

لزوم آگاهی حسابداران از EMH و CMR

سازان میار

با توجه به اثرات و نتایج مهمی که فرضیه بازار کارا برای حرفه حسابداری دارد، حسابداران باید از این فرضیه آگاه باشند. به همین منظور، در مقاله حاضر ضمن بررسی مختصر فرضیه بازار کارا^۱ (EMH) و تحقیقات بازار سرمایه (CMR)^۲ چند مورد از کاربردهای EMH و CMR در ارتباط با حرفه حسابداری شرح داده می‌شود.

ابتدا، برخی اطلاعات تاریخی در باره EMH ممکن است مورد نیاز باشد. در این فرضیه منظور از کارایی نحوه انعکاس اطلاعات در قیمت‌های اوراق بهادار و منظور از بازار، بازار اوراق بهادار است.

در یک بازار کارا، قیمت‌های اوراق بهادار در صورتی درست رفتار می‌کنند که بلافاصله، بدون تعصب و به طور کامل همه اطلاعات موجود را منعکس نمایند. در واقع چکیده‌ای از تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی از اطلاعات گذشته و حال در قیمت‌های اوراق بهادار منعکس می‌شوند. کارایی یک مفهوم کلی است و بدین معنی نیست که تک تک سرمایه‌گذاران از همه اطلاعات موجود مطلع هستند و یا اینکه همه اطلاعات از طریق شرکتی

1- Efficient Market Hypothesis

2- Capital Market Research

خاص ارائه می‌شوند. ضمناً مفهوم کارایی این مطلب را نمی‌رساند که مدیران تصمیمات مدیریتی بهینه‌ای اتخاذ می‌کنند، بلکه کارایی بازار در این فرضیه صرفاً بدین معنی است که قیمت‌های اوراق بهادار اثر مجموع اطلاعات مربوط را بدون تعصب منعکس و نسبت به اطلاعات جدید بلافاصله واکنش نشان می‌دهند.

متناسب با حالات مختلف اطلاعات (از لحاظ زمانی)، فرضیه بازار کارا در سه شکل به شرح زیر بیان شده است:

۱- شکل ضعیف کارایی بازار: در این حالت قیمت اوراق بهادار در زمانی خاص، به طور کامل منعکس کننده اطلاعاتی است که در سری قیمت‌های گذشته نهفته است. در واقع فرض می‌شود که قیمت اوراق بهادار منعکس کننده اطلاعات تاریخی است.

۲- شکل نیمه قوی: این سطح از فرضیه بیان می‌کند که قیمت اوراق بهادار به طور کامل همه اطلاعات عمومی و منتشر شده را منعکس می‌نماید. این اطلاعات در برگزیده اطلاعات گذشته و حال است.

۳- شکل قوی فرضیه: در چنین وضعیتی قیمت اوراق بهادار همه اطلاعات مربوط و موجود شامل اطلاعات منتشر نشده (محرمانه) و اطلاعاتی که در دسترس عموم قرار گرفته را به طور کامل منعکس می‌نماید.

با توجه به اینکه حسابداران صورتهای مالی را تهیه می‌کنند که در دسترس عموم قرار می‌گیرد، شکل نیمه قوی فرضیه برای حرفه حسابداری بسیار حائز اهمیت است.

تحقیقات متعدد شکل‌های ضعیف و نیمه قوی فرضیه را حمایت می‌کنند. براساس این دو حالت از فرضیه برای انتخاب اوراق بهاداری که طی چند دوره دارای میانگین بازدهی غیرمتعارف باشند، صرفاً نمی‌توان به اطلاعات عام منتشر شده تکیه کرد. این بدان معنی نیست که سرمایه‌گذاران نمی‌توانند به بازدهی غیر نرمال دست یابند، بلکه این احتمال وجود

1- Abnormal Returns

۲- اگر در طی یک دوره مورد نظر بازده واقعی سهام با بازده مورد انتظارش (بسا در نظر گرفتن صرف ریسک) متفاوت باشد، دارای بازده غیرمتعارف است.

دارد که در طی دوره‌هایی خاص عده‌ای سرمایه‌گذار از طریق شانس و اقبال به چنین بازده‌هایی برسند و عده‌ای نیز با شناسایی اوراق بهاداری که اشتباه قیمت‌گذاری شده‌اند منتفع گردند و تعدادی دیگر از اطلاعات محرمانه بهره‌جویند. از سویی دیگر، شواهد تحقیقات نشان دادند که شکل قوی فرضیه وجود ندارد. در واقع اطلاعات محرمانه بلافاصله در قیمت‌های اوراق بهادار منعکس نمی‌شوند، بنابراین این می‌تواند برای دستیابی به بازده‌های غیرمتعارف مورد استفاده قرار گیرند.

با این فرض که اطلاعات بلافاصله در قیمت سهام منعکس می‌شوند، این امکان تجربی وجود دارد که حساسیت قیمت سهام یک شرکت در مقابل انتشار اطلاعات جدید را در طی یک دوره خاص سنجش نمود. محدوده این دوره، عموماً به زمانی کوتاه قبل از انتشار اطلاعات جدید تا تاریخی که قیمت سهام شرکت قادر باشد اطلاعات جدید را کاملاً منعکس نماید، اطلاق می‌گردد.

چنین تحقیقاتی که تأثیر احتمالی اطلاعات را بر قیمت سهام نشان می‌دهند، تحقیق بازار سرمایه (CMR) نامیده می‌شود.^۲

در ضمن اینکه فرضیه بازار کارا مکانیزم قیمت‌گذاری بازار اوراق بهادار را تشریح می‌کند، CMR بر پایه این فرضیه، واکنش‌های بازار واقعی را در مقابل انواع مختلف اطلاعات مورد سنجش قرار می‌دهد. اصولاً شرکتها و حسابدارانشان اهمیت خاصی برای واکنش احتمالی

۱- در یک بازار کارا ممکن است اوراق بهاداری اشتباه قیمت‌گذاری شده باشند. به عنوان مثال، قیمت سهامی به دلایل مختلف نظیر انتشار شایعات یا اطلاعات نادرست در باره شرکت، ممکن است منعکس کننده ارزش ذاتی سهام مذکور نباشند.

۲- تحقیق بازار سرمایه بر این قضیه اثبات شده متکی است که یازده اوراق بهادار از دو بخش اطلاعاتی تشکیل شده است. یک جزء بیان‌کننده اطلاعات مربوط به بازار است (به عنوان مثال اخبار مربوط به سیاستهای توسعه و وقایع اقتصادی) و جزء دیگر اطلاعات خاص شرکت را نشان می‌دهد. با حذف اثر اطلاعاتی کلی بازار از بازده سهام شرکت، این امکان بوجود می‌آید که بر تأثیر اطلاعات خاص شرکت تمرکز نمود.

بازار سهام نسبت به افشای اطلاعات جدید، قائل هستند. تعدادی از این مسائل اکنون از طریق CMR قابل بررسی تجربی هستند. از دهه ۱۹۶۰ مطالعات CMR عکس‌العمل قیمت سهام را در برابر وقایع و افشاء اطلاعاتی خاص شامل تغییرات در سود سهام نقدی، سودهای پیش‌بینی شده، تغییرات حسابداری، ترکیبهای تجاری، گزارشهای حسابرسی مشروط و ... مورد بررسی قرار دادند.

این تحقیقات که بر پایه قیمت‌های واقعی سهام استوارند، نتایج خوب و جالبی بدست آورده‌اند. شاید مهمترین نتیجه بدست آمده، اهمیت سود حسابداری برای سرمایه‌گذاران باشد. تحقیقات متعدد نشان دادند که تغییرات قیمت سهام به سود حسابداری بیشتر وابسته‌اند تا به جریانهای نقدی. این نتیجه بدست آمده تأیید مهمی است بر حسابداری تعهدی. ظاهراً این موضوع موجب تعجب تحلیل‌گران شده است، زیرا آنها علاقه زیادی به اطلاعات جریانهای نقدی دارند و FASB نیز تأکید کرده است که «گزارشهای مالی باید تصمیم‌گیران را در تعیین مبالغ، زمانبندی و درجه عدم اطمینان جریانهای نقدی ورودی آتی کمک نماید ...» البته FASB نیز معتقد است که در ارتباط با انعکاس توانایی یک مؤسسه در ایجاد جریانهای نقدی آتی، حسابداری تعهدی ارجح از حسابداری نقدی است. اگرچه سود حسابداری مهم است، شواهد CMR نشان دادند که بازار آنچنان ضعیف نیست و پس از بررسی اولیه وضعیت مالی و نتایج عملکرد شرکت مورد نظر، قیمت سهامش را براساس سود حسابداری تعیین می‌نماید.

نتیجه جالب دیگر بدست آمده این است که در بازار سهام وقایع واقعی اقتصادی هستند که بر قیمت‌های سهام تأثیر می‌گذارند نه وقایع تصنعی حسابداری. یعنی اگر دو شرکت از جهات مختلف یکسان باشند، باید قیمت سهام مشابهی داشته باشند، حتی اگر از روشهای حسابداری متفاوتی استفاده کنند، مگر اینکه نتایج حاصل از استفاده از روشهای متفاوت حسابداری جریانهای نقدی‌شان را تحت تأثیر قرار دهد (بعنوان مثال استفاده از روش

حسابداری که موجب صرفه‌جویی مالیاتی گردد).

چرا باید حسابداران از EMH و CMR آگاه باشند؟

همانطور که قبلاً ذکر شد، بدلیل کاربردهای مهمی که EMH و CMR برای حرفه حسابداری دارند حسابداران باید از آنها آگاه باشند. سه مورد از کاربردهای مذکور در زیر شرح داده می‌شوند:

۱ - خدمات مشاوره‌ای

نتایج حاصل از CMR می‌تواند به عنوان مرجعی برای خدمات مشاوره‌ای توسط حسابداران مورد استفاده قرار بگیرد. فرضاً اگر سرمایه‌گذاری به منظور افزایش قیمت سهامش بخواهد یک تغییر حسابداری انجام دهد تا سود بیشتری را گزارش کند، باید بداند که بازار در مقابل چنین تغییری اغفال نمی‌شود. در عمل، قیمت سهام چنین شرکت‌هایی که بدون توجیه اقتصادی مناسب دست به تغییرات حسابداری زده‌اند عمدتاً کاهش یافته‌اند تا افزایش مثل تغییر از روش استهلاك تسریعی به خط مستقیم صرفاً برای صورتهای مالی). می‌توان چنین استدلال کرد که برداشت بازار از چنین کوشش‌هایی این است که شرکت قصد دارد سودش را به طور واهی افزایش دهد یا اینکه یک حرکت منفی را پنهان نماید. این نتایج بدست آمده تأکیدی است بر یافته‌های EMH مبنی بر اینکه بازار سهام بیشتر نسبت به پدیده‌ها و رویدادهای اقتصادی (نظیر جریانهای نقدی) واکنش نشان می‌دهد تا در برابر جلوه‌های تصنعی حسابداری.

همچنین در مواقعی که در ارتباط با افشاء یا عدم افشای اطلاعاتی خاص بین سرمایه‌گذاران و حسابداران عدم توافق وجود دارد، CMR می‌تواند گواهی مضاعف و قوی برای حسابداران باشد. تحقیقات نشان داده‌اند که قیمت اوراق بهادار تحت تأثیر منابع متعددی (نظیر گزارشهای مالی، اخبار کنفرانسها، مجلات صنعت، مجلات مالی و غیره) قرار دارند. صورتهای مالی تنها یکی از منابع اطلاعاتی هستند. بنابر این مدیران و حسابداران نباید ناشیانه معتقد باشند که افشاء موضوعی خاص (نظیر دعوی حقوقی) در صورتهای مالی

که قبلاً در جایی دیگر برای عموم گزارش شده است، قیمت‌های سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

ذکر این نکته ضروری است که سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی صرفاً با استناد به شواهد تجربی با نظر حسابداران موافق نیستند و از طرفی برخی از کاربردهای EMH و CMR به طور مستقیم قابل درک نیستند. در هر صورت با آگاهی مناسب از CMR، حسابداران می‌توانند استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی را در پیش‌بینی عکس‌العمل بازار سهام در برابر جنبه‌های مختلف افشاء مالی، یاری نمایند.

۲- افشاء

در یک بازار کارا در حالت نیمه قوی اطلاعات قابل دسترس عموم صرف نظر از محل گزارش آن، در قیمت‌های سهام منعکس می‌شوند. از این‌رو، تحقیقات تجربی نشان دادند که ماهیت یک افشاء حسابداری بسیار مهمتر از شکل یا محل آن در گزارش مالی است. بدین ترتیب نتیجه انتشارات جدال برانگیزی نظیر سرمایه‌ای کردن یا به هزینه بردن مخارجی خاص (به عنوان مثال مخارج تحقیق و توسعه)، افشاء در متن ترازنامه یا در یادداشتهای همراه (نظیر تعهدات بازنشستگی) و یا افشاء در صورتهای مالی اصلی یا در اطلاعات تکمیلی (نظیر اثرات تورم)، انتظار نمی‌رود که قیمت‌های اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار دهند. بنابر این چنین به نظر می‌رسد که بازار سهام و آژانسهای اعتباری منحصرأ به صورتهای مالی اصلی تکیه نمی‌کنند، بلکه قادر هستند افشاء پیچیده مندرج در یادداشتهای همراه را تفسیر نمایند. می‌توان نتیجه گرفت که بحث با یک استفاده‌کننده از اطلاعات بر سر افشاء موردی خاص در جایی خارج از صورتهای مالی ممکن است بی‌فایده باشد و مهمتر اینکه افشاء باید کامل باشد.

۳- CMR, EMH و تدوین استانداردهای حسابداری

تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری و تا حدی کمیسیون بورس اوراق بهادار (SEC) معمولاً از تحقیقات CMR استفاده می‌نمایند. به علاوه، انجمن حسابداران رسمی آمریکا (AICPA) اخیراً اثرات حذف یا عدم حذف اظهار نظر مشروط را بر قیمت‌های سهام مورد بررسی قرار داده‌اند. اگرچه اهمیت یافته‌های CMR را در فرآیند واقعی تدوین استانداردها نمی‌دانیم، اما واضح است که EMH و CMR بی‌تأثیر نیستند و امروزه حسابداری و استانداردهای حسابرسی را تحت تأثیر قرار داده‌اند.

ویلیام بیور در سال ۱۹۷۳ پنج کاربرد EMH و CMR را برای تدوین استانداردها بیان نمود که به طور خلاصه به شرح زیر هستند:

۱- نقش اطلاعات حسابداری پیش‌گیری از دستیابی به بازده‌های غیرمتعارف ناشی از استفاده از اطلاعات محرمانه است و می‌تواند از طریق اجرای یک سیاست افشای کامل به دست آید.

۲- اگر حسابداران تنها ارائه‌کننده اطلاعات در باره شرکت هستند، تقریباً باید دست از فعالیت بکشند. در عوض، تدوین کنندگان استاندارد باید تلاش نمایند تا هزینه‌های تهیه اطلاعات برای سرمایه‌گذاران را حداقل نمایند.

۳- تدوین کنندگان استاندارد باید ضامن اجرای یک برنامه تمام عیار تحقیق در زمینه‌های یاد شده باشند تا اینکه شواهدی دال بر توجیه انتخاب از میان استانداردهای حسابداری مالی تدوین شده، وجود داشته باشد.

۴- صورتهای مالی نباید تا سطح درک و فهم سرمایه‌گذاران ناشی (کم اطلاع) تنزل داده شوند.

۵- برخی از مسائل گزارشگری تنها با یک افشای ساده قابل حل هستند و متضمن صرف

مخارج و زمان تدوین استاندارد برای حل این مسائل نیستند.^۱

خلاصه و نتیجه گیری

از سالهای ۱۹۶۰ CMR و EMH بخشی از محیط حسابداری شده‌اند. EMH یک مفهوم کلی است که ارتباط بین قیمت اوراق بهادار و اطلاعات را تفسیر می‌کند. شواهد تجربی نشان دادند که قیمت سهام بیشتر تحت تأثیر افشای وقایع واقعی اقتصادی قرار می‌گیرد تا نتایج تصنعی حسابداری. این امر نشان می‌دهد که بازار در مقابل استفاده از روشهای متفاوت حسابداری که توأم با نتایج متفاوت اقتصادی نباشند، اغفال نمی‌شود. CMR براساس EMH پایه‌گذاری شده است تا اثرات افشاهای واقعی حسابداری را بر قیمت‌های سهام مورد سنجش قرار دهد. از این رو ما را در فهم و شناخت محیط اقتصادی که در آن فعالیت می‌کنیم، یاری می‌نماید.

مسائل مطرح شده در این مقاله نشان دادند که EMH و CMR جزء لاینفک دنیای واقعی حسابداری هستند. ولی در عمل عده کمی از حسابداران از EMH مطلع هستند و عده کمتری نیز آن را می‌فهمند، که این نگران کننده است. فقدان آگاهی و درک می‌تواند ناشی از افکار متعصبانه باشد و ارائه خدمات به استفاده کنندگان اطلاعات را بدتر نماید. در این حالت، باید پرسید: «برای آموزش بهتر مدیران و حسابداران در ارتباط با جنبه‌های مختلف EMH چه می‌توانیم بکنیم؟»^۲

منبع:

1- James W. Deitrick and Walter J. Harrison, Jr., "EMH, CMR and the Accounting Profession", *Journal of Accountancy*, February 1984, PP. 82 - 94.

1- W.H. Beaver, "The FASB: The Perspective of an Efficient Market Researcher", (Paper Presented at Eighth Arthur Young Professors, Roundtable, Harriman, N. Y., (May 6, 1983), P.2.

2- Wyatt, "Efficient Market Hypothesis", P. 65.