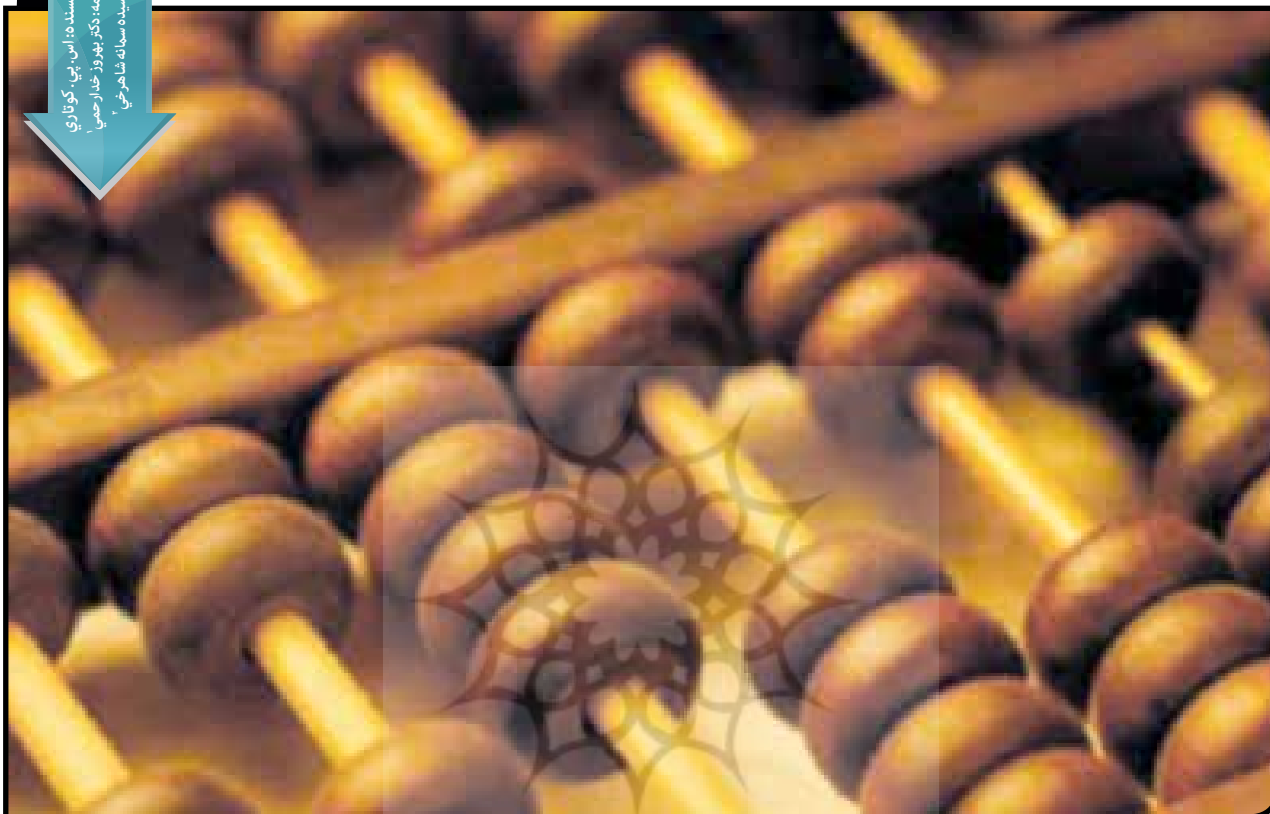


نویسنده: آ. اس. کوناری
ترجمه: دکتر بهروز عبدالرحیمی
سیده سمانه شاهرخی



تحقیقات بازار سرمایه در حسابداری (بخش سوم) تحقیقات ضریب واکنش به عایدی

بازار با توجه به اطلاعات حسابداری، تحلیل بنیادی و میزان اثرگذاری گزارشگری مالی توجه محققان را به خود جلب کرده است. شواهدی که محققان در مورد این موضوعات به دست آورده‌اند، می‌تواند در تصمیمات سرمایه‌گذاری بازار سرمایه، تدوین استانداردهای حسابداری و تصمیمات افشای مالی شرکت‌ها کمک شایانی کند.

این مقاله در نظر دارد تحقیقات تجربی مربوط به رابطه بین بازار سرمایه و صورت‌های مالی را تبیین کند. تحلیل بنیادی و ارزشیابی، آزمون‌های کارآیی بازار و نقش ارقام حسابداری در قراردادهای و فرآیندهای سیاسی، منشا اصلی تقاضا برای تحقیقات بازار سرمایه در حسابداری محسوب می‌شوند. از دیرباز موضوعاتی چون آزمون‌های کارآیی



۴ تحقیقات بازار سرمایه

تحقیقات اولیه بازار سرمایه نشان می‌دهند گزارش‌های حسابداری، محتوای اطلاعاتی دارند و ارقام صورت‌های مالی، اگرچه به موقع ارائه می‌شود، بیانگر اطلاعاتی است که بر قیمت اوراق بهادار اثر می‌گذارد. به دنبال تحقیقات اولیه رشد فزاینده‌ای در تحقیقات بازار سرمایه صورت گرفت. نویسندگان تقاضا برای این تحقیقات را در پنج حوزه اصلی طبقه‌بندی می‌کنند:

۱. تحقیقات بازار سرمایه روشمند؛
۲. ارزیابی معیارهای مختلف عملکرد حسابداری؛
۳. تحقیقات تحلیل بنیادی ارزشیابی؛
۴. آزمون‌های کارایی بازار؛
۵. میزان اثرگذاری موارد افشای حسابداری طبق استانداردهای حسابداری مختلف و پیامدهای اقتصادی استانداردهای حسابداری جدید. از آن جاکه در تحقیقات هالتاویسون و واتز (۲۰۰۱) و هیل و پالپو (۲۰۰۱) مورد پنجم به تفصیل بررسی شده است، در این مقاله بحث نمی‌شود.

همپوشانی قابل ملاحظه‌ای بین چهار حوزه اول تحقیقات وجود دارد؛ اما به میزان کافی انگیزه‌های متفاوت وجود دارد تا به‌طور مجزا به آن‌ها پرداخته شود.

۴-۱. تحقیقات بازار سرمایه روشمند تحقیقات بازار سرمایه درصدد پاسخ به دامنه وسیعی از سوالات هستند. نمونه‌هایی از این سوالات که در تحقیقات قبلی بررسی شده‌اند، به این شرح است:

* آیا عایدی مبتنی بر بهای جاری نسبت به عایدی مبتنی بر بهای تاریخی، محتوای اطلاعاتی بیشتری دارد؟

* آیا تفاوت‌ها در ساختارهای راهبری شرکتی بر میزان نافرنگی اطلاعات در بازار سرمایه اثر می‌گذارد و به نوبه خود بر زمان‌بندی و شدت رابطه بین بازده اوراق بهادار و اطلاعات عایدی موثر است؟

* آیا مالکیت مدیران بر آگاهی بخشی ارقام حسابداری به دلیل تفکیک مالکیت و کنترل شرکتی‌گرمی‌گذارد؟

* آیا کیفیت مشاهده‌شده از حسابرس بر رابطه بین عایدی شرکت و بازده اوراق بهادار

اثر می‌گذارد؟

* چطور گزارشگری سود زودگذر به عنوان بخشی از سود عادی و زیان زودگذر به عنوان عنصری غیرعادی بر قیمت اثر می‌گذارد؟

* چطور بازار سرمایه، اثرات تغییر در رویه‌های حسابداری را آزمون می‌کند؟

* میزان اثرگذاری افشا بر مزایای بازنشستگی چقدر است؟

* آیا معیار عملکرد ارزش افزوده اقتصادی نسبت به عایدی حسابداری مبتنی بر بهای تاریخی، همبستگی بیشتری با بازده سهام و قیمت دارد؟

* برداشتن الزام کمیسیون بورس و اوراق بهادار به متغیرگیری بین استانداردهای حسابداری آمریکا و استانداردهای حسابداری بین‌المللی یا خارجی برای شرکت‌های غیرآمریکایی که درصددند سهام آن‌ها در بورس آمریکا پذیرفته شود یا افزایش سرمایه دهند، چه پیامدهایی به دنبال دارد؟

* آیا تغییر استانداردهای حسابداری به مجاز شمردن سرمایه‌ای کردن مخارج تحقیق و توسعه سبب می‌شود صورت‌های مالی، آگاهی بخشی بیشتری در مورد سود اقتصادی جاری (یعنی تغییر در ارزش بازار) داشته باشد؟

محقق برای پاسخ به این سوالات باید رابطه «نرمال» بین اطلاعات صورت‌های مالی و بازده اوراق بهادار را کنترل کند تا اثر متغیر مورد بررسی را مشخص کند. رابطه نرمال به‌طور مشخص با نوع تحقیق تغییر می‌کند و بر هر رابطه‌ای غیر از اثر مورد نظر دلالت می‌کند. برای نمونه در بررسی اثر مالکیت مدیریت بر آگاهی بخشی ارقام حسابداری، بررسی کننده باید اثر فرصت‌های رشد را بر آگاهی بخشی عایدی کنترل کند؛ زیرا درصد مالکیت مدیریت احتمالاً با فرصت‌های رشد وابستگی دارد که بر آگاهی بخشی عایدی اثر می‌گذارد. این اثرات با اثر نمایندگی بالقوه کنترل مالکیت بر آگاهی بخشی عایدی ارتباطی ندارد.

نویسندگان، تحقیقات روشمند را در چهار طبقه فرعی به این شرح بررسی می‌کنند:

۱. تحقیقات ضریب واکنش به عایدی (بخش ۴-۱-۱)

۲. ویژگی‌های سری زمانی، پیش‌بینی تحلیلگران و مدیریت از عایدی و نرخ رشد عایدی (بخش ۴-۱-۲)

۳. مسایل روشمند در طراحی استنتاج‌های آماری از تحقیقات بازار سرمایه (بخش ۴-۱-۳)

۴. مدل‌های اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری (بخش ۴-۱-۴)

جزئیات بیشتر درخصوص این مباحث در بخش ۴-۴ در مورد آزمون‌های کارایی بازار بیان شده است؛ زیرا مدل‌های عایدی اختیاری و غیراختیاری غالباً در آزمون‌های کارایی بازار مورد استفاده قرار می‌گیرند.

۴-۱-۱. تحقیقات ضریب واکنش به عایدی

۴-۱-۱-۱. انگیزه تحقیقات ضریب واکنش به عایدی. انگیزه این تحقیقات استفاده بالقوه آن‌ها در تحلیل بنیادی ارزشیابی است. همان‌طور که در ادامه خواهیم دید، مدل ارزشیابی مبنای برآورد ضریب واکنش به عایدی است. انگیزه روش‌مند مهم دیگر تحقیقات ضریب واکنش به عایدی، تسهیل طراحی آزمون‌های قوی‌تر فرضیه هزینه سیاسی و قراردادی یا افشا اختیاری یا فرضیه علامت‌دهی در حسابداری است.

۴-۱-۱-۲. شواهدی در مورد ضریب واکنش به عایدی. مقاله کورمندی و لایپ (۱۹۸۷)، اولین مقاله در مورد ضریب واکنش به عایدی است. (علاوه بر آن به تحقیق میل و راک در سال ۱۹۸۵ رجوع کنید). آن‌ها کار خود را بر نوشتار مطالعات همبستگی حسابداری و نوشتار اقتصاد کلان درخصوص فرضیه سود دایمی بنا گذاشتند که به ویژگی‌های سری زمانی مصرف و درآمد مربوط است. کورمندی و لایپ، میزان رابطه بین بازده سهام و عایدی؛ یعنی ضریب واکنش به عایدی را برآورد و آزمون کردند که آیا برآورد‌های خاص شرکت از ضریب واکنش به عایدی به‌طور مقطعی، همبستگی مثبتی را با ویژگی‌های سری زمانی عایدی شرکت نشان می‌دهد. بنابراین ضریب واکنش به عایدی، ترسیم‌کننده ویژگی‌های سری زمانی عایدی و نرخ تنزیل تغییرات ارزش بازار سهام است. برای نمونه، اگر ویژگی‌های سری زمانی عایدی چنان باشند که تغییر عایدی دایمی باشد، با فرض رابطه یک به یک بین تغییر عایدی و تغییر جریان نقدی خالص ضریب واکنش به عایدی بیانگر ارزش فعلی مستمر تغییر عایدی محاسبه شده از طریق تنزیل پایایی نرخ بازده سهام تعدیل‌شده باریسک است. ارزش فعلی



رابطه نرمال

به‌طور مشخص با

نوع تحقیق تغییر

می‌کند و بر هر

رابطه‌ای غیر از اثر

مورد نظر دلالت

می‌کند



محقق برای

پیش‌بینی میزان
ضریب واکنش به
عایدی نیاز به مدل
ارزشیابی (برای
نمونه مدل تنزیل
سود تقسیمی)
یعنی بازنگری در
پیش‌بینی عایدی
آتی مبتنی بر
اطلاعات عایدی
جاری و نرخ تنزیل
دارد

کورمندی و لایپ (۱۹۸۷) و استون و زمیسکی (۱۹۸۹) نشان دادند هرچه اثر تغییر عایدی بر انتظارات فعالان بازار از عایدی آتی بیشتر باشد؛ یعنی هر چه ویژگی‌های سری زمانی عایدی پایا تر باشد، تغییر قیمت یا ضریب واکنش به عایدی بیشتر خواهد بود. کولینز و کوتاری (۱۹۸۹)، ضریب واکنش به عایدی را با چندین ویژگی سری زمانی مدل‌های آریمای رایج نظیر گشت تصادفی، میانگین متحرک و ویژگی‌های خود همبستگی مرتبط کردند. استون و زمیسکی (۱۹۸۹) توضیح دادند که چارایسک اثر منفی بر ضریب واکنش به عایدی دارد. در این جا منظور از ریسک، جزو سیستماتیک (یا غیرقابل تنوع بخشی یا کوواریانس) نوسان جریان نقدی سهام است. ویرایش‌های یک یا چند بتایی از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای دلالت می‌کند بر این که نرخ تنزیل سهام همگام با ریسک سیستماتیک جریان نقدی سهام افزایش می‌یابد. بنابراین هر چه ریسک بزرگ‌تر باشد

واکنش به عایدی بسیار موثر است. ۳-۱-۴. عوامل اقتصادی تعیین‌کننده ضریب واکنش به عایدی. تحقیقات اولیه کورمندی و لایپ (۱۹۸۷)، استون و زمیسکی (۱۹۸۹) و کولینز و کوتاری (۱۹۸۹) چهار عامل اقتصادی تعیین‌کننده ضریب واکنش به عایدی را شناسایی می‌کنند. این مطالعات همگی با مدل ارزشیابی خالص جریان نقدی تنزیل شده شروع شدند که در نوشتار اقتصاد و مالی استاندارد شده است. به منظور ارتباط بین عایدی با بازده اوراق بهادار، یک رابطه یک به یک بین بازنگری در انتظارات بازار از عایدی و خالص جریان نقدی فرض شده است. تغییر قیمت در پاسخ به تغییر ۱ دلاری سود برابر با ۱ دلار تغییر به علاوه ارزش فعلی تنزیل شده بازنگری انتظارات عایدی دوره‌های آتی است. چهار عامل تعیین‌کننده این تغییر قیمت یا ضریب واکنش به عایدی عبارتند از: پایایی، ریسک، رشد و نرخ بهره که هر کدام به‌طور خلاصه مورد بحث قرار می‌گیرند.

۱ دلار تغییر دایمی عایدی سالانه برابر با $(1 + \frac{r}{1})$ است که r بیانگر نرخ تعدیل شده باریسک برای سهام است. محقق برای پیش‌بینی میزان ضریب واکنش به عایدی نیاز به مدل ارزشیابی (برای نمونه مدل تنزیل سود تقسیمی) یعنی بازنگری در پیش‌بینی عایدی آتی مبتنی بر اطلاعات عایدی جاری و نرخ تنزیل دارد. ویژگی‌های سری زمانی عایدی در توصیف قناعت‌ورزانه بازنگری در پیش‌بینی عایدی مبتنی بر سود جاری نقشی را بازی می‌کند؛ اما تئوری دقیقی برای ویژگی‌های سری زمانی وجود ندارد. حوزه پراکنده‌ای از تحقیقات در نوشتار ضریب واکنش به عایدی به ویژگی‌های سری زمانی عایدی با عوامل تعیین‌کننده اقتصادی نظیر رقابت، فن‌آوری، تغییر اثر بخشی راهبری شرکتی، سیاست‌های پردازش انگیزشی و غیره مربوط می‌شود. پالایش‌های بیشتر در مدل‌های ارزشیابی و برآوردهای دقیق‌تر نرخ تنزیل احتمالاً در افزایش فهم ما از رابطه بازده و عایدی یا ضریب

یعنی نرخ تنزیل بیشتر باشد، ارزش فعلی تنزیل شده بازنگری در عایدی آتی مورد انتظار یعنی ضریب واکنش به عایدی کمتر می شود.

کولینز و کوتاری (۱۹۸۹) یک اثر نهایی مثبت را از فرصت های رشد شرکت بر ضریب واکنش به عایدی پیش بینی کردند. در این جا منظور از رشد، پروژه های موجود یا فرصت های سرمایه گذاری در پروژه های جدیدی است که انتظار می رود نرخ بازده تا سر رسید آن ها مازاد بر نرخ بازده تعدیل شده با ریسک (r) متناسب با ریسک سیستماتیک جریان نقدی پروژه باشد. (به فصل ۲ فاما و میلر، ۱۹۷۲ رجوع کنید.) توانایی شرکت در کسب نرخ بازده بیش از نرمال بر سرمایه گذاری های آتی و جاری کارایی بازار سرمایه را نقض می کند، بلکه فقط دلالت می کند بر این که شرکت دارای قدرت منحصر به فردی در بازار محصول است و قادر به کسب رانت برای دوره محدود است. به بیان دیگر ورود یا خروج در بازار محصول اغلب به طور آنی توانایی شرکت را برای کسب نرخ بازده بیش از نرمال از بین می برد. تا میزانی که عایدی جاری شرکت در مورد فرصت های رشد شرکت آگاهی بخش باشد، انتظار می رود تغییر قیمت زیاد باشد. کولینز و کوتاری (۱۹۸۹) استدلال کردند واکنش قیمت بیشتر از زمانی است که پایایی سری زمانی عایدی وجود دارد تا حدی احتمالاً به این دلیل که برآوردهای پایایی از داده های تاریخی در انعکاس دقیق فرصت های رشد جاری نقص دارند.

در نهایت کولینز و کوتاری (۱۹۸۹) رابطه موقتی منفی بین ضریب واکنش به عایدی و نرخ بهره بدون ریسک را پیش بینی کردند. منطق در این جا سراسر است. نرخ تنزیل یعنی r در هر نقطه ای از زمان برابر با مجموع نرخ بازده بدون ریسک در آن زمان و صرف ریسک است. اگر نرخ بهره بدون ریسک افزایش یابد، با فرض ثابت بودن سایر شرایط، ارزش فعلی تنزیل یافته بازنگری در انتظارات تغییرات عایدی آتی کاهش می یابد که به رابطه موقتی منفی بین سطوح نرخ بهره و ضریب واکنش به عایدی منجر می شود.

۴-۱-۱. ارزیابی شواهد قبلی ضریب واکنش به عایدی. شواهد در مطالعات کورمندی و لایپ (۱۹۸۷)، استون و زیمسکی (۱۹۸۹) و کولینز و کوتاری (۱۹۸۹) وجود اثر

معنی دار به لحاظ آماری عوامل تعیین کننده موقتی و مقطعی را بر ضریب واکنش به عایدی برآوردی نشان می دهد. چندین مطالعه این نتایج را تکرار کردند و اکنون به عنوان استاندارد صنعت در نوشتار بازار سرمایه برای کنترل اثرات پایایی، ریسک و رشد مد نظر قرار می گیرد و بر اثر نهایی متغیر مورد نظر، مثل کنترل مالکیت بر ضریب واکنش به عایدی تمرکز می شود.

با وجود نوشتار موفقیت اثر ضریب واکنش به عایدی، حداقل سه انتقاد بر این تحقیقات وارد شده است. اول، تحقیقات مبتنی بر پایایی و رابطه آن ها با ضریب واکنش به عایدی ظاهراً به لحاظ ماهیت آماری اند. می توان این مساله را در متن تحقیقات مربوط به ویژگی های سری زمانی عایدی مشاهده کرد. تحقیقات مبتنی بر ضریب واکنش به عایدی را می توان با تمرکز بر عوامل تعیین کننده اقتصادی و ویژگی های سری زمانی عایدی شرکت تقویت کرد. کارهایی نیز در این حوزه صورت گرفته است. احمد (۱۹۹۴) از کارهای لو (۱۹۷۴، ۱۹۸۳)، تو ماداکسی (۱۹۷۶)، لیندنبرگ و راس (۱۹۸۱) و ماندلکر و هی (۱۹۸۴) در خصوص رابطه بین امکان کسب رانت های اقتصادی در مورد دارایی شرکت و میزان رقابت در صنعت شرکت و ساختار هزینه شرکت کمک گرفتند. سپس احمد (۱۹۹۴) شواهدی را در این راستا پیش بینی و گزارش کرد که «اگر عایدی حسابداری، اطلاعات مربوط به رانت های اقتصادی آتی ایجاد شده از طریق دارایی های به کار گرفته شده شرکت را نشان دهد، ضریب واکنش به عایدی به طور معکوس با رقابت و به طور مستقیم با نسبت هزینه های ثابت به هزینه های متغیر تغییر می کند.»

آنتونی و رامش (۱۹۹۲) تحقیقی در مورد رابطه بین چرخه عمر شرکت و استراتژی کسب و کار انجام دادند تا تغییرات مقطعی در ضریب واکنش به عایدی را تبیین کنند. آن ها استدلال کردند که بسته به مرحله شرکت در چرخه عمر، اطلاعات صورت های مالی به میزان متفاوتی در مورد توانایی ایجاد جریان نقدی شرکت، آگاهی دهنده است؛ چنانکه ضریب واکنش به عایدی به طور قابل پیش بینی به مرحله شرکت در چرخه عمر مربوط می شود.

اهلسون (۱۹۹۵) فرآیند برگشت به میانگین را برای سود باقیمانده معرفی کرد. در سود

باقیمانده رقابت نهفته است که توانایی بقای شرکت را برای کسب عایدی بیش از نرمال از بین می برد. او با مدل سازی سود باقیمانده به جای کل سود یا تغییرات در سود به عنوان فرآیند خودبازگشت، بهتر اثر اقتصادی شهودی رقابت بازار محصول را تبیین کرد. دچو و همکاران شواهدی را گزارش کردند که از مدل اقتصادی سود باقیمانده به عنوان فرآیند خودبازگشت حمایت می کرد؛ ولی آن ها قادر نبودند تنها به پیشرفت های ناچیزی در قدرت آزمون در تحقیق با استفاده از مدل های تنزیل سود و سرمایه ای کردن ساده تر عایدی نایل شوند.

ضعف دوم نوشتار رابطه بین ضریب واکنش به عایدی و پایایی این است که ظاهراً شواهد درون داد هستند. برای نمونه کورمندی و لایپ (۱۹۸۷) و کولینز و کوتاری (۱۹۸۹) پارامترهای سری زمانی را برآورد کردند و آزمون های مقطعی از رابطه بین پارامترهای پایایی و ضریب واکنش به عایدی برای همان دوره نمونه انجام دادند. نبود آزمون پیش بینی، اطمینان به نتایج را کاهش می دهد؛ حتی اگر مباحث و فرضیات شهودی باشند. دچو و همکاران (۱۹۹۹) تایید کردند که ویژگی های خودبازگشت در سطح صنعت قدرت پیش بینی با توجه به پایایی عایدی در آینده دارد؛ اما هدف آن ها به طور صریح مربوط به رابطه بین پایایی با ضریب واکنش به عایدی نیست.

ایراد سوم نوشتار مربوط به عوامل تعیین کننده ضریب واکنش به عایدی این است که کنترلی در مورد تفاوت های در توانایی عایدی حسابداری برای جایگزینی جریان نقدی جاری و آتی و تفاوت های در رویه های حسابداری وجود ندارد. سالامان و کوپل (۱۹۹۱) به طور مستقل به نتیجه مشابهی رسیدند. این موضوع امکان واضح «مشکل متغیرهای مربوط حذف شده» را افزایش می دهد. این مشکل تا حدودی به دو دلیل رخ می دهد. اول این که، همبستگی بین عوامل تعیین کننده اقتصادی ضریب واکنش به عایدی همچون ریسک و انتخاب رویه های حسابداری وجود دارد. دوم این که، انتخاب رویه های حسابداری با قدرت پیش بینی عایدی با توجه به جریان نقدی آتی همبستگی دارد. به طور کلی، نوشتار مربوط به عوامل تعیین کننده اقتصادی ضریب واکنش به عایدی به میزان کافی متغیرهای اقتصادی را کشف



تحقیقات مبتنی

بر ضریب واکنش به

عایدی را می توان

با تمرکز بر عوامل

تعیین کننده

اقتصادی

ویژگی های سری

زمانی عایدی

شرکت تقویت کرد



عایدی تعدیل شده
با قیمت باید علاوه
بر تغییر عایدی
تعدیل شده یا
قیمت در تبیین
عایدی مورد
استفاده قرار گیرد

می‌کند که مبتنی بر نوشتار تئوری انتخاب رویه حسابداری یا قراردادهای به عنوان عوامل تعیین کننده ضریب واکنش به عایدی هستند.

۵- ۱- ۴. فرضیه های رقیب برای تبیین این که چرا ضریب واکنش به عایدی «بسیار کم» است. برآوردهای تجربی از میزان ضریب واکنش عایدی بین ۱ تا ۳ در نوسان است (برای نمونه به کورمندی و لایپ (۱۹۸۷)، استون و زیمسکی (۱۹۸۹) و کولینز و کوتاری (۱۹۸۹) رجوع کنید.) با فرض گشت تصادفی به عنوان توصیف معقولی از سری زمانی عایدی سالانه و نرخ تنزیل حدود ۱۰ درصد، میزان ضریب واکنش به عایدی مورد انتظار حدوداً ۱۱ درصد $(= (1 + 1/r))$ است. با استفاده از ضریب P/E (قیمت به عایدی) به عنوان برآورد معقولی از ضریب واکنش به عایدی، انتظار می رود میزان آن بسته به دوره زمانی مورد بررسی بین ۸ تا ۲۰ باشد. میزان نسبتاً کم ضریب واکنش به عایدی در مقایسه با ارزش پیش بینی شده آن، محققان را بر آن داشت تا چندین فرضیه و انتظار را پیش بزنند؛ ولی جالب این است که تحقیقات مربوط به مقایسه میزان ضریب واکنش به عایدی برآورد شده با پیش بینی شده پیش از نوشتار ضریب واکنش به عایدی بوده است.

بیور و همکاران (۱۹۸۰) تلاش کردند تا تفاوت بین ارزش برآورد شده و پیش بینی شده ضریب واکنش به عایدی را با بیان سه ایده مرتبط با هم تبیین کنند: تقدم قیمت بر عایدی، مدل اخلاص به علاوه عایدی واقعی از عایدی حسابداری و طرح تحقیقی اقتصادسنجی رگرسیون معکوس.

تلاش قابل توجه دیگری در مطالعات ایستون و هریس (۱۹۹۱) دیده می شود. آن ها استدلال کردند؛ با فرض این که ارزش دفتری سهام، جایگزین با اخلاصی برای ارزش بازار سهام باشد و با فرض مازاد همیز، عایدی، تغییر در ارزش بازار سهام را اندازه گیری می کند. بنابراین آن ها بیان کردند که عایدی تعدیل شده با قیمت باید علاوه بر تغییر عایدی تعدیل شده با قیمت در تبیین عایدی مورد استفاده قرار گیرد. اگر ایستون و هریس (۱۹۹۱) رویکرد ترازنامه ای را بپذیرند، ضریب عایدی پیش بینی شده برابر با یک می شود و دلالت می کند بر این که عایدی کاملاً موقتی است. از آن جاکه عایدی بسیار پایا است، انتظار این محققان قابل قبول نیست؛ حتی اگر

شواهد آن ها به طور واضح نشان دهد که عایدی تعدیل شده با قیمت به طور معنی داری بازده سهام را فراتر از متغیر تغییر عایدی توضیح می دهد. کوتاری (۱۹۹۲) و اهلسن و شراف (۱۹۹۲) انگیزه مبتنی بر انتظارات عایدی را برای استفاده از عایدی تعدیل شده با قیمت برای توضیح بازده سهام در رگرسیون بازده-عایدی ارائه کردند. در اوایل قرن ۲۱ محققانی که رگرسیون بازده-عایدی را برآورد می کردند، غالباً از متغیر عایدی تعدیل شده با قیمت برای تبیین بازده سهام استفاده می کردند؛ ولی ضریب واکنش به عایدی برآورد شده بسیار متفاوت از ارزش پیش بینی شده آن از تقریباً ضریب قیمت به عایدی بود.

حداقل چهار فرضیه برای تبیین میزان کم ضریب واکنش به عایدی مشاهده شده وجود دارد:

الف- تقدم قیمت بر عایدی؛

ب- بازارهای سرمایه ناکارآ؛

پ- اخلاص در عایدی و کاستی استانداردها؛

ت- عایدی موقتی.

هر کدام از این موارد با خلاصه ای از شواهد در ادامه بحث می شود.

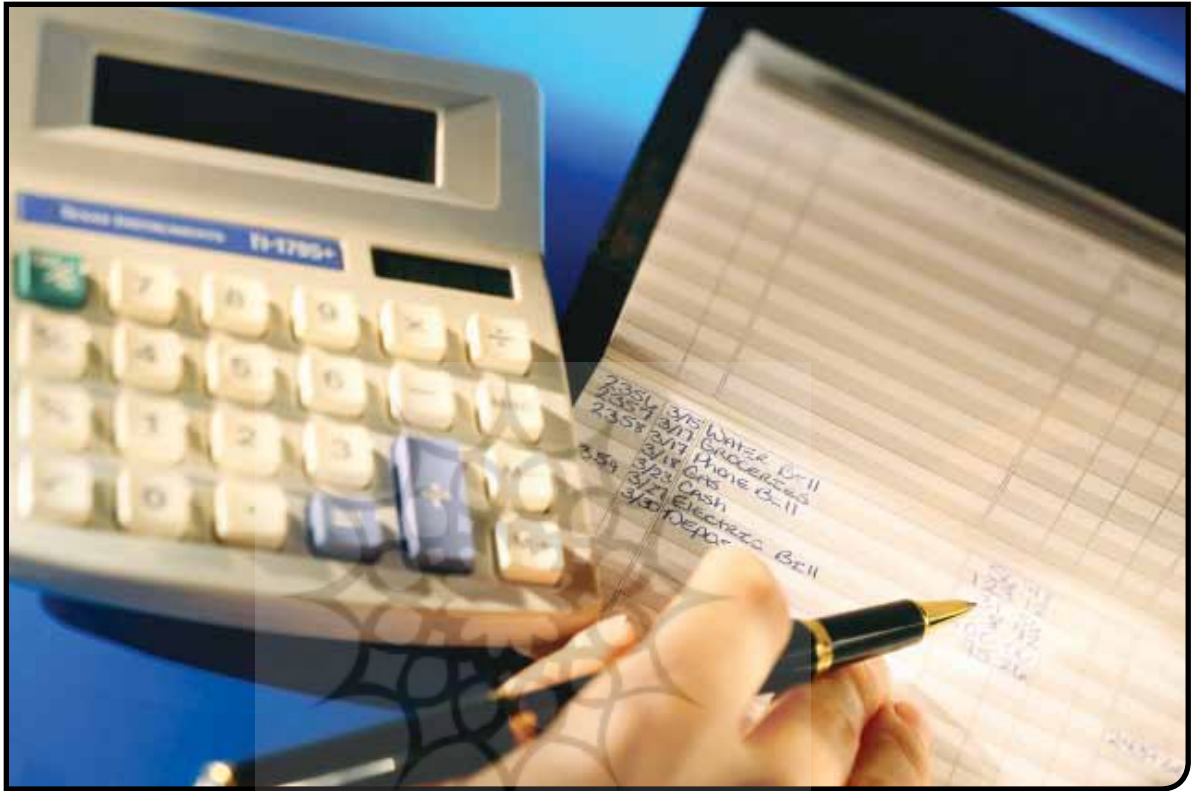
الف- تقدم قیمت بر عایدی: مقاله مهم بیور و همکاران (۱۹۸۰) ایده ای را ارائه کرد که مجموعه اطلاعات منعکس شده در قیمت از مجموعه اطلاعات منعکس شده در عایدی حسابداری همان زمان غنی تر است. در بازار کارآ، تغییرات قیمت به طور آتی، ارزش فعلی بازنگری های در انتظارات بازار از خالص جریان نقدی آتی را در بردارد. در مقابل به دلیل اصل شناخت درآمد و تطابق هزینه که اصول بنیادی برای فرآیند تعیین عایدی هستند، عایدی حسابداری شامل اطلاعات منعکس شده در تغییرات قیمت به طور سیستماتیک با تاخیر است که به طور خلاصه به آن «تقدم قیمت بر عایدی» می گویند.

یکی از مفاهیم تقدم قیمت بر عایدی این است که حتی اگر ویژگی های سری زمانی عایدی سالانه به طور معقولی به عنوان گشت تصادفی توصیف شده باشند و در نتیجه تغییرات عایدی متوالی با استفاده از اطلاعات سری زمانی عایدی گذشته قابل پیش بینی نباشد، مجموعه اطلاعات منعکس شده در قیمت

شامل اطلاعاتی در مورد تغییرات عایدی آتی است. یعنی از دیدگاه بازار، تغییرات عایدی سالانه متوالی غیرقابل پیش بینی نیست. پیامد اقتصادسنجی تقدم قیمت بر عایدی این است که در هنگام وابستگی بازده با تغییر عایدی همزمان آن، فقط بخشی از تغییر عایدی برای بازار غیرمنتظره محسوب می شود. در بازار کارآ، بخش پیش بینی شده تغییر عایدی در توضیح بازده همزمان نامربوط است. این بخش نامربوط به لحاظ اطلاعاتی از تغییر عایدی موجب مشکل خطا در متغیرهای استاندارد می شود (به مادالا ، (۱۹۸۸)، فصل ۱۱ یا گرین (۱۹۹۷)، فصل ۹ رجوع کنید.) که ضریب واکنش به عایدی را به سمت پایین سوق می دهد و قدرت توضیح رگرسیون بازده-عایدی را کاهش می دهد. در نتیجه به سادگی همبستگی تغییر عایدی با بازده یا استفاده نکردن از جایگزین مناسب برای عایدی غیرمنتظره در بیان تقدم قیمت بر سود، دلیلی برای پایین بودن بیش از حد ضریب واکنش به عایدی است.

ب- بازار سرمایه ناکارآ: در تقابل با فرضیه قبلی اگر بازار به درستی مفاهیم شگفتی عایدی جاری را در بازنگری انتظارات خود از عایدی آتی درک نکند، تغییر قیمت مربوط به تغییر عایدی بسیار کم می شود. شواهد زیادی وجود دارد که نشان می دهد بازار سهام به اطلاعات عایدی، واکنش کمتر از حد نشان می دهد و اثر کامل اطلاعات عایدی فقط به طور تدریجی در طول زمان شناسایی می شود. در صورت ناکارآیی بازار سرمایه، ارزش ضریب واکنش به عایدی کمتر از میزان پیش بینی شده است؛ ولی چنین تغییری باید تعدیل شود؛ مگر این که تئوری بازار ناکارآ به لحاظ منطقی ثابتی وجود داشته باشد که واکنش کمتر از حد به اطلاعات عایدی را پیش بینی کند. به این دلیل واکنش بیش از حد، درست به همان سادگی واکنش کمتر از حد در بازار ناکارآ بدون تئوری وجود دارد که پدیده خاصی را پیش بینی کند.

پ- اخلاص در عایدی و کاستی استانداردهای حسابداری: در حالی که بیور و همکاران (۱۹۸۰) شواهدی را برای علت تقدم قیمت بر عایدی بیان کردند، مدل آن ها (بیور و همکاران، ۱۹۸۰، بخش ۲) بر پایه تعریف عایدی حسابداری به عنوان مجموع «عایدی واقعی» همچنان اخلاص نامرتبط با ارزش یا جزو



بحث کاستی
استانداردهای
حسابداری، هدف
اصلی گزارشگری
مالی را در بردارد که
پیش‌بینی جریان
نقدی سرمایه‌گذار
آتی یا بازده سهام
آن است

که عایدی «با کیفیت پایین» صرفاً بیانگر همبستگی ضعیف با بازده اوراق بهادر است. لو (۱۹۸۹، ص ۱۵۵) بیان کرد: «در حالی که برآزش نادرست رابطه بازده/عایدی یا وجود سرمایه‌گذاری غیرمنطقی (معامله ناهنجاری) موجب رابطه ضعیف بین عایدی و بازده سهام می‌شود، امکان نقض به دلیل کیفیت پایین (محتوای اطلاعاتی پایین) عایدی گزارش شده بسیار بیشتر می‌شود.»

لو، دیدگاه مشابهی را در زمینه حسابداری تحقیق و توسعه در تحقیقات امیر و لو (۱۹۹۶)، آبودی و لو (۱۹۹۸)، لو و سوجانیس (۱۹۹۶)، لو و زاروئین (۱۹۹۹) و سایر مقالات بیان کرد. به علاوه تحقیقات زیادی وجود دارد که بحث «کاستی استانداردهای حسابداری» را بدون تجویز مقرراتی بررسی می‌کنند. برای نمونه به تحقیق آبراهام و سیدهو (۱۹۹۸)، هیل و همکاران (۱۹۹۹) و کوتاری و همکاران (۱۹۹۹) در زمینه سرمایه‌ای کردن در مقابل هزینه کردن مخارج تحقیق و توسعه و تحقیق بریانت

بازار سهام را تبیین کند. در حقیقت رساله بیور و همکاران یعنی تقدم قیمت بر عایدی دلالت می‌کند بر این که مجموعه اطلاعات در تغییرات قیمت از مجموعه اطلاعات در عایدی حسابداری غنی‌تر است.

بحث کاستی استانداردهای حسابداری، هدف اصلی گزارشگری مالی را در بردارد که «پیش‌بینی جریان نقدی سرمایه‌گذار آتی یا بازده سهام آن است». (لو، ۱۹۸۹، صفحه ۱۵۷) طرفداران کاستی استانداردهای حسابداری از همبستگی بازه-عایدی به‌عنوان معیاری از موفقیت استانداردهای حسابداری در رسیدن به اهداف خود استفاده می‌کنند. فرضیه ماندگار این است که بازار سرمایه به لحاظ اطلاعاتی کارآ است و اهداف اصلی گزارشگری مالی به‌طور کلی از بیانیه‌های مفاهیم حسابداری مالی برداشت می‌شوند. در یکسری از مقالات، بارچ لو با همکاران او احتمالاً پرطرفدارترین بحث «کاستی استانداردهای حسابداری» باشند. کاستی استانداردهای حسابداری نشان می‌دهد

دستکاری شده است که به قیمت سهام (یعنی ارزش) یا بازده در همه دوره‌ها وابسته نیست. این فرض بیور و همکاران، آن‌ها را قادر ساخت مدل تقدم قیمت بر عایدی را رایج کنند. با این حال دیدگاه «عایدی واقعی به علاوه اخلاص» از عایدی بیان می‌کند که حسابداران علامتی غیر از «عایدی واقعی» را در مورد ارزش شرکت دستکاری می‌کنند. این موضوع حداقل به دو دلیل خلاف انتظار و مخالف با شواهد است. اول، اقلام تعهدی براساس شواهد آگاهی بخش هستند. (به مطالعه رایبرن (۱۹۸۶) و دچو (۱۹۹۴) و چندین مطالعه دیگر رجوع کنید.) دوم، بدون توجه به این که آیا اقلام تعهدی آگاهی بخش هستند یا خیر، به نظر بعید می‌رسد که عایدی بدون اقلام تعهدی، «سود واقعی» باشند. هیچ شواهد اقتصادی وجود ندارد که بیان کند فرآیند اندازه‌گیری عایدی مبتنی بر رویکرد معاملات، «سود واقعی» ایجاد می‌کند؛ یعنی بر عایدی دلالت می‌کند که همه اطلاعات مشمول در سود اقتصادی یعنی تغییر در ارزش



بحث‌های اخلاقی در
عایدی و کاستی
در استانداردهای
حسابداری
بیامدهای مشابهی
بر رابطه بازده
عایدی دارند

در زمینه رویه حسابداری هزینه‌یابی کامل در مقابل تلاش‌های موفقیت‌آمیز برای هزینه‌های حفاری نفت و گاز رجوع کنید.

بحث‌های اخلاقی در عایدی و کاستی در استانداردهای حسابداری پیامدهای مشابهی بر رابطه بازده عایدی دارند. هر دو این رابطه همزمان بازده - عایدی را ضعیف می‌کند و ضریب واکنش به عایدی را به سمت پایین سوق می‌دهد. (برای نمونه به تحقیق بیور و همکاران، ۱۹۸۰؛ لو، ۱۹۸۹؛ پیوست یا کوتاری، ۱۹۹۲ رجوع کنید.) ولی دو تفاوت وجود دارد؛ اخلاقی به‌عنوان متغیری تعریف می‌شود که با اطلاعات در بازده اوراق بهادار در همه دوره‌های زمانی یعنی حال، گذشته و آینده ارتباط ندارد. در مقابل، کاستی استانداردهای حسابداری، شکل دیگری از بحث تقدم قیمت بر عایدی است؛ غیر از این که جریان هنجاری در بحث کاستی استانداردهای حسابداری وجود دارد. بحث کاستی استانداردهای حسابداری فرض می‌کند صورت‌های مالی برای دریافت اطلاعات

منعکس شده در ارزش‌های با ارزش همزمان کند عمل می‌کنند. به علاوه فرض می‌کند هرچه همبستگی عایدی با بازده بیشتر، استانداردهای حسابداری که ارقام عایدی را ایجاد می‌کنند، مطلوب‌تر است. متأسفانه دلیلی که حداکثر کردن همبستگی عایدی با بازده سهام مطلوب است به خوبی بیان و به‌طور منطقی اثبات نشده است. به این موضوع قبلاً اشاره شده است؛ اما تفصیل آن در هالتایوسن و واتز (۲۰۰۱) وجود دارد.

ت - عایدی موقتی: اگرچه اغلب فرض می‌شود عایدی سالانه دارای گشت تصادفی است، وجود جزء موقتی در عایدی از مدت‌ها قبل در نوشتار به آن اشاره شده است. (برای نمونه به پراکس و باکماستر، ۱۹۷۶) و او و پنمن، (۱۹۸۹) رجوع کنید.) چند دلیل برای جزء موقتی در عایدی وجود دارد.

* فعالیت‌های تجاری خاص چون فروش دارایی، سود و زیان‌های غیرمکرر ایجاد می‌کند.

* به دلیل ناقرینگی اطلاعاتی بین مدیران

و افراد بیرونی و به دلیل احتمال دعوی حقوقی، عرضه و تقاضا برای ارقام حسابداری محافظه‌کارانه وجود دارد. بدنبال باسو (۱۹۹۷، ص ۴) نویسنده، محافظه‌کاری را به عنوان ناقرینگی در سرعت شناسایی عایدی و زیان اقتصادی یا سود منعکس‌کننده اخبار بد سریع‌تر از اخبار خوب تعریف می‌کند. (به بال و همکاران، ۲۰۰۰ رجوع کنید.) هم ناقرینگی اطلاعاتی و هم تهدید دعوی حقوقی مدیران را بر آن داشت تا اخبار بد را نسبت به اخبار خوب بر مبنای بهنگام‌تری افشا کنند؛ یعنی معیار شناخت حسابداری، قوانین سفت و سخت کمتری را برای زیان‌ها نسبت به سودها قرار می‌دهد؛ چنانکه زیان (و نه سود) پیش‌بینی شده اغلب بیشتر و سریع‌تر شناسایی می‌شود. شناخت زیان پیش‌بینی شده تقریبی از شناخت اثر ارزش بازار (زیان) است. بنابراین زیان‌ها همچون تغییر ارزش بازار موقتی‌اند. هاین (۱۹۹۵) دلیلی دیگری را برای این که زیان‌ها موقتی‌اند، بیان کرد. او استدلال کرد که شرکت دارای

اختیار واگذاری برای توقف عملیات زیانده (ایجادکننده بازده بازار پایین) است و ارزش دفتری دارایی‌های شرکت باز یافت می‌شود. بنابراین تنها شرکت‌هایی که انتظار بهبود دارند، عملیاتشان را ادامه می‌دهند. این موضوع دلالت می‌کند بر این که زیان مشاهده شده موقتی است. توانایی شرکت‌های زیانده برای باز یافت ارزش دفتری از طریق واگذاری و تطبیق، رابطه ارزش دفتری با قیمت‌ها را در دوره‌هایی تقویت می‌کند که شرکت به طور ضعیفی عمل می‌کند. (همچنین به بگر و همکاران، ۱۹۹۶)؛ بارگستاها و دیچو، (۱۹۹۷)؛ بارث و همکاران ۳۸، (۱۹۹۸) و یوسوکی، (۱۹۹۹) رجوع کنید. نقش ارزش دفتری در ارزشیابی و همبستگی ارزش دفتری با قیمت، موضوعاتی هستند که در ادامه و مخصوصاً در هالتا یوسن و واتز (۲۰۰۱) مورد بررسی قرار می‌گیرند.

در نهایت، انگیزه‌های مدیریتی که رشته در تئوری نمایندگی دارد، موجب سود و زیان موقتی می‌شوند. برای نمونه هیللی (۱۹۸۵) فرض می‌کند و شواهدی را ارائه می‌دهد که مدیران برای ملاحظات پاداش در تدوین قرارداد هزینه‌بر اقلام تعهدی اختیاری را ایجاد می‌کنند که سطوح بالای عایدی غیراختیاری را کاهش می‌دهد یا حساب شویی برای گزارش زیان بالا محسوب می‌شود. همچنین نحوه برخورد اقلام اختیاری حساب شویی برای مدیران اجرایی فعلی دیده شده است. (به پورسیا، ۱۹۹۳) و ماری و زیمرمن، ۱۹۹۳ رجوع کنید) جزء اختیاری اقلام تعهدی احتمالاً موقتی و در واقع برگشت از میانگین هستند؛ زیرا اقلام تعهدی (به ناچار) برگشت می‌شوند.

۱-۵-۱-۴. پیامد اقتصادی عایدی موقتی. پیامد اقتصادی جزو عایدی موقتی واضح است. یک مدل ساده مبتنی بر تحلیل کوتاری و زیمرمن (۱۹۹۵) این اثر را نشان می‌دهد که با یک تحلیل قوی‌تر در ادامه ارائه شده است. فرض کنید

$$X_t = x_t + u_t,$$

که X_t عایدی گزارش شده شامل جزء گشت تصادفی یعنی

$$e_t \text{ و } x_t = x_{t-1} + e_t, \quad e_t \sim N(0, S_e^2)$$

جزء موقتی یعنی $u_t \sim N(0, S_u)$ است.

همچنین فرض کنید بازار هیچ اطلاعاتی بیش از ویژگی‌های سری زمانی عایدی ندارد و e_t و u_t همبستگی ندارند. ضریب واکنش در مورد جزء موقتی، یک است؛ ولی حساسیت بازار به جزء گشت تصادفی یعنی جزء دائمی عایدی برابر با $\beta = (1/\tau + 1)$ یا ضریب متوسط قیمت به عایدی است. با استفاده از قیمت ابتدایی دوره یعنی $1 - p_t$ به عنوان تعدیل کننده، رگرسیون بازده-عایدی، ضریب زاویه‌ای را بین 1 و β به دست می‌دهد؛ زیرا X_t برابر با مجموع دو متغیر مستقل با دو ضریب متفاوت مرتبط با آن‌ها برای متغیر وابسته است. جدا کردن دو جزء و شمول آن‌ها به طور مجزا در رگرسیون، ضریب زاویه‌ای را برای دو جزء به دست می‌دهد که به ارزش پیش‌بینی شده آن‌ها نزدیک‌تر است (برای نمونه به کولینز و همکاران، ۱۹۹۷ رجوع کنید). و قدرت توضیحی مدل افزایش می‌یابد. میزان ضریب β به میزان نسبی واریانس‌های گشت تصادفی و جزء موقتی عایدی بستگی دارد. اگر k به صورت $S_e^2 / (S_e^2 + S_u^2)$ تعریف شود، انتظار می‌رود β برابر با $1 + (\beta - 1)k$ باشد. بنابراین اگر هیچ عایدی موقتی وجود نداشته باشد، $k=1$ و ضریب زاویه برابر با β می‌شود. در طرف دیگر طیف، اگر هیچ عایدی دائمی وجود نداشته باشد، $k=0$ و ضریب زاویه برای عایدی به طور کلی موقت 1 می‌شود.

$$R_t = y_0 + y_1 \frac{X_t}{P_{t-1}} + error,$$

همان طور که از فرض همبستگی صفر بین گشت تصادفی و جزء عایدی موقت کاسته می‌شود، پیش‌بینی‌ها در مورد میزان β به طور طبیعی تغییر می‌کند. فرضیه اقتصادی در مورد انگیزه مدیران به طور کلی بیانگر همبستگی غیرصفر بین دو جزء است که تحلیل را پیچیده می‌کند.

۲-۵-۱-۴. شواهدی بر اثر عایدی موقتی بر ضریب واکنش به عایدی. نوشتار زیادی وجود دارد که استدلال می‌کند ضریب واکنش به عایدی کمتر بر عایدی موقتی به عنوان جایگزینی برای اقلام غیرمستمر گزارش شده در صورت‌های مالی است. (برای نمونه به کولینز و همکاران، ۱۹۹۷)؛ هاین، (۱۹۹۵)؛ الیوت و هانا، (۱۹۹۶)؛ راماکاریشن و توماس، (۱۹۹۸) و آباربانل و لهاوی، (۲۰۰۰) رجوع

کنید. همچنین نوشتار زیادی درباره غیرخطی بودن رابطه بازده و عایدی وجود دارد که تلاش می‌کند عایدی موقتی را از میزان ضریب واکنش به عایدی استنتاج کند. رابطه S شکل بازده و عایدی از نتایج تجربی بیور و همکاران (۱۹۷۹) دیده می‌شود. آن‌ها دریافتند بازده غیرعادی در رابطه با تغییرات حدی عایدی به طور متناسبی به بزرگی تغییر عایدی غیرحدی نیست. (در نتیجه منجر به رابطه S شکل بازده و عایدی می‌شود). یک تفسیر این است که بازار انتظار ندارد تغییرات حدی عایدی دائمی باشد؛ بنابراین تعدیل قیمت کوچک‌تر می‌شود. در نتیجه همبستگی منفی بین قدرمطلق تغییر عایدی و احتمال دائمی بودن وجود دارد. توجیه اقتصادی برای این رابطه وجود دارد. تغییرات حدی عایدی نتیجه از عایدی غیرمکرر (سود و زیان‌های غیرمترقبه) یا رقابت در بازار محصول است که بعید به نظر می‌رسد سطح سودآوری بالای حدی آن تداوم داشته باشد. در سطح حدی پایین عایدی، بحث اختیار واگذاری وجود دارد. فریمن و تسی (۱۹۹۲) مدل رابطه غیرخطی را با استفاده از تبدیل آرک تانژانت ارائه کردند. چنگ و همکاران (۱۹۹۲) رویکرد رگرسیون رتبه‌ای را برای غیرخطی کردن پیشنهاد دادند. سایر محققان در خصوص رابطه بازده-عایدی غیرخطی شامل عبد الخلیق (۱۹۹۰)، داس و لو (۱۹۹۴)، هاین (۱۹۹۵)، سابرامانیا (۱۹۹۶)، باسو (۱۹۹۷) و بنیش و هاروی (۱۹۹۸) بودند؛ در حالی که تحقیقات در خصوص غیرخطی بودن در بهبود برآزش رگرسیون بازده-عایدی موفق بوده است، بنیان اقتصادی قوی برای مدل‌سازی مشهود نیست. بنابراین محققان باید در به کارگیری بهبودهای آماری جوانب احتیاط را در نظر بگیرند.

منابع

KOTHARI, S. P., 2000, CAPITAL MARKET RESEARCH IN ACCOUNTING, JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS, 31(2001) 105-231.

۱- دبیر کل کانون نهادهای سرمایه گذاری ایران
۲- دانشجوی دکتری حسابداری
دانشگاه الزهرا



انگیزه‌های

مدیریتی که

رشته در تئوری

نمایندگی دارد،

موجب سود و زیان

موقتی می‌شوند