

گزارش شده مطرح شد. به دلیل کاهش اعتماد عمومی، نیاز به اطلاعات بیشتر و بهتر افزایش یافته و منجر به تقاضای موکد بیشتری در خصوص شفافیت بیشتر اطلاع‌رسانی شرکت‌ها گشته است. (دی پیازا و ایکالوس، ۲۰۰۱)

تحقیقات انجام گرفته نشان می‌دهد که افشا و شفافیت بیشتر، منافع متعددی برای شرکت‌ها به دنبال خواهد داشت: سرمایه‌گذاری بلندمدت‌تر از سوی سرمایه‌گذاران، بهبود دسترسی به سرمایه جدید، هزینه سرمایه کمتر، مدیریت معتبرتر و مسئول‌تر و نهایتاً قیمت سهام بالاتر و منفعت بیشتر سهام‌داران. زمانی که افزایش قیمت سهام بر اساس خلق واقعی ارزش باشد نه بر اساس انتظارات مدیریت از سود یا سود گزارش شده، اندازه بازارها و قدرت نقد شوندگی آن‌ها به صورت مداوم افزایش یافته و نه فقط برای سهام‌داران بلکه برای جامعه نیز به طور کلی ثروت بیشتری ایجاد می‌شود. (هالوود، ۲۰۰۱)

انواع اطلاعات موجود در بازار سهام
اطلاعات در برگیرنده دانسته یا دسته‌ای از دانسته‌هاست که در مواقع لزوم شخص را وادار به تغییر موضع، عقیده و تصمیم یا تجدید نظر در تصمیم‌گیری می‌کند (سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۷۸، شماره ۱۷، ص ۱۸)

اوردیالی شفافیت اطلاعات شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران

زهرا نویخت

مقدمه:

اطلاعات مایه حیات بازارهای سرمایه است. سرمایه‌گذاران مخاطره آوردن سرمایه‌های به زحمت به دست آمده خود را به این بازارها پذیرفته و به اطلاعاتی که از طرف شرکت‌ها منتشر می‌شود تکیه می‌کنند. آن‌ها به اطلاعات معتبر، به موقع و قابل فهم، در قالب‌هایی که به راحتی قابل تجزیه و تحلیل باشند نیاز دارند. به منظور یقین‌آزایی سرمایه لازم است سرمایه‌گذاران اطلاعات شرکت‌ها را صحیح، کامل، قابل اطمینان و به موقع بدانند. سرمایه‌گذاران به این نکته واقفند که در بازارهای سرمایه آزاد فرصت‌های سودآوری با فرصت‌های زیان‌دهی ملازمند اما آن‌ها حق دارند در انتظار نتایج حاصل تصمیمات خود باشند نه نتایج برخاسته از اطلاعات ناقص.

زمانی که بازارهای سرمایه در ابتدای سال ۲۰۰۰ به اوج خود رسیدند، ورشکستگی و رسوایی پاره‌ای از شرکت‌ها به تدریج اعتماد سرمایه‌گذاران را نسبت به مسئولیت گزارش‌دهی اطلاعات ضعیف کرد و موضوع اعتماد عمومی به کیفیت اطلاعات

اطلاعات در برگیرنده دانسته یا دسته‌ای از دانسته‌هاست که در مواقع لزوم شخص را وادار به تغییر موضع، عقیده و تصمیم یا تجدید نظر در تصمیم‌گیری می‌کند

1 . Dipiazza & Eccles

2 . Hallwood

اطلاعات در بازار سهام می تواند به دو گروه تقسیم شود
گروه اول اطلاعات مربوط به شرکتها است که در ارزیابی سهام مورد بهره برداری قرار می گیرد و عبارتند از:

۱- گزارش سالیانه شرکتها به بورس و اوراق بهادار شامل صورت های مالی حسابرسی شده افشای اطلاعات در مورد وضعیت تجاری، محصولات تولیدی، بازار فروش محصولات، توسعه یا توقف خط تولید، فروش و هزینه های خطوط تولید سرمایه گذاری در کارخانه تجهیزات، عملیات خارجی، میزان و انواع بدهی های موقه شرکت های تابعه تحت تملک، قیمت تمام شده اموال، ماشین آلات و تجهیزات و استهلاک انباشته آنها، و تجزیه و تحلیل های مدیریت از وضعیت مالی شرکت.

۲- گزارش ۳ ماهه شرکتها به کمیسیون بورس و اوراق بهادار، این گزارش شبیه گزارش سالیانه اطلاعاتی در مورد وضعیت مالی شرکت ارائه می کند. ولی تفاوتی که با گزارش سالانه دارد این است که اطلاعات برای یک دوره سه ماهه گزارش می شود و حسابرسی نیز نمی شود.

۳- گزارش هرگونه رویداد با اهمیتی که می تواند بر ارزش اوراق بهادار شرکت تأثیر بگذارد. این گزارش باید ظرف ۱۵ روز بعد از رویداد به کمیسیون بورس و اوراق بهادار ارائه شود. این رویداد مهم معمولاً قبلاً توسط مطبوعات به عموم اعلام می شده است.

۴- اعلامیه پذیره نویسی^۲ شرکت هایی که برای اولین بار قصد عرضه سهام به عموم دارند. این اعلامیه در واقع کتابچه ای است که معمولاً حاوی اطلاعات زیر می باشد:

- خلاصه اطلاعات از وضعیت شرکت، موضوع فعالیت آن، اوراق عرضه شده و مقلدر و کاربرد درآمد حاصل از آن.
- مصرف درآمد حاصل از فروش اوراق بهادار
- سیاست پرداخت سود سهام
- ساختار سرمایه
- تجزیه و تحلیل های مدیریت
- توضیح مفصل درباره عملیات تجاری شرکت
- خلاصه ای از اطلاعات مالی مشخص پنج سال گذشته

۵- اطلاعات اشخاصی که ۵ درصد از سهام یک شرکت را دارا هستند این اشخاص باید اطلاعاتی نظیر انگیزه خود را از خرید این مقدار سهام در فرم های کمیسیون بورس و اوراق بهادار ارائه کنند.

۶- اطلاعات مربوط به خرید و فروش سهام توسط مدیران، سرپرستان و به طور کلی خودی های یک شرکت، این اشخاص باید خرید و فروش سهام را در فرم هایی به اطلاع کمیسیون بورس و اوراق بهادار برسانند (میو، ۲۰۰۰)

گروه دوم اطلاعات مربوط به شاخص های بازار
3. Prospectus

سهام، از جمله حجم معاملات، قیمت های اولیه و نهایی سهام در معاملات و فروش های عمده است. (بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۷۸، شماره ۱۷)

دلایل کاهش انگیزه شرکتها برای افشای اطلاعات
معمولاً شرکتها از ارائه اطلاعات کافی خودداری کرده و یا گزارشات مالی خود را به صورت پیچیده و نامفهوم منتشر می کنند. دو تحقیق که در این زمینه انجام شده است در ذیل ارائه می شود:

داموداران^۴

اظهار کرد شرکتها به دلایل زیر گزارشات مالی خود را به صورت نامفهوم ارائه می کنند:

۱- کنترل

بسیاری از مدیران برای حفظ کنترل و ممانعت از تصاحب قدرت توسط دیگران و از ترس کنار گذاشته شدن، مجموعه ای از شرکت های تابعه و هلدینگ ایجاد کرده و به انتشار اوراق بهادار جدید دست می زنند. در این شرایط و تحت چنین ساختار پیچیده ای مشکل می توان تشخیص داد که مثلاً چه وقت دارایی های شرکت به صورت ضعیف و زیر ارزش مدیریت می شود و امکان به دست گرفتن کنترل کارآمد شرکت توسط رقیب دشوار می شود.

۲- مزایای مالیات



دلیل دیگر کاهش انگیزه شرکتها به افشای اطلاعات، ناکارایی سیستم قضایی در یک کشور است. به موازات کاهش کارایی قضایی، تقاضا برای اطلاعات حسابداری نیز پایین می آید. تقاضا برای اطلاعات حسابداری بر اساس این فرضیه استوار است که سیستم قضایی کارآمد موجود است

شرکتها گاهی اوقات می توانند با مالیاتی خود را از طریق ایجاد ساختارهای هلدینگ در مکان هایی که مشمول پرداخت مالیات کمتری هستند، کاهش دهند. مثلاً یک شرکت آمریکایی می تواند شرکت های تابعه در مناطق معاف از مالیات تأسیس کند و درآمدها را به این شرکت های تابعه انتقال دهد. همچنین ساختارهای پیچیده هلدینگ شرکتها را قادر می سازد که درآمدهای خود را با استفاده از قیمت گذاری انتقالی^۵ و وام های بین شرکتی، از یک شرکت به دیگری انتقال دهند. به طور کلی

- 4 . Demodaran
- 5 . Take over
- 6 . Subsidiary Company
- 7 . Holding company
- 8 . Transfer Pricing
- 9 . Inter - Company Loans

پیچیدگی در قوانین مالیاتی منجر به پیچیدگی در گزارشات مالی می گردد.

۳- تقلب

گاهی اوقات شرکتها با ایجاد ساختارهای پیچیده تلاش می کنند سرمایه گذاران را فریب داده و ارزش شرکت را بالاتر از ارزش واقعی و یا بدهی های خود را کمتر از واقع نشان دهند. همچنین پیچیدگی در گزارشات مالی شرکتها می تواند تعدی نبوده و مربوط به عواملی خارج از شرکت باشد نظیر:

- نحوه نگارش استانداردهای حسابداری و امکان تفسیرهای متفاوت و آزادی عمل شرکتها در ارتباط با آن.

- فعالیت شرکتها در گستره ای از رشته های مختلف تجاری.

- تنوع در انتخاب ابزارهای مالی توسط شرکتها و نحوه انعکاس آن در ترازنامه.

بوشمن، پیوتروسکی، واسمیت^{۱۰}

درس چیا^{۱۱} به نقل از بوشمن، پیوتروسکی و اسمیت (۲۰۰۱) اظهار می کنند کاهش انگیزه شرکتها برای افشای اطلاعات ناشی از هزینه های مالکانه^{۱۲} است. دای^{۱۳} در سال ۱۹۹۸ اطلاعاتی را که افشای آنها موجب کاهش ارزش شرکت می شود، اطلاعات مالکانه تعریف می کند (به نقل از بوشمن و دیگران، ۲۰۰۱). آنها دو نوع هزینه مالکانه در نظر گرفتند: اولین هزینه، هزینه های سیاسی است. شفافیت اطلاعات شرکت موجب تسهیل مصادره سود و اموال شرکت توسط دولت می گردد. به عبارت دیگر توان سودآوری شرکت سبب جلب توجه دولت مردان و برآورد مالیات سودهای بادآورده و تحمیل هزینه های سیاسی می شود. (واتس و زممرمن^{۱۴}، به نقل از بوشمن و همکاران، ۲۰۰۱)

دومین هزینه، هزینه های رقابتی است؛ هزینه های ناشی از دست دادن مزایای رقابتی شرکت هایی است که اطلاعات استراتژیک خود را برای رقبای موجود بالقوه منتشر می کنند. شفافیت مسبب آشکار شدن توان سودآوری و اسرار تجاری شرکت برای رقبای می گردد. میزان و اهمیت هزینه های مالکانه در یک اقتصاد به تعریف حقوق مالکیت^{۱۵} در آنجا بستگی دارد. به میزانی که یک دولت به مصادره اموال اشخاص حقیقی و حقوقی تمایل داشته باشد، هزینه های مالکانه سیاسی بالا و انگیزه پنهان کاری اطلاعات برای حفظ ثروت بالا خواهد بود. به طور مشابه، به میزانی که قوانین حمایت کننده حقوق مالکیت معنوی^{۱۶} ضعیف باشد، هزینه های مالکانه رقابتی بالا و انگیزه پنهان کاری اطلاعات از رقبای منظور جلوگیری از سرقت ایده ها بالا خواهد بود.

- 10 . Bushman & Piotroski & Smith
- 11 . Verrecchia
- 12 . Proprietary
- 13 . Dye
- 14 . Watts & Zimmerman
- 15 . Property Rights
- 16 . Intellectual



سرمایه گذاران به این نکته واقفند که در بازارهای سرمایه آزاد فرصت های سودآوری با فرصت های زیاندهی ملازمند. اما آنها حق دارند در انتظار نتایج حاصل تصمیمات خود باشند نه نتایج برخاسته از اطلاعات ناقص

دلیل دیگر پنهان کاری اطلاعات توسط شرکت‌ها ساختار سیاسی است؛ تمرکز یکجای قدرت سیاسی و اقتصادی، مالکیت دولتی شرکت‌ها و دستکاری سیاسی قوانین توسط شرکت‌های قدرتمند برای حفظ قدرت در مقابل رقبای جدید از موارد قابل ذکر می‌باشند (بوشمن و همکاران، ۲۰۰۱)

دلیل دیگر کاهش انگیزه شرکت‌ها به افشاش اطلاعات، ناکارایی سیستم قضایی^{۱۷} در یک کشور است. به موازات کاهش کارایی قضایی، تقاضا برای اطلاعات حسابداری نیز پایین می‌آید. تقاضا برای اطلاعات حسابداری براساس این فرضیه استوار است که سیستم قضایی کارآمد موجود است (اندرسن و بلندیر^{۱۸}؛ دیکسیت^{۱۹}، به نقل از بوشمن و همکاران، ۲۰۰۱).

مفهوم شفافیت^{۲۰} و افشاش^{۲۱}

افشاش عبارت است از انتشار اطلاعات مهم و تأثیر گذار بر بازار، و شفافیت را می‌توان سادگی و سهولت تحلیل معنادار فعالیت‌های شرکت و بنیادهای اقتصادی آن توسط فرد خارج از شرکت^{۲۲} تعریف کرد. شفافیت شاخص توان مدیریت در ارائه اطلاعات ضروری به شکل صحیح، روشن، به موقع و در دسترس است. مخصوصاً اطلاعات حسابداری شده که هم به شکل گزارشات عمومی و هم از طریق انعکاس در رسانه‌های گروهی و سایر روش‌ها منتشر شده باشد. به عبارتی شفافیت منعکس کننده این مطلب است که آیا سرمایه‌گذاران تصویری واقعی از آنچه واقعا در داخل شرکت روی می‌دهد دارند یا خیر؟

بنابراین افشاش و شفافیت در هم تنیده‌اند. سیستم‌های شفاف به اطلاعات معتبر و صحیح نیازمندند که به موقع و به سهولت، هم به شکل مستقیم و هم از طریق نماینده‌های معتبر و مشهور مانند حسابداران، حسابرسان، آژانس‌های رتبه‌بندی، تحلیل‌گران اوراق بهادار، روزنامه‌نگاران مالی و رسانه‌های گروهی در اختیار عموم سهام‌داران قرار بگیرد (هالوود^{۲۳}، ۲۰۰۱)

هالوود (۲۰۰۱) مولفه‌های شفافیت را افشاش ارقام ذیل عنوان می‌کند:

- ۱- نتایج مالی و دستاوردهای عملیاتی شرکت
- ۲- سهام‌داران عمده، حق رای، اطلاعات مجمع صاحبان سهام
- ۳- هیأت‌مدیره و مدیران اجرایی کلیدی، ساختارها و رویه‌ها، پاداش این اشخاص
- ۴- افشاش‌های با اهمیت مربوط به کارمندان و دیگر سهام‌داران
- ۵- ساختار حقوقی و مالکیت

- 17 . Judicial system
- 18 . Anderson & Bandiera
- 19 . Dibt
- 20 . Transparency
- 21 . Disclosure
- 22 . Outsider
- 23 . Hallwood

- ۶- محیط خارجی شرکت، موقعیت رقابتی و استراتژی‌ها
- ۷- اهداف مالی شرکت، میزان دستیابی به آن‌ها و بیانیه‌های آینده‌نگر
- ۸- محرک‌های واقعی ارزش و فاکتورهای قابل پیش‌بینی مخاطره و نحوه مدیریت آن‌ها توسط شرکت
- ۹- اطلاعات مدیران غیراجرایی و منافع آن‌ها.

مدل شفافیت دی پیازا و ایکالوس^{۲۴}

دی پیازا و ایکالوس (۲۰۰۲) مدل جدیدی برای شفافیت شرکت^{۲۵} ارائه کردند؛ مدل سه سطحی شفافیت شرکت^{۲۶}، نگرشی جدید از آینده گزارش‌دهی شرکت است. (نمودار ۱)

سطوح سه گانه این مدل عبارتند از:

- ۱- سطح اول: یک مجموعه از اصول حسابداری پذیرفته شده عمومی جهانی^{۲۷} (Global GAAP)
 - ۲- سطح دوم: استانداردهای مخصوص صنعت^{۲۸} برای ارزیابی و گزارش عملکرد که توسط خود صنایع وضع می‌شود
 - ۳- سطح سوم: اطلاعات مخصوص شرکت شامل استراتژی، برنامه‌ها، روش‌های مدیریت مخاطره، سیاست‌های پرداخت، شاخص‌های عملکرد خاص شرکت، مبانی حقوقی شرکت.
- مدل سه سطحی از شرکت‌ها نمی‌خواهد که اطلاعات خود را در سه سطح ناپیوسته گزارش



تنظیم گران بازار شامل آژانس‌های دولتی، اتحادیه‌ها و تشکلهای منطقه‌ای گروه‌های فراملیتی و حتی بورس‌هایی است که قوانین مربوط به گزارش‌دهی شرکت را وضع و اجرا می‌کنند و هم‌چنین گروه‌های قانون‌گذاری

کنند، بلکه سرمایه‌گذاران و سهام‌داران فقط زمانی از این اطلاعات متفع می‌شوند که شرکت‌ها اطلاعات هر سه سطح را به شکلی یکپارچه که تصویری کل‌نگرایانه از شرکت ارائه کند، افشاش کنند.

سطح سوم: اطلاعات مخصوص شرکت
سطح دوم: استانداردهای مخصوص صنعت
سطح اول: اصول حسابداری پذیرفته شده عمومی جهانی (نمودار ۱)

برای این که بازارهای سرمایه به‌طور کارآمد و موثر عمل کنند، زنجیره عرضه گزارش‌دهی شرکت - مدیران اجرایی شرکت‌ها، هیأت مدیره، توزیع

- 24 . Dipiazza & Eccles
- 25 . Corporate Transparency
- 26 . Three-Tier Model of Corporate Transparency
- 27 . Globe! Generally Accepted accounting
- 28 . Industry - Based Standards

کنندگان اطلاعات شرکت‌های حسابداری مستقل، تحلیل‌گران، استاتندارد گذاران^{۲۹} و تنظیم‌کنندگان^{۳۰} بازار - به همراه تکنولوژی‌های عرضه و به‌کارگیری اطلاعات باید مطمئن و قابل اعتماد باشند. نمودار ۲ مفهوم این زنجیره را کامل‌تر تشریح می‌کند.

برای بازگرداندن اعتماد عمومی، کلیه شرکاء این زنجیره باید به روح شفافیت ایمان داشته باشند و آن‌ها تمرین کنند. ترویج فرهنگ مسوولیت‌پذیری و اصالت‌اعضاء^{۳۱} زنجیره نیز اهمیت اساسی دارد.

(نمودار ۲)

نمودار ۲ نشان‌دهنده نقش و ارتباط بین گروه‌ها و اشخاص مختلف درگیر در تولید تهیه، انتقال و به‌کارگیری اطلاعات گزارش شده شرکت‌ها می‌باشد.

این گروه‌ها عبارتند از:

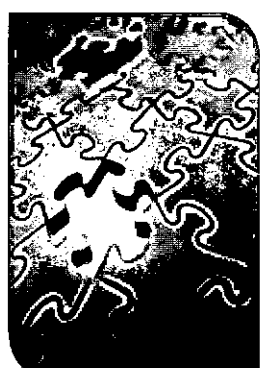
- مدیران اجرایی و هیأت مدیره مسوول تهیه و صحت اطلاعات منتشره شرکت هستند.
- حسابرسان مستقل به‌نظارت‌نظر مستقل حسابرسی در مورد اکثر بیانیه‌های مالی منتشره شرکت‌ها می‌پردازند. در مدل سه سطحی حرفه حسابرسی باید در مورد اطلاعات منتشره هر سه سطح اطمینان حاصل کند.
- توزیع‌کنندگان اطلاعات کسانی هستند که اطلاعات و داده‌های گزارش شده را جمع‌آوری و ادغام کرده تا مورد استفاده دیگران قرار گیرد. این گروه هم‌چنین شامل رسانه‌های خبری، سایت‌های اینترنت و دیگر رسانه‌های ارتباط جمعی است که با اطلاعات شرکت‌ها مرتبط می‌شوند.

• تحلیل‌گران، افرادی هستند که از اطلاعات گزارش شده شرکت‌ها در ترکیب با دیگر اطلاعات و تحقیقات به منظور ارزیابی عملکرد و آینده شرکت استفاده می‌کنند و به سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی توصیه‌های خرید و معامله سهام ارائه می‌کنند.

• سرمایه‌گذاران و سهام‌داران به‌کارگیرندگان نهایی اطلاعات منتشره شرکت‌ها هستند. سهام‌داران شرکت، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، کارمندان دولت، شرکای تجاری، فروشندگان و تهیه‌کنندگان در این گروه جای می‌گیرند. هم‌چنین شامل اعضای جامعه، گروه‌های اجتماعی و دیگر سازمان‌های غیردولتی است که ممکن است در عملکرد یک شرکت، مبالغی سرمایه‌گذاری کرده باشند.

• استاندارد گذاران به سازمان‌هایی اشاره دارد که استانداردهای حسابداری و حسابرسی وضع می‌کنند، و نیز شامل دیگر سازمان‌ها، انجمن‌های حرفه‌ای، گروه‌های صنعتی - تجاری^{۳۲} است که ممکن است در وضع استانداردها یا تعریف شاخص‌های عملکرد شرکت نقشی داشته باشند.

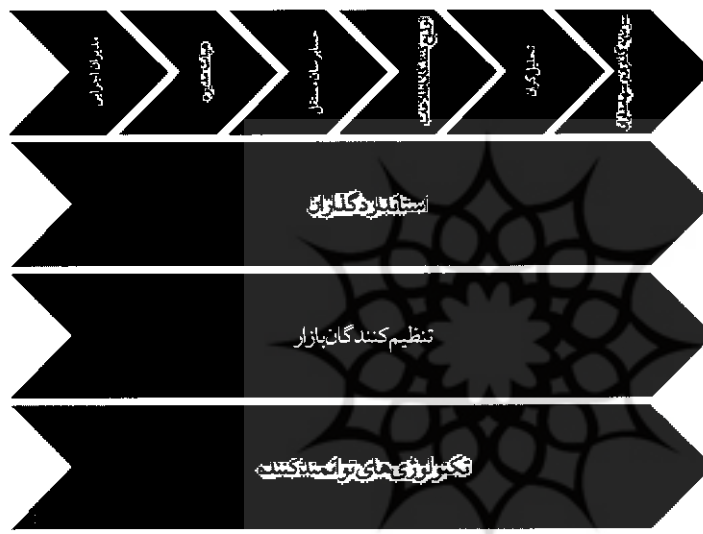
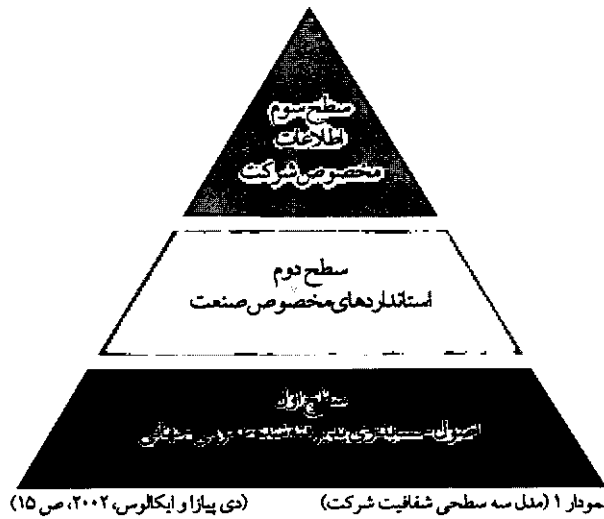
- 29 . Standard Setters
- 30 . Market Regulators
- 31 . People of Integrity
- 32 . Industry Trade Groups



افشاش عبارت است از انتشار اطلاعات مهم و تأثیر گذار بر بازار، و شفافیت را می‌توان سادگی و سهولت تحلیل معنادار فعالیت‌های شرکت و بنیادهای اقتصادی آن توسط فرد خارج از شرکت تعریف کرد

• تنظیم گران بازار شامل آژانس‌های دولتی^{۳۳}، اتحادیه‌ها و تشکل‌های منطقه‌ای^{۳۴} گروه‌های فراملیتی و حتی بورس‌هایی است که قوانین مربوط به گزارش‌دهی شرکت را وضع و اجرامی کنند و همچنین گروه‌های قانون‌گذاری.

• تکنولوژی‌های توانمندکننده اشاره دارد به تکنولوژی‌های اینترنتی، زبان گزارش‌دهی تجاری گسترده، که توزیع و به‌کارگیری گسترده اطلاعات گزارش‌شده را برای افراد داخل و خارج از شرکت میسر می‌سازد و نیز سخت‌افزار و نرم‌افزار توسعه یافته توسط شرکت‌های تکنولوژی به منظور جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات.



مدل شفافیت پوشمن، پیوتروسکی و اسمیت
پوشمن و همکاران (۲۰۰۱) برای توصیف و اندازه‌گیری شفافیت شرکت، چهارچوبی در نمودار ۳ ارائه می‌دهند و شفافیت را چنین تعریف می‌کنند: شفافیت عبارت است از وجود اطلاعات در مورد عملکرد دوره‌ای، وضعیت مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار حقوقی^{۳۵}، و مخاطره و ارزش شرکت‌ها در اقتصاد. (پوشمن و دیگران، ۲۰۰۱، ص ۱۵)

در این چهارچوب سیستم‌های اطلاعاتی که به شفافیت شرکت کمک می‌کنند به سه طبقه تقسیم می‌شوند؛ گزارش‌دهی شرکت^{۳۶}، کسب اطلاعات محرمانه^{۳۷} و اشاعه اطلاعات^{۳۸}. اولین طبقه یعنی گزارش‌دهی شرکت شامل افشا دوره‌ای به صورت اجباری یا اختیاری است. این اطلاعات به‌عنوان مثال شامل اطلاعات مالی حسابرسی شده، شرح محصولات و بازارها، افشا حقوق مدیران و سرپرستان و دیگر اطلاعات خاص شرکت است که به ارزیابی وضعیت مالی شرکت، عملکرد آن فرصت‌های سرمایه‌گذاری ساختارهای حقوقی، و مخاطره و ارزش شرکت کمک می‌کند.

برای کیفیت گزارش‌دهی شرکت چهار جنبه در نظر گرفته می‌شود:

- ۱) عمق افشاگری^{۳۹} (۲) اصول حسابداری به کار رفته، (۳) زمان افشا^{۴۰} (۴) کیفیت حسابرسی افشاها.
- اولین جنبه یعنی عمق افشاگری با سه دسته افشا سنجیده می‌شود. اولین دسته، گزارشات عادی^{۴۱}؛ شامل اطلاعات عمومی، اقلام گزارش درآمده، ترازنامه، صورت جریان نقدی، استانداردهای حسابرسی، اطلاعات سهام و اقلام ویژه است. دومین دسته، انتشار عمومی گزارشات ویژه مالی که از ماهیت اختصاصی بالایی برخوردارند، شامل هزینه‌های تحقیق و توسعه (R&D)، مخارج سرمایه‌ای، افشا محصولات و بخش‌های جغرافیایی و سایر افشاهای مکمل است. سومین متغیر عمق افشاگری، افشای ساختار حقوقی و مالکیت شرکت^{۴۲} شامل شناسایی مدیران، اعضای هیأت مدیره و ارتباط آنها، پاداش مقامات و سرپرستان، شناسایی سهام‌داران عمده، میزان سهام تحت تملک سرپرستان و کارکنان و دامنه و حدود

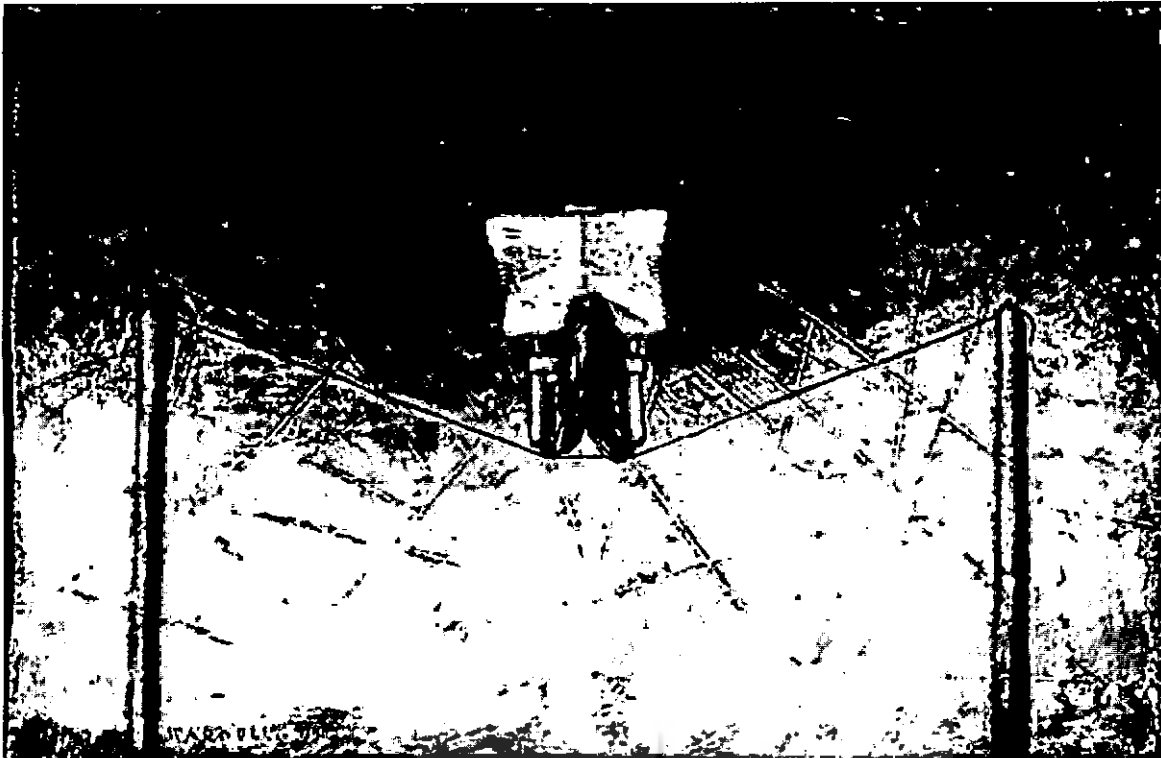
اجزای تشکیل دهنده شفافیت شرکت

الزامات بین‌المللی	التماسی و اختیاری	الزامات شرکت
رسدنی‌های گروهی	افشا	• صحت افشا • گزارشات عادی • گزارشات مالی ویژه • افشای ساختار حقوقی و مالکیت
نفوذ	مستقیم (گزارشات) تعامل گروانی	• اصول حسابداری
مالکیت		• زمان افشا
		• اعتبار افشا

نمودار ۳ (پوشمن و همکاران، ۲۰۰۱، ص ۳۳)

از طرف دیگر چنانچه قوانین حسابداری کشوری برای مقاصد گزارش‌دهی مالی از قوانین حسابداری مالیاتی تبعیت کند، گزارشات مالی کمتر اطلاع دهنده خواهند بود

33 . National Governmental Agencies
34 . Territorial Coalitions
35 . Governance
36 . Corporate Reporting
37 . Private Information Acquisition & Communication
38 . Information Dissemination
39 . Disclosure Intensity
40 . Timeliness
41 . General Disclosure
42 . Governance & Ownership Structure



سهام‌داری است.

هر چقدر این سه متغیر ارزش بالاتری داشته باشند، به همان میزان عمق افشاکاری بیشتر خواهد بود.

دومین جنبه کیفیت گزارش‌دهی شرکت، اصول حسابداری به کار رفته می‌باشد. گزارشات مالی^{۴۳} ادغام شده معمولاً اطلاع‌دهنده ترمی باشند و استفاده از ذخایر جاری^{۴۴} معمولاً یک راه پنهان نگه داشتن عملکرد دوره ای شرکت است. بنابراین کیفیت گزارش‌دهی شرکت‌هایی که صورت‌های مالی خود ادغام کرده و از ذخایر جاری استفاده نمی‌کنند، بالاتر است.

از طرف دیگر چنانچه قوانین حسابداری کشوری برای مقاصد گزارش‌دهی مالی از قوانین حسابداری مالیاتی تبعیت کند، گزارشات مالی کمتر اطلاع‌دهنده خواهند بود. (آلفرد^{۴۵} و دیگران به نقل از بوشمن و همکاران، ۲۰۰۱).

سومین جنبه کیفیت گزارش‌دهی، زمان افشا است. ارزش این متغیر با افزایش فراوانی گزارشات ضمنی^{۴۶}، تعداد اقلام ویژه‌های^{۴۷} در گزارشات ضمنی افشا می‌شود. ادغام سازی در این گزارشات و گزارش وقایع متعاقب، بالای می‌رود.

سرانجام به چهارمین جنبه یعنی اعتبار افشای رسیم. اعتبار افشاها به کیفیت بالای حسابرسی بستگی دارد.

دومین جزء شفافیت، کسب اطلاعات محرمانه است. ارتباط میان افشای اطلاعات عمومی، پردازش اطلاعات محرمانه و فعالیت‌های گسترده

- 43 . Consolidate Financial Statements
- 44 . General reserve
- 45 . Alford
- 46 . Interfm
- 47 . Specific Items

سرمایه‌گذاران همیشه تعیین کنند مهم‌ترین عضو تقاضا برای اطلاعات در یک اقتصاد بوده است (ورس چیا، به نقل از بوشمن و همکاران، ۲۰۰۱).

بر حسب روشی که اطلاعات محرمانه به دیگران منتقل می‌شود، می‌توان سه سیستم اطلاعاتی در نظر گرفت. اولین سیستم اطلاعاتی عبارت از کسب اطلاعات محرمانه و انتقال مستقیم آن به دیگران توسط تحلیل‌گران مالی است؛ تحلیل‌گران مالی در پردازش و تفسیر اطلاعات اضافی دیگری که از طریق گفتگو یا مدیران تهیه کنندگان مشتریان و... یک شرکت به دست می‌آید متخصص می‌باشند همه این فعالیت‌ها، کسب اطلاعات محرمانه محسوب می‌شود.

به واسطه این فعالیت‌ها مجموعه اطلاعات عملکرد و دورنمای یک شرکت از طریق گزارشات تحلیل‌گر و توصیه‌های سهام فراهم می‌شود. هر چقدر تعداد تحلیل‌گران پی‌گیری یک شرکت بیشتر باشد، اطلاعات کسب شده معتبرتر است (چانگ^{۴۸} و همکاران، به نقل از بوشمن و همکاران، ۲۰۰۱).

دو سیستم اطلاعاتی دیگر عبارتند از جمع‌آوری اطلاعات داخلی، پردازش و فعالیت‌های معاملاتی دارندگان اطلاعات محرمانه^{۴۹} (خودی‌ها) و سرمایه‌گذاران نهادی نسبتاً خبره. اگر چه معمولاً کلیه اطلاعات به دست آمده و پردازش شده توسط خودی‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی برای عموم گزارش نمی‌شود، به واسطه تصمیمات خرید و فروش آنها، ارزش محرمانه اطلاعات در قیمت سهام جمع می‌شود و اطلاعات خاص شرکت به وسیله قیمت سهام به عموم انتقال می‌یابد. در این‌جا شفافیت شرکت

- 48 . Chang
- 49 . Insiders

با فعالیت‌های سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مستقیم و با فعالیت‌های دارندگان اطلاعات محرمانه ارتباط عکس دارد. منع قانونی داد و ستد متکی به اطلاعات نهانی به شفافیت بیشتر منتهی می‌شود (بها تاجاریا^{۵۰} و همکاران به نقل از بوشمن و همکاران، ۲۰۰۱).

سومین جزء شفافیت، اشاعه اطلاعات است و شامل توزیع اطلاعات از طریق انواع کانال‌های رسانه‌های جمعی و اینترنت می‌باشد. فقدان یک زیربنای توسعه یافته ارتباطی، هم‌چنین مالکیت دولتی^{۵۱} رسانه‌های گروهی در یک کشور جریان اطلاعات منتشر شده شرکت‌ها و امکان دسترسی آزادانه اقتصادی و مالی را به این اطلاعات محدود می‌کند. از کانال‌های ارتباطی دسترسی، سرعت و صحت انتقال اطلاعات به استفاده کنندگان انتظار می‌رود. افزایش میزان نفوذ و یا مالکیت در رسانه‌های گروهی با شفافیت ارتباط مستقیم دارد (دجانکو^{۵۲} و به نقل از بوشمن و همکاران، ۲۰۰۱). (نمودار ۳)

تخلقات رایج در بازار سرمایه

مبنای تصمیم‌گیری مشارکت کنندگان در بازار اوراق بهادار، اطلاعاتی است که توسط بورس، ناشران اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس و واسطه‌های مالی فعال در این بازارها مشتری می‌شود. تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار منوط به انتشار اطلاعات به موقع، با اهمیت و نیز کامل و قابل فهم است. تخلقات و تقلبات رایج در بازار سرمایه عموماً به شرح زیر قابل ذکر است:

- عدم افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها

- 50 . Bhattacharya
- 51 . State ownership
- 52 . Djankov



مبنای تصمیم‌گیری مشارکت کنندگان در بازار اوراق بهادار، اطلاعاتی است که توسط بورس، ناشران اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس و واسطه‌های مالی فعال در این بازارها مشتری می‌شود

- داد و ستد دارندگان اطلاعات نهانی

- دستکاری بازار

(جهانتخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵)

به دلیل اهمیت افشای اطلاعات و شفافیت بازار و نیز به دنبال تخلفات و تقلباتی که از سوی سرمایه گذاران، کار گزاران و مدیران شرکت های منتشر کننده اوراق بهادار صورت گرفته، مسئولین بازار سرمایه در کشورهای مختلف جهان به فکر وضع مقرراتی برای حفظ منافع سرمایه گذاران و ایجاد جو اعتماد در بازار سرمایه افتادند. این مقررات اغلب به منظور تعیین سیاست ها و الزام های افشای اطلاعات، منع داد و ستد اطلاعات نهانی و شناسایی و منع دستکاری بازار وضع شده اند.

هم چنین به منظور نظارت بر اجرای صحیح قوانین فوق الذکر، آن ها به تأسیس سازمان های خاصی اقدام کردند که در اکثر کشورها به کمیسیون بورس و اوراق بهادار^{۵۳} و یا (SEC) معروفند.

عدم افشای اطلاعات توسط شرکت ها

یکی از مهم ترین منابع اطلاعاتی سرمایه گذاران، صورت های مالی شرکت و سایر اطلاعاتی است که از جانب شرکت منتشر می شود. اگر شرکت اطلاعات را به موقع در دسترس سرمایه گذاران قرار ندهد آنان در تصمیم گیری دچار اشتباه خواهند شد.

به دلیل اهمیت کیفیت افشای اطلاعات مالی توسط شرکت ها، کمیسیون بورس و اوراق بهادار کشورها با وضع قوانین به گزارش دهی شرکت ها نظارت و شرکت ها را ملزم می کند تا همه اطلاعات با اهمیت شرکت را بوسیله فرم های SEC، گزارشات مطبوعاتی، اینترنت و سایر روش ها برای عموم افشا کنند (میو، ۲۰۰۰؛ هپ، ۲۰۰۲). بر اساس تحقیق روی^{۵۴} (۲۰۰۲) بین قوانین افشا که توسط SEC وضع می گردد و کارایی بازار رابطه مثبت وجود دارد.

داد و ستد دارندگان اطلاعات نهانی

ممکن است وقایعی در شرکت رخ دهد که تأثیر قابل توجهی بر وضعیت مالی و نتایج عملیات شرکت داشته باشد. نخستین افرادی که از این وقایع مطلع می شوند دست اندر کاران و مدیران شرکت هستند. آنان با تحلیل پیامدهای وقایع، سهام را ارزیابی و قبل از دیگران اقدام به خرید یا فروش سهام شرکت می کنند و از این طریق سودهای کلانی به دست می آورند. در این گونه موارد سرمایه گذارانی که به اطلاعات دسترسی ندارند متحمل زیان خواهند شد. لذا منع داد و ستد دارندگان اطلاعات نهانی در چارچوب منابع قانونی اغلب بورس های دنیا قرار گرفته است (ماگ، ۱۹۹۹). اطلاعات نهانی به آن دسته از اطلاعات کلیدی و منتشر نشده گفته می شود

که به طور مستقیم یا غیر مستقیم به اوراق بهادار یا ناشران آن مربوط می شود. این اطلاعات در صورت انتشار بر تصمیمات سرمایه گذاران در بازار سرمایه و نیز قیمت اوراق بهادار تأثیر دارد و می تواند به شرکت ها یا شاخص های کلان اقتصادی نظیر رشد نرخ بهره، صادرات و مربوط باشد. بنابراین اطلاعات نهانی، اطلاعاتی خاص و مربوط به یک یا چند ناشر اوراق بهادار یا بیش از یک ورقه بهادار و در اختیار دارندگان مستقیم یا واسطه های است که اطلاعات مزبور را به افراد فاقد آن می رسانند. این اطلاعات در صورت انتشار تأثیر اساسی بر الگوهای قیمتی اوراق بهادار دارد (رز، ۲۰۰۰؛ میو، ۲۰۰۰).

در برخی از تعاریف ارائه شده از اطلاعات نهانی به مفاهیم اطلاعات کلیدی و اطلاعات منتشر نشده اشاره شده است. در قانون اوراق بهادار ایالات متحده امریکا، اطلاعاتی کلیدی تلقی می شود که از نظر سرمایه گذار منطقی، در تصمیم گیری برای خرید فروش یا نگهداری اوراق بهادار نقش اساسی داشته باشد (بین بریج، ۲۰۰۰). مثال هایی از این گونه اطلاعات به قرار زیر است:

اطلاعاتی در زمینه محصولات جدید، قراردادهای یا دستاوردهای جدید شرکت، سود و زیان یک عرضه کننده یا مشتری عمده شرکت، اخبار مربوط به برنامه های سرمایه گذاری، پیش بینی کارمندان عالی رتبه در مورد سود و زیان آتی شرکت، اخبار



به دلیل اهمیت کیفیت افشای اطلاعات مالی توسط شرکت ها، کمیسیون بورس و اوراق بهادار کشورها با وضع قوانین به گزارش دهی شرکت ها نظارت و شرکت ها را ملزم می کند تا همه اطلاعات با اهمیت شرکت را بوسیله فرم های SEC، گزارشات مطبوعاتی، اینترنت و سایر روش ها برای عموم افشا کنند

مربوط به فعالیت های مشترک شرکت یا سایر پیشرفت های تجاری عمده، انعقاد قراردادهای جدید و مهم، امکان افزایش سرمایه شرکت، عرضه عمومی، انتشار سهام جدید یا باز خرید سهام، تغییر در سیاست های تقسیم سود یا اعلام تجزیه سهام اطلاعاتی در مورد فروش، خرید یا اجاره دارایی ها یا مالکیت های عمده، تغییر در مدیران ارشد شرکت یا امکان خرید سهام شرکت های دیگر با قصد کنترل آن شرکت ها.

اطلاعات قبل از این که به بازار منتقل شود و در دسترس عموم قرار گیرد - به گونه ای که افراد زمان کافی برای ارزیابی آن اطلاعات در اختیار نداشته باشند - اطلاعات منتشر نشده تلقی می شود. لازم به ذکر است که تعریف اطلاعات

۵۳ . Securities & Exchange Commission
۵۴ . Hope
۵۵ . Roy
۵۶ . Maug
۵۷ . Bainbridge

نهانی اغلب در چارچوب منابع قانونی کشورهای مختلف جای می گیرد. (سازمان بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت مطالعات و بررسی های اقتصادی تیر ۱۳۸۱)

دستکاری بازار

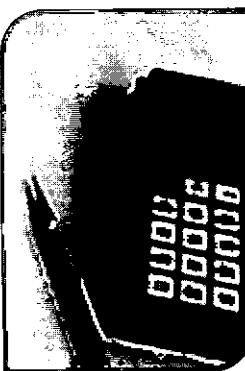
دستکاری بازار به طور کلی به فعالیت هایی اطلاق می شود که به هر طریق ممکن کارکرد آزادانه عرضه و تقاضای بازار را دچار اختلال کند و به خلق قیمت های ساختگی و نمایش کاذب از فعالیت بازار سهام و در نهایت گمراه ساختن فعالان بازار منتهی شود. هدف نهایی اشخاصی که به دستکاری بازار اقدام می کنند کسب سود و بهره برداری مادی و رسیدن به منافع غیر قانونی است.

از جمله گونه های دستکاری بازار انتشار اخبار کذب، معاملات صوری، احتکار سهام و ائتلاف می باشد که با این اقدامات سرمایه گذاران را گمراه و سودهای سرشاری عاید خود می کنند (جهانتخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵).

منابع:

- ۱. بهسازی مقررات ایمنی و شفافیت بازار سرمایه ایران: داد و ستد دارندگان اطلاعات نهانی، گزارش یک پژوهش، سازمان بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت مطالعات و بررسی های اقتصادی، تیر ۱۳۸۱، کد گزارش: ۲۸۱۰۴۰۰۵.
- ۲. جهانتخانی، علی؛ علی پارسائیان؛ بورس اوراق بهادار، چاپ دوم، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ۱۳۷۵.
- ۳. داد و ستد مبتنی بر اطلاعات درونی؛ بورس، شماره ۱۷، آبان ۱۳۷۸.

۴. Bainbridge, Stephen. (۲۰۰۰). Insider Trading In Encyclopedia of Law and Economics III (Edward Elgar Publishing: Cheltenham, U.K.).
۵. Bushman, Robert; Piotroski, Joseph and Smith, Abble. (۲۰۰۱). "What determines corporate transparency?". University of North Carolina; University of Chicago and Harvard Business School.
۶. Damoderan, Aswath. (۲۰۰۲). "Information Transparency and Valuation: Can you value what you cannot see?". Stern School of Business.
۷. DiPiazza, Jr., Samuel A and Eccles, Robert G. ۲۰۰۲. Building Public Trust: The future of corporate Reporting John Wiley & sons
۸. Hallwood, Toby. (۲۰۰۱). "How can the web used to increase corporate transparency?".
۹. Hope, Ole-Kristian. (۲۰۰۰). "Analyst following and the Influence of disclosure components: IPOs and ownership concentration". University of Toronto. Joseph L. Rotman School of Management.
۱۰. Mayo, Herbert B. (۲۰۰۰). Investments: An introduction. Harcourt Inc.
۱۱. Muge, E. (۱۹۹۹). Insider Trading Legislation and Corporate Governance. Duke University.
۱۲. Rose, Peter S. (۲۰۰۰). Money and Capital Markets: Financial Institutions and Instruments in a Global Marketplace.
۱۳. Roy, Ritendra. (۲۰۰۲). "Market Efficiency Effects of Regulation Fair Disclosure". The Leonard N. Stern School of Business.



اطلاعات نهانی به آن دسته از اطلاعات کلیدی و منتشر نشده گفته می شود که به طور مستقیم یا غیر مستقیم به اوراق بهادار یا ناشران آن مربوط می شود