

تحقیقات حسابداری در جستجوی قیمت سهام

دکتر علی تفتی *

چکیده

این مقاله به بررسی اعتبار تحقیقات حسابداری طی ده سال اخیر می‌پردازد. مفروضات این تحقیقات را با شرایط بازار اوراق بهادار تهران مقایسه می‌کند. دلایل صادق نبودن پیش فرض مساوی بودن قیمت با ارزش سهام بیان می‌گردد. توجه تحقیق به رفتار سرمایه‌گذاران بی‌تجربه، سرمایه‌گذاران فرصت‌طلب و نظارت همراه با دخالت دولت در بازار بورس تأکید می‌شود. پیشنهاد می‌شود با توجه به عدم کارایی بازار بورس، تحقیقات حسابداری حول محورهای کلان اقتصادی و چگونگی رفتار سرمایه‌گذاران در طبقات مختلف و رفتار دولت در بازار متمرکز شود و جهت تحقیقات به استفاده از نظریه‌های هنجاری به جای تحقیقات اثباتی سوق داده شود.

واژه‌های کلیدی

بازار اوراق بهادار، قیمت سهام، تحقیقات حسابداری، رفتار سرمایه‌گذاران.

مقدمه

تحقیقات حسابداری با چند نظام فکری متفاوت: اقتصاد، علوم مالی و حسابداری رو به رو است. کاربرد مفاهیم مشترکی نظیر هزینه، درآمد، سود، قیمت، دارایی، سرمایه و... موجب گمراهی بیشتر تحقیقات شده است. موجود نبودن یک تئوری کامل حسابداری و مطرح بودن آن به عنوان یک حرفه سبب شده که جنبه‌های عرفی و قراردادی آن برجستگی بیشتری یابد. و در نتیجه

* دانشیار دانشگاه علامه طباطبائی.

حسابداری بیشتر به عنوان مجموعه‌ای از روش‌ها که برای پاسخگویی به شرایط و موقعیت‌های خاص تدوین شده‌اند مطرح می‌باشد. بسیاری از استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری و حتی افراد حرفه‌ای به محدودیت‌های این دانش و پیش فرض‌های آن وقوف کافی ندارند. رعایت استانداردهای حسابداری و حسابرسی و تثبیت شدن و قانونی شدن آنها در بسیاری از کشورها نیز موجب شده که حسابداران در مواجهه با تغییرات محیطی آزادی عمل چندانی نداشته باشند. تغییرات و تحولات حسابداری برخلاف اقتصاد بیش از آن که به علت ارائه نظریه‌های جدید در جامعه علمی باشد، عمدتاً متأثر از تغییرات محیطی و عکس‌العمل و پاسخ حسابداران به تغییرات و بحران‌های اقتصادی و قانونی و غیره بوده است. در این فرآیند هم استفاده‌کنندگان و هم افراد حرفه‌ای به ثبات رفتاری دچار می‌شوند.

نظریه‌های اقتصادی با پیش فرض‌هایی سعی می‌کنند دنیای پیچیده را آن چنان ساده کنند که بتوانند آنها را به مدل‌های ریاضی خطی و ساده‌ای که امکان انجام محاسبات و پیش‌بینی‌ها را میسر سازد تقلیل دهند و حسابداران همان مدل‌های ساده شده اقتصادی را با پیش فرض‌های دیگری چنان ساده می‌کنند که بتوانند متغیرهای مدل‌ها را به روش قانع‌کننده‌ای اندازه‌گیری کنند. در نتیجه حسابداری به یک سری روش‌ها تقلیل یافته و درجه انعطاف‌پذیری آن در برخورد با موقعیت‌های پیچیده و متحرک دنیای واقعی بسیار کم می‌شود و راه‌حلی ارائه می‌کند که ایستا و مبتنی بر روش‌ها و رسوم ثابت و از قبل تعیین شده است. به این ترتیب حسابداران واقعیت‌ها را که در اساس ماهیتی چندبعدی دارند باید به ارقام یک بعدی تبدیل کنند یعنی کار غیرممکن را ممکن سازند.

ساده‌سازی بیش از حد و عدم توجه به پیش فرض‌های مدل و استفاده از مدل به صورت مکانیکی و تهیه داده‌های آن بر اساس اطلاعات جایگزین حسابداری، موجب اشتباهات در پیش‌بینی‌ها و گمراه شدن استفاده‌کنندگان از نتایج تحقیقات شده است.

برخورد این نظام‌های فکری در دهه اخیر به علت فعال شدن بورس اوراق بهادار و مسأله ارزشیابی و قیمت‌گذاری سهام در تحقیقات اخیر متبلور شده است. این مقاله تحقیقات حسابداری در جستجوی قیمت سهام را تحلیل می‌کند.

تحقیقات حسابداری

اکثر تحقیقات حسابداری طی چندین سال گذشته به طور مستقیم یا غیرمستقیم در جستجوی قیمت سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. در این تحقیقات میزان اعتماد محقق به کارآیی بازار اوراق بهادار از اهمیت زیادی برخوردار است. درجه کارایی بازار بر میزان تقاضا برای تحقیقات حسابداری در زمینه تصمیمات سرمایه‌گذاری، استانداردها، ارزیابی عملکرد و میزان افشای اطلاعات حسابداری اثر می‌گذارد.

این نوع تحقیقات با دیدگاه خام کارایی بازار که قیمت اوراق بهادار را برابر با ارزش ذاتی آن فرض می‌کند، شروع می‌شود. این ساده‌سازی باعث گرفتن غنای تحقیقات می‌شود. ارزش ذاتی هر دارایی از جمله اوراق بهادار بر اساس مدل قطعیت کامل فیشر (Fisher) بازار کامل سرمایه می‌باشد. از طرفی با استفاده از نظریه پورتفلیو و مدل ارزش‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) مفروضات دیگری برای تحقیقات در نظر گرفته می‌شود. به منظور توجه بیشتر، پیش فرض‌های مدل قطعیت Fisher و مدل CAPM بر شمرده می‌شود.

مفروضات بازار کامل سرمایه

- ۱- رقابت کاملاً آزاد در بازار سرمایه حاکم است.
- ۲- تمام دارایی‌ها به طور نامحدود تنوع‌پذیر هستند.
- ۳- تعداد بسیار زیادی فروشنده و خریدار برای هر دارایی وجود دارد.
- ۴- هیچ سرمایه‌گذاری آن قدر توان مالی ندارد که بتواند بر قیمت بازار یک دارایی اثر بگذارد.
- ۵- هیچ شخص وام‌دهنده یا وام‌گیرنده آن قدر توان مالی ندارد که بتواند نرخ‌های بهره بازار را تحت تأثیر قرار دهد.
- ۶- هر شخصی بسته به میزان منابع خود، می‌تواند بر مبنای نرخ بهره بازار وام داده یا وام بگیرد.
- ۷- اطلاعات بدون هزینه در دسترس عموم می‌باشد.
- ۸- هیچ گونه هزینه مالیات وجود ندارد.

۹- هیچ گونه هزینه معاملات وجود ندارد.

به این ترتیب تمام دارایی‌ها بدون ریسک است و نرخ بازده مشابهی کسب می‌کنند. پس همه جریان‌های نقدی فعلی و آتی توسط همه افراد به طو کامل قابل پیش‌بینی است. چنان چه همه پیش فرض‌ها صادق باشد، قیمت هر دارایی برابر ارزش ذاتی آن می‌شود و ارزش ذاتی هر دارایی برابر با ارزش فعلی وجوه نقدی آتی می‌باشد.

$$V_{i^o} = \sum_{t=1}^T \frac{CF_{i,t}}{(1+r)^t}$$

اگر چه بازار کامل سرمایه وجود خارجی ندارد ولی تحقق نسبی پیش فرض‌ها در برخی از بازارهای اوراق بهادار در حدی صادق است ولی در بازار اوراق بهادار ایران تقریباً هیچ کدام از پیش فرض‌ها به طور نسبی هم وجود ندارد. بنابراین فرض تساوی قیمت با ارزش گمراه کننده است. افزون بر فرضیات بازار کامل سرمایه، در تحقیقات برای جستجوی قیمت از فرضیه بازار کارآ و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) استفاده می‌شود. مفروضات حاکم به شرح زیر است:

- ۱- بازار اوراق بهادار نسبت به اطلاعات کارا است و قیمت اوراق بهادار منعکس‌کننده تمام اطلاعات است و هر اطلاع جدید به فوریت در قیمت اثر می‌کند.
- ۲- اطلاعات در یک زمان و به نحو بی طرفانه به دست عموم می‌رسد.
- ۳- همه سرمایه‌گذاران منطقی بوده، مصرف بیشتر را به مصرف کمتر ترجیح می‌دهند.
- ۴- همه سرمایه‌گذاران ریسک‌گریزند.
- ۵- همه سرمایه‌گذاران نرخ بازده مورد انتظار یکسانی برای سرمایه‌گذاری با ریسک معین دارند.
- ۶- تنها دو عامل ریسک و بازده در قیمت مؤثر است.
- ۷- ریسک و نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در مجموع اوراق بهادار است و نه در تک تک اوراق بهادار.
- ۸- نرخ بازده دارای توزیع نرمال است.
- ۹- هیچ اطلاع مرتبطی در بازار صرف نظر نمی‌شود.

- ۱۰- تغییرات نسبی قیمت اوراق بهادار به دلیل اطلاعات جدید سکون ندارند.
- ۱۱- تغییرات قیمت اوراق بهادار در کل بستگی به عوامل کلان اقتصادی دارد. مثل تورم، حجم پول در گردش، سرعت پول در گردش، نرخ بهره و ...
- ۱۲- یک دارایی بدون ریسک وجود دارد که همه اشخاص می‌توانند به نرخ بازده بدون ریسک وام داده یا وام بگیرند.

با توجه به مفروضات فوق در بازار کارا، هیچ راهی برای کسب سود اضافی و غیرمعمولی (شانسی) وجود ندارد، و بنابراین مدل CAPM تنها برای محاسبه نرخ بازده مورد انتظار طراحی شده است.

$$E(r_i) = r_f + \frac{COV(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)} (E(r_m) - r_f)$$

با برآورد این نرخ و با فرض قابل پیش‌بینی بودن جریان‌های نقدی آتی سرمایه‌گذاری‌ها می‌توان به راحتی به ارزش اوراق بهادار دست یافت و چنانچه قیمت زیر و یا بالای این ارزش باشد اقدام به خرید یا فروش کرد.

به این ترتیب ارزش بر مبنای نظریه اقتصادی و فرضیه بازار کارآی سرمایه بر اساس نظریه علوم مالی شکل گرفته است. چرا و به چه دلیل تحقیقات حسابداری باید به جستجوی قیمت سهام باشد؟ چرا اقتصاددانان و محققان مالی بدون استفاده از اطلاعات حسابداری به دنبال قیمت سهام نیستند؟ آیا پیش‌فرض‌ها غلط هستند؟ آیا مدل‌ها اشتباه است؟ پاسخ به این گونه سؤالات در مقدمه بیان شد.

یعنی ارزش در مدل فیشتر نیاز به دو متغیر دارد: ۱- جریان‌های نقدی آتی ۲- نرخ تنزیل. پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی در نظریه ساده و در عمل غیرممکن است. بنابراین محققان مجبورند از جایگزین مناسب استفاده کنند که بهترین جایگزین سود حسابداری به جای وجه نقد است. برای نرخ تنزیل نیز با متوسل شدن به مدل گام تصادفی، فرض بر این است، نرخ بازده مورد انتظار هر سال برابر با نرخ بازده سال قبل است. با توجه به این جایگزین‌ها هرگونه نارسایی‌های پیش‌فرض‌ها و یا نارسایی‌های مدل‌ها را به غیرواقعی بودن سود حسابداری نسبت می‌دهند و به این طریق سری تحقیقاتی راه‌اندازی می‌شود تا کیفیت سود، مدیریت سود، یکسان‌سازی سود، اجزای سود و ... را بررسی کنند. سری تحقیقاتی راه‌اندازی می‌شود که رابطه بین جریان‌های

نقدی و سودهای حسابداری و یا اجزای سود حسابداری بررسی شود. چون وجه نقد عینی است و سود حسابداری قابل تفسیر، لذا اشتباهات در مدل به پای حسابداری گذاشته می‌شود.

هر قدر تسلط استفاده‌کننده به پیش‌فرض‌ها و محدودیت‌های نظریه‌ها و مدل‌ها کمتر باشد و هر قدر متغیرهای مطرح در دنیای واقعی متعدد و خارج از کنترل استفاده‌کننده باشد، احتمال تطبیق مدل با شرایط واقعی کمتر شده و میزان اشتباهات افزایش می‌یابد. در نتیجه تصمیم‌گیری‌های اقتصادی به خطا رفته، مشارکت‌کنندگان در بازار گمراه می‌شوند و منابع کمیاب اقتصادی نا به جا بکار گرفته می‌شود و هرچه کارایی بازار اوراق بهادار ضعیف‌تر باشد، اشتباهات بزرگتر می‌شوند.

جستجوی قیمت در بازار اوراق بهادار ایران

چندین تحقیق در ایران انجام شده که ثابت کرده بازار اوراق بهادار حتی در حالت ضعیف آن کارا نیست.^(۱) به عبارت دیگر مفروضات کارایی بازار و مدل CAPM نمی‌تواند کاربرد چندانی داشته باشد. از طرفی شواهد مخالف کارایی بازار آشکار است. وجود سرمایه‌گذاران توانمندی که می‌توانند قیمت را تحت تأثیر قرار دهند، دخالت مسئولین بورس به بهانه حمایت از سرمایه‌گذاران ضعیف، حاکمیت و دخالت دولت در بسیاری از موارد، ملاحظه‌کاری سیاسی مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری به لحاظ حفظ موقعیت خود و شواهد مشابه حاکی از عدم کارایی بازار است. در این حالت فرض مساوی بودن قیمت با ارزش بی‌اساس می‌باشد.

با توجه به شرایط فوق چه عواملی و با چه موضوع‌هایی باید تحقیقات را شکل دهد؟ از بین عوامل زیادی که در قیمت مؤثر هستند، سه عامل اصلی در این مقاله به بحث گذاشته می‌شود.

- ۱- وجود سرمایه‌گذاران فرصت‌طلب که به آربیتراژها معروفند.
- ۲- وجود سرمایه‌گذاران پرسرو صدا و احساسی و بی‌تجربه.
- ۳- نظارت همراه با دخالت دولت.

معامله‌گران فرصت‌طلب

به علت ناکامل بودن قیمت‌ها، عده‌ای معامله اطلاعات می‌کنند تا از این طریق به سودهای سرشار دست یابند (آربیتراژ).^(۲) این معامله‌گران نقش اساسی در بازار اوراق بهادار را بازی می‌کنند که امکان نظارت و یا جلوگیری قانونی میسر نیست چون عملاً کار غیرقانونی صورت نمی‌گیرد و یا ظاهر نمی‌شود. حرکت از فرآیند آربیتراژ به فرضیه بازار کارا مستلزم طیف گسترده‌ای از اقدامات است که همه اطلاعات فوراً در دسترس همگان قرار گیرد. در بازار کارا چنانچه برخی از اطلاعات مرتبط با ارزش اوراق در قیمت وارد نشود، انگیزه‌های اقتصادی قوی برای آشکارکردن آن اطلاعات وجود خواهد داشت. در حالی که معامله‌گران فرصت‌طلب از عدم کارایی بازار استفاده می‌کنند و تمایل ندارند اطلاعات فوراً آشکار شود. در این حالت است که معاملات بازار بر اساس اطلاعات ناقص انجام می‌گیرد. در طول زمان نهایتاً از طریق آزمون و خطا فرآیند انباشت اطلاعات کامل می‌شود و قیمت‌ها تعدیل می‌شوند. اما در آن زمان اطلاعات جدید در دست فرصت‌طلبان قرار می‌گیرد و نابسامانی جدید پدید می‌آید. در نتیجه بازار همواره با قیمت‌های نادرست رو به روست.

نیروهای فرصت‌طلب نیاز به سرمایه دارند و از طرفی باید به طور مستقیم و غیرمستقیم هزینه کسب اطلاعات را پرداخت کنند. به منظور کاهش هزینه سرمایه و همچنین کاهش هزینه اطلاعات، احتمالاً تشکیل گروه همگن و دوستانه بین مدیران شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران فرصت‌طلب و دست‌اندرکاران بورس می‌تواند کارساز باشد. بدیهی است این مشارکت‌ها مستقیماً نباید صورت گیرد.

اگر چه وجود نیروهای آربیتراژ در بلندمدت می‌تواند در کارایی بازار مؤثر باشد، در کوتاه‌مدت منجر به قیمت‌های نادرست می‌گردد. افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، افزایش حجم معاملات و افشای کامل اطلاعات می‌تواند نیروهای آربیتراژ را تضعیف کند. رسالت حسابداری در این خصوص وضع استانداردهایی است که حسب آن صورت‌های مالی فصلی از طرف حساب‌برسان مستقل بررسی و شرکت‌ها ملزم به افشای اطلاعات مرتبط شوند.

تحقیقات حسابداری در جستجوی قیمت سهام ۷۰

تحقیقات حسابداری نیز می‌تواند با تمرکز به وجود نیروهای فرصت‌طلب بدون استفاده از مدل CAPM، عوامل مؤثر بر قیمت و اطلاعاتی که این نیروها را به بازده اضافی می‌رساند مشخص نمایند.

سرمایه‌گذاران عادی و بی‌تجربه

سرمایه‌گذاران عادی به معامله‌گرانی اطلاق می‌شود که بر اساس سر و صدایی که گویی اطلاعات است معامله می‌کنند. و یا تنها دلشان می‌خواهد که داد و ستدی کرده باشند. معامله‌گران بی‌تجربه جزء گمشده مدل سنتی است. این افراد به اخبار واکنش تند نشان داده و یا متأثر از مد هستند و علت بسیاری از نوسانات بازده‌های تحقق یافته می‌باشند. این معامله‌گران وجود مداوم سرمایه‌گذاران فرصت‌طلب و همچنین قیمت‌های نادرست برای دوره‌های زمانی متوالی را توضیح می‌دهند.

از آن جا که هزینه آربیتراژ زیاد است و تعداد سرمایه‌گذاران بنیادی در بازار کم است، حاکمیت قیمت اوراق بهادار در دوره‌های زمانی کوتاه به وسیله سرمایه‌گذاران عادی تعیین می‌شود. از این رو، قیمت اوراق در بازار نوسان شدیدی را نشان می‌دهد که رابطه بسیار کمی با ارزش ذاتی آنها خواهد داشت. لذا قیمت دیگر تابعی از سودهای نقدی مورد انتظار آتی نخواهد بود.

در چنین بازاری سرمایه‌گذاران واقعی باید در انتخاب نوع استراتژی‌شان، رفتار سرمایه‌گذاران بی‌تجربه را لحاظ کنند. یعنی باید مدها و هوس‌ها را نیز لحاظ کنند. هنگامی که قیمت برابر با ارزش نیست، قیمت بازار چه نقشی را در تحقیقات بازی می‌کند؟

محققان چگونه باید جایگزین‌های برآورد ارزش را تعیین کنند؟

بسیاری از محققین جوان جستجو درباره موضوع تحقیق را با خواندن آخرین شماره‌های مجله‌های علمی شروع می‌کنند. این مجلات لزوماً در شرایط ایران بهترین نقطه شروع نیستند. یک رویکرد جایگزین و مکمل، شناسایی تصمیمات مهم اقتصادی است. مجلات و روزنامه‌های حرفه‌ای که قبل از تصمیم‌های اقتصادی موضوع را مورد بحث قرار می‌دهند محل خوبی برای شروع است. این پیشنهاد به معنی این نیست که تحقیقاتمان را متوجه صاحبان حرفه کنیم، بلکه صحبت درباره تحقیقاتی است که

بر مشاهده دقیق چگونگی رفتار تصمیم‌گیرندگان و چگونگی استفاده (یا استفاده نادرست) از علائم اطلاعاتی است.

در وضعیت فعلی، ما نیازمند درک بهتر چگونگی اتخاذ تصمیمات اقتصادی و سرمایه‌گذاری هستیم. بدیهی است این گونه تحقیقات مربوط به چند رشته علمی خواهد بود، آموزش مداوم اقتصاد در این امر اساسی می‌باشد. به نظر نویسنده حسابداران در درک تقاضای معامله‌گران بی‌تجربه نقش دارند. سرمایه‌گذاران عادی در اکثر مقاطع زمانی به یک عقیده مشترک می‌رسند که محققین این نظر را کشف کرده، نظر سرمایه‌گذار می‌نامند.

سرمایه‌گذاران عادی هنگامی به نظر مشترک می‌رسند که بر اساس علائم جعلی، حجم معاملات، مدهای شایع یا پیش‌بینی‌های کارگزاران یا پیش‌بینی‌های کارشناسان در روزنامه معامله می‌کنند. تقاضای معامله‌گران عادی به علت استفاده غیربهبینه از اطلاعات موجود، واکنش زیاد یا کم نسبت به علائم اطلاعات، قانون یا پاسخ به دیگر شوک‌های نقدینگی بیرونی می‌باشد. تحقیقات حسابداری می‌تواند با بررسی سوابق حسابداری که اطلاعات کمی در گزارش‌های مالی منعکس می‌گردد، ترجیحات معامله‌گران عادی را شناسایی کند.

نظارت همراه با دخالت دولت

دولت به دو دلیل اصلی در امر بازار اوراق بهادار مجبور به نظارت و هر از گاه دخالت می‌شود:

۱- برای حفظ سلامت بازار و منافع عمومی

۲- برای حفظ منافع دولت

نظارت بر بازار اوراق بهادار عمدتاً برای حمایت از سرمایه‌گذاران و تشویق آنان برای به کارگیری پس‌اندازهای مردمی در فعالیت‌های مولد صورت می‌گیرد. دولت‌ها در این نقش با وضع مقررات نحوه ورود شرکت‌ها به بورس، نحوه ارائه و افشای بموقع اطلاعات را تدوین و نظارت بر اجرای آن و همچنین اطمینان از انتشار و در دسترس قرار دادن اطلاعات را به عهده دارند. از طرفی دولت با نظارت بر معاملات بزرگ از سالم بودن آنها و احتمالاً کشف و برخورد با معاملات ساختگی اطمینان

تحقیقات حسابداری در جستجوی قیمت سهام ۷۲

حاصل می‌کند. به این ترتیب مردم با اعتماد به سلامت بازار اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. بدیهی است برای مؤثر و کارآمد بودن سیستم نظارتی، ضروری است که بورس اوراق بهادار در تدوین استانداردهای حسابداری و انتخاب حساب‌برسان دخالت مستقیم داشته باشد و از این طریق به شفافیت اطلاعات کمک کند.

در ایران چون اکثر فعالیت‌های اقتصادی در ید دولت است و این فعالیت‌ها از طریق مالکیت دولت در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی صورت می‌گیرد، دولت باید منافع خود را حفظ کند. سهام بسیاری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به طور مستقیم یا غیرمستقیم متعلق به دولت است؛ لذا فعالیت‌های بورس مورد توجه خاص است. این تصدی‌گری در فعالیت‌های اقتصادی همراه با اعمال حاکمیت دولت مخلوط شده، اثرات آن در وضع مقررات ظاهر می‌گردد. اگرچه دولت تلاش دارد که در امر نظارت و وضع مقررات بین بخش خصوصی و بخش دولتی تفاوتی نگذارد و کاملاً بی‌طرفانه باشد، عملاً مسئولین بدون نیت قبلی در این امور جانبدارانه برخورد می‌کنند و در مواقع بحرانی نیز به جای نظارت مجبور به دخالت می‌شوند.

نظارت همراه با دخالت موجب می‌شود که قیمت اوراق بهادار بر اساس عرضه و تقاضا تعیین نشود و در نتیجه از ارزش اوراق بهادار فاصله بیشتری بگیرد. سیاست‌های اتخاذی در برخی موارد چنان شدید است که موجب توقف معاملات می‌گردد. یا صف‌های عریض و طویل خریداران یکباره به صف‌های عریض و طویل فروشندگان تبدیل می‌گردد. این گونه است که قیمت به مثابه یک امر اعتباری تلقی شده، می‌توان از طریق مداخله دولتی تنظیم شود و در این وضع عرضه و تقاضا نقش خود را از دست می‌دهند.

قطعاً وجود چنین شرایطی فرض مساوی بودن قیمت با ارزش و مفروضات مدل‌های تعیین ارزش که بر مبنای فرض اول بنا شده صادق نباشد و تحقیقات حسابداری و مالی که بر پایه این پیش فرض‌ها است، نتیجه بخش نباشد، تا تغییر شرایط و به ثمر رسیدن سر و صدای خصوصی‌سازی، بهتر است تحقیقات متمرکز به عواملی شود که مسائل کلان اقتصادی و تأثیر سیاست‌های دولت بر قیمت اوراق بهادار را منعکس می‌کند.

خلاصه و نتیجه‌گیری

تحقیقات اثباتی حسابداری طی دو دهه اخیر در بازار سرمایه کشورهای صنعتی شتاب گرفته است. این تحقیقات عمدتاً برای پیش‌بینی قیمت اوراق بهادار است. فرض اولیه و اساسی این تحقیقات مساوی بودن قیمت با ارزش است و ارزش‌داری‌ها نیز مطابق مدل قطعیت کامل فیشتر می‌باشد. بنابراین تفاوت قیمت و ارزش ناشی از ناکارایی بازار سرمایه، فوری منعکس نشدن اطلاعات در قیمت و اطلاعات نادرست تلقی می‌گردد. پایه اطلاعات نیز در گزارش‌های مالی منعکس است که بدنه اصلی آن را صورت‌های مالی تشکیل می‌دهد که حاصل بخشی از سیستم حسابداری است. به این ترتیب تفاوت قیمت با ارزش عمدتاً به نارسایی‌های سیستم حسابداری منتسب می‌گردد و تحقیقات تلاش دارد تا ارتباط اطلاعات حسابداری با قیمت اوراق بهادار را اثبات کند.

در بازار بورس ایران، وجود سرمایه‌گذاران عادی، وجود سرمایه‌گذاران فرصت‌طلب، نظارت همراه با دخالت دولت و شواهد عینی مبنی بر کارا نبودن بازار، موجب رد فرض اولیه مساوی بودن قیمت با ارزش می‌شود. از این رو، تحقیقاتی که بدون توجه به مفروضات به کار برده شده در تحقیقات خارجی به خصوص فرضیه بازار کارای سرمایه و پیش‌فرض‌های آن با الگوبرداری مکانیکی صورت گرفته نمی‌تواند نتیجه بخش باشد. اگرچه از نظر فراگیری فرآیند تحقیقات علمی انجام چند نمونه ضروری بوده است، ولی ادامه آن به صرفه کشور نیست.

به دلایلی که بیان شده، تحقیقات حسابداری و مالی باید حول محورهای کلان اقتصادی و شناخت دقیق‌تر رفتار سرمایه‌گذاران و رفتار دولت در برخورد با بازار بورس متمرکز گردد، همچنین جهت دادن تحقیقات به سمت نظریه‌های هنجاری حسابداری ضروری است.

پی‌نوشتها

- ۱- حسنعلی سینایی، بررسی پیرامون سهام جایزه و تجزیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران، رساله‌ دوره دکتری دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، ۱۳۷۲.
- محمداسماعیل فدایی‌نژاد، بررسی بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، رساله‌ دوره دکتری دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، ۱۳۷۳.
- ۲- در برخی از کتابهای مالی آربیتراژ چنین تعریف شده «خرید و فروش همزمان اوراق بهادار یکسان و یا مشابه هم در دو بازار مختلف به قیمت‌های متفاوت به منظور کسب سود» (شارپ و الکساندر ۱۹۹۰) در این تعریف آربیتراژ سرمایه لازم ندارد و هیچ ریسکی را در بر ندارد. در این مقاله از اصطلاح آربیتراژ به نحوی استفاده شده که مستلزم سرمایه و ریسک است. یعنی معامله اطلاعات به منظور کسب سود به علت نادرست و ناکامل بودن قیمت اوراق بهادار. به این ترتیب آربیتراژ هزینه بر است.



منابع و مأخذ

- 1- Cutler ,D., J Poterba, and L. Summers, 1989, *What Moves Stock Prices?* Journal of Portfolio Management, Spring, pp. 4-12.
- 2- Daniel, Kent, Hirshleifer, David and Avanidhar Subrahmanyam, 1998 *A theory of overconfidence, self- attribution , and security market under- and overconfidence*, Journal of Finance 53, pp.1839-1886.
- 3- DeLong, J. B., A. Shleifer, L. H. Summers and R. J. Waldmann, 1990a, *Noise trader risk in financial markets*, Journal of Political Economy 98, pp. 703-738.
- 4- Fama, E., 1991, *Efficient Capital market prices*, Journal of Finance 46, pp.1575-1617.
- 5- Penman, Stephen, 1992, *Return to Fundamentals*, Journal of Accounting, Auditing, and Finance 7, pp. 465-484.
- 6- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, 1997, *The limits of arbitrage*, Journal of Finance 52, pp. 35-5.

