کاهش کارایی تعیین (کشف) قیمت، کاهش نقدشوندگی بازار، و افزایش هزینه سرمایه می‌شود.

از جمله اولین مطالعات نظری در این زمینه می‌توان به تحقیق میلر (۱۹۷۷) اشاره کرد. میلر در این مطالعه نشان می‌دهد که در شرایط افزایش محدودیت‌های حاکم بر فروش استقراری، قیمت‌ها صرفاً منعکس کننده دیدگاه‌های خوشبینانه پیرامون سهام است. مطالعات تجربی قابل توجهی فرضیه «قیمت‌گذاری بیش از واقع» میلر (۱۹۷۷) را حمایت می‌کنند.

علاوه بر توضیحات فوق، محدودیت‌های فروش استقراری

ممکن است بر هزینه سرمایه از طریق اثر بالقوه آن بر چولگی (توزیع نامتقارن) بازدهی سهام، تأثیرگذار باشد. نمونه‌های نظری مختلف حکایت از آن دارد که افزایش محدودیت در زمینه فروش استقراری باعث فزونی بیش از پیش چولگی منفی در بازدهی سهام می‌شود. برای مثال در تحقیق "دیاموند و ورچیا" (۱۹۸۷)، هرگاه فروش استقراری ممنوع می‌شود، معامله‌گران مطلع از اخبار ناخوشایند، در بازار مشارکت نمی‌کنند و اطلاعات

شخصی آنان در قیمت سهام منعکس نمی‌شود. زمانی که این اطلاعات آشکار می‌شود، واکنش حاصله برای اخبار ناخوشایند در مقایسه با اخبار خوشایند، بسیار شدیدتر خواهد بود که این امر به چولگی منفی می‌انجامد. در چنین شرایطی هرچه میزان گریز و پرهیز سرمایه‌گذاران از چولگی منفی بیش‌تر باشد، به همان اندازه

در شرایطی که  
استانداردهای حسابداری  
بسیار سهل‌انگارانه تدوین  
شده‌اند یا از ضمانت اجرایی  
محکمی برخوردار نیستند، تمایل  
مدیران به دستکاری سود بسیار  
بیش‌تر است.

وجود دارد. رفتارهایی این چنین در گریز از زیان، ارتباط میان عملکرد اقتصادی و سود حسابداری شرکت‌ها را مخدوش ساخته و منجر به تشدید مقوله سودآوری غیرشفاف می‌شود. برای کمی ساختن این کمیت در هر کشور، از مقایسه نسبی میان شرکت‌های سودده و شرکت‌های زیان‌ده استفاده می‌شود و در این میان تعدیلاتی نیز به لحاظ جمع دارایی‌ها در محاسبات صورت می‌پذیرد.

### ۳-۲-۳ هموارسازی سود

هموارسازی مصنوعی سودهای حسابداری، منجر به ناکامی گزارش‌های مالی در به تصویر کشیدن صحیح و واقعی عملکرد شرکت می‌شود. از همین رو، ماهیت اطلاع‌رسانی سودهای گزارش شده کاهش و به تبع آن عدم شفافیت افزایش می‌یابد. چنین استنباط می‌شود که هموارسازی سود در سطح ملی، معرف عملکردی از حسابداری است که اطلاعات پیرامون نوسانات اقتصادی را غیرشفاف می‌سازد.

برای محاسبه این کمیت از روش‌های سنجش ارتباط میان تغییرات اقلام تعهدی و تغییرات جریان‌های نقدینگی بهره‌گرفته می‌شود.

### ۳-۳ محدودیت‌های فروش استقراضی

برای بررسی وضعیت محدودیت‌های حاکم در زمینه فروش استقراضی می‌توان از مطالعات "چارونروک و دائوک" (۲۰۰۳) بهره جست. در مطالعات آنان این پرسش مطرح است که آیا بازار سهام اجازه فروش استقراضی را می‌دهد یا خیر؟ و اگر پاسخ مثبت است از چه زمان؟ همچنین این سؤال مطرح است که آیا اختیار فروش سهام (Put Option) وجود دارد یا خیر؟ چراکه این ابزار به نوعی می‌تواند به صورت روش جایگزین برای فروش استقراضی به کار گرفته شود.

### ۴-۳ شاخص حاکمیت بازار سرمایه

پس از تبدیل کمی معیارهای فوق از طریق روش‌های آماری (برای مثال استفاده از متغیرهای مصنوعی)، به راحتی می‌توان میانگین ساده این معیارها را برای شکل‌گیری شاخص حاکمیت بازار سرمایه (CMG) در هر کشور محاسبه کرد. بدین ترتیب با مقایسه مقادیر این شاخص در کشورهای مختلف، می‌توان جایگاه بازار سرمایه کشورهای مختلف را نسبت به یکدیگر به لحاظ ساختار حاکمیتی مورد توجه و دقت نظر قرار داد. بدیهی است نتایج این مقایسه علاوه بر آن که به بازار بورس کشورهای مختلف امکان می‌دهد تا تصویر بهتری از جایگاه بین‌المللی خود به دست آورند، به سرمایه‌گذاران نیز این فرصت را می‌دهد تا با نگاه کلان‌تری نسبت به شناسایی بازارها و حضور در آن‌ها اقدام کنند. ضمن آن که ریسکی که به برای جایگاه هر کشور به شرکت‌های آن نیز مترتب است، تصویر روشن‌تری را از محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، در اختیار مدیران آن‌ها قرار می‌دهد.

در مقابل واژه سودهای جسورانه، اصل احتیاط حسابداری قرار دارد که به مقوله احتساب به موقع و سریع‌تر زیان‌ها در مقایسه با سودها اشاره داشته و به دنبال کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان درون و برون سازمانی‌هاست.

### ۲-۳ سودآوری غیرشفاف

به منظور اندازه‌گیری این کمیت، سه ویژگی اعداد و ارقام سودآوری که به‌طور بالقوه می‌توانند به عدم شفافیت سود بیانجامند، مد نظر قرار می‌گیرند: سودهای جسورانه، زیان‌گریزی، هموارسازی سود. تأکید بر این سه بعد به دلیل آن است که این ابعاد به لحاظ ادبیات مالی، از قابلیت تضعیف ارتباط میان عملکرد حسابداری و عملکرد واقعی اقتصادی یک شرکت برخوردارند و می‌توانند شکاف میان این دو را باعث شوند.

طبیعتاً میانگین این معیارهای سه‌گانه مقدار کمیت مورد نظر را برای هر کشور شکل خواهند داد. این ابعاد و نحوه کمی‌سازی آن‌ها به تفصیل در تحقیق دائوک و همکارانش (۲۰۰۴) ارائه شده است و در ادامه صرفاً به اختصار به آن‌ها پرداخته می‌شود.

### ۱-۲-۳ سودهای جسورانه

در مقابل واژه سودهای جسورانه، اصل احتیاط حسابداری قرار دارد که به مقوله احتساب به موقع و سریع‌تر زیان‌ها در مقایسه با سودها اشاره داشته و به دنبال کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان درون و برون سازمانی‌هاست. اما زمانی که از حسابداری جسورانه صحبت به میان می‌آید، منظور تمایل به تعلل در شناسایی زیان و تسریع در شناسایی سود است. این بدان معنا است که در شرایط تعادلی جریان‌های نقدی محقق شده، انتظار می‌رود تا با افزایش سودهای جسورانه، اقلام تعهدی افزایش یابد.

### ۲-۲-۳ زیان‌گریزی

تحقیقات بسیاری بیان‌گر رفتار زیان‌گریز مدیران شرکت‌ها است. برای مثال مطالعات "بورگشتالر و دیچو" (۱۹۹۷) نشان می‌دهد که شرکت‌های آمریکایی به مدیریت سود برای پرهیز از گزارش زیان‌های خود مبادرت می‌ورزند. این نتایج بیان‌گر آن است که انگیزه‌هایی برای گزارش سود به قیمت اختفای زیان در میان پاره‌ای از شرکت‌ها

## منابع و ارجاعات

- 1- Bhattacharya, U., H. Daouk, and M. Welker, 2003, The World Price of Earnings Opacity, Accounting Review 78, 641-678.
- 2- Bhattacharya, U. and H. Daouk, 2002, The World Price of Insider Trading, Journal of Finance 57, 75-108.
- 3- Bhattacharya, U., H. Daouk, B. Jorgenson and C. Kehr, 2000, When an event is not an event: the curious case of an emerging market, Journal of Financial Economics 55, 69-101.
- 4- Burgstahler, D., and I. Dichev, 1997, Earnings management to avoid earnings decreases and losses. Journal of Accounting and Economics 24: 99-126.
- 5- Charoenruek, A. and H. Daouk, 2003, The world price of short selling, working paper, Vanderbilt University.
- 6- Daouk, H., Lee Ch. And David T. Ng, 2004, Capital Market Governance: Do Securities Laws Affect Market Performance? Working Paper, Cornell University.
- 7- Diamond, Douglas W. and Robert E. Verrecchia, 1987, Constraints on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information, Journal of Financial Economics 18, 277-311.
- 8- Harvey, Campbell R. and Akhtar Siddique, 2000, Conditional Skewness in Asset Pricing Tests, The Journal of Finance, 55, 1263-1295.
- 9- Hong, Harrison, and Jeremy C. Stein, 2002, Differences of Opinion, Short-Sales Constraints and Market Crashes, Working Paper, Stanford Business School, Stanford University.
- 10- Miller, Edward M., 1977, "Bounded efficient markets: A new wrinkle to the EMH", The Journal of Portfolio Management, 13, 4-13.

در جدول ذیل، مقایسه‌ای از جایگاه کشورهای مختلف در این خصوص ارائه می‌شود.

رده‌بندی کشورها (۲۰۰۴)			
سودآوری غیر شفاف	الزامات معاملات درون‌سازمانی‌ها	فروش استقراری / اختیار فروش	شاخص حاکمیت بازار سرمایه (CMG)
امریکا	امریکا	امریکا	امریکا
پرتغال	فرانسه	استرالیا	فرانسه
نروژ	برزیل	آلمان	کانادا
برزیل	کانادا	ایرلند	انگلستان
بلغارستان	سنگاپور	کانادا	سنگاپور
مکزیک	تایوان	مکزیک	برزیل
کانادا	انگلستان	ایتالیا	فنلاند
فرانسه	فنلاند	فرانسه	بلغارستان
استرالیا	کره جنوبی	بلغارستان	پرتغال
اسپانیا	سوئد	سنگاپور	استرالیا
انگلستان	نروژ	پرتغال	هلند
فنلاند	ژاپن	اتریش	ژاپن
دانمارک	تایلند	سوئیس	سوئیس
سوئیس	ترکیه	آفریقا جنوبی	آلمان
سوئد	مالزی	هلند	مکزیک
آلمان	هلند	انگلستان	دانمارک
هلند	بلغارستان	دانمارک	اتریش
اتریش	هنگ کنگ	ژاپن	ایرلند
تایلند	آلمان	فنلاند	ایتالیا
ایرلند	سوئیس	برزیل	آفریقای جنوبی
هنگ کنگ	چین	سوئد	نروژ
تایوان	یونان	نروژ	سوئد
سنگاپور	دانمارک	اسپانیا	تایوان
ترکیه	استرالیا	هنگ کنگ	کره جنوبی
آفریقا جنوبی	ایتالیا	چین	هنگ کنگ
مالزی	آفریقا جنوبی	ترکیه	اسپانیا
ایتالیا	اتریش	مالزی	ترکیه
پاکستان	ایرلند	تایوان	تایلند
ژاپن	پرتغال	پاکستان	چین
چین	پاکستان	کره جنوبی	مالزی
هند	اسپانیا	هند	پاکستان
کره جنوبی	هند	تایلند	یونان
یونان	مکزیک	یونان	هند