

انتخاب از بین بازارهای سرمایه عمومی یا خصوصی:

**اهمیت استانداردهای مربوط به افشای اطلاعات و نیز مقررات حسابرسی، برای کشورهای
واگذارنده تصدیگری دولتی**

The choice between private and public capital markets: The importance of disclosure standards and auditor discipline to countries divesting state-owned enterprises

Omrane Guedhami

Jeffrey A. Pittman

مترجم:
نعمت‌اله بهتری

چکیده:

در این مقاله جهت بررسی شیوه خصوصی سازی، از میان ۳۷ کشور جهان، نمونه ای متشکل از ۱۸۶۶ مورد خصوصی سازی، انتخاب و تاثیر (۱) استانداردهای مربوط به افشای اطلاعات و (۲) نهادهای قانونی تعیین کننده دستورالعمل برای حسابرسان، بر روش انتخابی واگذاری تصدیگری دولتی، ارزیابی گردید. تضاد نمایندگی^۱ میان سهامداران اقلیت^۲ و سهامداران کنترل کننده^۳ می تواند دولت را از خصوصی سازی به روش فروش سهام به سرمایه گذاران پراکنده در بازار سرمایه عمومی باز دارد. روش مدنظر برای خصوصی سازی، انتشار سهام می باشد که در مقایسه با فروش دارایی^۴ به گروه کوچکی از خریداران، مزایای اقتصادی مهمی را در بردارد. مطابق پژوهشهای پیشین، شفافیت حسابداری^۵، نقشی بدیهی و مسلم در بازداشتن سهامداران کنترل کننده از انتقال منابع شرکت ایفا می کند. این شفافیت کمک می کند تا سرمایه گذاران اقلیت، هر نوع شیوه انحرافی ممکن را شناسایی نمایند. نتایج پژوهش حاضر نشان می دهد زمانی که کشورها استانداردهای افشای مشخص و دقیقی را لازم الاجرا می نمایند، احتمال اجرای خصوصی سازی به روش انتشار سهام بیشتر است. در مقام مقایسه، شواهدی قوی وجود دارد حاکی از اینکه خصوصی سازی به روش انتشار سهام به احتمال فراوان، بار مسئولیت حسابرسان در دعاوی مدنی و پیگردهای کیفری که بر علیه شان اقامه می شود را کاهش می دهد که این امر نتیجتاً منتهی به ارائه صورتهای مالی قابل اتکاتر می گردد. پژوهش حاضر بیان می دارد که سرمایه گذاران به اصلاحاتی ارج می نهند که در قالب چندین عامل تعیین کننده قانونی دیگر از جمله تقویت استانداردهای افشا، حسابرسان را در بخش خصوصی و عمومی در بوتۀ آزمایش قرار می دهد.

واژگان کلیدی: خصوصی سازی، سهامداران اقلیت، سهامداران کنترل کننده، بار مسئولیت

مقدمه:

در این پژوهش، اهمیت چندین عامل تعیین کننده شفافیت حسابداری بر انتخاب روش تامین مالی از بین بازارهای سرمایه عمومی یا خصوصی، ارزیابی می شود. بویژه بر محیط بسیار نامتقارن^۶ اطلاعاتی حاکم بر خصوصی سازی دولتی، استناد می گردد تا بررسی شود که آیا استانداردهای افشای مناسبتر و نیز نهادهای قانونی بهتر که زمان ناکامی گزارشگری مالی، برای حسابرسان دستورالعمل تعیین می نمایند، باعث تسهیل خصوصی سازی از طریق انتشار سهام در مقایسه با فروش دارایی به مجموعه کوچکی از سهامداران می گردد یا نه. دولتها نوعاً خصوصی سازی از طریق انتشار سهام را ترجیح می دهند که می تواند میلیونها سرمایه گذار داخلی (بومی)^۷ را در برگرد تا مزایای عمده

^۱ agency conflict

^۲ minority shareholders

^۳ controlling shareholders:

آندسته از سهامداران درون سازمانی هستند که با استفاده از رانت اطلاعاتی، اقدام به تغییر خط مشی های سازمان بمنظور حداکثر کردن منافع خود می نمایند. (م)

^۴ asset sale

^۵ accounting transparency

^۶ Asymmetry: عدم تساوی اطلاعاتی بین سهامداران اقلیت و سهامداران کنترل کننده در مورد عملکرد و فعالیتهای سازمان. (م)

^۷ domestic

اقتصادی ایجاد نماید. دولتهای خصوصی‌ساز برای توسعه بازارهای سرمایه خود بروش تقویت نقدینگی و گسترش مالکیت سرمایه، اغلب با فراغ بال، از طریق کم قیمت گذاشتن^۸ این اوراق بهادار، از برخی عایدات، صرف‌نظر می‌کنند. برای مثال، بوچکووا و مگینسون (سال ۲۰۰۰) شواهدی ارائه دادند دال بر اینکه برنامه‌های خصوصی‌سازی در مقیاس گسترده، برای برانگیختن بازارهای مالی جهانی مفید است. بویژه برای دولتهایی که هدف سیاسی پرورش «فرهنگ برابری»^۹ را دارند، ترغیب افراد و نهادها برای مشارکت و تبادل فعالانه در این بازارها سودمند است. مک لیندون (سال ۱۹۹۶)، سوبرامانیام و تیمن (سال ۱۹۹۹) اشاره نمودند که خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام می‌تواند تاثیر بسزایی در پیشرفت کشورهای بهره‌مند از رشد موثر داشته باشد، بگونه‌ای که نقدینگی و کارایی بیشتر بازار سهام، به عامل شتاب‌دهنده‌ای (کاتالیزوری) برای شرکتها جهت حرکت به سوی عموم جامعه، بدل می‌گردد.

اما به سیاق مگینسون و همکاران (سال ۲۰۰۴)، دیک (سال ۲۰۰۱) بر این اعتقاد است که «در حالت عادی کشورها در اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی، مجبور به متوسل شدن به فروش داراییها بجای انتشار سهام می‌باشند. این امر زمانی رخ می‌دهد که زنجیره‌های حاکمیت قانونی آن کشور، سست می‌باشد. فروش داراییها معمولاً همراه است با فروش اکثریت سهام به سرمایه‌گذاری واحد یا به ائتلافی تجاری (کنسرسیومی) که طی برخی فرایندهای گزینشی، تایید صلاحیت شده‌اند. تعداد انگشت‌شماری از کشورهای دارای پشتوانه قانونی نسبتاً ضعیف، در اجرای خصوصی‌سازی گسترده، مبادرت به انتشار سهام می‌نمایند». سرمایه‌گذاران کوچکتر، ممکن است زمانی که بطور معقولانه پیش‌بینی نمایند که اعضا و کارمندان داخلی (خودی)، انگیزه‌هایی قوی برای سوء استفاده از موقعیت خود برای منحرف کردن منابع شرکت دارند، از مشارکت در خصوصی‌سازی به روش انتشار سهام، خودداری کنند. در چنین موقعیتی، کارمندان داخلی، بمنظور جلوگیری از انتشار اطلاعات مربوط به عملکرد اساسی شرکت، با دستکاری^{۱۰} صورتهای مالی، مبادرت به پنهانکاری می‌نمایند. گینسون و همکاران (سال ۲۰۰۴) نشان دادند که روند قانونی قوی و حمایت مناسب از سهامداران اقلیت، احتمال انتخاب خصوصی‌سازی به روش انتشار سهام، توسط دولت را افزایش می‌دهد.

در این مقاله، انتخاب روش خصوصی‌سازی از بین انتشار سهام یا فروش داراییها، در کانون توجه قرار می‌گیرد تا بررسی شود که آیا سرمایه‌گذاران خارج از سازمان برای نهادهایی که شفافیت حسابداری را تقویت می‌نمایند، ارزش قائلند یا نه. پیش فرض ما این است که انتقال منابع شرکت، نیازمند اقدامات مستقل سهامداران حاکم (نافذ)^{۱۱} برای پنهان کردن شیوه‌های انحرافی خود از طریق ایجاد تغییر در صورتهای مالی می‌باشد. نقش اساسی که گزارشگری مالی قابل اتکا در فرایند انتقال مالکیت دولتی به بخش خصوصی ایفا می‌نماید، بخوبی شناخته شده است. برای نمونه، هینگورانی و همکاران (سال ۱۹۹۷) شواهدی از دور اول خصوصی‌سازی گسترده جمهوری چک در سال ۱۹۹۱ ارائه نمودند حاکی از اینکه حتی صورتهای مالی بسیار ناقص نیز برای سرمایه‌گذاران اقلیت، حاوی اطلاعات مفید است. گیبون (سال ۱۹۹۷) در مورد مراحل که یک دولت می‌بایست پیش از اقدام به خصوصی‌سازی طی نماید، بر اهمیت رایه اطلاعات حسابداری قابل اتکا در مورد تصدیگری دولتی در حال واگذاری، تاکید نمود. بوشمن و همکاران (۲۰۰۴)

^۸ underpricing

^۹ equity culture

^{۱۰} manipulation

^{۱۱} dominant

مستنداً بیان نمودند که شفافیت مالی، زمانی با تنگنا روبرو می‌شود که مالکیت سهام دولتی بیشتر است و در این شرایط، عدم تقارن اطلاعاتی بسیار افزایش می‌یابد. OECD (سال ۲۰۰۵)، بطور عاجزانه از کشورها درخواست نمود تا حاکمیت شرکتی^{۱۲} را از طریق ملزم کردن موسسات دولتی به تبعیت از خط‌مشی‌های حسابداری و حسابرسی با کیفیت، بهبود دهند. به علاوه، بوشمن و پیوتروسکی (سال ۲۰۰۶) شواهدی ارائه نمودند حاکی از اینکه شرکتها و موسسات در کشورهای دارای مالکیت دولتی بیشتر در حوزه اقتصاد، درآمدهای محافظه‌کارانه^{۱۳} کمتری دارند. گودهای و پیتن (سال ۲۰۰۶) شواهدی یافتند که از اظهارات بوشمن و اسمیت (سال ۲۰۰۳) پشتیبانی می‌نمود: تغییرات رژیم (نظام سیاسی) در یک کشور مانند خصوصی‌سازی، فرصتی مناسب برای آزمایش تاثیر عوامل تعیین کننده قابلیت اتکای فرایند گزارشگری مالی بر نتایج اقتصادی فراهم می‌آورد. تبدیل مالکیت دولتی به خصوصی، در احاطه مشکلات نمایندگی عمده ناشی از سرمایه‌گذاران خارج از سازمان و سرمایه‌گذاران داخل سازمان قرار دارد.

تحقیق حاضر، اساساً ناظر بر این امر است که ویژگیهای حسابرس، انتظارات مربوط به شفافیت حسابداری موسسات خصوصی‌سازی شده را در راستای انتخاب روش تامین مالی از طریق انتشار سهام یا فروش دارایی، شکل می‌دهد. در پژوهش کنونی، سعی می‌شود از لحاظ تجربی، این مسئله حل گردد که آیا از لحاظ کیفی و مدنی، جریحه نمودن حسابرس بخاطر اظهار نظر مقبول نسبت به صورتهای مالی همراه کننده، موجب ارتقای کیفیت گزارشگری می‌گردد یا نه. پدیده خصوصی‌سازی که در دولت مارگارت تاچر، نخست وزیر انگلستان در اوایل دهه هشتاد میلادی آغاز گردید، عایداتی بیش از یک تریلیون دلار، بدنبال فروش موسسات دولتی به سرمایه‌گذاران خصوصی در بیش از یکصد کشور جهان در پی داشت. اما دیک (سال ۲۰۰۱) هشدار داد که «مطابق تحقیقات اخیر، این فعالیتها (معاملات) منجر به سرازیر شدن سودها و منفعتها به دستهای گدایی کننده اعضای درون سازمانی موسسات خصوصی‌سازی شده می‌شود». مطابق مطالعات شلیفر و ویشنی (سال ۱۹۹۷)، لاپورتا و همکاران (سال ۲۰۰۲)، تضاد اصلی نمایندگی در موسسات خارج از امریکا و انگلستان، بواسطه خلع ید^{۱۴} سرمایه‌گذاران اقلیت توسط سهامداران کنترل کننده، کماکان بقوت خود باقی است. از لحاظ بین‌المللی، ساختارهای مالکیت پراکنده، استثنایی است بر شیوه مالکیت متمرکز و زمانی که قوانین حمایت کننده از سرمایه‌گذاران، ضعیف است، سرمایه‌گذاری پراکنده به جایگزینی مناسبی برای مالکیت متمرکز، بدل می‌گردد. تحقیقات گسترده حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی ضعیف، باعث ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران اقلیت و سهامداران کنترل کننده می‌گردد. این مشکل خطیر نمایندگی، می‌تواند کشورهای در حال اجرای خصوصی‌سازی را از تب و تاب واگذاری تصدیگری دولتی به روش انتشار سهام، بیاندازد.

علاوه بر مطالب فوق، عدم تقارن شدید اطلاعاتی که با انتقال مالکیت دولتی به بخش خصوصی همراه است زمینه‌ای مناسب برای پیش‌بینی فراهم می‌آورد. شناسایی عوامل تعیین کننده روش خصوصی‌سازی، اساساً از زمانی جالب توجه است که دولتها در اکثر بازارهای نوظهور^{۱۵} و کشورهای صنعتی، آندسته از برنامه‌های گسترده خصوصی‌سازی را آغاز نموده‌اند که انتظار دارند رشد و پیشرفت یابد و تقویت شود. بورتولوتی و همکاران (سال ۲۰۰۴)

^{۱۲} corporate governance: اداره امور مختلف یک شرکت توسط مدیران سهامدار از همان شرکت

^{۱۳} conservative

^{۱۴} expropriation

^{۱۵} emerging

شرح دادند که رشد و گسترش سریع این برنامه‌ها، خصوصی‌سازی را به حوزه‌ای مجزا در زمینه پژوهشهای تجربی بازارهای سرمایه، تبدیل نموده است. مگینسون و نتر (سال ۲۰۰۱) مشاهده نمودند اگرچه پژوهشگران دربارهٔ فروش داراییها در آن گروه از بازارهای سرمایه که توسعه مناسب یافته‌اند، مطالب زیادی آموخته‌اند اما هنوز، میزان شناخت آنان در مورد عوامل تعیین‌کنندهٔ روش خصوصی‌سازی داراییهای دولتی، محدود است. شلفیر و ویشنی (سال ۱۹۹۷) و دیک (سال ۲۰۰۱) بر این اعتقادند که موفقیت برنامه‌های خصوصی‌سازی، تا حد زیادی، منوط به سازگاری ساختار مالکیت نوظهور موسسات سابقاً دولتی با نهادهای قانونی کشور است.

پژوهشهای اخیر تاکید می‌ورزند که جدا از ویژگیهای موسسه خصوصی شونده، دولتها اهمیت محیطهای اقتصادی، سیاسی و نهادی را برای موفقیت برنامه‌های خصوصی‌سازی، تشخیص داده و به رسمیت می‌شناسند. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در وضعیت بدتری قرار دارد و سهامداران کنترل‌کننده را قادر می‌سازد تا منابع شرکت را منحرف کنند، در این حالت، دولتها برای واگذاری تصدیگری دولتی در بازارهای سرمایه عمومی از طریق انتشار سهام، بی‌میل‌تر می‌شوند. در این مقاله مستند می‌شود که خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام، زمانی محتمل‌تر است که کشورها استانداردهای افشای اطلاعات مشخص و دقیقی را لازم‌الاجرا کنند.

در مقابل، شواهد قوی و محکمی ارایه می‌شود حاکی از اینکه احتمال فوق‌الذکر، زمانی قوت می‌گیرد که کشورها بر آندسته از نهادهای قانونی تکیه کنند که واقعاً اقدام به تعیین دستورالعمل برای حسابرسان نمایند تا تضاد نمایندگی بین سهامداران اقلیت و کنترل‌کننده را کاهش دهند. تحقیق حاضر، اشاره دارد که خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام، زمانی محتمل‌تر می‌شود که کشورها بار مسئولیت حسابرسان در دعاوی مدنی و پیگردهای کیفری که بر علیه‌شان اقامه می‌شود را کاهش دهند و در این راستا سرمایه‌گذاران بر این تصورند که گزارشگری مالی موسسات در این حوزه قضایی، قابل اتکاتر است. این نتایج تلویحاً اشاره دارند که کاهش متغیرهای اندازه‌گیرندهٔ بار مسئولیت حسابرسان در اقدامات مدنی و کیفری، از ۹۰ به ۱۰ درصد، به احتمال زیاد همراه است با افزایش خصوصی‌سازی فروش انتشار سهام، از ۱۳ به ۳۱ درصد. سرمایه‌گذاران به اصلاحاتی ارج می‌نهند که در زمان ناکامی گزارشگری مالی، حسابرسان را در بخش خصوصی و عمومی در بوتۀ آزمایش قرار می‌دهد.

لاپورتا و همکاران (سال ۲۰۰۶)، بعد از جمع‌آوری جدولی واحد بعنوان بانک اطلاعاتی قوانین و مقررات ناظر بر بیمهٔ اوراق بهادار، مستنداً بیان نمودند که استانداردهای افشای بدهی جهت توسعهٔ بازار سهام، دارای اهمیت می‌باشد. جنبهٔ دیگر مهم توسعه بازار سهام، انتخاب خصوصی‌سازی به روش انتشار سهام یا به روش فروش دارایی می‌باشد. نظام حسابرسی کشوری، (قوانینی که بار مسئولیت حسابرسان را در دعاوی مدنی و کیفری تعیین می‌کند) کمک می‌نماید تا مزایا، تحت کنترل درآمد و در عوض، بر انتخاب دولت از بین بازارهای سرمایه خصوصی و عمومی تاثیر گذارد. نهایتاً نظریهٔ گودهایمی و پیتمن (سال ۲۰۰۶) چنین است که تمرکز مالکیت در کشورهایی کمتر است که قوانین و دستورالعملها، سطح نازلتر مسئولیت را برای حسابرس، مقرر می‌کند.

فرضیه‌ها:

در اکثر روشها، انتخاب روش خصوصی‌سازی برای دولتها، مشابه انتخاب پیش روی شرکتها است، یعنی آیا برای تامین مالی، بر بازارهای سرمایه خصوصی تکیه شود یا بر بازارهای عمومی. کافای (سال ۱۹۹۹) معتقد است که موسسات خصوصی‌سازی شده، بسیار بیشتر از مشکلات نمایندگی رنج می‌برند:

«مؤسسات خصوصی سازی شده، در طی زمان از اجتماع موسسات کوچکتر حاصل نمی شوند (که با دوره رشد نهفته^{۱۶} در مرحله سرمایه مخاطره آمیز^{۱۷}، آغاز و از طریق اراییه عمومی اولیه، پیشرفت می نمایند) بلکه از طریق حکم و مجوز دولتی ایجاد می گردند. در این زمینه، مالکیت پراکنده، زودگذرتر و آسیب پذیرتر است. زیرا بطور تدریجی طی زمان، توسعه نمی یابد و یک شبه در نخستین وهله وجود موسسه، ظاهر می شود. نتیجه، اینکه سهامداران، حقوق قانونی معین کمتری دارند و در مقابل اقدامات فرصت طلبانه^{۱۸} سهامداران کنترل کننده، حساس (آسیب پذیر) می باشند».

مشابه فروش موسسه ای خصوصی از طریق عرضه عمومی اولیه، دولت می بایست قبل از اعمال روش خصوصی سازی، میزان تقارن اطلاعاتی درباره تصدی دولتی را مد نظر قرار دهد. بوبکری و همکاران (۲۰۰۵) اظهار داشتند که مالکیت، تمایل به تمرکز فراوان بر موسسات خصوصی سازی شده جدید دارد. شواهد موجود اشاره دارند که مزایای گسترده خصوصی کنترل که تحت سیطره مالکیت سنگین است، از حاکمیت شرکتی و نظارت بیرونی ضعیف نشأت می گیرد.

اگرچه دولتهای خصوصی ساز، ممکن است از دیدگاه خطمشی، خصوصی سازی از طریق انتشار سهام را ترجیح دهند، اما تضاد نمایندگی بین سهامداران اقلیت و سهامداران کنترل کننده ممکن است این انتخاب را متزلزل کند مگر اینکه اطلاعات مالی قابل اتکایی در دسترس باشد. در زمینه خصوصی سازی، دیک (سال ۲۰۰۱) بر نقش اطلاعات، در پیشگیری از خلع ید توسط سهامداران داخلی که موسسه را کنترل و غالباً مدیریت می کنند تاکید می ورزد:

«نهادهای دارای حاکمیت شرکتی اثربخش، جریان اطلاعات را بهبود می بخشند. یعنی، اعضای درون سازمان، برای اراییه اطلاعات درباره پروژههای سرمایه گذاری مناسب، انگیزه لازم را دارند، اما زمانی که پروژههای سرمایه گذاری، وضعیت نامناسب دارند یا زمانی که اعضای درون سازمان، بازدههای وعده داده شده را تغییر می دهند (منحرف می کنند) انگیزه ای نیز برای مضایقه^{۱۹} اطلاعات از دیگر سهامداران دارند. سرمایه گذاران می دانند که اطلاعات بد و نامناسب، لاپوشانی می شود و از این رو، این طیف از سرمایه گذاران، بازدههای مورد نیاز را افزایش می دهند یا اصلاً از سرمایه گذاری خودداری می کنند. در مقابل، زمانی که اطلاعات به سوی اعضای خارج از سازمان جریان می یابد، در اینصورت اینگونه اطلاعات، بموقع، صحیح و قابل اتکا هستند و در چنین موقعیتی، انحرافات را به سختی می توان پنهان نمود».

مطابق پژوهشهای تحلیلی، افشا، عدم تقارن اطلاعاتی را تعدیل می کند. گزارشگری مالی قابل اتکا از سهامداران اقلیت، حمایت می کند بطوری که خلع ید از آنان توسط سهامداران کنترل کننده منوط می شود به آندسته از مزایای خصوصی که محرمانه می ماند و افشا نمی شود. مگینسون و نتر (سال ۲۰۰۱) تخمین زدند که دستکاری صورتهای مالی برای موسسات خصوصی شده در خارج از امریکا وضعیت وخیمتری دارد. لئوز و همکاران (سال ۲۰۰۳)

^{۱۶} incubation

^{۱۷} venture capital stage

^{۱۸} opportunistic

^{۱۹} withhold

دریافتند که مدیریت سود^{۲۰} در کشورهای اروپای غربی که توانایی کمتری برای حمایت از سرمایه‌گذاران دارند، فراگیرتر است. این امر دلالت دارد بر اینکه اعضای درون‌سازمانی، بصورت فرصت‌طلبانه، گزارشگری مالی را تغییر می‌دهند تا عملکرد اقتصادی اساسی شرکت را پنهان نمایند. آنان زمانی مبادرت به این امر می‌نمایند که با انباشتن مزایای (منافع) گسترده خصوصی، سهامداران کوچکتر را از آن محروم می‌کنند.

مگینسون و همکاران (سال ۲۰۰۴) به این نتیجه رسیدند: «از آنجایی که سرمایه‌گذاران در خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام، اکثراً سهامداران خرد خواهند بود، لذا اجرای چنین خصوصی‌سازیهایی از آندسته از کشورهایی بیشتر انتظار می‌رود که حمایت‌های قانونی و سیاسی قوی‌تری از مواضع اقلیت می‌کنند. دولتهای خصوصی‌ساز، می‌بایست میزان عدم تقارن اطلاعاتی درباره ارزش دارایی را زمانی که قرار است با انتخاب روش خصوصی‌سازی بهینه، خصوصی شود، مد نظر قرار دهند و به احتمال فراوان می‌بایست، زمانی که امر ارزشگذاری موسسه، دشوارتر است، روش فروش دارایی را بکار برند». کشورها می‌توانند با لازم‌الاجرا نمودن استانداردهای افشای مشخص و دقیق، در بازارهای سرمایه خود مداخله کنند تا از سرمایه‌گذاران اقلیت در قبال سهامداران کنترل‌کننده که مخفیانه منابع شرکت را تصرف می‌کنند، حمایت نمایند. پیش‌بینی می‌شود کشورهایی که استانداردهای گزارشگری مالی بهتری را تجویز می‌کنند، بیشتر آماده واگذاری تصدیگری دولتی از طریق انتشار سهام بجای فروش دارایی می‌باشند. زیرا چنین استانداردهایی ممکن است منافع خصوصی سهامداران کنترل‌کننده را از طریق کمک به سرمایه‌گذاران خارج از سازمان برای کشف هر نوع فعالیت انحرافی، محدود کند.

فرضیه اول: احتمال خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام با فرض ثابت بودن سایر شرایط، در کشورهای دارای استانداردهای افشای مشخص و دقیق، بیشتر است.

مقررات افشا ممکن است به تنهایی و بدون پشتوانه اجرایی، فاقد اهمیت باشد. زیرساختهای حسابرسی کشورها ممکن است نقش اقتصادی مسلمی در کاهش تضاد نمایندگی بین سهامداران اقلیت و سهامداران کنترل‌کننده که می‌تواند دولتها را از شروع برنامه‌های خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام باز دارد، ایفا کنند. بال (سال ۲۰۰۱) استدلال نمود تا زمانی که کشورها از قوانین اوراق بهادار بمنظور وضع مقررات برای حسابرسان جهت انتشار اظهارنظرهای مقبول در مورد صورتهای مالی ناقص، رفع محدودیت نکنند، اصلاحات حاکمیت شرکتی با قصد بهبود شفافیت حسابداری که شامل الزام موسسات برای مطابقت با استانداردهای افشای بین‌المللی است، بی‌تاثیر خواهد بود. بویژه کشورها می‌توانند شرایط را از طریق کاهش بار مسئولیت حسابرسان در دادخواهی مدنی در قبال آنان، بهبود بخشند. ملزم نمودن حسابرسان برای تبعیت از دستورالعملهای انضباطی شدیدتر، برای محدود کردن اعمال نظرات اعضای درون‌سازمانی حاکم بر فرایند گزارشگری مالی، امری ضروری تلقی می‌گردد.

کشورهایی که بار مسئولیت حسابرسان را در دعاوی مدنی که بر علیه‌شان اقامه می‌شود کاهش می‌دهند، باعث شناخته‌تر شدن شرکتها برای سرمایه‌گذاران خارج از سازمان خواهند شد. این امر فرصت انتقال فرصت‌طلبانه منابع شرکت توسط سهامداران کنترل‌کننده، بدون تحمل جرایم قانونی یا بدون وارد کردن خدشه به شهرت آنان را کاهش می‌دهد. ممکن است به‌زعم سهامداران اقلیت، زمانی صورتهای مالی، حاوی اطلاعات مفیدتر باشند که نهادهای قانونی، جبران مافات زمان ناکامی در حسابرسی را بکنند.

^{۲۰} earnings management

فرضیه دوم: احتمال خصوصی سازی از طریق انتشار سهام با فرض ثابت بودن سایر شرایط، در کشورهایی که مسئولیت اثبات ادعای شاکیان در دعاوی مدنی در قبال حسابرسان، پایین تر می باشد، بیشتر است.

مکانیزم دیگر در اختیار دولتهایی که می کوشند تا تضاد نمایندگی بین سهامداران اقلیت و سهامداران کنترل کننده را با بر حذر داشتن موسسات از افشای ناقص، کاهش دهند، عبارتست از اعمال مجازات کیفری بر علیه حسابرسان. در تکمیل اجرای فرایند خصوصی سازی، وضع نمودن استاندارد ضعیف تر برای اثبات ادعا در موارد کیفری تقلب مالی، ممکن است تأثیری جدی در افزایش انگیزه های اعضای درون سازمانی برای پنهان نمودن شیوه های انحرافی شان از طریق دستکاری صورتهای مالی داشته باشد. رسوایی های جهانی حسابداری، منجر به درخواستهای جدید از قانونگذاران برای کمک به بازیابی اطمینان از دست رفته سرمایه گذاران در بازارهای سرمایه گردیده است که این مهم با وضع قوانینی انجام می پذیرد که برای حسابرسان، مجازات کیفری وضع می کند.

در سومین فرضیه تحقیق، پیش بینی می شود که احتمال اینکه دولت، خصوصی سازی از طریق انتشار سهام را دنبال نماید، زمانی بیشتر است که استانداردهای ضعیفتری برای مسئول نگهداشتن حسابرسان از لحاظ کیفری در قبال تخلف از قوانین اوراق بهادار وجود دارد.

فرضیه سوم: احتمال خصوصی سازی از طریق انتشار سهام با فرض ثابت بودن سایر شرایط، در کشورهایی که مسئولیت حسابرسان در قبال اثبات ادعای شاکیان در موارد کیفری، پایین تر می باشد، بیشتر است.

داده ها و آمار توصیفی

نمونه

نمونه مورد نیاز از گوشه و کنار جهان با ادغام دو منبع اصلی، تهیه شد:

- (۱) پایگاه اطلاعاتی خصوصی سازی بانک جهانی (۸۳۴۹ مشاهده) که متمرکز بر کشورهای در حال توسعه است.
- (۲) پایگاه اطلاعاتی شاخص خصوصی سازی (۱۳۴۷ مشاهده) که متمرکز بر کشورهای توسعه یافته و اقتصادهای در حال گذار^{۲۱} است.

ماحصل کار، مجموعاً ۹۶۹۶ مورد خصوصی سازی از سال ۱۹۷۷ تا ۱۹۹۹ می باشد. برای هر مورد، در پایگاه اطلاعاتی، موارد ذیل ارائه شده است: سال خصوصی سازی، کشور مبدأ، رابطه صنعت، درصد خصوصی سازی سرمایه، کل عایدات حاصله از خصوصی سازی، هویت خریداران^{۲۲}، سهام سرمایه تخصیص یافته، روش خصوصی سازی (خصوصی سازی به روش انتشار سهام یا از طریق فروش دارایی).

موارد زیر از مجموعه، مستثنی گردید: ۱۵۳ مورد تکراری، ۱۲۹ مورد که داده های ناقص در مورد سهام فروخته شده و سایر جزئیات معامله داشت، ۱۳۹ مورد فروش سهام منفی یا صفر یا بیش از صد درصد، ۶۴ مورد که شامل انتقال

^{۲۱}

^{۲۲} identity

مالکیت نمی‌باشد و نهایتاً ۲۵۵۷ مورد بدون داده در مورد روش خصوصی‌سازی. بعد از ادغام این بانک اطلاعاتی با بانک اطلاعات قوانین اوراق بهادار (لاپورتا و همکاران ۲۰۰۶) و بانک اطلاعاتی نهادهای سیاسی (بک و همکاران ۲۰۰۱)، ۲۲۲۷ مورد از دست‌رفته هم وجود داشت که در نتیجه، ۲۴۷۰ مشاهده قابل استفاده در این مورد باقی ماند. نهایتاً ۶۰۴ مشاهده مربوط به کشورهای سابق کمونیست حذف شد و نمونه نهایی شامل ۱۸۶۶ مورد خصوصی‌سازی از ۳۷ کشور جهان بین سال ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۹ گردید.

جدول شماره ۱ آمار توصیفی سهام فروخته شده دولت و ارزش معاملات خصوصی‌سازی را برای هر دو مجموعه نمونه را به تفکیک خصوصی‌سازی به روش انتشار سهام و فروش دارایی نشان می‌دهد.

نمونه کامل	انتشار سهام	فروش دارایی
تعداد خصوصی سازی	۶۷۳	۱۱۹۳
درصد سهام فروخته شده	۳۷/۸۵	۷۹/۱۱
میزان عایدی (میلیون دلار امریکا)	۵۱۹/۶۷	۱۷۱/۱۴
کل ارزش ارایه	۳۴۹.۷۳۴/۸۳	۲۰۴.۱۷۴/۲۴

برای کل نمونه ۱۸۶۶ موردی، میانگین سهام (میان) فروخته شده برابر ۶۲/۸۵ درصد است که بطور میانگین ۲۹۶/۸۴ میلیون دلار عایدی در برداشت، شایان ذکر است، ارزش ارایه شده، مجموعاً ۵/۰ تریلیون دلار بود. در طبقه‌بندی بر حسب روش خصوصی‌سازی، فروش دارایی (۶۴٪) در مقایسه با خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام (۳۶٪)، در اکثریت قرار داشت. میانگین خصوصی‌سازی از طریق فروش دارایی (۷۹/۱۱٪)، نسبت بزرگتری از تصدیگری دولتی را در مقایسه با میانگین انتشار سهام (۳۷/۸۵٪) دارا بود اما نهایتاً عایدات کمتری (۱۷۱/۱۴ میلیون دلار) در مقایسه با خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام بمبلغ ۵۱۹/۶۷ میلیون دلار ایجاد نمود. این آمارها حاکی از دو اختلاف مهم بین خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام و فروش دارایی ایجاد است:

- (۱) خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام، معاملات بزرگتری را در مقایسه با فروش دارایی، شامل می‌شود.
- (۲) دولتها نسبت کوچکتری از تصدیگری دولتی را از طریق انتشار سهام واگذار می‌کنند که ممکن است نشانه‌دهنده اتکای واگذاری تصدیگری بر فروش داراییها باشد.

این آمارها با تحقیقات موجود سازگار است که اشاره دارد فروش دارایی منتج به ایجاد شیب نزولی در مالکیت دولتی بعد از اجرای خصوصی‌سازی می‌شود که به احتمال زیاد، تمرکز شدید مالکیت خصوصی را ایجاد می‌کند. در حالی که خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام متمایل به در برگرفتن تصدی دولتی بزرگتری به همراه اندکی فروش متناوب می‌باشد. عمده معاملات خصوصی‌سازی، در دهه نود میلادی به میزان ۹۴/۶ درصد رخ داده است. عمده توزیع جغرافیایی معاملات نیز در اروپا و آسیای مرکزی (به میزان ۴۹/۵ درصد)، آمریکای لاتین و کارائیب (۲۵/۱ درصد) بوده که غالباً با خصوصی‌سازی به روش فروش دارایی (نزدیک به ۸۰ درصد) همراه بوده است.

کشورهای این دو منطقه، خصوصی‌سازی را بعنوان ابزاری برای اصلاحات اقتصادی، بسیج^{۲۳} سرمایه خارجی و توسعه بازارهای سهام ملی خود بکار برده‌اند. در مقابل، اگرچه فعالیت خصوصی‌سازی در سه منطقه دیگر یعنی افریقای شمالی، خاورمیانه و جنوب آسیا، نسبتاً کم است (۲۵/۴ درصد)، اما خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام، بیشتر در آنجا رایج است (۶۶ درصد). کشورهای این سه منطقه، اشتیاق کمتری برای اجرای خصوصی‌سازی از خود نشان داده‌اند و تنها کسر اندکی از بخش بزرگ عمومی خود را فروخته‌اند. این امر نشان‌دهنده تعهد ضعیف‌تر آنان نسبت به اصلاحات اقتصادی است که از زیرساخت نهادی ضعیف برای خصوصی‌سازی، نشأت می‌گیرد. کشورهای مبتنی بر قانون مدنی فرانسه، قسمت اعظم خصوصی‌سازی را به میزان ۵۹/۹ درصد به خود اختصاص داده‌اند، رتبه بعدی متعلق به کشورهای مبتنی بر قانون مشترک انگلیس به میزان ۲۶/۵ درصد است. همچنین، کشورهای مبتنی بر قانون مدنی آلمان، بیشترین نسبت فروش داراییها (۷۹ درصد تمام معاملات در این کشورها) را شامل می‌شوند. در رده بعد، کشورهای مبتنی بر قوانین مدنی فرانسه قرار دارند (۶۸ درصد).

روی هم رفته، توزیع معاملات خصوصی‌سازی به تفاوت‌های مهمی در کشورها، مناطق و سامانه‌های قانونی مربوط به میزان خصوصی‌سازی و مخصوصاً انتخاب روش خصوصی‌سازی اشاره دارد.

نتیجه‌گیری

در این پژوهش، تاثیر نهادهای قانونی بر انتخاب روش واگذاری تصدیگری دولتی بررسی گردید: (۱) فروش تمام یا بخشی از سهام دولت به سرمایه‌گذاران پراکنده در بازار سرمایه عمومی یا (۲) خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام یا از طریق مذاکره در مورد فروش دارایی به مجموعه کوچکی از خریداران در بازار سرمایه خصوصی. اگرچه دولتها عموماً آن قِسم از خصوصی‌سازی به روش انتشار سهام را ترجیح می‌دهند که دارای چندین مزیت بوده و بتواند توسعه اقتصادی را به پیش برد، اما تضاد نمایندگی بین سهامداران کنترل‌کننده و سهامداران اقلیت می‌تواند این امر را خنثی (ناکام) سازد. شلیفر و ویشنی (سال ۱۹۹۷)، لاپورتا و همکاران (سال ۲۰۰۰) استدلال نمودند که تضاد اصلی نمایندگی که موسسات خارج از امریکا و انگلستان را در برمی‌گیرد عبارتست از خلع ید سرمایه‌گذاران کوچکتر توسط سهامداران کنترل‌کننده. زمانی که سرمایه‌گذاران خارج از سازمان بطور معقولی برای مشارکت در انتشار سهام بی‌میل‌اند و آنگاه که بطور منطقی پیش‌بینی می‌کنند که سرمایه‌گذاران کنترل‌کننده از موقعیت خود برای به جیب زدن منابع شرکت استفاده می‌کنند، شفافیت حسابداری می‌تواند نقشی بدیهی و مسلم در پیشگیری از اعضای درون‌سازمان برای پنهان نمودن شیوه‌های انحرافی خودشان ایفا نماید. نتایج پژوهش حاضر باعث ایجاد آگاهی در این زمینه می‌شود که نهادهای مرتبط با گزارشگری مالی، باعث دلسردی و فروکش کردن انگیزه‌های پنهانکاری اعضای درون سازمانی می‌گردند.

کشورها مشتاقند حاکمیت شرکتی را بهبود بخشند تا تضاد نمایندگی بین سهامداران کنترل‌کننده و سهامداران اقلیت را کاهش دهند. این تضاد، مانعی عمده در اجرای خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام می‌باشد. در نمونه ۱۸۶۶ موردی از ۳۷ کشور جهان، مشاهده شد که سرمایه‌گذاران به اصلاحاتی ارج می‌نهند که حساب‌رسان را در بخش خصوصی و عمومی برای انتشار اظهارنظر مقبول در مورد صورتهای مالی ناقص، بیشتر در بوته آزمایش قرار می‌دهد. از لحاظ اقتصادی، تخمین زده می‌شود زمانیکه متغیرهایی که بار مسئولیت حساب‌رسان در اقدامات مدنی و

^{۲۳} mobilization

کیفری که بر علیه آنان مطرح می‌شود را می‌سنجد، از نود به ده درصد کاهش یابد، بطور میانگین، خصوصی‌سازی از طریق انتشار سهام از سیزده به سی و یک درصد می‌رسد. نظارت بیرونی بر موسسات خصوصی‌سازی شده، زمانی بهبود می‌یابد که کشورها از قوانین اوراق بهادار رفع محدودیت کنند (آزادسازی نمایند) تا ضوابط بیشتری بر حساب‌رسان تحمیل نمایند. پژوهشهای بین‌المللی اخیر اشاره دارند که نهادهایی که اعمال نظر اعضای درون‌سازمان را در مورد فرایند گزارشگری مالی محدود می‌کنند، شفافیت حسابداری را بیش از استانداردهای افشای رسمی، ارتقا می‌دهند. عموماً در این مقاله سعی گردید تا ادبیات پژوهشی در مورد ارتباط بین نهادهای قانونی کشورها و حاکمیت شرکتی مناسب، گسترش یابد.