

## مروری بر اطلاعات شفاف مالی و نقش آن در سقوط قیمت سهام

دکتر شهرام چهارمحالی

استادیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

Sh.chahaemahali@gmail.com

زهرا ورکش

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

zahravarkesh@gmail.com

جواد درخشان

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

j.derakhshan@iranair.com

### چکیده

در محیط پرتلاطم امروزی، بسیاری از سرمایه‌گذاران بر اهمیت شفاف سازی اطلاعات در استراتژی‌های خود توجه دارند. فقدان اطلاعات و یا عدم اطمینان درباره آن‌ها، امروزه تبدیل به یک مشکل اساسی در بازارهای مالی شده است. یکی از الزامات رقابت سالم دسترسی همه مشارکت کنندگان بازار به اطلاعات شفاف است. یکی از انواع مهم بازارها (در کنار بازارهای کالا، پول و کار) بازار سرمایه است که اطلاعات شفاف بر عملکرد آن به شدت مؤثر است. نقصان اطلاعات در این بازار موجب افزایش هزینه مبادلات و ناتوانی بازار در تخصیص بهینه منابع می‌شود. اطلاعات که جزء جدایی ناپذیر فرایند تصمیم‌گیری است، هر چه شفاف‌تر و قابل دسترس‌تر باشد، می‌تواند به اتخاذ تصمیمات صحیح‌تری در زمینه تخصیص بهینه منابع منجر گردد و در نهایت باعث کارایی تخصیصی و شفافیت بازار شود که هدف نهایی بازار سرمایه است. با توجه به اینکه عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه به افزایش فرصت‌های مدیریت اطلاعات و در نتیجه مدیریت سود منجر می‌شود، می‌توان گفت که در محیطی با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، بین مدیریت سود به عنوان معیار عدم شفافیت اطلاعات مالی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه شدیدتری وجود دارد. از این رو هدف این تحقیق مروری بر اطلاعات شفاف مالی و نقش آن در سقوط قیمت سهام هست.

**واژگان کلیدی:** شفافیت اطلاعات مالی، سقوط قیمت سهام، عدم تقارن اطلاعاتی.

### مقدمه

سرمایه‌گذاری قطب اصلی اقتصاد هر کشور می‌باشد و این قطب از طریق مبادله سهام شرکت‌ها در بازار بورس اوراق بهادر تامین می‌گردد. اگر قیمت سهام در بازار منطقی نبوده و دارای نوسانات بسیار شدید باشد جذابیت این گونه سرمایه‌گذاری به شدت کاهش یافته و در نتیجه شاهد خروج سرمایه از این بازار خواهیم بود و در نهایت منجر به کاهش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی و کاهش رشد اقتصادی خواهد شد. از طرفی تصمیم‌گیری‌های اقتصادی نیازمند اطلاعاتی است که بتوان با کمک آن‌ها منابع موجود و در دسترس را به گونه‌ای مطلوب تخصیص داد. یکی از مهم‌ترین عوامل در تصمیم‌گیری صحیح اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است که اگر به درستی فراهم و پردازش نشود تاثیرات منفی برای فرد تصمیم‌گیرنده در پی خواهد داشت. (بولو و همکاران، ۱۳۸۹). بهره‌گیری از اطلاعات افشاء شده و

به عبارتی تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار زمانی امکان پذیر است که این اطلاعات به موقع، بااهمیت، کامل و قابل فهم باشند. چنانچه اطلاعات فاش شده این ویژگی‌ها را نداشته باشد بدون تردید سازوکار کشف قیمت در بازار به درستی عمل نخواهد کرد و قیمت‌گذاری اوراق بهادار به شیوه‌ای مطلوب انجام نخواهد شد. افشای اطلاعات موجب بهبود ساز و کار کشف قیمت‌ها و در نتیجه قیمت‌گذاری بهینه می‌شود. امروزه شفافیت اطلاعات شرکت‌ها از جمله دل مشغولی‌های اصلی فعالان بازار سرمایه در کشورهای مختلف به شمار می‌رود (چیت‌سازان و مجتهدزاده، ۱۳۸۹).

یکی از الزامات رقابت سالم دسترسی همه مشارکت‌کنندگان بازار به اطلاعات شفاف است. یکی از انواع مهم بازارها (در کنار بازارهای کالا، پول و کار) بازار سرمایه است که اطلاعات شفاف بر عملکرد آن به شدت مؤثر است. نقصان اطلاعات در این بازار موجب افزایش هزینه مبادلات و ناتوانی بازار در تخصیص بهینه منابع می‌شود. اطلاعات که جزء جدایی‌ناپذیر فرایند تصمیم‌گیری است، هر چه شفاف‌تر و قابل دسترس‌تر باشد، می‌تواند به اتخاذ تصمیمات صحیح‌تری در زمینه تخصیص بهینه منابع منجر گردد و در نهایت باعث کارایی تخصیصی و شفافیت بازار شود که هدف نهایی بازار سرمایه است (ثابتی و رضوی، ۱۳۹۰).

صاحبان سرمایه، اعتباردهندگان، دولت و دیگر استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی شرکت‌ها برای تصمیم‌گیری در زمینه خرید، فروش، و نگهداری سهام، اعطای وام، ارزیابی عملکرد مدیران و دیگر تصمیم‌های اقتصادی مهم به اطلاعات معتبر، مربوط و با کیفیت نیاز دارند. به طور کلی، سرمایه‌گذاران زمانی در یک واحد اقتصادی سرمایه‌گذاری می‌کنند که نخست درباره آن‌ها اطلاعات کافی (شامل اطلاعات مالی) داشته باشند و درثانی به این اطلاعات اطمینان کنند. اعتباردهندگان نیز بدون اطلاع از وضعیت مالی و عملکرد مالی یک واحد نمی‌توانند منابع مالی خود را در اختیار آن قرار دهند (فروغی و همکاران، ۱۳۹۰).

شفافیت اطلاعات مالی از مهم‌ترین دغدغه‌های سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر برای سرمایه‌گذاری جهت تحصیل سهام شرکت‌هاست. سرمایه‌گذاران جهت خرید سهام یک شرکت همواره به دنبال اطلاعاتی شفاف هستند علی‌رغم این حساسیت مدیران جهت بهتر نشان دادن عملکرد خود به دنبال تحریف اطلاعات می‌باشند. آنان با این تحریف از یک طرف وضعیت شرکت را مطلوب توصیف می‌کنند و از طرف دیگر شفافیت اطلاعات را از بین می‌برند (آقایی و چالاک، ۱۳۸۸).

افشای داوطلبانه اطلاعات باعث می‌شود عدم تقارن اطلاعات بین شرکت‌ها و بازار کاهش یابد و در نتیجه تعداد بیشتری از سهام شرکت مورد مطالعه قرار گیرد. به این ترتیب توان نقدشوندگی سهام افزایش یافته و موجب جلب توجه نهادهای سرمایه‌گذاری بزرگ خواهد شد و در ادامه این امر شرکت می‌تواند بدون اینکه ناگزیر شود قیمت‌ها را کاهش دهد حجم بزرگی از سهام خود را به فروش برساند؛ بنابراین با افزایش تقاضا قیمت سهام افزایش می‌یابد (واعظ و درسه، ۱۳۹۷).

شفافیت را می‌توان سادگی و سهولت تحلیل معنادار فعالیت‌های شرکت و بنیان‌های اقتصادی آن توسط فرد خارج از شرکت دانست. دولو (۱۳۹۵)، شفافیت شرکتی را در دسترس بودن گسترده اطلاعات مربوط و قابل اتکا در خصوص نتایج عملکرد دوره‌ای، وضعیت مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نظام راهبری شرکت‌ها، ارزش و ریسک شرکت‌های سهامی عام تعریف می‌نماید. وجود شفافیت از یک سو به سهامداران خرد اطمینان می‌دهد که همواره اطلاعات قابل اتکا و بموقع در خصوص ارزش شرکت دریافت خواهند کرد و سهامداران عمده و مدیران در پی تضييع حقوق آنها نیستند و از سوی دیگر مدیران را برای تلاش در جهت افزایش ارزش شرکت به جای پیگیری منافع کوتاه مدت شخصی ترغیب کند و در نتیجه می‌تواند از میزان و شدت رسوایی‌های مالی به میزان قابل توجهی بکاهد. اطلاعات شفاف را می‌توان به عنوان یکی از ابزارهای ایفای مسئولیت پاسخگویی مدیران دانست (دولو، ۱۳۹۵).

شفافیت اطلاعات از این حیث دارای اهمیت است که اطلاعاتی قابل اتکا و به موقع را در در اختیار همه ذی‌نفعان قرار می‌دهد.

اگر مدیران شرکت‌ها اطلاعات خصوصی را در اختیار بگیرند به عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه انتخاب نا مساعد و خطر اخلاقی منتج خواهد شد. (کیم و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰)، (هیلی و پالپو، ۲۰۰۱) معتقدند که شرکت‌ها می‌توانند از طریق گزارشگری مالی و افشای اطلاعات عدم تقارن اطلاعاتی و تضادهای نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی را کاهش می‌دهد و از این رو کیفیت افشاء، کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد (واعظ و درسه، ۱۳۹۷).

مزایای بالقوه افشاء و شفافیت بیشتر می‌تواند شامل هزینه کمتر (بتوسان، ۱۹۹۹) (دیاموند و رشیبا، ۲۰۰۱)، کاهش هزینه‌های نمایندگی (لفویچ و همکاران، ۱۹۸۱)، بهبود قیمت سهام و افزایش ارزش شرکت (چو و همکاران، ۲۰۱۰) باشد. افشای کافی اطلاعات توسط شخصیت اقتصادی به سرمایه‌گذاران و بستانکاران در جستجوی فرصت‌های سرمایه‌گذاری یاری می‌کند و بدین‌سان سرمایه به کاراترین شرکت‌ها روانه می‌شود. اگر اطلاعاتی شفاف و صحیح در صورت‌های مالی آورده شود هر نوع کاهش یا افزایش شرکت تدریجی بوده و یکبار سقوط یا رشد غیرطبیعی ارزش سهام را در پی نخواهد داشت (دولو، ۱۳۹۵).

اطلاعات شفاف را می‌توان به عنوان یکی از ابزارهای ایفای مسئولیت پاسخگویی مدیران دانست. هر قدر توزیع اطلاعات در جوامع بیشتر باشد، امکان تصمیم‌گیری آگاهانه و پاسخگویی بخش خصوصی و دولتی در مورد چگونگی تحصیل و مصرف منابع بیشتر می‌شود و امکان رشد فساد کاهش می‌یابد. (واعظ و درسه، ۱۳۹۷).

### شفافیت اطلاعات

در فرهنگ وبستر، شفافیت بدین صورت تعریف شده است «باز بودن یا گشودگی موسسه‌ها، آشکار بودن موسسه‌ها صداقت و درک پذیری آسان» در این تعریف منظور از باز بودن یا گشودگی موسسه‌ها، دسترسی آسان به عملیات داخل شرکت و منظور از آشکار بودن موسسه‌ها، وضوح اطلاعات است (واعظ و درسه، ۱۳۹۷).

تعریف‌های متعدد دیگری نیز برای شفافیت ارائه شده است که با توجه به تاکید بر مفهوم‌های متفاوت، می‌توان آنها را در سه طبقه به شرح زیر از یکدیگر متمایز کرد:

### تعریف‌های مبتنی بر ذی‌نفعان اطلاعات

ویش وانات و کافمن<sup>۲</sup> و کافمن<sup>۳</sup> شفافیت را «افزایش جریان به موقع و درخور اتکای اطلاعات اقتصادی، اجتماعی و سیاسی که در دسترس همه ذینفعان مربوط باشد» تعریف کرده‌اند.

همچنین، (ویش وانات و کافمن، ۱۹۹۹) نبود شفافیت را به عنوان «مانعت عمده از دسترسی به اطلاعات، ارائه نادرست اطلاعات یا ناتوانی بازار در کسب اطمینان از کفایت مربوط بودن و کیفیت اطلاعات ارائه شده» تعریف کرده‌اند. دیدگاه سازمان همکاری و توسعه اقتصادی گسترده‌تر است و شفافیت را به عنوان «ارتباط متقابل بین شرکت‌ها و سایر گروه‌های ذینفع» بیان می‌کند (دولو، ۱۳۹۵).

<sup>1</sup> Kim, J.B., Liandong Zhang

<sup>2</sup> Vishwanath & Kaufman

<sup>3</sup> Kaufmann

## تعریف‌های مبتنی بر پاسخگویی

گروه تخصصی شفافیت در دانشگاه بروکینگز<sup>۱</sup>، شفافیت را بعنوان «درجه گشودگی و باز بودن موسسه‌ها بیان کرده است؛ یعنی میزان نظارت و ارزیابی اعمال افراد داخل شرکت (مانند مدیران) توسط افراد خارج از شرکت (مانند سهامداران). در تعریف فلورینی<sup>۲</sup> از شفافیت، پاسخگویی برجسته‌تر شده است (دولو، ۱۳۹۵). وی شفافیت را به عنوان «افشای اطلاعاتی توسط شرکت‌ها که برای ارزیابی عملکرد آن‌ها مفید باشد»، تعریف کرده است. از دیدگاه وی، شفافیت ابزاری برای تسهیل فرایند ارزیابی عملکرد شرکت‌هاست. تاکید برحق دسترسی به اطلاعات (با در نظر داشتن حریم هر دو طرف تهیه کننده و استفاده کننده) و امکان ارزیابی عملکرد شرکت‌ها با استفاده از این اطلاعات در تعریف‌های یاد شده برجسته‌تر شده است. در واقع، شفافیت ارتباطی تنگاتنگ با پاسخگویی دارد و علت تقاضا برای شفافیت این است که بازار شرکت‌ها را بابت سیاست‌های برگزیده شده و عملکرد آنها مسئول می‌داند (واعظ و درسه، ۱۳۹۷).

## تعریف شفافیت با تاکید بر اجرای قوانین و مقررات:

سازمان تجارت جهانی اطمینان از دسترسی به شفافیت در قراردادهای بین المللی تجاری را مستلزم سه پیش شرط اساسی می‌داند:

- اطلاعات درباره قوانین، مقررات و سایر رویه‌ها که به طور عمومی منتشر شده باشد.
  - گروه‌های ذینفع از قوانین و مقررات مربوط و تغییرات در آنها مطلع باشند.
  - قوانین و مقررات به صورت یکپارچه، بی طرفانه و معقول اجرا شود.
- وجه اشتراک همه این تعریف‌ها، «قابلیت دسترسی به اطلاعات» و «توانایی برقراری ارتباط و وجود جریان ارسال و دریافت اطلاعات» است (چیانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵).
- بال و همکاران (۲۰۰۰) و کوئاری (۲۰۰۰) شفافیت را به عنوان ترکیبی از ویژگی‌های به موقع بودن و محافظه‌کاری تفسیر می‌کنند. بارث و شیپر (۲۰۰۸) ادعا می‌کنند شفافیت گزارشگری مالی حدودی است که گزارش‌های مالی امور اساسی اقتصادی یک واحد تجاری را به گونه‌ای که به آسانی برای استفاده‌کنندگان از آن گزارش‌ها قابل فهم است، آشکار می‌کنند.
- آکسا (۲۰۰۶) شفافیت را به موقع بودن و کفایت افشای کارکردهای مالی و عملیاتی شرکت می‌داند. از نظر براوان و همکاران (۲۰۰۹) بهترین تعریف شفافیت در حوزه تجاری عبارت از صورت‌های مالی با کیفیت است. برابگت و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) مدلی را برای شفافیت اطلاعات مالی ارائه کردند. آنها ۳ معیار را برای شفاف بودن اطلاعات ارائه نمودند:

- ۱- دسترسی یا در دست بودن اطلاعات. ۲- مربوط بودن. ۳- کیفیت و قابلیت اعتماد.
- دسترسی، بر وسایل ارتباطی شرکت برای ارائه اطلاعات مالی توجه دارد. این مفهوم از طریق اینترنت، رادیو، تلویزیون روزنامه و دیگر آگهی‌های عمومی شرکت قابل آزمایش است. محدودیتی که در اندازه‌گیری این معیار وجود دارد عبارتست از فقدان آموزش یا دانش استفاده‌کنندگان درباره چگونگی استفاده و تحلیل اطلاعات.
- دومین معیار یعنی مربوط بودن به این دلیل که تعیین و تعریف انتخاب اطلاعات مناسب، دشوار است.

<sup>1</sup> Brook-ings  
<sup>2</sup> Florini  
<sup>3</sup> Chiang H  
<sup>4</sup> Brobeget al

سومین معیار مطالعه کیفیت و قابلیت اعتماد است و به این مقوله اشاره دارد که اطلاعات مالی منتشر شده باید موثر واضح و ساده باشد. هم چنین این اطلاعات باید با اصول پذیرفته شده حسابداری نیز مطابقت داشته باشد. هدف از درخواست شفافیت، اجازه دادن به افراد، بازارها یا دولت‌هاست تا سایرین را در برابر سیاست‌ها و عملکردهایشان پاسخگو نگه دارند. بنابراین شفافیت را می‌توان به منزله اطلاعاتی دانست که توسط نهادها منتشر می‌شوند و مربوط به ارزیابی این نهادهاست (بنیش<sup>۱</sup>، ۱۹۹۷).

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، تحلیل‌گران اوراق بهادار، روزنامه نگاران مالی و رسانه‌های گروهی در اختیار عموم سهامداران قرار بگیرد (ویشوانث و کافمن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱). هالوود (۲۰۰۱) مولفه‌های شفافیت را افشا ارقام ذیل معرفی می‌کند:

- نتایج مالی و دستاوردهای عملیاتی شرکت.
- سهامدارن عمده، حق رای، اطلاعات مجمع صاحبان سهام.
- هیئت مدیره و مدیران اجرایی کلیدی، ساختارها و رویه‌ها، پاداش این اشخاص.
- افشاهای با اهمیت مربوط به کارمندان و دیگر سهامداران.
- ساختار حقوقی و مالکیت.
- محیط خارجی شرکت، موقعیت رقابتی و استراتژی‌ها.
- اهداف مالی شرکت، میزان دستیابی به آنها و بیانیه‌های آینده‌نگر.

### اندازه‌گیری شفافیت

پیچیدگی مفهوم شفافیت منجر شده است که اندازه‌گیری آن بسیار مشکل باشد. از نظر مفهومی مقدار کمی شفافیت را می‌توان با دقت اطلاعات دریافت شده که خود تابعی از مربوط بودن اطلاعات است و کیفیت اطلاعات سنجید. تلاش‌هایی که اخیراً برای اندازه‌گیری شفافیت انجام شده است از معیارهایی مانند فساد، بحران مالی یا هموارسازی سود استفاده کرده است. با وجود این نمی‌توان این عوامل را کاملاً به عدم شفافیت نسبت داد. بوش من، پیوتروسکی و اسمیت (۲۰۰۱) چارچوبی برای مفهومی کردن و اندازه‌گیری شفافیت شرکت‌ها تدوین کرده‌اند که طبق آن شفافیت شرکت‌ها سه عنصر اصلی دارد (۱) گزارشگری مالی (اختیاری و اجباری) (۲) انتشار اطلاعات از طریق رسانه‌ها و اینترنت؛ (۳) کسب اطلاعات محرمانه و ارسال آن از طریق تحلیل‌گران مالی، سرمایه‌گذاران نهادی و افراد داخل شرکت. همچنین در پژوهش‌های متعددی که در زمینه اندازه‌گیری عناصر مختلف شفافیت انجام شده است، از معیارهای زیر استفاده شده است: در ارتباط با مورد اول از معیارهایی مانند میزان افشای اطلاعات از طریق پانوشت در صورت‌های مالی، افشای اطلاعات در مورد حاکمیت شرکتی، افشای هویت سهامداران عمده و مدیران، بموقع بودن گزارشات مالی (بوش من و هم پژوهان، ۲۰۰۳)، تعداد ارقام خاص حسابداری که در گزارشات میان دوره‌ای افشاء شده است، میزان افشاء مهم رویه‌های حسابداری و تعداد گزارشات میان دوره‌ای (مرکز بین‌المللی تحلیل مالی و پژوهش، ۱۹۹۵) استفاده شده است. از دلایل گنجاندن «ابزارهای انتشار اطلاعات» به عنوان یکی از عناصر شفافیت، توجه به ویژگی «در دسترس بودن اطلاعات» در تعریف شفافیت است. فقدان ابزارهای مناسب برای انتقال اطلاعات جریان گزارشدهی مالی توسط شرکت‌ها را با مشکل مواجه می‌کند، بدین معنا که اطلاعات در دسترس افراد ذی‌نفع و ذی‌علاقه قرار نمی‌گیرد و

<sup>1</sup> Beneish, M.D.

<sup>2</sup> Vishwanath T., & Kaufmann D

تصمیمات آگاهانه و بهینه اتخاذ نخواهد شد. برای اندازه‌گیری «ابزارهای انتشار اطلاعات» از میزان نفوذ رسانه‌های مختلف مانند تعداد روزنامه‌های منتشره و شمار کانال‌های تلویزیونی به طور سرانه (شاخص‌های توسعه جهانی، ۲۰۰۰) و یا مالکیت رسانه‌ها خصوصی یا دولتی (دی جانکو و هم پژوهان، ۲۰۰۱) استفاده شده است. ارتباط بین افشای اطلاعات برای عموم و پردازش اطلاعات محرمانه و فرآیند جمع‌آوری اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران در حکم معیارهایی مهم برای تخصیص اطلاعات در اقتصاد هستند. (ورچیا، ۱۹۸۲) شرکت‌ها عمدتاً به سه طریق اطلاعات محرمانه را به بازار ارائه می‌دهند. متداول‌ترین روش ارایه اطلاعات از طریق تحلیل‌گران مالی است که با بررسی گزارشات مالی شرکت‌ها، مصاحبه با مدیران یا تامین‌کنندگان عمده شرکت‌ها و ... اطلاعات را تحلیل و به بازار ارائه می‌دهند. بنابراین برای مورد آخر از معیارهای قابل استفاده جهت اندازه‌گیری شفافیت می‌توان گزارشگری مستقیم اطلاعات محرمانه توسط شرکت‌ها و تعداد تحلیل‌گرانی را نام برد که فعالیت شرکت خاصی را دنبال می‌کنند (چانگ و پژوهان، ۲۰۰۰) سوی دیگر سرمایه‌گذاران نهادی نیز اطلاعات را جمع‌آوری و پردازش کرده و بر مبنای آن مبادله می‌کنند. این عده اطلاعات خود را به صورت عمومی در اختیار بازار قرار نمی‌دهند ولی با تصمیمات خود بازار را آگاه می‌کنند. بنابراین نفوذ سرمایه‌گذاران نهادی (اسکوت<sup>۱</sup>، ۱۹۹۷) در بازار معیار دیگری برای اندازه‌گیری شفافیت است. از سوی دیگر وجود قوانین و الزامات مبادلات بر مبنای اطلاعات محرمانه (بهاتا چایا و دوک، ۲۰۰۰) (به عنوان معیاری دیگر) می‌تواند مانعی در برابر شرکت‌ها یا افرادی باشد که به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند و هر میزان این قوانین سخت‌گیرانه‌تر باشند امکان سود جویی این شرکت‌ها یا افراد کمتر می‌شود و با الزام به افشای این اطلاعات بازار از شفافیت بیش‌تری برخوردار می‌گردد (تجویدی، ۱۳۸۷).

## مدل شفافیت دی پیازا و ایکالوس<sup>۲</sup>

دی پیازا و ایکالوس (۲۰۰۲) مدل جدیدی برای شفافیت شرکت<sup>۳</sup> ارائه کردند؛ مدل سه سطحی شفافیت<sup>۴</sup> نگرشی جدید از آینده گزارش‌دهی شرکت است. سطوح سه گانه این مدل عبارتند از:

- سطح اول: یک مجموعه از اصول حسابداری پذیرفته شده عمومی جهانی.
  - سطح دوم: استانداردهای مخصوص صنعت برای ارزیابی و گزارش عملکرد که توسط خود صنایع وضع می‌شود.
  - سطح سوم: اطلاعات مخصوص شرکت شامل استراتژی، برنامه‌ها، روش‌های مدیریت مخاطره، سیاست‌های پرداخت، شاخص‌های عملکرد خاص شرکت، مبانی حقوق شرکت.
- برای اینکه بازارهای سرمایه به طور کارآمد و موثر عمل کنند، رنجیره عرصه گزارش‌دهی شرکت مدیران اجرائی شرکت-ها، هیئت مدیره، توزیع کنندگان اطلاعات، شرکت‌های حسابرسی مستقل، تحلیل‌گران، استانداردها<sup>۵</sup> و تنظیم کنندگان بازار<sup>۶</sup> به همراه تکنولوژی‌های عرصه و به کارگیری اطلاعات باید مطمئن و قابل اعتماد باشند. برای بازگرداندن اعتماد عمومی کلیه شرکاء این رنجیره باید به روح شفافیت ایمان داشته باشند و آن را تمرین کنند. ترویج فرهنگ مسئولیت‌پذیری و اصالت اعضاء<sup>۷</sup> رنجیره نیز اهمیت اساسی دارد.

<sup>1</sup> Scott, W.R

<sup>2</sup> Dipiazza & eccies

<sup>3</sup> Corporate transparency

<sup>4</sup> Three-tier model of corporate transparency

<sup>5</sup> Standard setters

<sup>6</sup> Market regulator

<sup>7</sup> People of integrity



مدیران اجرائی و هیئت مدیره مسئول تهیه و صحت اطلاعات منتشره شرکت هستند. حسابرسان مستقل به اظهار نظر مستقل حسابرسی در مورد اکثر بیانییه‌های 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 بگیرد این گروه هم‌چنین شامل رسانه‌های خبری، سایت‌های اینترنتی و دیگر رسانه‌های جمعی است که به 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 به کارگیرندگان نهایی اطلاعات منتشره شرکت‌ها هستند. سهام‌دارن شرکت، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، کارمندان دولت، شرکای تجاری، فروشندگان و تهیه‌کنندگان در این گروه جای می‌گیرند. هم‌چنین شامل اعضاء جامعه‌ها گروه‌های اجتماعی و دیگر سازمان‌های غیر دولتی است که ممکن است در عملکرد یک شرکت مبالغی سرمایه‌گذاری کرده باشند. «استانداردگذاران» به سازمان‌هایی اشاره دارد که استانداردهای حسابداری و حسابرسی وضع می‌کنند و نیز شامل دیگر سازمان‌ها، انجمن‌های حرفه‌ای، گروه‌های صنعتی - تجاری<sup>۱</sup> است که ممکن است در وضع استانداردها یا تعریف شاخص‌های عملکرد شرکت نقشی داشته باشند.

تنظیم‌گران بازار شامل آژانس‌های دولتی<sup>۲</sup>، اتحادیه‌ها و شرکت‌های منطقه‌ای<sup>۳</sup>، گروه‌های گروه‌های فراملیتی و حتی بورس‌هایی است که قوانین مربوط به گزارش‌دهی شرکت را وضع و اجراء می‌کنند و هم‌چنین گروه‌های قانون‌گذاری. تکنولوژی‌های توانمندکننده اشاره دارد به تکنولوژی‌های اینترنت، زبان گزارش‌دهی تجاری گسترده، که توزیع و به کارگیری گسترده اطلاعات گزارش شده 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 بوشمن، پیوتروسکی و اسمیت

بوشمن و همکاران (۲۰۰۱) شفافیت را چنین تعریف می‌کنند «شفافیت عبارت است از وجود اطلاعات در مورد عملکرد دوره‌ای، وضعیت مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار حقوقی<sup>۴</sup> و مخاطره و ارزش شرکت‌ها در اقتصاد». در مدل آن‌ها، سیستم‌های اطلاعاتی که به شفافیت شرکت کمک می‌کنند به سه طبقه تقسیم می‌شوند؛ گزارش‌دهی شرکت<sup>۵</sup>، کسب اطلاعات محرمانه<sup>۶</sup>، و اشاعه اطلاعات<sup>۷</sup>.

اولین طبقه یعنی گزارش‌دهی شرکت شامل افشا دوره‌ای به صورت اجباری یا اختیاری است این اطلاعات به عنوان 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:

- عمق افشاگری<sup>۸</sup>.

<sup>1</sup> Industry trade groups

<sup>2</sup> National governmental agencies

<sup>3</sup> Territorial Coalitions

<sup>4</sup> National Governmental Agencies

<sup>5</sup> Corporate Reporting

<sup>6</sup> Acquisition & Communication Private Information

<sup>7</sup> Information Dissemination

<sup>8</sup> Disclosure Intensity

• اصول حسابداری به کار رفته.

• زمان افشا.<sup>۱</sup>

• کیفیت حسابرسی افشاها.

اولین جنبه یعنی عمق افشاگری با سه دسته افشا سنجیده می‌شود. اولین دسته، گزارشات عادی شامل اطلاعات عمومی<sup>۲</sup>، اقلام گزارش درآمد، ترازنامه، صورت جریان نقدی، استانداردهای حسابرسی، اطلاعات سهام و اقلام ویژه است. دومین دسته، انتشار عمومی گزارشات ویژه مالی که از ماهیت اختصاصی بالائی برخوردارند، شامل هزینه‌های تحقیق و توسعه مخارج سرمایه‌ای، افشا محصولات و بخش‌های جغرافیائی و سایر افشاهای مکمل است. سومین متغیر عمق افشاگری، افشای ساختار حقوقی و مالکیت شرکت<sup>۳</sup> شامل شناسائی مدیران، اعضاء هیئت مدیره و ارتباط آنها، پاداش مقامات و سرپرستان شناسائی سهامداران عمده میزان سهام تحت تملک سرپرستان و کارکنان و دامنه و حدود سهامداری است. هر چقدر این سه متغیر ارزش بالاتری داشته باشند، به همان میزان عمق افشاگری بیشتر خواهد بود. دومین جنبه کیفیت گزارش‌دهی شرکت، اصول حسابداری به کار رفته می‌باشد. گزارشات مالی<sup>۴</sup> ادغام شده معمولاً اطلاع دهنده‌تر می‌باشند و استفاده از ذخایر جاری<sup>۵</sup> معمولاً یک راه پنهان نگه داشتن عملکرد دوره‌ای 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 اطلاع دهنده خواهند بود (آلفرد<sup>۶</sup> و دیگران به نقل از بوشمن و همکاران، ۲۰۰۱).

سومین جنبه کیفیت گزارش‌دهی، زمان افشا است. ارزش این متغیر با افزایش فراوانی گزارشات ضمنی<sup>۷</sup>، تعداد اقلام ویژه‌ای در گزارشات ضمنی افشا می‌شود، ادغام سازی در این گزارشات و گزارش وقایع متعاقب بالا می‌رود. سرانجام به چهارمین جنبه یعنی اعتبار افشا می‌رسیم. 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 سرمایه‌گذاران همیشه تعیین کننده مهم عرضه و تقاضا برای اطلاعات در یک اقتصاد بوده است (ورس چیا، به نقل از بوشمن و همکاران، ۲۰۰۱).

برحسب 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 با مدیران، تهیه‌کنندگان، 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 تحلیلی و توصیه‌های سهام فراهم می‌شود هر چقدر تعداد تحلیل‌گران پی‌گیر یک شرکت بیشتر باشد، اطلاعات کسب شده معتبرتر است (چانگ<sup>۸</sup> و همکاران، به نقل از بوشمن و همکاران، ۲۰۰۱).

<sup>1</sup> Timeliness

<sup>2</sup> General Disclosure

<sup>3</sup> Governance & Ownership Structure

<sup>4</sup> consolidate Financial Statements

<sup>5</sup> General reserve

<sup>6</sup> Alford

<sup>7</sup> Interim

<sup>8</sup> chang



در سیستم اطلاعاتی دیگر عبارتند از جمع آوری اطلاعات داخلی، پردازش و فعالیت‌های معاملاتی دارندگان اطلاعات محرمانه<sup>۱</sup> و سرمایه‌گذاران نهادی نسبتاً خیره. اگرچه معمولاً کلیه اطلاعات به دست آمده و پردازش شده توسط خودی‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی بری 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 با فعالیت‌های سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مستقیم و با فعالیت‌های دارندگان اطلاعات محرمانه ارتباط عکس دارد. منع قانونی داد و ستد متکی به اطلاعات نهائی به شفافیت بیشتر منتهی می‌شود (بهاتاچاریا<sup>۲</sup> 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<sup>۳</sup> رسانه‌های گروهی در یک کشور جریان اطلاعات منتشر شده شرکت‌ها و امکان دسترسی آژانس‌های 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<sup>۴</sup> و به نقل از بوشمن و همکاران ۲۰۰۱).

### اهمیت شفافیت در بازارهای مالی

امروزه تقاضا برای شفافیت فعالیت نهادها و بازارها به شدت افزایش یافته است. بسیاری از استدلال‌هایی که درباره ایجاد یک نظام مالی جدید جهانی مطرح می‌شود، پیش از هر چیز بر درخواست افزایش شفافیت متمرکز است درخواست‌های فزاینده برای شفافیت در مباحث اقتصادی، مالی و تجاری، بیانگر گرایش جهانی به سمت شفافیت بیشتر در زمینه‌های حساس است. پژوهشگران، سیاست‌گذاران و مجریان امور، همگان را به شفافیت در مقوله‌های مختلفی از قبیل بانکداری، معیارهای حسابداری و حسابرسی، رویه‌های که با افزایش شفافیت اطلاعات، بازار مالی از ثبات نسبی برخوردار شود و احتمال وقوع بحران کاهش یابد، اعتماد سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد، افراد بیشتری وارد بازار می‌شوند، نقدشوندگی بازار افزایش و امکان تامین منابع مالی برای شرکت‌ها افزایش می‌یابد و سرمایه‌گذار با در دست داشتن اطلاعات شفاف منابع مالی خود را در اختیار شرکت‌هایی قرار می‌دهد که توان استفاده کارا از آن را دارند. این به معنای بهبود کارایی تخصیصی در بازار است و منجر به خروج شرکت‌هایی با عملکرد ضعیف از بازار می‌شود. هر قدر تبادل اطلاعات در جوامع بیشتر باشد امکان گرفتن تصمیم‌های آگاهانه و پاسخگویی بخش خصوصی و دولتی در مورد چگونگی تحصیل و مصرف منابع بیشتر می‌شود. (امینی خیابانی، ۱۳۹۸).

### نقش شفافیت در گزارشگری مالی

براساس چارچوب مفهومی گزارشگری مالی اطلاعات مالی باید دو جنبه مربوط بودن و اتکاپذیری را داشته باشد. اما کیفیت اطلاعات در خصوص شفافیت بیشتر از دیدگاه افشای اطلاعات مناسب و به موقع است (امینی خیابانی، ۱۳۹۸). افشا به مفهوم انتشار اطلاعات است اما عکس العمل حسابداران نسبت به اصل افشا چندان که باید جالب نیست. امروزه افشای اطلاعات تنها محدود به اطلاعات مالی در چارچوب گزارش‌های مالی نیست بلکه شرکت‌ها معمولاً دسته‌ای از اطلاعات غیر مالی را نیز با هدف اثرگذاری بر تصمیم‌های استفاده‌کنندگان افشا می‌کنند. شفافیت یکی از عوامل مهم

<sup>1</sup> Insider

<sup>2</sup> Bhattacharya

<sup>3</sup> Ownership State

<sup>4</sup> Djankov

اثرگذار بر جذابیت شرکت برای سرمایه‌گذاران و به عنوان یکی از عناصر اصلی در چارچوب نظام‌های راهبری شرکتی است. میزان شفافیت بسته به تمایل و توان مدیریت برای تصحیح هرگونه تمایزهای آگاهی دهنده برای مشارکت کنندگان بازار است. در درازمدت، بازارهای سرمایه تنها از طریق استقرار یک محیط اطلاعاتی شفاف پیشرفت خواهند کرد (امینی خیابانی، ۱۳۹۸).

در این محیط، شفافیت اطلاعات مالی نقشی انتقادی دارد. به واقع شرکت‌هایی که در تحقق استانداردهای شفافیت نتوانند ریسک زیادی دارند که اعتبار مدیران آنها را تحت الشعاع قرار می‌دهد. و در این حالت، این شرکت‌ها با کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران و سهامداران مواجه خواهند بود که منجر به زیان بازار سرمایه و کاهش جایگاه اعتباری شرکت و کاهش نقدشوندگی در بازار خواهد شد. از طرفی دیگر مدهانی معتقد است که مزایایی با اهمیت در افشای داوطلبانه برای ایجاد یک سیستم شفاف وجود دارد. افشای داوطلبانه اطلاعات و گزارشگری مالی در درازمدت به شرکت‌ها کمک می‌کند تا مزایای رقابتی ایجاد کنند (امینی خیابانی، ۱۳۹۸).

- بوشمان و همکاران یک طرح ارزیابی برای شفافیت شرکتی ایجاد کردند آنها شفافیت را در سه طبقه اندازه‌گیری کردند؛
- اندازه‌گیری کیفیت گزارشگری مالی شرکت شامل حجم، اصول ارزیابی، به موقع بودن و قابلیت اعتبار افشای شرکت‌ها.
- اندازه‌گیری حجم به دست آوردن اطلاعات خصوصی شامل تحلیل و رواج جدول‌های ترکیبی سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های تجاری داخلی.
- اندازه‌گیری کیفیت اطلاعات شامل ارائه و مالکیت خصوصی یا عمومی رسانه‌ها.

### شفاف سازی مالی از نگاه سازمان‌های بین المللی

سازمان‌های بین‌المللی مانند صندوق بین‌المللی پول<sup>۱</sup>، بانک جهانی<sup>۲</sup>، برنامه توسعه، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی<sup>۳</sup> و بانک‌های توسعه منطقه‌ای بر شفافیت مالی سازمان ملل تاکید دارند. این سازمان‌ها کنجکاوند بدانند که کمک‌های اقتصادی و فنی آنها در جای صحیح به کار می‌رود و به وسیله افراد صلاحیت دار اداره و سیاست‌گذاری می‌شود. بعد از بحران پولی در کشور مکزیک و آسیا با توجه به اینکه اجماع نظرات در خصوص علل به وجود آمدن بحران‌های یاد شده بر نبود شفافیت در عملکرد بخش پولی و مالی متمرکز بود، صندوق بین‌المللی پول با همکاری بانک جهانی نسبت به عوامل ایجاد عملکرد خوب در خصوص شفافیت مالی اقدام کرد، در ادامه این صندوق به ارزیابی نحوه اجرای برنامه کشورهای مختلف پرداخت (قربانی ۱۳۸۶).

در ارتباط با اسناد بین‌المللی مربوط به حسابرسی شفافیت، می‌توان به کنوانسیون ملل متحد برای مبارزه با فساد اشاره کرد که در آن با شرط‌های حسابرسی همچون عناصر پیشگیری رفتار کرده است. اما مولفه‌های خاص کنوانسیون مانند مقررات راجع به حفظ تمامیت دفترها، سوابق و دیگر اسناد مالی روشن می‌سازند که کارکردهای بازدارندگی، شناسایی تحقیق و تعقیب نیز مورد توجه بوده‌اند. همانند بسیاری از تمهیدهای پیشگیرانه، حسابرسی‌ها و حساب‌رسان از طریق خطرناکتر و مشکل‌تر کردن فساد از وقوع آن جلوگیری می‌کنند و در عین حال، در جایی که پیشگیری یا بازدارندگی محقق نشود، تمهیدهای واکنشی و جبرانی را در دستور کار قرار می‌دهند.

سازمان شفافیت بین‌المللی که براساس مبانی و مفروضات خاصی در زمینه مبارزه با فساد و نیز شفاف سازی اطلاعات مالی اقتصادی کشورهای جهان را درجه‌بندی می‌کند، معتقد است از آنجا که فساد مالی بر صورت‌های مالی و مدارک

<sup>1</sup> International monetary fund

<sup>2</sup> World bank

<sup>3</sup> Organization for economic cooperation & development

اقتصادی تاثیرگذار است، نقش حسابرسان به عنوان ناظران مالی در این رابطه بسیار مهم است؛ لذا وظایفی را از این بابت برعهده حسابرسان گذاشته است. انجمن حسابداران خبره ویلز<sup>۱</sup> و انجمن حسابداران خبره امریکا<sup>۲</sup> نیز به عنوان یکی از بزرگترین نهادهای سخنگوی حرفه حسابداری با صدور دستورالعمل‌هایی بر این امر مهم صحنه گذاشته‌اند. این امر به ویژه پس از تصویب قانون مبارزه با پولشویی اهمیت خاصی یافته است.

### اهمیت قیمت سهام

ارزش هر بنگاه اقتصادی چقدر است؟ این پرسشی است که معمولاً علاقمندان و فعالان بازار سرمایه از خود می‌پرسند. بسیاری از دانشگاهیان و فعالان بازار معتقدند بهترین پاسخ به این پرسش را باید در قیمت سهام بنگاه اقتصادی در بازار اوراق بهادار جستجو کرد. در این صورت با افزایش (کاهش) قیمت سهام، ارزش بنگاه و در پی آن (رفاه) ثروت کل اجتماع نیز افزایش (کاهش) می‌یابد.

قیمت اوراق بهادار (سهام) تخمین منابعی از ارزش ذاتی آن بوده و این قیمت‌ها علائم منابعی برای تخصیص منابع می‌باشد. چنانچه شرکتی خوب عمل کند طبعاً قیمت سهام آن بالا می‌رود و این شرکت در صورت نیاز قادر خواهد بود که اقدام به افزایش سرمایه نماید و چنین شرکت‌هایی دسترسی بیشتری به بازار سرمایه دارند و منابع مالی به راحتی به طرف آنان سرازیر می‌شود. از طرف دیگر چنانچه سهام به قیمت روز فروش رود سهامداران نیز دچار زیان نمی‌شود. بنابراین قیمت سهام معیار خوبی برای تخصیص منابع می‌شود. از سوی دیگر افزایش قیمت سهام هر بنگاه اقتصادی عموماً به عنوان نشانی از افزایش ثروت اجتماعی تلقی می‌شود. این موضوع را می‌توان در نظریه‌های جدید مالی به وضوح مشاهده کرد. فرضیه بازار کارا، الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و الگوی روابط بین کارگزار و کارگمار از آن جمله است. با طرح این نظریه‌ها، در سال‌های اخیر محققین تلاش‌های بسیاری به عمل آورده‌اند تا قیمت سهام را مورد نقد، بررسی و آزمون قرار دهند (میرزایی ۱۳۹۰).

### پدیده سقوط قیمت سهام

اگر قیمت سهم شرکتی در سال تحت بررسی دچار کاهش شدید باشد، قیمت سهام آن شرکت در آن سال سقوط کرده است (هاتن و همکاران ۲۰۰۹).

از آنجا که ممکن است کاهش‌های شدید قیمت سهم در نتیجه کاهش عمومی قیمت‌ها در بازار باشد، باید به وضعیت عمومی بازار نیز توجه داشت و کاهش شدید بازده سهام را باید در مقایسه با بازدهی بازار معنی کرد. موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام طی سال‌های اخیر و به ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری از دانشگاهیان و افراد حرفه‌ای را به خود جلب کرده است. این تغییرات عمدتاً به دو صورت سقوط و جهش قیمت سهام رخ می‌دهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده می‌شود در مقایسه با جهش، بیشتر مورد توجه پژوهش‌گران قرار گرفته است (میرزایی ۱۳۹۰).

سقوط قیمت سهام پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می‌گردد. در تعریف دیگری از سقوط قیمت سهام به عنوان پدیده‌ای که در آن تجدید نظری ناگهانی و منفی در انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد سهام یک شرکت رخ می‌دهد، یاد می‌شود. همواره تحقیقات انجام شده در زمینه سقوط قیمت سهام دو جزء اصلی شناخته می‌شود: اول مدیریت شرکت که به دلیل انگیزه‌های خودخواهانه (در جهت منافع شخصی خود) و یا خیرخواهانه (در جهت

<sup>1</sup> Institute of chartered Accountants in England and wales (ICAEW)

<sup>2</sup> Certifred public Accountants (AICPA)

اهداف سازمان) اقدام به بیش‌نمایی عملکرد شرکت از طریق به تعویق انداختن در انتشار اخبار بد و نیز تسریع در انتشار اخبار خوب می‌نماید (که این روند ایجاد حباب در قیمت سهام شرکت را در پی دارد). دوم سیستم حسابداری و استفاده از آن در جهت این اقدام مدیریت می‌باشد، که به مدیریت اجازه انجام اقدامات فوق را می‌دهد.

تعریف سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است:

- سقوط قیمت سهام، یک تغییر بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه‌ی مهم اقتصادی رخ می‌دهد.
- این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی هستند.
- سقوط قیمت سهام، یک پدیده‌ی واگیردار در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود، بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۰۱). هر یک از ویژگی‌های سه‌گانه فوق، در مجموعه‌ای از حقایق تجربی، مستدل و قوی ریشه دارد. در رابطه با ویژگی نخست هانگ و استین بیان می‌کنند که بسیاری از تغییرات بزرگی که بعد از جنگ جهانی در شاخص (S & P500) رخ داده است و به ویژه سقوط بازار در اکتبر ۱۹۸۷ به دلیل افشای اخبار مربوط به یک رویداد مهم و قابل توجه نبوده است. ویژگی دوم تعریف فوق، ناشی از یک عدم تقارن تجربی و قابل توجه در تغییرات بازار بوده است. بدین معنی که تغییرات بزرگ در قیمت بیش‌تر به صورت کاهش و کم‌تر به صورت افزایش بوده است. ویژگی سوم تعریف سقوط قیمت سهام، این است که سقوط، پدیده‌ای است که تمام بازار را در بر می‌گیرد. به این معنی که این پدیده به تمام انواع سهام موجود در بازار سرایت می‌کند.

### مفهوم سقوط قیمت سهام و ارتباط آن با شفافیت اطلاعات مالی

هاتن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) معتقدند که در شرایط نبود شفافیت کامل در گزارشگری مالی (اقدام به مدیریت سود)، مدیران انگیزه دارند برای حفظ شغل خود، بخشی از زیان‌ها را پنهان کنند. این فرایند؛ یعنی افشا نکردن زیان‌های واقعی تا زمان حضور مدیر در شرکت ادامه می‌یابد. پس از ترک شرکت توسط مدیر، حجم عظیمی از زیان‌های افشا نشده وارد بازار شده، به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹). علاوه بر این، در یک محیط گزارشگری غیرشفاف، سرمایه‌گذاران قادر به شناسایی و کشف پروژه‌های زیان‌ده شرکت نیستند. ناتوانی سرمایه‌گذاران در تمایز بین پروژه‌های سودده و زیان‌ده در مراحل اولیه آنها باعث می‌شود که پروژه‌های زیان‌ده ادامه یابد و با گذر زمان زیان‌دهی آنها افزایش یابد. بازده منفی این نوع پروژه‌ها در طول زمان در داخل شرکت انباشت می‌شود و هنگامی که اطلاعات مربوط به آنها افشا می‌شود، قیمت سهام به شدت کاهش پیدا خواهد کرد (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹). میزان اطلاعات منفی که مدیران می‌توانند انباشت و پنهان کنند، در شرکت‌های مختلف متفاوت است. علاوه بر این، توانایی‌ها و فرصت‌های مدیران برای انباشت و افشا نکردن اخبار منفی، به هزینه‌ها و منافع آن بستگی دارد. برای مثال، در شرایطی که هیچ‌گونه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران وجود ندارد، مدیران انگیزه‌ای برای افشای نامتقارن اطلاعات ندارند، چرا که در چنین شرایطی هزینه‌های نگهداری و افشانکردن اخبار منفی بیش از منافع آن خواهد بود، اما در شرایطی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران بالاست، هزینه‌های افشا نکردن اخبار منفی و انباشت آنها در داخل شرکت، کمتر از منافع آن خواهد بود و بنابراین، مدیران انگیزه پیدا می‌کنند تا اخبار منفی را داخل شرکت انباشت کرده، آنها را افشا نکنند (کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹).

<sup>1</sup> Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H

با توجه به اینکه عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه به افزایش فرصت‌های مدیریت اطلاعات و در نتیجه مدیریت سود منجر می‌شود، می‌توان گفت که در محیطی با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، بین مدیریت سود به عنوان معیار عدم شفافیت اطلاعات مالی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه شدیدتری وجود دارد. عدم تقارن اطلاعات پدیده‌ای منفی است که به طور معمول در بازارهای اوراق بهادار رخ می‌دهد و باعث ایجاد تفاوت بین ارزش ذاتی یک سهام و ارزش برآورد شده آن سهام به وسیله سرمایه‌گذاران می‌شود و از این مجرا به اتخاذ تصمیم‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران منجر می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی زمانی به وجود می‌آید که یک طرف قرارداد یا معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد و هنگام برقراری ارتباط با طرف دیگر، به صورت مؤثر از این اطلاعات استفاده کند (ابودی و لیو<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰). این آگاهی بیشتر عمدتاً باعث ایجاد منافع اقتصادی برای طرف برخوردار از اطلاعات اضافی می‌شود، به طوری که این منافع بابت برخورداری از اطلاعات بیشتر است. پدیده عدم تقارن اطلاعاتی از آنجا ناشی می‌شود که سرمایه‌گذاران تصمیم‌های مالی خود را بر اساس اطلاعاتی می‌گیرند که به وسیله مدیریت شرکت تهیه شده است. در واقع، بین استفاده‌کنندگان اطلاعات با تهیه‌کنندگان اطلاعات تضاد منافع وجود دارد. بنابراین، می‌توان بیان کرد که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران موضوعی بنیادی برای سرمایه‌گذاران و ناظران بازار محسوب می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی به طور مستقیم بر عملکرد بازارهای اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد؛ به گونه‌ای که افزایش آن باعث کاهش کارایی بازار می‌شود (آجینکا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران، تابع مجموعه‌ای از عوامل به شرح زیر است:

انحصاری بودن بازار محصولات شرکت: اقتصاددانان معتقدند که انحصاری بودن بازار محصولات شرکت، مسائل و مشکلات نمایندگی آن را افزایش می‌دهد. از این رو، شرکت‌هایی که در بازارها و صنایع انحصاری فعالیت می‌کنند، محیط اطلاعاتی مبهم‌تری دارند و در نتیجه، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران در این گونه شرکت‌ها بیشتر است. در چنین شرایطی، سرمایه‌گذاران قادر نخواهند بود عملکرد شرکت را به آسانی ارزیابی کنند (دهالیول و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸).

عدم حضور سرمایه‌گذاران نهادی در ترکیب سهامداران شرکت: سهامداران نهادی دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران به طور مستقیم از طریق مالکیت و به طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود هستند. یکی از نقش‌های با اهمیت سهامداران نهادی، فراهم نمودن مکانیسمی برای انتقال اطلاعات به بازارهای سرمایه یا به عبارت دیگر به سایر سهامداران است. سهامداران نهادی می‌توانند اطلاعات محرمانه‌ای را که از مدیران شرکت کسب می‌کنند، به سایر سهامداران منتقل کنند (آجینکا و همکاران، ۲۰۰۵). بر اساس نتایج مطالعه آجینکیا و همکاران (۲۰۰۵)، هر میزان سطح مالکیت نهادی در شرکت‌ها افزایش یابد، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران شرکت و سایر اشخاص ذی نفع کاهش خواهد یافت (آجینکا و همکاران، ۲۰۰۵).

کاهش درصد مدیران غیر موظف در ترکیب هیأت مدیره شرکت به کمتر از ۵۰ درصد: اثر بخشی حضور مدیران غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره از آنجا نشأت می‌گیرد که مدیران غیرموظف به دلیل منافعشان حاضر به تبانی با مدیران اجرایی نیستند. علت این موضوع، آن است که بیشتر مدیران غیرموظف در سایر شرکت‌ها دارای سمت‌های اجرایی مدیریت یا تصمیم‌گیری هستند و به این علت، از انگیزه بالایی برای کسب شهرت به عنوان متخصص امر تصمیم‌گیری و برخورداری از فرصت‌های شغلی بهتر در آینده برخوردارند. عدم همسویی انگیزه‌های مدیران موظف و غیرموظف، باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت، بهبود عملکرد شرکت و همچنین، کاهش هزینه‌های نمایندگی

<sup>1</sup> Aboody, D., Lev, B

<sup>2</sup> Ajinkya, B., Bhojraj, S. And Sengupta, P.

<sup>3</sup> Dhaliwal, D.S., Huang, S.X., Khurana, I., Pereira, R.

می‌شود. از این رو، حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره، عدم تقارن اطلاعاتی بین ارکان داخلی و خارجی شرکت را کاهش می‌دهد که این موضوع به نوبه خود به افزایش کیفیت افشای اطلاعات منجر می‌شود (آجینکا و همکاران، ۲۰۰۵).

## بحث و نتیجه‌گیری

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. رفتار سرمایه‌گذاران متأثر از عوامل بسیاری است که یکی از علل اصلی این ابهامات رفتاری، موضوع عدم اطمینان و عدم شفافیت اطلاعاتی است. این مسئله مهم باعث می‌شود زمانی که اطلاعاتی تازه منتشر می‌شود شرکت‌کنندگان در بازار به آن‌ها واکنش نشان داده و موجب تغییرات و نوسانات قیمت اوراق بهادار و حجم مبادلات می‌شود.

در دهه گذشته، بازارهای مالی ملی و بین‌المللی دچار بحران‌های مالی فراوانی شده‌اند. یک دلیل برای وجود این بحران‌ها عدم وجود اطلاعات مالی شفاف و کافی است.

در محیط پرتلاطم امروزی، بسیاری از سرمایه‌گذاران بر اهمیت شفاف سازی اطلاعات در استراتژی‌های خود توجه دارند. فقدان اطلاعات و یا عدم اطمینان درباره آن‌ها، امروزه تبدیل به یک مشکل اساسی در بازارهای مالی شده است. بحران‌های مالی در بورس جهانی به ویژه ماجرای سپتامبر سیاه در ۱۹۹۷ و پس از آن رسوایی مالی انرون<sup>۱</sup> و برخی از شرکت‌های امریکایی و اروپایی در سال ۲۰۰۰ سبب شد مسئله شفافیت اطلاعات در فرایند گزارشگری مالی مورد توجه عمیق مجامع حرفه‌ای قرار گیرد. سلب اعتماد عمومی از بازارهای سرمایه، کشورهای فوق را برداشت تا درصدد تدوین و اصلاح قوانینی برآیند که ضامن اعتماد سرمایه‌گذاران به چرخه‌های تجاری و اطلاعات ارائه شده به وسیله آنها باشد.

تصویب قوانینی همچون گزارش‌های کدبری<sup>۲</sup>، گرین بری<sup>۳</sup>، و همپل<sup>۴</sup> در انگلستان، انتشار گزارش وینوت<sup>۵</sup> در فرانسه، و اصل امنیت مالی (۲۰۰۳)، ساریینز اکسلی در ایالات متحده<sup>۶</sup> و کن تراگی<sup>۷</sup>، برلینز<sup>۸</sup> و کپ ایچ<sup>۹</sup> در آلمان موج جدیدی از توجه به اصلاح چارچوب‌های نظام راهبردی را نشان می‌داد که در راستای افزایش حق سهامداران در بورس و افزایش کیفیت اطلاعات خارجی قرار داشت. هر سرمایه‌گذار و اعتبار دهنده‌ایی به دنبال کسب منافع و عایدی می‌باشد و با توجه به اینکه این سرمایه‌گذاران و اعتبار دهنندگان جهت اخذ تصمیمات درست و بهنگام نیازمند اطلاعات درست می‌باشند، ما نیز در این تحقیق به نوبه خود تلاش کردیم گرچه اندک اطلاعاتی را در اختیار سرمایه‌گذاران و اعتبار دهنندگان قرار دهیم. نتایج حاصل از این تحقیق می‌تواند به کلیه سرمایه‌گذاران، مدیران پرتفوی، موسسات مالی و اعتباری، حسابداران و حسابرسان، مدیران و سایر افراد شاغل در این زمینه جهت اتخاذ تصمیمات درست کمک نماید. همچنین به پژوهشگران و محققین نیز پیشنهاد می‌شود جهت تکمیل شدن این پژوهش، تحقیقات و بررسی‌های زیر را انجام دهند: رابطه بین

<sup>1</sup> Enron

<sup>2</sup> Cad bury

<sup>3</sup> Green bury

<sup>4</sup> Hampel

<sup>5</sup> Vinute

<sup>6</sup> Sox

<sup>7</sup> Kon trag

<sup>8</sup> berlinz

<sup>9</sup> Kap AEG



شفافیت مالی و عملکرد شرکت، رابطه بین شفافیت مالی و بازده بازار سهام، تاثیر دوره های رکود و رونق بر شفافیت مالی.

## منابع

- ✓ آقایی، محمد علی، چالاک، پری، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین ویژگی‌های راهبری شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، شماره ۴، صص ۵۴-۷۷.
- ✓ امینی خیابانی، غلامرضا، (۱۳۹۸)، دستیابی به حاکمیت شرکتی با استفاده از اطلاعات مالی، بررسی نقش میانجی شفافیت و کیفیت اطلاعات، فصلنامه توسعه سازمانی پلیس، دوره ۱۶، شماره ۲، صص ۳۱-۴۸.
- ✓ بولو، قاسم، مهمان، کیهان، گودرزی، اسماعیل، (۱۳۸۹)، تغییر حسابرس مستقل و شفافیت اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، دانش حسابداری، دوره ۱، شماره ۱، صص ۱۱۱-۱۳۵.
- ✓ ثابتی، منصور، رضوی، سید محمدرضا، (۱۳۹۰)، شناسایی و رتبه بندی عوامل حیاتی موفقیت در کیفیت محتوای سود اطلاعاتی، فصلنامه تخصصی پارک ها و مراکز رشد، دوره ۷، شماره ۲۶، صص ۳۳-۳۹.
- ✓ چیث سازان، الهام، مجتهد زاده، ویدا، (۱۳۸۹)، بررسی کیفیت محتوای اطلاعاتی گزارش های مالی میان دوره ای تهیه شده بر مبنای استاندارد حسابداری در جهت تاثیر بر تصمیمگیری های استفاده کنندگان، دانش و پژوهش حسابداری، دوره ۱، شماره ۲۲، صص ۲۰-۲۹.
- ✓ دولو، مریم، (۱۳۹۵)، عدم شفافیت اطلاعات مالی، همزمانی و ریسک ریزش قیمت سهام، مجله حسابداری مدیریت، شماره ۳۱، صص ۳۳-۴۹.
- ✓ فروغی، داریوش، امیری، هادی، میرزایی، منوچهر، (۱۳۹۰)، تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۴، صص ۱۵-۴۰.
- ✓ واعظ، سیدعلی، درسه، سیدصابر، (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر تخصص حسابرس در صنعت بر رابطه بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و خطر سقوط آتی قیمت سهام، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابداری، شماره ۳۹، صص ۱۱۱-۱۳۲.
- ✓ Aboody, D., Lev, B., (2000). Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains. The Journal of Finance, 55, 2747-2766.
- ✓ Ajinkya, B., Bhojraj, S. And Sengupta, P., (2005). The Association between outsider Directors and Institutional Investors and the Properties of Management Earning Forecast. Journal Of Accounting Research, 43, 343-376.
- ✓ An, Heng & Zhang, Ting. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors, Journal of Corporate Finance, 21, 1-15.
- ✓ Ashbaugh-Skaife, Hollis., Gassen, Joachim., & LaFond, Ryan., (2005). Does Stock Price Synchronicity Represent Firm-Specific Information? The International Evidence
- ✓ Beneish, M.D., (1997). Detecting GAAP Violation: Implication for Assessing Earning Management among Firms with Extreme Financial Performance. Journal of Accounting and Public Policy, 16(3), 271-309. and Accounting Conservatism. Available At URL: <http://www.Ssrn.Com>.
- ✓ Chiang H., (2005). an Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance. Journal of American Academy of Business, 6(1), 95-101.
- ✓ Chung, Alex., Qi, Ronnie & Thurston, Thom., (2012). Could Accruals Predict R2?, world-finance-onference.com/papers\_wfc/167.pdf.

- ✓ Datta, Sudip., Iskandar-Datta, Mai & Singh, Vivek. (2013). Opaque financial reports and R2: Revisited, *Review of Financial Economics*.
- ✓ Dhaliwal, D.S., Huang, S.X., Khurana, I., Pereira, R., (2008). Product Market Competition and Accounting Conservatism. Available At URL: <http://www.Ssrn.Com>.
- ✓ Feren, R.H., B. Brown & S.W., Dickey, (1994). an Empirical Test of Politically Motivated Income Smoothing in the Oil Refining Industry. *Journal of Applied Research*, 92, 115-143.
- ✓ Ferreira, M.A., Laux, P.A., (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *J. Finance* 62, 951-989.
- ✓ Healy, P.M., Wahlen, J.M., (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implication for Standard Setting. *Journal of Accounting Horizons*, 13(4), 365-373.
- ✓ Howe, John S., & Haggard, K.Stephen. (2012). Are Banks Opaque?, *International Review of Accounting, Banking& Finance*, 4(1), 51-72.
- ✓ Hsiu J. F. (2006). Effect of Financial Information Transparency on Investor Behavior in Taiwan Stock Market. *Proquest Database*, 16(3), 6-22.
- ✓ Hutton, Amy P., Marcus, Alan J., & Tehranian, Hassan.(2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk, *Journal of Financial Economics*, 94,67-86
- ✓ Kim, J.B., Liandong Zhang, (2010). Does Accounting Conservatism Reduce Stock Price Crash Risk? Available At URL: <Http://Www.Ssrn.Com>.
- ✓ Kothari, S.P., Shu, S., Wysocki, P.D., (2009b). Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, 47, 241-276.
- ✓ Li, Bin., Rajgopal, Shivaram., & Venkatachalam, Mohan.,(2012). R2 and Idiosyncratic Risk are not Inter-Changeable.
- ✓ Piotroski, J., and D. Roulstone. (2004), "The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insider on the Incorporation of market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices", *Accounting Review* 79: 1119-1151.
- ✓ Schipper, K., (1989). Commentary on Earnings Management. *Journal of Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- ✓ Scott, W.R., (1997). *Financial Accounting Theory*. Prentice Hall, Scarborough.
- ✓ Vishwanath T., & Kaufmann D., (2001). Toward Transparency: New Approaches and Their Application to Financial. *The World Bank ResearchObserver*, 16, 41-57.