

رابطه بین شفافیت و افشا با اندازه شرکت

دکتر علی رحمانی*

استاد یار دانشگاه زهرا

علیا له داد

کارشناس ارشد شرکت اویک

چکیده

وجود اطلاعات شفاف یکی از الزامات کارایی بازار سرمایه است. شفافیت و افشا از اجزای اساسی راهبری شرکتی است و شفافیت بالاتر و افشای بهتر، اطلاعات بیشتری را در خصوص نحوه اداره شرکت برای ذینفعان فراهم می‌کند. از آن جا که واحدهای اقتصادی هزینه افشای اطلاعات را تقبل می‌کنند، اطلاعات افشا شده، همواره کمتر از اطلاعاتی است که واقعاً وجود دارند. افشای بیشتر اطلاعات، عدم اطمینان کمتری به همراه دارد لیکن برای افشا نیز محدودیت هزینه-فایده باید لحاظ شود.

در این تحقیق رابطه بین شفافیت و افشا با اندازه بررسی شده است. همچنین به دلیل تأثیر شفافیت بر هزینه سرمایه از یک جایگزین به نام ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت‌ها، که در تحقیقات قبلی مورد تأکید بود، استفاده شده است و رابطه این دو نیز بررسی شده است. برای تعیین سطح شفافیت و افشای شرکت‌ها از مدل موسسه استاندارد اند پورز استفاده گردیده است. این مدل سطح شفافیت و افشای شرکت‌ها را در سه بخش ساختار مالکیتی و حقوق سرمایه گذاران، شفافیت مالی و افشای اطلاعات و فرایندها و ساختار مدیریت و هیئت مدیره اندازه گیری می‌کند. این تحقیق شامل نمونه ای به تعداد ۷۰ شرکت بوده و برای ارزیابی نتایج، از اطلاعات سال مالی ۱۳۸۷ شرکت‌ها استفاده شده است.

نتایج این تحقیق نشان داد که بین شفافیت و افشا با اندازه شرکت رابطه معنادار وجود داشته و جهت رابطه مستقیم است. اندازه توان تبیین شفافیت و افشا به میزان ۱۷ درصد را دارد. همچنین مشخص شد بین شفافیت و افشا با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری که معرف هزینه سرمایه است، رابطه معناداری وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: شفافیت و افشا، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، مربوط بودن، قابلیت

اتکا

مقدمه

اطلاعات مایه حیات بازار است و سرمایه گذاران به اطلاعاتی که از طرف شرکت‌ها منتشر می‌شود تکیه می‌کنند. آن‌ها به اطلاعات معتبر، به موقع و قابل فهم، در قالب‌های که به راحتی قابل تجزیه و تحلیل باشد نیاز دارند. برای کارکرد صحیح بازارهای سرمایه، لازم است سرمایه گذاران اطلاعات شرکت‌ها را صحیح، کامل، قابل اطمینان و به موقع بدانند.

اطلاعات شفاف را می‌توان به عنوان یکی از ابزارهای ایفای مسئولیت پاسخگویی مدیران دانست. با افزایش محتوای اطلاعاتی گزارشات مالی که شامل اطلاعات مکمل در قالب یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی است، نه تنها حسابداران می‌توانند بدان وسیله مزیت رقابتی خود را حفظ کنند، بلکه از طریق کاهش دادن اثرات معکوس اطلاعات محرمانه، بر رفاه اجتماعی بیفزایند.

یکی از الزامات رقابت سالم، دسترسی همه مشارکت کنندگان بازار به اطلاعات شفاف است. مضرات اقتصادی پنهان کاری و یا عدم شفافیت، به هم خوردن تعادل بین ریسک و بازدهی است. زمانی که اطلاعات شفاف در دسترس همگان نباشد افراد نیروگاه با ریسک بیشتر بازدهی کمتری خواهند داشت و برعکس، که نتیجه آن جابجایی ثروت بین عده ای اندک است و عملاً ثروت تولید نمی‌شود. بارزترین زیان عدم شفافیت فساد است که بر سرمایه گذاری و رشد اقتصادی اثرات منفی دارد.

به اعتقاد وی و انانث و کافمن [۹]، بازارهای مالی و راهبری شرکتی از جمله محرک‌های وابسته به هم برای گسترش، توسعه و افزایش رفاه جوامع بوده و اهمیت دسترسی به اطلاعات جهت اتخاذ تصمیمات منطقی و صحیح به حدی است که شفافیت اطلاعات و امکان دسترسی به آن را در شمار حقوق بشر در نظر می‌گیرند.

سؤال مطرح این است که آیا شرکت‌ها اطلاعات کافی ارائه می‌کنند و یا از مقدار اطلاعاتی که باید افشا کنند بیشتر و یا کمتر است؟ شاید دو دلیل عمده برای چنین کاری وجود داشته باشد یکی آنکه شرکت‌ها از طریق افشای اطلاعات درون سازمانی متعلق به آینده در صدد بر می‌آیند تا بر سرمایه گذاران خود و حتی مشتریان اثر مثبت بگذارند و در نهایت بر اعتماد دیگران به شرکت بیفزایند. این همان واقعیتی است که شرکت علاوه بر محتوای اطلاعاتی الزامی صورت‌های مالی

که موجب افزایش اعتماد دیگران می‌شود، دست به افشای اطلاعات گسترده تر می‌زند. دوم آنکه شاید یک شرکت که خواهان جذب سرمایه های جدید و گسترش فعالیت‌ها و شناساندن خود به رقبا و جامعه است، احساس کند که در مقایسه با شرکت‌های دیگر و به خصوص شرکت‌های بزرگ باید اطلاعات بیشتری را درباره خودش افشا کند، بیش از آنچه رسانه های همگانی و سایر منابع اعلام می‌نمایند. همچنین شاید انتظار از شرکت‌های بزرگ‌تر به صورت طبیعی بیشتر بوده و ذینفعان منتظر افشای اطلاعات کامل و به موقع از طرف آن‌ها هستند.

در این تحقیق تلاش شده است تا علاوه بر ارزیابی سطح شفافیت و افشای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه سطح شفافیت و افشا با اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نیز مورد بررسی قرار گیرد.

مدل‌های ارزیابی شفافیت و افشا

برخی از مهم‌ترین مدل‌های ارزیابی شفافیت به اختصار در زیر بررسی شده است:

مدل موسسه استاندارد اند پورز:

طبق روش شناسی موسسه استاندارد اند پورز، که در این تحقیق نیز از این مدل استفاده شده است، سطح شفافیت و افشای شرکت‌ها به کمک ۹۸ سؤال در مورد شفافیت و افشا تعیین شده است. به این صورت که در صورت پاسخ به هر یک از سؤالات در یکی از صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه و یا گزارش هیئت مدیره به مجمع، امتیاز یک و در غیر این صورت امتیاز صفر برای آن سؤال در نظر گرفته می‌شود و به تبع آن، شرکتی که بیشترین امتیاز را کسب نماید (به بیشتر سؤالات و موارد شفافیت و افشا پاسخ داده باشد)، دارای سطح شفافیت و افشای بالاتری نیز خواهد بود. در این مدل سؤالات مربوط به شفافیت و افشا در سه گروه زیر مطرح شده‌اند:

- ساختار مالکیتی و حقوق سرمایه گذاران
- شفافیت مالی و افشای اطلاعات
- فرآیند و ساختار هیئت مدیره

مدل بو توسان

این مدل شامل ۶۳ سؤال در پنج بخش به شرح زیر می‌باشد:

- اطلاعات پیشینه شرکت
- خلاصه ای از نتایج تاریخی
- اطلاعات آماری غیر مالی کلیدی
- اطلاعات بودجه ای
- مباحث و تحلیل های مدیریتی

در این مدل سؤالات دارای اوزان مختلف بوده و در مجموع ۱۲۷ امتیاز برای سؤال‌ها در نظر گرفته شده است. شرکت‌های دارای امتیاز بیشتر دارای سطح شفافیت و افشای بالاتری هستند.

مدل جنسن

این مدل شامل ۶۲ سؤال در پنج بخش به شرح زیر می‌باشد:

- سطح افشای استراتژیک
- چشم انداز و دورنمای رقابتی
- جزئیات تولید
- بازاریابی و فروش
- سرمایه انسانی

در این مدل سؤالات دارای اوزان مساوی بوده و در مجموع ۶۲ امتیاز برای سؤال‌ها در نظر گرفته شده است. شرکت‌های دارای امتیاز بیشتر دارای سطح شفافیت و افشای بالاتری هستند.

مدل بوشمن، پیوتروسکی و اسمیت (۲۰۰۳)

در این مدل سیستم‌های اطلاعاتی که به شفافیت شرکت کمک می‌کنند به سه طبقه تقسیم

می‌شوند:

- گزارشگری مطلوب از سوی شرکت‌ها
- دسترسی یکسان همگان به اطلاعات
- کسب اطلاعات محرمانه شرکت‌ها

در این مدل با توجه به معیارهای فوق، سطح شفافیت و افشای شرکت‌ها مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.

مدل موسسه تحقیقات و مدیریت سرمایه گذاری (AIMR)

این مدل به کمک گزارشات سالانه، فرم‌های 10K، گزارشات فصلی و بیانیه‌ها و مطالب چاپ شده توسط تحلیل گران به ارزیابی سطح شفافیت و افشای شرکت‌ها می‌پردازد.

پیشینه تحقیق

تحلیل‌های نظری و شواهد تجربی بیانگر این است که افزایش عدم تقارن اطلاعات یا افزایش نابرابری با کاهش تعداد سرمایه گذاران، افزایش هزینه‌های داد و ستد، پایین آمدن قدرت نقد شوندگی اوراق بهادار، کم شدن حجم معامله و به طور کلی کاهش سود اجتماعی از محل این داد و ستدها ارتباط مستقیم دارد. دیدگاه برابری موجب می‌شود که منشأ اصلی نابرابری از بین برود و همین امر برای سرمایه گذاران آگاه یک مزیت اطلاعاتی است و موجب می‌گردد اثرهای زیان بار اقدام‌های دفاعی که معمولاً به وسیله افراد ناآگاه به عمل می‌آید، کاهش یابد و در نهایت موجب افزایش رفاه عمومی خواهد شد.

برخی از مهم‌ترین تحقیقات انجام شده مرتبط با موضوع این تحقیق به این شرح است: موسسه استاندارد اند پورز [۷] تحقیقی را منتشر ساخته است که رویه‌های شفافیت و افشای شرکت‌های بزرگ در سراسر جهان را بررسی می‌کند. این تحقیق یک ارزیابی اختصاصی از الگوهای افشای شرکتی برای بیش از ۱۵۰۰ شرکت است. نتایج به دست آمده نشان داد که شرکت‌های دارای رتبه بالاتر شفافیت و افشا، دارای ریسک بازار پایین‌تر، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالاتر (یا هزینه سرمایه کمتر) و ارزش سهام بالاتری هستند. همچنین مشخص گردید شرکت‌های کوچک‌تر، افشای کمتری دارند. در واقع اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با امتیاز شفافیت، رابطه مستقیم دارند. در ترکیه [۸]، نیز برای هر یک از سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۷، تحقیقی در مورد کیفیت شفافیت و افشای ۵۲ شرکت ترکیه‌ای صورت گرفت که برای ارزیابی شفافیت از مدل موسسه استاندارد اند پورز استفاده شده بود. نتایج نشان داد بین سطح شفافیت و افشا با اندازه و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه

معنادار و مستقیم وجود دارد. بو توسان [۲] از رتبه بندی افشای تهیه شده توسط تحلیل گران موسسه تحقیقات و مدیریت سرمایه گذاری (AIMR) استفاده نمود. رتبه بندی ارائه شده توسط این موسسه بر پایه گزارشات سالانه، فرم‌های 10K، گزارشات فصلی، بیانیه‌ها و مطالب چاپ شده توسط تحلیل گران قرار دارد. بو توسان مدعی شد که هزینه سرمایه در سطح افشای گزارشات سالانه کاهش می‌یابد در حالی که این هزینه با گزارشات به هنگام تر سه ماهه، افزایش می‌یابد. همچنین بو توسان شواهد چندی برای فرضیه‌های هزینه سرمایه فراهم آورده است. او دریافت که در شرکت‌های با تحلیل گران مالی کم، یک رابطه منفی بین هزینه حقوق صاحبان سهام و میزان افشای اختیاری آن‌ها بر قرار است و در نهایت به عنوان یک پیشنهاد مطرح نمود که انواع مختلف افشا و حجم زیاد آن منجر به از بین رفتن اطلاعات می‌شود. پتل و دالاس [۶] رابطه معناداری بین رتبه بندی شفافیت و افشای شرکت‌های آمریکایی و ریسک بازار، اندازه و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری گزارش نمودند. طبق یافته‌های فرانسیس [۴] سیاست افشای وسیع، ساز و کاری است که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بیرونی را کاهش می‌دهد. دیاموند و ورجیا [۳] معتقدند که افشای اختیاری، عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه را کاهش می‌دهد. در نتیجه در شرکت‌های با سطح افشای بالا، سرمایه گذاران می‌توانند نسبتاً مطمئن باشند که هر گونه مبادلات سهام تحت یک قیمت منصفانه انجام می‌گیرد. لانگ و لاندلم [۵] معتقدند که اگر اطلاعات خصوصی مدیریتی به طور کامل از طریق افشای اجباری آشکار نشود، افشای اختیاری هزینه دستیابی به اطلاعات برای تحلیل گران مالی را کاهش داده و بنابراین منابع اطلاعاتی آن‌ها را افزایش می‌دهد. نوبخت [۱] از طریق یک پیمایش به ارزیابی شفافیت اطلاعات شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. وی از مدل ارائه شده توسط بوشمن، پیوتروسکی و اسمیت استفاده نمود. این مدل با تقسیم عوامل تشکیل دهنده شفافیت اطلاعات شرکت‌ها به سه طبقه شامل گزارشگری مطلوب از سوی شرکت‌ها، دسترسی یکسان همگان به اطلاعات شرکت‌ها و توزیع مطلوب اطلاعات شرکت‌ها، میزان شفافیت را اندازه گیری می‌کند. نتایج نشان داد ۹۰/۹۰٪ سهامداران گزارشگری شرکت‌ها را نامطلوب، ۴۸/۹۸٪ امکان دسترسی یکسان همگانی را به اطلاعات کم و ۹۶/۹۶٪ آن‌ها توزیع اطلاعات شرکت‌ها را نامطلوب می‌دانند.

سؤالات و فرضیه های تحقیق

در ارتباط با میزان شفافیت و افشای اطلاعات همواره نگرانی‌های وجود دارد. برخی شرکت‌ها صرفاً در حد موارد قانونی و حتی کمتر از آن، اطلاعات را افشا می‌نمایند و برخی دیگر فراتر رفته و علاقمند به افشای بیشتر هستند. در این خصوص سؤالات زیر مطرح است: آیا شرکت‌های کوچک‌تر برای رقابت هر چه بیشتر با سایر شرکت‌ها در جذب منابع، شناساندن هر چه بهتر خود به بازار و افزایش سهم خود در بازار، درصدد افشای اطلاعات بیشتر و شفافیت بالاتر هستند؟ آیا ارزش بازار به ارزش دفتری در شرکت‌های با سطح شفافیت و افشای بیشتر، بالاتر است؟ به عبارت دیگر اگر افشا و شفافیت بیشتر منجر به کاهش هزینه سرمایه شود، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری باید رابطه مثبتی با سطوح افشا داشته باشد. به نظر می‌رسد بررسی رابطه بین شفافیت و افشای اطلاعات با اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، بتواند اطلاعات مفیدی را در خصوص سؤالات فوق در اختیار قرار دهد. بر اساس سؤالات فوق، فرضیات تحقیق به شرح زیر تدوین می‌شود:

۱. بین شفافیت و افشا با اندازه شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
۲. بین شفافیت و افشا با نسبت قیمت به ارزش دفتری شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

روش اجرای تحقیق

این تحقیق از نظر هدف، تحقیقی کاربردی است زیرا به بررسی روابط متغیرها در بازار اوراق بهادار پرداخته و به دنبال تبیین روابط و ارائه پیشنهادها جهت ارتقای کارایی بازار می‌باشد. همچنین روش تحقیق همبستگی می‌باشد، یعنی وجود رابطه و همبستگی بین متغیرهای مستقل (اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری) با متغیر وابسته (سطح شفافیت و افشا) از طریق رگرسیون بررسی می‌شود. روش شناسی نیز از نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق در برگزیده شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اول بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. وجود اطلاعات و نظارت بیشتر، معاملات بیشتر سهام، نقد شوندگی بالاتر سهام و دوران توقف کوتاه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اول بورس اوراق بهادار سبب شد تا برای ارزیابی سطح شفافیت و افشای اطلاعات، این شرکت‌ها را به عنوان جامعه آماری انتخاب و از صورت‌های مالی و گزارش هیئت مدیره به مجمع عمومی آن‌ها استفاده نماییم. تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اول، برای سال ۱۳۸۷ بالغ بر ۱۰۲ شرکت می‌باشد. از میان این شرکت‌ها، به روش تصادفی ساده ۷۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند.

متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری آن‌ها

الف: متغیر وابسته: عبارت از سطح شفافیت و افشای شرکت می‌باشد.

ب: متغیرهای مستقل: شامل دو متغیر اندازه و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت است.

نحوه اندازه گیری هر یک از متغیرها به شرح زیر است:

شفافیت و افشا: برای اندازه گیری سطح شفافیت و افشای شرکت‌ها از مدل موسسه استاندارد اند پورز استفاده شد که در قسمت معرفی مدل‌های شفافیت و افشا توضیح داده شده است.

اندازه شرکت: از دو متغیر جداگانه و البته مکمل برای اندازه شرکت به شرح زیر استفاده شده است:

۱. ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت، بر مبنای ارقام حسابرسی شده پایان سال

۱۳۸۷ محاسبه شد.

۲. قیمت بازار شرکت، بر مبنای قیمت پایانی سهام در تعداد سهام به علاوه ارزش دفتری بدهی‌ها محاسبه شد. فرض شده است ارزش دفتری و قیمت بازار بدهی‌ها تفاوت با اهمیتی ندارد.

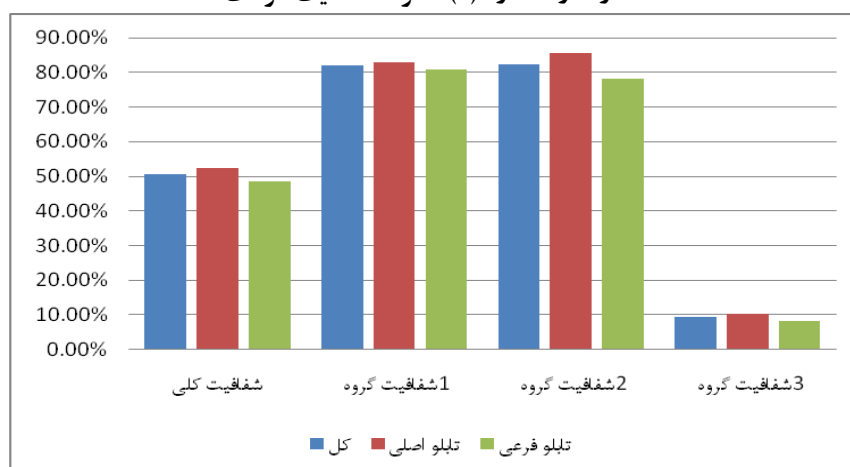
علت استفاده از قیمت بازار شرکت برای اندازه‌گیری اندازه، حذف تأثیرات عواملی چون عمر و ساختار سرمایه بری (میزان دفتری دارایی‌های ثابت نسبت به ارزش کل دارایی شرکت‌ها) بوده است، هر چند قیمت بازار نیز تحت تأثیر عوامل بیرونی است که بر شرکت‌های مختلف تأثیر یکسانی ندارد.

ارزش بازار به ارزش دفتری: عبارت است از حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت پایانی هر سهم در پایان سال مالی شرکت، تقسیم بر جمع حقوق صاحبان سهام شرکت. این نسبت به عنوان جایگزینی از هزینه سرمایه در برخی از تحقیقات استفاده شده است. در صورتی که هزینه سرمایه کاهش یابد، قیمت سهام افزایش و بنابراین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نیز افزایش خواهد یافت. به هر حال این قیمت متأثر از عوامل دیگری نیز می‌باشد که بر قیمت سهام تأثیر دارند.

نتایج تجزیه و تحلیل و ارزیابی یافته‌ها

در نگاره شماره (۱) میانگین امتیاز کسب شده شرکت‌ها در ۳ بخش تابلو اصلی، تابلو فرعی و کل بازار اول برای سطح شفافیت و افشا در ۴ بخش کلی، ساختار مالکیتی و حقوق سرمایه‌گذاران (گروه ۱)، شفافیت مالی و افشای اطلاعات (گروه ۲) و فرآیند و ساختار هیئت مدیره (گروه ۳) رسم شده است.

در نگاره شماره (۱): نمرات شفافیت شرکت‌ها



فرضیه اول: بین شفافیت و افشا با اندازه شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد اندازه شرکت چه بر حسب لگاریتم طبیعی دارایی‌ها (نگاره شماره ۱) و چه بر حسب لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت‌ها (نگاره شماره ۳)، با سطح شفافیت و افشا در ارتباط بوده و این ارتباط نیز مستقیم است. یعنی هر چه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد شفافیت شرکت نیز بیشتر خواهد بود و بالعکس. این نتیجه با نتایج به دست آمده در مطالعه موسسه استاندارد اند پورز و همچنین مطالعه بر روی ۵۲ شرکت ترکیه ای طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۷ سازگار بوده و نتایج مشابه می‌باشد.

نگاره شماره (۲): رابطه بین شفافیت و افشا با لگاریتم دارایی‌ها

۰/۰۹۸	توان تبیین مدل (R^2) تعدیل شده	۶۹	تعداد کل مشاهدات
۰/۳۳۴	ضریب همبستگی	۸/۴۰۶	نیکویی برازش مدل (F)
		۰/۰۰۵	سطح معناداری F
۲۸/۸۶۵	میانگین لگاریتم دارایی‌ها	۵۰/۵۸۹	میانگین نمره شفافیت
۲/۳۹۹	انحراف معیار لگاریتم دارایی‌ها	۱۷/۰۱۲	انحراف معیار نمره شفافیت
ضرایب			
سطح معناداری	آماره t	مقدار	شرح
۰/۰۰۳	۳/۰۸۲	۲۶/۰۰۱	عرض از مبدأ
۰/۰۰۵	۲/۸۹۹	۰/۸۴۶	لگاریتم دارایی‌ها

نگاره شماره (۳) - رابطه بین شفافیت و افشا با لگاریتم ارزش بازار

۰/۱۵۷	توان تبیین مدل	۶۹	تعداد کل مشاهدات
۰/۴۱۲	ضریب همبستگی	۱۳/۷۱۰	نیکویی برازش مدل (F)
		۰/۰۰۰	سطح معناداری F
۲۸/۰۰۶	میانگین لگاریتم ارزش بازار	۵۰/۵۸۹	میانگین نمره شفافیت
۲/۲۶۷	انحراف معیار ارزش بازار	۱۷/۰۱۲	انحراف معیار نمره شفافیت
ضرایب			
سطح معناداری	آماره t	مقدار	شرح
۰/۰۱۵	۲/۴۹۸	۲۰/۳۳۴	عرض از مبدأ
۰/۰۰۰	۳/۷۰۳	۱/۰۷۵	لگاریتم ارزش بازار

در این تحقیق علاوه بر بررسی رابطه بین اندازه شرکت و میزان شفافیت و افشا در سطح کلی، رابطه بین اندازه شرکت و میزان شفافیت و افشا در هر یک از سه گروه ساختار مالکیتی و حقوق سرمایه گذاران، شفافیت مالی و افشای اطلاعات و فرآیند و ساختار هیئت مدیره نیز مورد بررسی قرار گرفت. نتایج در این بخش حاکی از آن بود که فقط رابطه بین شفافیت و افشا در گروه ساختار مالکیتی و حقوق سرمایه گذاران با اندازه شرکت (در هر دو مورد لگاریتم طبیعی دارایی‌ها و لگاریتم طبیعی ارزش بازار) معنادار نبوده است. اما در دو گروه دیگر این رابطه معنادار و نوع ارتباط نیز مستقیم می‌باشد. لازم به ذکر است قوی‌ترین ارتباط مربوط به گروه فرآیند و ساختار هیئت مدیره با اندازه شرکت می‌باشد، همچنین نمرات کسب شده شرکت‌ها در این گروه مشابه می‌باشد. شاید دلیل اصلی وجود این ارتباط قوی، الزامات قانونی موجود برای شفافیت و افشای اطلاعات مربوط به این گروه باشد.

سوالی که در اینجا مطرح می‌شود این است که چرا شرکت‌های بزرگ‌تر، سطح شفافیت و افشای بالاتری نیز دارند؟ می‌توان موارد زیر را در پاسخ به این سؤال ارائه کرد که البته در تحقیقات بعدی قابل ارزیابی است:

- انتظار سهامداران و به طور کلی ذینفعان و اعتبار دهندگان از شرکت‌های بزرگ‌تر بیشتر بوده و به همین دلیل شرکت‌ها مجبور به ارائه اطلاعات بیشتر می‌شوند که این امر منجر به سطح شفافیت و افشای بالاتر می‌شود.
- شرکت‌های بزرگ‌تر، الگویی برای سایر شرکت‌ها و به خصوص شرکت‌های هم‌گروه و هم‌صنعت می‌باشند. لذا نحوه افشای اطلاعات و همچنین میزان آن دارای اهمیت بوده و این امر می‌تواند باعث افزایش انگیزه شرکت‌ها در افشای اطلاعات و ایجاد محیط رقابتی برای افزایش سطح شفافیت و افشا شود.
- شرکت‌های بزرگ‌تر نیروهای متخصص و کافی داشته و احتمالاً بیشتر مورد توجه می‌باشند و لذا شفافیت بیشتری دارند.
- مقررات گذاران و بازار توجه بیشتری به این شرکت‌ها دارند و به کاستی‌های افشا و شفافیت واکنش‌های پر سر و صدا نشان می‌دهند.

فرضیه دوم: بین شفافیت و افشا با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج تحقیق در نگاره شماره (۴) نشان می‌دهد رابطه بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت‌ها و سطح شفافیت و افشا معنادار نبوده و این فرضیه تایید نشد. این نتیجه با نتایج به دست آمده در مطالعه موسسه استاندارد اند پورز و همچنین مطالعه بر روی ۵۲ شرکت ترکیه ای طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۷ سازگار نمی‌باشد.

نگاره شماره (۴) - رابطه بین شفافیت و افشا با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

تعداد مشاهدات	کل	۶۸	توان تبیین مدل	۰/۰۱۵
نیکویی برآزش مدل (F)	برآزش	۰/۰۰۰	ضریب همبستگی	۰/۰۰۱
سطح معناداری F	سطح معناداری	۰/۹۹۶		
میانگین نمره شفافیت	میانگین نمره	۰/۵۸۹	میانگین ارزش بازار به ارزش دفتری	۱/۱۹۳
انحراف معیار نمره شفافیت	انحراف معیار	۰/۰۱۲	انحراف معیار ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۴۶۰
ضرایب				
شرح	مقدار	آماره t	سطح معناداری	
عرض از مبدأ	۵۰/۶۱۴	۵۶/۲۵۶	۰/۰۰۰	
ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۰۳	۰/۰۰۵	۰/۹۹۶	

همچنین علاوه بر بررسی رابطه بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت‌ها و میزان شفافیت و افشا در سطح کلی، رابطه بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و میزان شفافیت و افشا در هر یک از سه گروه ساختار مالکیتی و حقوق سرمایه گذاران، شفافیت مالی و افشای اطلاعات و فرآیند و ساختار هیئت مدیره نیز مورد بررسی قرار گرفت. نتایج در این بخش حاکی از آن بود که در تمامی گروه‌ها (همانند سطح کلی) این رابطه معنادار نمی‌باشد.

حال چرا رابطه بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت‌ها با سطح شفافیت و افشا، معنادار نیست؟

می‌توان موارد زیر را در پاسخ به این سؤال ارائه کرد:

- بالا یا پایین بودن نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری ناشی از سایر متغیرهای موجود در بازار سرمایه مثل اوضاع سیاسی، شرایط تورمی، جو روانی حاکم بر یک شرکت خاص در بازار، حبایی بودن قیمت سهام شرکت و یا سایر عوامل می‌باشد.
- در بسیاری از تحقیقات از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به عنوان شاخص هزینه سرمایه استفاده می‌شود. شاید به علت عدم وجود رابطه بین این نسبت و هزینه سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، این نسبت با سطح شفافیت و افشای شرکت‌ها نیز رابطه نداشته باشد. زیرا هزینه سرمایه و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با یکدیگر در ارتباط مستقیم هستند.

پیشنادهای مبتنی بر نتایج تحقیق

۱. نتایج ارزیابی شفافیت و افشا شرکت‌های بازار اول که معرف شرکت‌های شفاف بورس است، نشان می‌دهد که میانگین نمره کل شرکت‌ها ۵۰٫۵۹ درصد است. طبق گزارش بانک جهانی در مورد فضای کسب و کار ایران شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران ۳۰ درصد (۳ از ۱۰) است که شامل سه معیار میزان افشا (۵۰ درصد)، میزان مسئولیت‌مدیران (۴۰ درصد) و سهولت طرح دعاوی توسط سهامداران (صفر) می‌باشد. نمره شفافیت و افشا این تحقیق با نمره بانک جهانی [۱۰] مطابقت دارد، هر چند که روش آن بانک متفاوت است. لذا بر مبنای مدل استاندارد اند پورز و یافته‌های این تحقیق می‌توان نقاط ضعف را شناسایی و آسیب‌شناسی کرد و با اصلاح آن جایگاه کشور را در رتبه‌بندی جهانی فضای کسب و کار اندکی ارتقا داد.

۲. مدل فعلی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران برای ارزیابی سطح شفافیت و افشای شرکت‌ها چندان با واژه شفافیت و افشا ارتباط نداشته و بیشتر بر به موقع بودن گزارشات تاکید دارد. به نظر می‌رسد می‌بایست مدل جامعی در این ارتباط تدوین گردد. در واقع نیاز برای بالا بردن سطح کیفی اطلاعات بازار و وجود یک فرمت جامع برای گزارشگری سالانه شرکت‌ها، که شامل تمام اطلاعات مالی، غیرمالی، پیش‌بینی‌های آتی و اطلاعات راهبری شرکتی و سایر اطلاعات مورد نیاز باشد، احساس می‌شود.
۳. با توجه به اینکه برخی شرکت‌ها همواره از افشای اختیاری بیشتر در هراس بوده و اثرات منفی آن را بیشتر از اثرات مثبت ارزیابی می‌کنند، به نظر می‌رسد نهاد های مربوط باید در شرکت‌ها ایجاد انگیزه نموده و آن‌ها را به رقابت برای سطح بالاتر شفافیت و افشا تشویق نمایند. مراجعی چون سازمان حسابداری و یا سازمان بورس اوراق بهادار باید نمونه‌های گزارش‌های مصوب را به عنوان حداقل افشا اعلام کنند و به شرکت‌ها اختیار افشای اطلاعات تکمیلی و اضافی را بدهند.

پیشنهادات برای تحقیقات آینده

- با توجه به نتایج به دست آمده از تحقیق حاضر، می‌توان پیشنهادات زیر را برای تحقیقات آینده مطرح نمود:
۱. بررسی تغییرات سطح شفافیت و افشای شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از دستورالعمل جدید سازمان بورس در خصوص نحوه گزارش هیئت مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام.
 ۲. تفکیک سطح شفافیت و افشا بر اساس اطلاعات مالی و غیر مالی و بررسی رابطه آن با متغیرهای مهم مالی شرکت.
 ۳. مقایسه نتایج مدل‌های بین‌المللی شفافیت و افشا با مدل سازمان بورس و اوراق بهادار که از بهمن ماه ۸۸ الزامی شده است.
 ۴. بررسی و شناسایی موانعی که باعث کاهش نمره شفافیت و افشا در ایران شده است.

منابع و مآخذ

۱. نوبخت، زهرا. **ارزیابی شفافیت اطلاعات شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران**. ماهنامه بورس. ۱۳۸۵. ۲۳-۱۸ و ۵۴-۵۵.
2. Botosan, C. "Evidence that Greater Disclosure Lowers the Cost of Equity Capital." *Journal of Applied Corporate Finance*, 2000, no. 4, 60-69.
3. Diamond, D., and R. Verrecchia. "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital." *Journal of Finance*, 1991, No 46, 1325-59.
4. Francis, Jere R., Khurana, Inder K. and Pereira, Raynolde, *Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital Around the World*. *The Accounting Review*, 2002
5. Lang M, Lundholm R, *Corporate Social Responsibility and Financial Disclosures: An Alternative Explanation for Increased Disclosure*, *Journal of Business Ethics*, 2001, Volume 33.

6. Patel, Sandeep A. and Dallas, George S., Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results - United States, 2002.
7. Standard and Poor's, Transparency & Disclosure Study, 2001 and 2002
8. Standard and Poor's, Turkish Transparency and Disclosure Survey, Ratings Direct, 2007.
9. Vishwanath, T., and D. Kaufmann. "Towards Transparency in Finance and Governance", World Bank, 1999.
10. World Bank, "Doing Business 2010, Iran" , World Bank and IFC, 2009.