



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال دوازدهم، شماره چهل و چهارم، بهار ۱۴۰۳

صفحات ۴۶-۲۳



مقاله پژوهشی

ارتباط ارزشی ارزش منصفانه سبب سرمایه‌گذاری‌های سریع‌المعامله در شرکت‌های سرمایه‌گذاری^۱

علی رحمانی^۲، فاطمه حامدی^۳، اسماعیل فرزانه کارگر^۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۲/۰۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۵/۲۸

چکیده

علیرغم بازنگری در استاندارد حسابداری شماره ۱۵ ایران و نیز الزامی شدن استاندارد شماره ۴۲، اندازه‌گیری ارزش منصفانه، از ابتدای سال ۱۴۰۰، سرمایه‌گذاری‌های سریع‌المعامله در صورت‌های مالی عموماً به اقل بهای تمام‌شده و خالص ارزش فروش شناسایی می‌شوند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری طبق الزامات افشای سازمان بورس و اوراق بهادار موظفند ارزش روز سرمایه‌گذاری‌ها را در مقاطع زمانی ماهانه در سایت کنال بارگذاری و افشا کنند. هدف این پژوهش بررسی سنجه اندازه‌گیری مناسب برای این قلم مهم از دارایی‌ها در شرکت‌های سرمایه‌گذاری است. به عبارت دیگر به مقایسه رویه فعلی افشا ارزش منصفانه در یادداشت‌های صورت‌های مالی و کنال در مقابل شناخت آن می‌پردازد. این پژوهش بر مبنای ارتباط ارزشی نسبی و فزاینده سنجه‌های رقیب یعنی بهای تمام‌شده و ارزش بازار با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه متغیرهای حسابداری بر روی قیمت سهام انجام شده است. روش رگرسیون استوار نیز جهت آزمون استحکام نتایج بکار گرفته شد. دوره زمانی به صورت ماهانه از ۱۳۹۷/۰۱/۰۱ تا ۱۴۰۱/۰۲/۱۰ و جامعه آماری، کلیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری است که قبل از سال ۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند. نمونه شامل ۴۷ شرکت سرمایه‌گذاری است و تعداد مشاهدات ۲۳۵۰ شرکت-ماه است. شواهد این پژوهش نشان داد که ارزش بازار سبب سرمایه‌گذاری بزرگتری، هم ارتباط ارزشی نسبی و هم ارتباط ارزشی فزاینده‌ای نسبت به بهای تمام‌شده آن دارد. یافته‌های حاصل از آزمون‌های اضافی نیز نشان داد که سرمایه‌گذاران از طریق کاهش ارتباط ارزشی ارقام مربوط به ارزش بازار سبب سرمایه‌گذاری‌های بزرگتری، واکنش مناسبی نسبت به وقوع بحران داشته‌اند. به عبارتی در زمان وقوع بحران که ارزش سهام موجود در سبب سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دچار افت شدید می‌شود، این کاهش ارزش دارایی‌ها با شیب ملایم‌تری در قیمت سهام شرکت سرمایه‌گذار منعکس می‌شود.

واژگان کلیدی: سبب سرمایه‌گذاری، ارزش منصفانه سرمایه‌گذاری، ارتباط ارزشی، صنعت سرمایه‌گذاری،

افشا در مقابل شناخت.

طبقه‌بندی موضوعی: C52 , G11 , G14, G31

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2024.44721.2856

۲. استاد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

Email: rahmani@alzahra.ac.ir

۳. دانشجوی دکتری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا، تهران، ایران. Email: hamedia6163@gmail.com

۴. مربی، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه هرمزگان، ایران. Email: fkargar@hormozgan.ac.ir

مقدمه

طی چند دهه گذشته، ارزش جاری دارایی شرکت‌ها، با بهای تمام‌شده تاریخی آن‌ها به دلایل مختلف از جمله نوسان شدید نرخ ارز و تورم، تفاوت اساسی پیدا نموده است. از این رو انتخاب خاصه و نظام اندازه‌گیری به کار گرفته‌شده در تهیه صورت‌های مالی، می‌تواند تأثیرات با اهمیتی در تصمیم‌گیری فعالان بازارهای مالی داشته باشد. با وجود اینکه در استانداردهای بین‌المللی حسابداری، استفاده از ارزش‌های منصفانه در گزارشگری مالی بیشتر شده است و می‌توان از آن به‌عنوان رویکرد غالب یاد نمود؛ اما همچنان در اغلب سیستم‌های حسابداری و گزارشگری مالی، نوعی نظام اندازه‌گیری دوگانه به‌کاربرده می‌شود که هم‌زمان از ارزش‌های تاریخی و ارزش‌های منصفانه استفاده می‌شود (رضایی، ۱۳۹۹).

طبقه سرمایه‌گذاری‌ها، یکی از انواع دارایی شرکت‌هاست که توسط استاندارد گذاران، حائز اهمیت تشخیص داده شده و از این رو استاندارد حسابداری مختص خود را دارد. به‌کارگیری دقیق این استاندارد، به‌وضوح در گزارشگری مالی شرکت‌های فعال در صنعت سرمایه‌گذاری، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. طبق بند ۲۹ استاندارد حسابداری شماره ۱۵ ایران، سرمایه‌گذاری‌های سریع‌العمله در بازار اگر به‌عنوان دارایی جاری نگهداری شوند، می‌توانند در ترازنامه به ارزش بازار یا اقل بهای تمام‌شده و خالص ارزش فروش به‌عنوان یکی از دو روش مجاز، منعکس شوند. با این وجود، تمام سرمایه‌گذاری‌های سریع‌العمله فارغ از نوع طبقه‌بندی و سنجه ارزشیابی مورد استفاده در متن صورت‌های مالی، لازم است که بر مبنای ارزش بازار به‌عنوان افشائیات مکمل گزارش شوند (بند ۵۸ استاندارد ۱۵). بنابراین شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها، ارزش بازار سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار قابل معامله در بورس اوراق بهادار را در یادداشت‌های توضیحی گزارش‌های مالی سالیانه و فصلی افشا کرده و همچنین طبق بند ۹ ماده ۷ فصل سوم دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان، از سال ۱۳۸۷ به بعد مکلف به تهیه و افشا اطلاعات سبد سرمایه‌گذاری‌های خود در پایان هرماه، حداکثر ۱۰ روز پس از پایان ماه شده‌اند.

بنا به آنچه بیان شد، پرسشی که مطرح می‌شود این است که سودمندی ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی برای استفاده‌کنندگان نسبت به بهای تمام‌شده تاریخی چگونه است و با وجود افشای الزامی ارزش بازار سرمایه‌گذاری‌های بورسی به‌عنوان افشائیات مکمل، آیا می‌توان در راستای گرایش استانداردهای جدید به ارزش‌های منصفانه و وجود ظرفیت‌های ارائه‌شده در این استانداردها، ارزش بازار این قلم دارایی‌ها را جایگزین بهای تمام‌شده در متن صورت‌های مالی کرد.

نحوه مناسب گزارش سرمایه‌گذاری‌های بورسی که اغلب مهم‌ترین قلم دارایی‌های شرکت‌های فعال در صنعت سرمایه‌گذاری ایران است (به‌طور میانگین نیمی از دارایی‌های این شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری‌های بورسی است)؛ سؤال اصلی این پژوهش است. ارتباط ارزشی، مطابق طبقه‌بندی فرانسویس و شیپر^۱ (۱۹۹۹)، رویکردهای متفاوتی شامل بنیادی، پیش‌بینی، اطلاعاتی و اندازه‌گیری را در برمی‌گیرد. با این حال از منظر اندازه‌گیری، اعداد و ارقام حسابداری باید اطلاعاتی که در قیمت سهام متبلور شده را تبیین

نمایند(حامدی، ۱۳۹۶). به عبارت دیگر، این پژوهش به بررسی این موضوع می‌پردازد که آیا اطلاعات ارزش بازار سید سرمایه‌گذاری‌های بورسی، با تغییر قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری مرتبط است یا خیر. اگرچه در یک بازار کارای سرمایه، افشای اطلاعات در یادداشت‌های توضیحی یا به صورت مکمل مثل افشای اطلاعات ماهانه به همان میزان شناخت در صورت‌های مالی می‌تواند بر قیمت سهام تأثیر گذارد؛ اما پژوهش‌های پیشین از کارایی بازار سرمایه ایران حمایت نمی‌کنند (دانیالی ده حوض و منصور، ۱۳۹۱). ضرورت انجام پژوهش حاضر از این رو است که به دلیل اهمیت روزافزون کارکردها و تأثیرات شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته‌شده در بورس ایران، به خصوص از بعد توسعه فرهنگ سرمایه‌گذاری غیرمستقیم، چنین پژوهشی می‌تواند تحلیل عمیق‌تری از رابطه بین اطلاعات حسابداری و قیمت سهام در بازار سهام برای سرمایه‌گذاران ارائه دهد. به‌ویژه اینکه با ورود شرکت‌های سرمایه‌گذاری استانی به بازار بورس، صنعت سرمایه‌گذاری نه تنها به لحاظ سهم از ارزش کل بازار ارتقا یافته، بلکه جامعه سهامداری بسیار گسترده‌ای را نیز درگیر خود نموده است.

این پژوهش به بسط ادبیات موجود در مورد سودمندی حسابداری ارزش منصفانه کمک می‌کند. نخست، شواهد اضافی در مورد ارتباط ارقام حسابداری مبتنی بر ارزش منصفانه با قیمت سهام فراهم می‌کند. دوم، به بررسی همبستگی بین اطلاعات حسابداری سید سرمایه‌گذاری‌های سریع‌المعامله و واکنش قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بازار سهام ایران می‌پردازد. سوم، در نظریه‌های فعلی، پژوهشگران ترجیح می‌دهند بر همبستگی سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم با قیمت سهام تمرکز کنند. با این حال، این پژوهش ارزش بازار سید سرمایه‌گذاری‌های سریع‌المعامله را به‌عنوان عامل مهمی که بر قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد، مورد بررسی قرار داده است و در نتیجه به بسط مطالعات موجود کمک می‌کند. چهارم، یافته‌های اضافی پیرامون تأثیر بحران مالی بر ارتباط ارزشی ارقام حسابداری مورد پژوهش، بینش‌هایی را در تعیین رفتار سرمایه‌گذاران ایرانی و نحوه واکنش آن‌ها ارائه می‌دهد. در ادامه، به مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته می‌شود. سپس بر اساس مبانی نظری مطرح‌شده، فرضیه‌های پژوهش ارائه می‌شوند. روش‌شناسی پژوهش، تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها نیز به ترتیب در ادامه آمده است و در نهایت این پژوهش با نتیجه‌گیری و پیشنهادها به پایان می‌رسد.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

فرضیه بازار تطبیقی^۱ نشان می‌دهد که تغییرات در قیمت سهام قابل پیش‌بینی است و عملکرد بازار سهام را می‌توان با تکامل رفتار سرمایه‌گذاران و سیاست‌های نهادی توضیح داد (تانگ و کوانگ، ۲۰۱۹). تحول استانداردهای حسابداری یکی از این تحولات در سیاست‌های سازمانی است که می‌تواند بر اهمیتی

1. Adaptive Market Hypothesis

2. Trung, Quang

که سرمایه‌گذاران برای ارقام حسابداری قائل هستند، تأثیر بگذارد (ایمهنزوبه^۱، ۲۰۲۲). از جمله مهم‌ترین موارد اختلاف در به‌کارگیری استانداردهای حسابداری، موضوع انتخاب خاصه است. به اعتقاد سالمونز، در فرایند گزارشگری مالی، موضوع اندازه‌گیری باید قبل از موضوعات شناخت و نظارت، حل‌وفصل شود (والک^۲ و همکاران، ۲۰۱۶). طبق مفاهیم نظری گزارشگری مالی ایران، خاصه‌ای که قرار است در صورت‌های مالی گزارش شود نیز باید مبتنی بر مربوط بودن آن به تصمیمات اقتصادی استفاده‌کنندگان باشد (بند ۱۱-۲). تازه‌ترین استاندارد حسابداری ملی که موردتوجه محققان و متخصصان قرار گرفته، استاندارد شماره ۴۲، اندازه‌گیری ارزش منصفانه، است. چارچوب اندازه‌گیری ارزش منصفانه که در این استاندارد تشریح شده است، هم در اندازه‌گیری اولیه و هم در اندازه‌گیری بعدی کاربرد دارد (بند ۷ استاندارد ۴۲). ارزش منصفانه نیز اندازه‌گیری مبتنی بر بازار است و اندازه‌گیری مختص واحد تجاری نیست (بند ۲ استاندارد ۴۲). به عبارتی برخلاف تعاریف قبلی ارزش منصفانه که بیان‌کننده ارزش ورودی (خرید) بود، تعریف جدید به‌وضوح ارزش منصفانه را در قالب ارزش خروجی (فروش) در نظر می‌گیرد؛ ارزشی که طی آن منافع اقتصادی آتی به دارایی، بدهی یا ارزش ویژه متصل شده و از نگاه عناصر بازار (و نه خود واحد تجاری) تحلیل می‌شود (کرمی و بیک بشرویه، ۱۴۰۱).

کاربرد ارزش منصفانه در گزارشگری مالی شرکت‌ها، به‌ویژه در استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی (ایگم یا IFRS)، موضوعی است که بحث‌های زیادی را برانگیخته است (نوبس^۳، ۲۰۱۵). در استاندارد اندازه‌گیری ارزش منصفانه، سه سطح از داده‌های ورودی برای تعیین ارزش منصفانه در نظر گرفته شده که قابل‌تکاترین و شفاف‌ترین داده‌های ورودی در سطح ۱ قرار گرفته است. داده‌های ورودی سطح ۱، قیمت‌های اعلام‌شده (تعدیل نشده) در بازارهای فعال برای دارایی‌ها یا بدهی‌های همانند است که واحد تجاری می‌تواند در تاریخ اندازه‌گیری به آن‌ها دست یابد (بند ۷۵ استاندارد ۴۲). مثال‌هایی از بازارهایی که در آن، داده‌های ورودی مربوط به برخی دارایی‌ها و بدهی‌ها (برای مثال ابزارهای مالی) ممکن است قابل‌مشاهده باشد، بازارهای اوراق بهادار، بازارهای معامله‌گری، بازارهای کارگزاری و بازارهای بدون واسطه است (بند ۶۷ همان). مطالعات انجام‌شده نشان می‌دهد که ارتباط ارزشی ارزش منصفانه، بسته به داده‌های ورودی مورد استفاده در تعیین این ارزش‌ها، متفاوت است. لذا پس از انتشار استاندارد ۱۵۷ آمریکا و ایگم ۱۳، بسیاری از مطالعات اقدام به بررسی غنای افشای سلسله‌مراتب ارزش منصفانه نموده و ارتباط ارزشی دارایی‌های اندازه‌گیری شده بر اساس ارزش منصفانه در سطوح اول، دوم و سوم را موضوع پژوهش تجربی قرار داده‌اند. این مطالعات به‌طورکلی نشان می‌دهند که دارایی‌های ارزش منصفانه در سطح ۱ دارای ارتباط ارزشی هستند؛ اما یافته‌های آن‌ها در مورد دارایی‌های اندازه‌گیری شده برحسب ارزش منصفانه در سطوح ۲ و ۳ ناسازگاری قابل‌توجهی را نشان می‌دهند (فلیپ و همکاران، ۲۰۲۱).

1. Imhanzenobe
2. Wolk, Dodd, Rozycki
3. Nobes



علاوه بر این، سکینن^۱ (۲۰۱۶) بیان می‌کند که در محیط ضعیف حمایت از سرمایه‌گذار، فقط ارزش‌های مبتنی بر داده‌های سطح اول، دارای ارتباط ارزشی هستند. یافته‌های ادوان^۲ (۲۰۱۶) نیز نشان می‌دهد که ارتباط ارزشی سطح سوم برای شرکت‌های مستقر در کشورهایی با محیط نهادی ضعیف و برای شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف، کمتر از سطح ۱ است. گوه و همکاران (۲۰۱۵)، نشان داده‌اند که حتی ارزش منصفانه‌های سطح ۲ نیز نسبت به ارزش منصفانه سطح اول ارتباط ارزش کمتری دارند.

موضوع داده‌های ورودی سطح اول در اندازه‌گیری ارزش منصفانه آن بخش از دارایی شرکت‌های فعال در صنعت سرمایه‌گذاری که در طبقه سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار سریع‌المعامله در بازارهای اوراق بهادار قرار دارد؛ تمرکز اصلی این پژوهش را تشکیل داده است. این تمرکز از آن جهت است که در محیط حسابداری ایران، ارزش منصفانه به‌ندرت برای دارایی‌های غیرمالی استفاده می‌شود.

باوجود اینکه دیدگاه خبرگان حرفه در ایران نسبت به الگوی ارزش منصفانه مثبت است. اما، چالش‌های فنی شناسایی شده در خصوص اندازه‌گیری و افشای ارزش منصفانه موجب می‌شوند که پذیرش الگوی ارزش منصفانه و به‌کارگیری گسترده آن در عمل چالش‌برانگیز باشد. یافته‌های پژوهش گل محمدی و رحمانی (۱۳۹۷) نشان می‌دهد به‌رغم این ارزیابی‌های مثبت، اثربخشی گزارشگری مالی مبتنی بر ارزش منصفانه از بعد ارزیابی وظیفه مباشرت و کارایی آن از دیدگاه استفاده‌کنندگان از اطلاعات، همچنان در محیط ایران بحث‌برانگیز است. بنابراین، موضوع دیگری که در ادامه مورد بررسی قرار می‌گیرد، این است که در راستای حرکت به‌سوی استفاده بیشتر از ارزش‌های منصفانه در گزارشگری مالی، چنانچه ارزش بازار سرمایه‌گذاری‌های بورسی، جایگزین بهای تمام‌شده در متن صورت‌وضعیت مالی شود (افشائات جایگزین)؛ آنگاه ارتباط ارزشی نسبی ارقام حسابداری چگونه خواهد بود. به‌رغم اینکه در ایران نظام بهای تمام‌شده تاریخی، به‌عنوان مبنای اصلی اندازه‌گیری انتخاب‌شده، اما طبق بند ۲۹ استاندارد ۱۵ عدول از این مبنا و ارزشیابی به بهای جاری در مورد سرمایه‌گذاری‌های جاری سریع‌المعامله، مجاز شناخته شده است. این عدول مانند اغلب موارد مشابه، اختیاری بوده و لذا مقایسه‌پذیری و ثبات رویه در اندازه‌گیری حسابداری را مخدوش می‌کند. علاوه بر این، برخی مطالعات (از جمله کریستنسن و نیکولایف (۲۰۱۳) و سلهورن و استیر (۲۰۱۹)) نشان داده‌اند که تهیه‌کنندگان در صورت داشتن حق انتخاب، حسابداری بهای تمام‌شده تاریخی را بر حسابداری ارزش منصفانه ترجیح می‌دهند (به نقل از فلیپ و همکاران، ۲۰۲۱)؛ موضوعی که در محیط حسابداری ایران به‌وضوح دیده می‌شود و یک دلیل دیگر آن قوانین مالیاتی است.

ادعا می‌شود اندازه‌گیری و گزارشگری ارزش‌های منصفانه، صحت، شفافیت و قابلیت مقایسه را افزایش داده و به‌طور کلی به مفید بودن اطلاعات حسابداری کمک می‌کند (مرادی و همکاران، ۱۳۹۸). این موضوع در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس که با سرمایه باز هستند صدق می‌کند. از آنجا که بسیاری از اندازه‌گیری‌ها در نظام بهای تمام‌شده تاریخی، نه ارزیابی‌کننده‌اند و نه پیش‌بینی‌کننده، لذا جهت‌گیری استانداردهای حسابداری بین‌المللی، به سمت تأکید بر ارزش‌های منصفانه سوق پیدا نموده

و حذف ویژگی قابلیت اتکا از مجموعه ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری و جایگزینی آن با ویژگی صداقت در ارائه، توسط هیئت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا (بیانیه مفهومی گزارشگری مالی شماره ۸)، شاهدی بر این ادعاست (کرمی و بیک بشرویه، ۱۴۰۱). در جریان این کوچ از رویکرد سنتی مبتنی بر نظام بهای تمام‌شده و حرکت به سمت ارزش‌های منصفانه در سال‌های اخیر، مباحث زیادی مطرح‌شده که محوریت آن‌ها دو موضوع اساسی تأمین اهداف سودمندی در تصمیم‌گیری و ایفای وظیفه مباشرت بوده است. به اعتقاد مک نیل^۱ (۱۹۷۰)، تمرکز بر اصل بهای تمام‌شده تاریخی، منجر به تهیه صورت‌های مالی همراه‌کننده و نادرستی می‌شود که به تصمیم‌گیری سهامداران کمک چندانی نمی‌کند. سهامداران با استفاده از ترازنامه مبتنی بر بهای تمام‌شده تاریخی، علاوه بر اینکه اطلاعاتی از ارزش فعلی دارایی‌های شرکت پیدا نمی‌کنند؛ در مقابل افراد درون‌سازمانی آگاه نیز در معرض خطر عدم تقارن اطلاعاتی قرار می‌گیرند. بر این اساس، وی پیشنهاد استفاده از ارزش‌های جاری تعیین‌شده در بازارهای فعال را در گزارشگری مالی مطرح نموده است. به نظر می‌رسد سرانجام این قبیل مباحثات، گرایش به تحقق هدف نخست (سودمندی در تصمیم‌گیری) در انتخاب میان نظام‌های اندازه‌گیری بوده و این امر منجر به توجه هر چه بیشتر به ارزش‌های منصفانه شده است (رضایی، ۱۳۹۹).

نتایج برخی مطالعات از جمله پترونی و والن^۲ (۱۹۹۵)، نشان می‌دهد که ارزش منصفانه اوراق بهاداری که به‌طور فعال در بازار معامله می‌شوند، می‌تواند همانند بهای تمام‌شده تاریخی، قابل اتکا در نظر گرفته شود. در خصوص ملاحظات هزینه و منفعت نیز با یک نگاه فرآیندی و کلان اقتصادی، چنین استنباط می‌شود که گزارش‌های مالی مبتنی بر ارزش‌های منصفانه، به‌واسطه تعدیل هزینه‌های مازاد تحمیلی برای استفاده‌کننده جهت به دست آوردن اطلاعات لازم، کارایی بازار سرمایه را افزایش داده و همچنین در صداقت و اعتماد به بازار تأثیر بسزایی خواهد داشت (حجازی و مهیمی، ۱۳۹۶). با توجه به اینکه تفاوت در استفاده از ارزش بازار به‌عنوان شاخصی از ارزش منصفانه در مقابل نظام بهای تمام‌شده، منجر به تغییر در ارقام حسابداری و احتمالاً سودمندی آن‌ها برای استفاده‌کنندگان می‌شود؛ بر اساس ادبیات نظری شرح داده‌شده، انتظار می‌رود ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی، ارتباط ارزشی نسبی در مقایسه با بهای تمام‌شده تاریخی داشته باشد.

ریشه بحث‌های مطرح‌شده در مورد قابلیت اتکا ارزش‌های منصفانه، اغلب به این موضوع مربوط می‌شود که کارایی این ارزش‌ها، عمدتاً به نوع بازارها بستگی دارد (جاگی و همکاران، ۲۰۱۰). در کشورهای درحال توسعه، که بازارهای فعال به‌راحتی قابل دسترسی نیستند، بحث‌ها همچنان ادامه دارد. بنابراین، می‌توان گفت که بسیاری از مشکلات پیاده‌سازی در حسابداری ارزش منصفانه، در مورد بازارهای فعال به‌ویژه در کشورهای درحال توسعه هنوز برجسته هستند (رضایی، ۱۳۹۹). در مقابل حامیان ارزش‌های منصفانه (به‌ویژه ارزش‌های مبتنی بر داده‌های سطح یک)، برخی صاحب‌نظران ضمن تأیید مزایای این ارزش‌ها، همچنان با یک نگاه محافظه‌کارانه معتقد به اتخاذ رویکرد دوگانه و استفاده هم‌زمان از این اطلاعات

1. Mac Neal
2. Petroni, Wahlen

به‌عنوان افشائیات مکمل هستند. به گفته بتاکووا و همکاران (۲۰۱۴)، یک سیستم اندازه‌گیری و گزارشگری دوگانه، می‌تواند برای اختلاف‌نظرها پیرامون این موضوع، راه‌حل مناسبی باشد. در این دیدگاه، با توجه به اینکه ارزش‌های منصفانه اهداف متفاوتی نسبت به بهای تمام‌شده تاریخی دارند، لذا نباید جانشین آن شوند. بهای تمام‌شده یک سرمایه‌گذاری، غالباً در تحقق هدف ارزیابی مؤثر وظیفه مباشرت به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند؛ درحالی‌که ارزش‌های منصفانه، غالباً در برآورد بازده مورد انتظار از یک سرمایه‌گذاری معین، سودمند واقع می‌شوند. با این وصف، هرچند آگاهی سرمایه‌گذاران از ارزش‌های منصفانه موردنیاز است، ولی کافی نیست (بتاکووا و همکاران، ۲۰۱۴). بر اساس آنچه گفته شد، شیوه اندازه‌گیری و گزارشگری دوگانه می‌تواند برای ارزیابی موفقیت در سرمایه‌گذاری، مؤثرتر باشد. زیرا اطلاعات ارزش‌های منصفانه در کنار بهای تمام‌شده تاریخی به‌صورت مکمل عمل کرده و توانایی استفاده‌کنندگان را برای ارزیابی وضعیت فعلی و عملکرد پیشین، هم‌زمان بهبود می‌بخشد. به عبارتی تحقق اهداف ایفای وظیفه مباشرت و سودمندی در تصمیم‌گیری را به همراه هم ممکن می‌سازد.

پیشینه تجربی پژوهش

ماتسانه (۲۰۲۲)، در پژوهشی به بررسی این موضوع پرداخته‌اند که آیا اندازه‌گیری‌های ارزش منصفانه سطوح ۱ و ۲ نسبت به اندازه‌گیری‌های ارزش منصفانه سطح ۳ در یک بازاری که فعالیت کمتری دارد، ارتباط ارزشی دارند یا خیر. به طور خاص، این پژوهش به دو هدف می‌پردازد. ابتدا، ارتباط ارزشی معیارهای ارزش منصفانه برای هر سطح افشای ارزش منصفانه را بررسی می‌کند. ثانیاً، تأثیر حاکمیت شرکتی را بر ارتباط ارزشی افشای ارزش منصفانه کمتر قابل مشاهده (سطوح ۲ و ۳) ارزیابی می‌کند. برخلاف فرضیات تئوری نمایندگی، نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در مدیریت ارزش بازار کمتر فعال، ورودی‌های بیشتری نسبت به اطلاعات بازار (شفاف‌تر) دارند. نویسندگان همچنین مشاهده کرده‌اند که سرمایه‌گذاران در هنگام قیمت‌گذاری ارزش منصفانه، بهره محدودی به ساختارهای حاکمیت شرکتی پرداخت می‌کنند، به این معنی که آنها بر عواملی فراتر از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی تکیه می‌کنند.

فلیپ و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی ارتباط ارزشی ارزش منصفانه داده‌های بانک‌های ایالات متحده را که در سه سطح مطابق IFRS و GAAP گزارش می‌دهند، پرداخته‌اند. نتایج حاکی از آن است که (۱) ارزش منصفانه داده‌ها در هر سه سطح در طول زمان دارای ارتباط ارزشی هستند، و (۲) ارتباط ارزشی سه سطح ارزش منصفانه در طول زمان سازگار است. با این حال، سطوح ارزش منصفانه داده‌های تحت GAAP به طور سیستماتیک ارتباط ارزشی بالاتری در مقایسه با IFRS نشان داده‌اند.

"ارتباط اطلاعات ارزش منصفانه با تصمیمات سرمایه‌گذاران: شواهد تجربی از مصر" عنوان مقاله‌ای است که توسط شوات و همکاران (۲۰۲۱) انجام شده است. هدف این مقاله بررسی تأثیر افزودن اطلاعات ارزش منصفانه به بهای تمام‌شده تاریخی در صورت‌های مالی بر تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری، حجم معاملات و ارزش‌گذاری سهام است. شواهد تجربی این پژوهش حاکی از آن است که افزودن اطلاعات ارزش منصفانه (اعم از سطح ۱ یا سطح ۳) تأثیر مثبت و معنی‌داری بر تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری

و حجم معاملات دارد. علاوه بر این، افزودن اطلاعات ارزش منصفانه (سطح ۱) تأثیر مثبت و معنی‌دار بر ارزش‌گذاری سهام سرمایه‌گذاران خواهد داشت. تجزیه و تحلیل‌های اضافی نشان داده است که اطلاعات ارزش منصفانه سطح ۱ در مقایسه با اطلاعات ارزش منصفانه سطح ۳ تأثیر مثبتی بر تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری و ارزش‌گذاری سهام دارد.

پالیا (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی حسابداری ارزش منصفانه و سودمندی آن برای استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی پرداخته است. در این مقاله آمده است که، از زمانی که کنگره اروپا IFRS 13 را در مورد اندازه‌گیری ارزش منصفانه را مورد تأیید قرار داد، به دنبال گسترش استفاده از آن برای ابزارهای مالی بوده است. علاوه بر این، حسابداری ارزش منصفانه به دلیل نقش ادعای آن در بحران مالی، توسط پژوهشگران بسیاری مورد بررسی عمیق قرار گرفته است. بنابراین، سودمندی حسابداری ارزش منصفانه یک موضوع کلیدی برای اهداف استانداردگذاران است. یافته‌های این پژوهش نشان از قابلیت اطمینان ارزش منصفانه دارد. اما یافته‌ها نشان داده‌اند که، حسابداری ارزش منصفانه به تنهایی نمی‌تواند اطلاعات مفیدی را برای ارزیابی مباشرت ارائه دهد و بهای تمام شده تاریخی نیز مورد نیاز است. بنابراین یک سیستم اندازه‌گیری و گزارش‌گری مالی دوگانه می‌تواند اطلاعات کامل‌تر و مفیدتری را در اختیار استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی قرار دهد.

کرمی و بیک بشرویه (۱۴۰۱) در پژوهشی، با تأکید بر چالش‌ها و مسایل زیرساختی گزارشگری و نظارت بر ارزش‌های منصفانه، و طی مصاحبه با ۱۰ خبره در حوزه‌های مختلف درگیر در پیاده‌سازی نظام ارزش‌های منصفانه، مدلی را با استفاده از روش تئوری داده بنیاد ارائه داده‌اند. توجه به مفروضات ارزشیابی و مجهز نمودن حرفه حسابرسی به انجام خدمات ارزشیابی و استفاده از ظرفیت قانونی موجود در قانون بازار اوراق بهادار از مهمترین یافته‌های این پژوهش بوده است. علاوه بر آن، این پژوهش با رویکردی نظری دلایل اقبال به ارزش منصفانه، قابلیت اطمینان و نقدهای وارد به آن را بررسی نموده است. در نهایت با توجه به مباحث مطرح شده در این خصوص، نتیجه گرفته می‌شود که کارگیری مدل گزارشگری دوگانه یعنی استفاده توأم از ارزش منصفانه و بهای تمام شده تاریخی در کمک به استفاده‌کنندگان حسابداری برای تصمیم‌گیری و ایفای وظیفه مباشرت، می‌تواند مفید واقع شود.

بدری و قائمی (۱۴۰۰) در مقاله‌ای به شناسایی موانع و راهکارهایی جهت اجرای ارزش منصفانه در صنعت بانکداری ایران از بعد کلان پرداخته‌اند. نتایج حاکی از آن بوده است که از بعد کلان (فراتر از سطح بانک) ساختار محیط اقتصادی ایران، ناکارایی در سطح بازارها و تأثیر آن بر قیمت‌های قابل مشاهده و ضعف قابل ملاحظه در اعمال قضاوت حرفه‌ای با کیفیت، مهمترین چالش‌های پیش‌روی بکارگیری مبنای ارزش منصفانه است. از طرفی، ارتقای سطح نظارتی نهادهای متولی، ایجاد نهاد تخصصی ارزش‌گذاری و بکارگیری استانداردهای ارزش‌گذاری از ضرورت‌های اصلی برای اجرای ارزش منصفانه هستند.

صدیقی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی، با الگوگیری از رویکرد ارزش منصفانه در استانداردهای گزارشگری واحدهای کوچک و متوسط، تأثیر این رویکرد را بر شاخص‌های عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری کوچک و متوسط، مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج نشان داده است که نسبت بازده دارایی‌ها

و بازده حقوق صاحبان سرمایه به عنوان شاخص‌های عملکرد، پس از به‌کارگیری رویکرد ارزش منصفانه در واحدهای کوچک و متوسط تغییر معنی‌دار پیدا نمی‌کنند.

علاوه بر نوآوری‌هایی که این پژوهش نسبت به پژوهش‌های انجام شده در داخل دارد و که در قسمت مقدمه به آن اشاره شد، نوآوری دیگری که می‌توان بر اساس پیشینه‌های ذکر شده بیان نمود این است که اکثر پژوهش‌های داخلی که در حوزه ارزش منصفانه انجام شده است به صورت مروری بوده و به شرح مزایا و معایب این شیوه اندازه‌گیری با سنجش‌های رقیبش پرداخته‌اند و دیگر پژوهش‌هایی که به صورت تجربی در این حوزه انجام گردیده است نیز بانک‌ها را به عنوان نمونه در نظر گرفته‌اند. تمرکز اصلی این پژوهش، موضوع داده‌های ورودی سطح اول در اندازه‌گیری ارزش منصفانه آن بخش از دارایی شرکت‌های فعال در صنعت سرمایه‌گذاری که در طبقه سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار سریع‌المعامله در بازارهای اوراق بهادار قرار دارد، است.

فرضیه‌های پژوهش

بنا بر مبنای نظری شرح داده شده، فرضیه‌های پژوهش به این ترتیب مطرح می‌شود:

- ۱- ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، دارای ارتباط ارزشی است.
- ۲- ارزش بازار در مقابل بهای تمام‌شده تاریخی سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی از ارتباط ارزشی نسبی برخوردار است.
- ۳- ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری بورسی، ارتباط ارزشی فزاینده‌ای نسبت به بهای تمام‌شده آن دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های توصیفی-همبستگی است و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی انجام شده است. با توجه به نوع داده‌ها از روش رگرسیون چندگانه با داده‌های تجمیعی استفاده شده است. داده‌های موردنیاز برای آزمون فرضیه‌ها، از متن صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها و تارنمای شرکت مدیریت فناوری بورس تهران، استخراج شده است. پژوهش‌ها با محوریت ارتباط ارزشی در بازه‌های کوتاه‌مدت بسیار مؤثرتر هستند. بر این اساس دوره زمانی این پژوهش به صورت ماهانه شامل ۵۰ دوره گزارشگری مالی از ۱۳۹۷/۰۱/۰۱ تا ۱۴۰۱/۰۲/۱۰ تعیین شده است. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری که قبل از سال ۱۳۹۷ در بازار اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند است. در نهایت با توجه به اطلاعات در دسترس ۴۷ شرکت، جامعه محدود به ۲۳۵۰ شرکت - ماه شده است.

ارزیابی سودمندی شیوه‌های حسابداری گوناگون، به‌طور معمول از طریق طرح پژوهشی موسوم به ارتباط ارزشی، مورد قرار می‌گیرد؛ زیرا قابلیت این را دارد که ویژگی‌های کیفی مرتبط با محتوای اطلاعات مالی را به صورت هم‌زمان مورد آزمون قرار دهد. لذا به نظر می‌رسد که بررسی ارتباط ارزشی ارزش بازار این قلم مهم از دارایی‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری، در مقابل بهای تمام‌شده مورد تأکید تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی، بر مبنای شواهد تجربی بازار سرمایه کشور، ضرورت داشته باشد. چنانچه فرض شود در

راستای حرکت به سوی استفاده بیشتر از ارزش‌های منصفانه در گزارشگری مالی، نیاز است که ارزش بازار سرمایه‌گذاری‌های بورسی، جایگزین بهای تمام‌شده در متن صورت‌وضعیت مالی شود (افشائیات جایگزین)؛ آنگاه آزمون ارتباط ارزشی نسبی مطرح می‌شود. از سوی دیگر، چنانچه موضوع این باشد که ارزش بازار گزارش‌شده در یادداشت‌های توضیحی (به صورت فعلی یعنی افشائیات مکمل)، چقدر می‌تواند در کنار بهای تمام‌شده، از ارتباط ارزشی برخوردار باشد و قادر است به تبیین بهتر تغییرات قیمت سهام کمک نماید؛ آنگاه آزمون ارتباط ارزشی فزاینده مطرح خواهد بود (خدارحمی و حامدی، ۱۳۹۷). لذا در این پژوهش، به مطالعه هر دو ارتباط نسبی و فزاینده ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی نسبت به بهای تمام‌شده آن پرداخته شده است.

پژوهش‌های پیشین ارتباط ارزشی، از دودسته مدل متداول بهره برده‌اند. مدل‌های رگرسیونی مبتنی بر سطح (قیمت) و مدل‌های مبتنی بر تغییرات (بازده) (ویث و ورنر، ۲۰۱۴). باین‌حال، بحث مهم و پیوسته‌ای بر سر تفاوت بین مدل‌های سطح قیمت و مدل‌های تغییر قیمت (بازده) در هنگام بررسی رابطه بین ارزش بازار سهام و ارقام حسابداری وجود دارد. تفاوت ویژگی‌های این دو مدل، سبب می‌شود که محققان نیاز به آگاهی از نقاط ضعف و قوت این دو داشته باشند. کوتاری و زیمرمن (۱۹۹۵) ادعا می‌کنند که مدل‌های سطح قیمت تصریح‌تری هستند چراکه ضرایب برآورد شده از مدل‌های قیمت، بدون تورش هستند، در حالی که مدل‌های بازده این‌طور نیستند. باین‌حال، مدل‌های بازده غالباً مفروضات موردنیاز برای ابزارهای آماری از قبیل تجزیه و تحلیل رگرسیون را بیشتر برآورده می‌کنند.

بارث و همکاران (۲۰۰۱) یک توضیح آموزنده درباره نقش انگیزه اقتصادی پژوهش در انتخاب بین دو مدل اصلی در مطالعات ارتباط ارزشی ارائه می‌کنند: "تمایز اصلی بین مطالعات ارتباط ارزشی بررسی سطح قیمت و بررسی تغییرات قیمت این است که اولی علاقه‌مند است آنچه را که در ارزش شرکت منعکس شده، تعیین کند و دومی علاقه‌مند است آنچه در تغییرات ارزش طی یک دوره زمانی خاص منعکس گردیده را تعیین کند. بنابراین، سؤال پژوهش تعیین‌کننده است. اگر کسی بخواهد ارتباط ارزشی حقوق صاحبان سهام با دیگر اقلام ترازنامه را بررسی کند، مدل قیمت انتخاب قطعی و بدیهی است. باین‌حال اگر کسی رویکرد تغییر گرا داشته باشد که تمرکز اصلی آن بر ایجاد ارزش است، رگرسیون بازده مناسب است؛ چراکه مدل‌های قیمت قادر به اندازه‌گیری ورود اطلاعات طی یک دوره مشخص نیستند (بارث و همکاران، ۲۰۰۱). بارث (۱۹۹۴)، در پژوهشی مشابه پژوهش حاضر، هر دو مدل قیمت و بازده را بر نمونه‌ای از بانک‌های آمریکایی بررسی کرد؛ اما یافته‌ها نشان داد که ارزش‌های منصفانه سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، صرفاً با قیمت سهام مرتبط است و رابطه با بازده سالانه، یافته‌های مبهم و نتایج گوناگونی را نشان می‌دهد. علاوه بر این، نتایج حاصل از مدل‌های سطح (قیمت) اغلب توسط استانداردها و گزارشگران برای ایجاد بینشی درباره ارتباط ارزشی اطلاعات خاص حسابداری مورد استفاده قرار می‌گیرد.

بر همین اساس در پژوهش حاضر، قیمت پایانی دهم هرماه به‌عنوان متغیر وابسته و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و ارزش سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی بر اساس سنج‌های اندازه‌گیری موردپژوهش، به‌عنوان متغیرهای مستقل در مدل مبتنی بر سطح بکار گرفته شده است. جهت آزمون فرضیه اول، رابطه ۱

به‌عنوان مدل شماره ۱ برآورد می‌شود. جهت رفع ناهمسانی واریانس و مقیاس زدایی و رفع مشکلات اقتصادسنجی، همه متغیرهای حسابداری و بازار به تعداد سهام ابتدای دوره تقسیم می‌شوند.

$$\text{PRICE} = \alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 PV_{it} + \beta_3 \text{OTHERSTOCKCOST}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۱:}$$

با توجه به اینکه در ماده ۹ فصل سوم دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات ثبت‌شده نزد سازمان آمده است که: اطلاعات سبد سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ در پایان هرماه، حداکثر ۱۰ روز پس از پایان ماه ارائه شود؛ دهم هرماه جهت محاسبه قیمت پایانی، در نظر گرفته شده است. چنانچه نماد در این تاریخ بسته باشد، از قیمت پایانی اولین روز معامله بعد از انتشار گزارش فعالیت ماهانه استفاده می‌شود.

PRICE: قیمت پایانی سهم در دهم هرماه (برگرفته‌شده از تارنمای شرکت مدیریت فناوری بورس تهران)؛

BV: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان دوره t (به ازای هر سهم)؛

PV: ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری بورسی در پایان دوره t (به ازای هر سهم)؛

OTHERSTOCKCOST: بهای تمام‌شده سبد سرمایه‌گذاری‌های غیر بورسی در پایان دوره t (به ازای هر سهم)، که تمامی ارقام حسابداری، از تارنمای کدال و صورت‌های مالی منتشرشده در آن گرفته‌شده‌اند.

برای آزمون فرضیه دوم، رابطه (۲) برآورد می‌شود. این مدل شبیه مدل در رابطه ۱ است، ولی از آنجاکه قرار است ارتباط ارزشی نسبی ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی در مقابل بهای تمام‌شده آن بررسی شود؛ لذا متغیر PV از مدل حذف و بهای تمام‌شده سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی (STOCKCOST) جایگزین آن شده است.

$$\text{PRICE} = \alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 \text{STOCKCOST}_{it} + \beta_3 \text{OTHERSTOCKCOST}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

STOCKCOST: بهای تمام‌شده سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی (برگرفته‌شده از سایت کدال قسمت صورت‌وضعیت پرتفوی بورسی) (به ازای هر سهم)

درنهایت، جهت آزمون فرضیه سوم رابطه ۳ برآورد می‌شود. این مدل مشابه رابطه اول است با این تفاوت که بهای تمام‌شده سبد سرمایه‌گذاری بورسی نیز به مدل اضافه‌شده است.

$$\text{PRICE} = \alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 PV_{it} + \beta_3 \text{STOCKCOST}_{it} + \beta_3 \text{OTHERSTOCKCOST}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۱، نشان می‌دهد که به‌طور میانگین حدود ۶۵ درصد سبد سرمایه‌گذاری شرکت‌های عضو نمونه (صنعت سرمایه‌گذاری)، متشکل از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار

سریع‌المعامله است که دارای بازار معاملاتی فعال هستند و بنابراین به راحتی قابلیت اندازه‌گیری ارزش‌های منصفانه را دارند. توجه به آماره میانه نیز حکایت از این دارد که نیمی از شرکت‌های نمونه، بالغ بر ۷۲ درصد سبد سرمایه‌گذاری خود را به اوراق بهادار سریع‌المعامله اختصاص داده‌اند. مطلب حائز اهمیت این بخش، توجه به آماره‌های مرکزی متغیرهای اصلی پژوهش است. درحالی‌که میانگین قیمت سهام (Price) در بین شرکت‌های عضو نمونه ۱۱۰۲۸ ریال است؛ نزدیک‌ترین رقم به آن، خالص ارزش دارایی در دسترس این شرکت‌ها (NAV) معادل ۱۱۱۹۴ ریال) بر حسب ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی است (میانگین PV به ازای هر سهم نیز معادل ۰۱۴۵ ریال است). به عبارتی نزدیک بودن رقم ۱۱۱۹۴ ریال، به‌عنوان میانگین خالص ارزش دارایی‌های شرکت‌های نمونه به میانگین قیمت سهام، حکایت از تأیید ضمنی نظام ارزش‌گذاری شرکت‌های صنعت سرمایه‌گذاری بر اساس خالص ارزش دارایی‌ها دارد. این در حالی است که ارزش دفتری هر سهم (BV) (به‌طور میانگین ۲۲۹۸ ریال)، تقریباً برابر با بهای تمام‌شده کل سرمایه‌گذاری‌های بورسی و غیربورسی (میانگین ۲۳۱۱ ریال) است؛ که فاصله بسیار زیادی از قیمت میانگین سهام دارد.

به‌طور خلاصه، با توجه به آماره‌های توصیفی می‌توان ادعا نمود که نزدیک‌ترین ارقام حسابداری به قیمت سهام، ارزش بازار سرمایه‌گذاری‌های بورسی به ازای هر سهم بوده و تأکید بر نظام ارزش‌های منصفانه در گزارشگری مالی این شرکت‌ها از اولویت برخوردار است.

جدول ۱. معیارهای توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
قیمت پایانی PRICE	۱۱۰۲۸/۹۱۷	۵۷۴۷/۵	۱۷۴۹۵۰۰	۵۷۰	۱۶۶۹۴/۵۵۰	۴/۴۳۴	۲۹/۲۹۸
ارزش دفتری هر سهم BV	۲۲۹۸/۲۱۰	۱۸۳۳/۵۷	۱۹۲۰۳/۴۱۹	۳۵۰/۵۷	۱۶۰۷/۲۸۶	۴/۵۰۶	۳۳/۷۲۰
ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری بورسی PV	۱۰۱۴۵/۶۲۰	۴۴۹۷/۹۷۹	۲۱۹۹۰۲/۲	۰/۰۰۰	۱۸۵۳۹/۶۵	۵/۸۶۲	۵۱/۰۷۵
بهای تمام‌شده سبد سرمایه‌گذاری بورسی STOCKCOST	۱۲۴۹/۷۶۱	۱۰۶۸/۱۶۹	۹۸۸۴/۰۶۹	۰/۰۰۰	۸۷۱/۹۳۴	۱/۷۴۶	۹/۸۰۰
بهای تمام‌شده سبد سرمایه‌گذاری غیربورسی OTHERSTOCKCOST	۱۰۶۱/۵۳۹	۴۴۸/۵۰۲	۵۰۴۷۰/۳۵	۰/۰۰۰	۴۸۴۰/۷۱۴	۹/۸۹۶	۱۰۰/۵۲۸
بهای تمام‌شده کل TOTALCOST	۲۳۱۱/۳۰۱	۱۶۲۹/۸۲۴	۵۶۴۶۵/۹۵	۴۴۵/۷۲۵	۵۰۵۹/۷۲۷	۹/۷۰۶	۹۸/۲۹۹
ترکیب سرمایه‌گذاری	۰/۶۴۸	۰/۷۲۳	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۶۱	-۰/۷۷۸	۲/۶۸۵
NAV	۱۱۱۹۴/۰۶	۵۵۳۹/۶۵	۲۲۸۰۴۲/۸۳	-۱۴۱۶/۰۲	۱۸۸۳۱/۰۶	۷۹۷/۵	۴۷/۱۵۱

تعداد مشاهدات ۲۳۵۰ شرکت-ماه

مأخذ: محاسبات پژوهش

ارقام حسابداری در دسترس برای ارزشیابی سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها عبارت است از: بهای تمام‌شده کل، بهای تمام‌شده سبد سرمایه‌گذاری بورسی، بهای تمام‌شده سبد سرمایه‌گذاری غیر بورسی و ارزش بازار

سبد سرمایه‌گذاری بورسی که در گزارش فعالیت ماهانه شرکت‌های صنعت سرمایه‌گذاری منتشر می‌شود. از سوی دیگر ادبیات موضوع نشان می‌دهد، کلیدی‌ترین رقم حسابداری که خلاصه اطلاعات ترازنامه‌ای را منعکس می‌نماید، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها است.

جدول شماره (۲)، همبستگی پیرسون متغیرهای مورد پژوهش را گزارش می‌کند. قابل مشاهده است که هر ۵ متغیر مستقل اولیه، همبستگی بالا و معنی‌دار با قیمت سهام دارند و بیشترین میزان همبستگی مربوط به متغیر اصلی مورد پژوهش، یعنی ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی است (۰/۷۴۵). باین‌حال، همبستگی معنی‌دار میان متغیرهای مستقل انتخابی که مطابق با ماهیت این متغیرها است، ممکن است منجر به بروز مشکلات هم خطی چندگانه در مدل شود. این مورد با استفاده از آزمون‌های آماری از جمله عامل تورم واریانس (VIF) در زمان اجرای مدل‌ها کنترل خواهد شده است.

جدول ۲. جدول همبستگی پیرسون بین متغیرهای پژوهش

متغیرها	PRICE	BV	PV	TOTALCOST	STOCKCOST	OTHER STOCKCOST
PRICE	۱/۰۰۰					
BV	۰/۴۳۰**	۱/۰۰۰				
PV	۰/۷۴۵**	۰/۳۷۹**	۱/۰۰۰			
TOTALCOST	۰/۴۹۷**	۰/۳۸۳**	۰/۰۲۳	۱/۰۰۰		
STOCKCOST	۰/۴۲۲**	۰/۲۸۲**	۰/۴۴۱**	۰/۳۳۲**	۱/۰۰۰	
OTHER STOCKCOST	۰/۴۴۳**	۰/۳۴۹**	-۰/۰۵۶**	۰/۹۸۵**	۰/۱۶۷**	۱/۰۰۰
	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

**همبستگی در سطح ۰/۰۱ (۲ دنباله) معنی‌دار است.

مأخذ: محاسبات پژوهش

نظر به همبستگی میان ارقام ذکر شده و مشکلات ناشی از حضور متغیرهای اضافی در مدل، ابتدا در نرم‌افزار SPSS از ابزار رگرسیون خطی خودکار، با تنظیم معیار اطلاعاتی ASE جهت اجتناب از بیش‌برازش، جهت تعیین بهترین مجموعه برآوردگرها در تصریح قیمت سهام، استفاده شده است. نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد، از میان ۵ متغیر انتخابی اولیه، مدلی که شامل تنها سه متغیر ارزش دفتری (BV)، بهای تمام‌شده سبد سرمایه‌گذاری غیربورسی (OTHERSTOCKCOST) و ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری بورسی (PV) است، با کمترین میزان ASE، از میان ده مدل برتر انتخاب می‌شود.

جدول ۳. معیار انتخاب متغیرهای پژوهش (سمت راست)

	Model									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Overfit Prevention Criterion	57,778,005.09	57,668,492.173	59,683,398.861	59,683,398.861	59,683,398.861	59,323,660.497	59,323,660.497	59,323,660.497	62,046,713.048	62,271,194.292
Invs	✓		✓	✓	✓				✓	
overStockcosts	✓	✓		✓	✓		✓	✓		
Effect PVps	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
TotalCamps			✓	✓		✓	✓		✓	✓
Stockcosts			✓		✓	✓		✓		

The model building method is Best Subsets using the Overfit Prevention criterion.
A checkmark means the effect is in the model.
The Best Subsets method excluded one or more models because of linearly dependent effects.

به‌منظور استفاده از مزایای صورت‌بندی داده‌های ترکیبی، ابتدا لازم است با استفاده از آزمون‌های تشخیصی، نوع برآورد مدل از لحاظ مقید (تجمیعی)^۱ یا پانل (تابلویی)^۲ بودن و نوع اثرات فردی-مقطعی/ زمانی و ثابت یا تصادفی بودن آن مشخص شود. آزمون لیمر (چاو) حکایت از مناسب بودن برآورد مدل به‌صورت تجمیعی دارد. نتایج آزمون هم‌انباشتگی پدرونی نیز حکایت از وجود رابطه تعادلی بلندمدت میان متغیرهای وابسته و مستقل دارد. همچنین از تصحیح ماتریس کوواریانس ضرایب با استفاده از گزینه Cross section weights جهت مواجهه با ناهمسانی واریانس احتمالی استفاده می‌شود.

باوجود اینکه ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطعی تا حد زیادی موجب از بین رفتن ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی بین اجزای مدل می‌شود، اما در پژوهش‌های حوزه بازار سرمایه همواره شرکت‌های فعال در صنعت سرمایه‌گذاری در فرایند نمونه‌گیری حذف می‌شوند. امکان ایجاد مشکل خودهمبستگی سریالی در اجزای مدل‌ها، به‌عنوان یکی از دلایل اصلی این موضوع ذکر می‌شود (افلاطونی، ۱۳۹۳، ص ۲۴۲). تصریح اولیه مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی نیز نشان می‌دهد که آماره دوربین-واتسون ($DW=0.278$) خارج از محدوده قابل‌پذیرش بوده و نیاز به رفع مشکل جدی خودهمبستگی سریالی جهت پیشگیری از بروز خطای نوع I (خطای آلفا) دارد. یکی از روش‌های رایج، اضافه کردن وقفه مرتبه اول متغیر وابسته به‌عنوان متغیر توضیحی در مدل است (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵، ص ۲۶۵). نتایج حاصل از تصریح مدل قیمت با استفاده از سه متغیر مستقل انتخابی همراه با اضافه کردن جمله $AR(1)$ ، در جدول ۳ نشان داده شده است.

مطابق جدول ۳ (سمت راست) که فرضیه اول را آزمون می‌کند، متغیر ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری بورسی (PV) و بهای تمام‌شده سبد سرمایه‌گذاری غیربورسی (OTHERSTOCKCOST) در سطح اطمینان ۹۹ درصد و متغیر ارزش دفتری هر سهم در سطح اطمینان ۹۵ درصد، همگی یک رابطه مثبت معنی‌دار با قیمت فعلی سهام به نمایش می‌گذارند. R^2 تعدیل شده مدل (۰/۹۵) و سایر معیارهای اطلاعاتی نشان از تصریح مناسب مدل دارند. با توجه به معنی‌دار ضریب متغیر ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری بورسی شواهدی مبنی بر رد فرضیه نخست ملاحظه نمی‌شود.

1. pooled
2. panel

جدول ۳. نتایج حاصل از برآورد معادله (۲و۱) (سمت چپ)

PRICE= $\alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 STOCKCOST_{it} + \beta_3 OTHERSTOCKCOST_{it} + \varepsilon_{it}$			مدل ۲			PRICE= $\alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 PV_{it} + \beta_3 OTHERSTOCKCOST_{it} + \varepsilon_{it}$			مدل ۱
معنی داری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	معنی داری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	متغیر	
۰/۳۲۱	۰/۹۹۰	۰/۱۹۴	۰/۱۹۳	۰/۰۴۳	۲/۰۲۰	۰/۱۶۳	۰/۳۳۱	BV	
-----	-----	-----	-----	۰/۰۰۰	۱۳/۸۳	۰/۰۴۱	۰/۵۶۵	PV	
۰/۰۰۲	۲/۹۸۱	۰/۳۱۲	۰/۹۳۱	۰/۰۰۰	۴/۳۵۸	۰/۲۷۴	۱/۱۹۴	OTHER STOCK COST	
۰/۰۰۰	۶/۸۷۰	۰/۳۶۱	۲/۴۸۴	-----	-----	-----	-----	STOCK COST	
۰/۰۰۰	۵۸/۵۹۸	۰/۰۱۶	۰/۹۵۵	۰/۰۰۰	۳۷/۸۷۸	۰/۰۲۳	۰/۸۹۵	AR(1)	
۰/۰۰۰۸	۳/۳۶۶	۲۹۹۸/۲۹	۱۰۰۹۲/۹۰	۰/۰۰۰۱	۳/۹۶۷۰	۹۹۸/۲۰۶	۳۹۶۰/۷۸۳	C	
معنی داری ۰/۰۰۰	F= ۸۲۱/۵۵	D-W= ۱/۷۸۲	R ² = ۰/۹۳۴	معنی داری ۰/۰۰۰	F= ۱۱۰۵/۹۷	D-W= ۲/۰۲۶	R ² تعدیل شده= ۰/۹۴۵	R ² =۰/۹۵۰	
آزمون وونگ :LR test : ۲/۴۱۵ سطح معنی دار: ۰/۰۱۵ تعداد مشاهدات: ۲۳۰۳									

مأخذ: محاسبات پژوهش

نتایج برآورد مدل ۲ که متغیر بهای تمام شده سبد سرمایه گذاری بورسی جایگزین ارزش بازار آن شده است، در جدول ۳ (سمت چپ) گزارش شده است. به منظور آزمون فرضیه دوم لازم است R² مدل ۱ و ۲ در جدول ۳ مورد مقایسه قرار گرفته و معنی دار آماری تفاوت آن‌ها از طریق آزمون وونگ مورد بررسی قرار گیرد. نتایج آزمون وونگ (سطح معنی دار=۰/۰۱۵) حکایت از افزایش معنی دار R² مدل اول نسبت به مدل دوم دارد؛ بنابراین شواهد به دست آمده از فرضیه دوم پشتیبانی می کند. جهت آزمون فرضیه سوم، متغیر بهای تمام شده سبد سرمایه گذاری بورسی به مدل اول اضافه شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل ۳ در جدول ۴ نشان می دهد که ضریب متغیر ارزش بازار سبد سرمایه گذاری های بورسی در حضور بهای تمام شده آن، مقدار بسیار اندکی کاهش یافته (از ۰/۵۶۵ مدل ۱ به ۰/۵۶۰ مدل ۳)، اما همچنان در سطح اطمینان ۹۹ درصد حائز معنی دار آماری است. باین حال ضریب بهای تمام شده سبد سرمایه گذاری بورسی، فاقد معنی دار آماری بوده و بنابراین محتوای اطلاعاتی فزاینده برای این قلم حسابداری مشاهده نمی شود. لازم به ذکر است که با توجه به عدم معنی دار ضریب بهای تمام شده سبد سرمایه گذاری بورسی، نیاز به انجام آزمون والد جهت بررسی فرضیه دوم نیست. به طور خلاصه شواهد موجود از فرضیه سوم نیز حمایت می کند.

جدول ۴. نتایج حاصل از برآورد مدل ۳

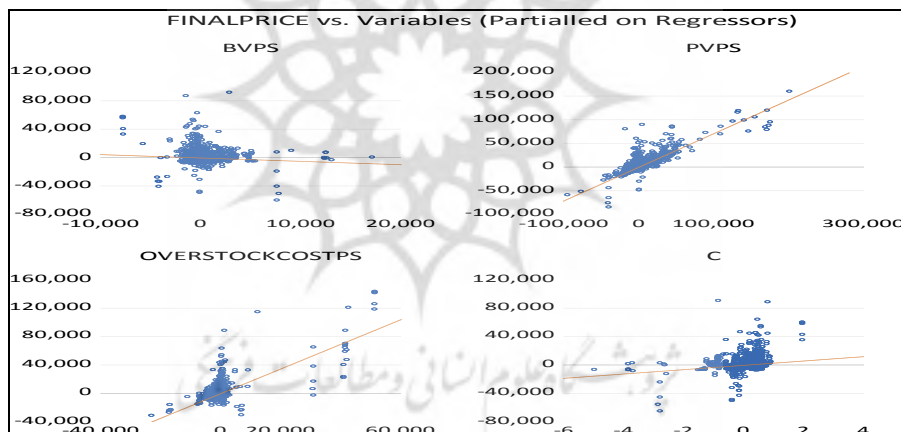
PRICE= $\alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 PV_{it} + \beta_3 STOCKCOST_{it} + \beta_3 OTHERSTOCKCOST_{it} + \varepsilon_{it}$					
VIF	معنی دار	آماره T	انحراف معیار	ضریب	متغیر
۱/۳۹۵	۰/۰۴۳	۲/۰۱۶	۰/۱۶۴	۰/۳۳۰	BV
۱/۳۰۴	۰/۶۹۸	۰/۳۸۷	۰/۳۳۷	۰/۱۳۰	STOCKCOST
۱/۲۳۲	۰/۰۰۰	۴/۲۶۵	۰/۲۷۸	۱/۱۸۷	OTHERSTOCKCOST

PRICE = $\alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 PV_{it} + \beta_3 STOCKCOST_{it} + \beta_4 OTHERSTOCKCOST_{it} + \varepsilon_{it}$					
VIF	معنی‌دار	آماره T	انحراف معیار	ضریب	متغیر
۱/۴۶۲	۰/۰۰۰	۱۲/۳۷۶	۰/۰۴۵	۰/۵۶۰	PV
	۰/۰۰۰	۳۷/۸۸۴	۰/۰۲۳	۰/۸۹۶	AR(1)
	۰/۰۰۰	۳/۸۸۷	۹۹۰/۵۶۹	۳۸۵۱/۲۳۸	C
	Prob	F=	DW=	تعدیل شد R ²	R ² =
	۰/۰۰۰	۸۸۳/۸۵۳	۲/۰۲۴	۰/۹۴۵	۰/۹۵۵

مأخذ: محاسبات پژوهش

آزمون استحکام نتایج

اثرگذاری یک داده به این معنی است که حذف آن داده، چقدر می‌تواند تخمین ضرایب را تغییر دهد. دو عامل تعیین‌کننده در این خصوص، میزان اهرم و پرت بودن داده‌ها است. نقاط اهرمی به داده‌هایی گفته می‌شود که تأثیر زیادی بر مقادیر متغیر توضیحی دارد و میزان آن بستگی به میزان انحراف داده موردنظر از میانگین آن متغیر دارد (شیرکوند و همکاران، ۱۳۹۸). شکل ۱ اهرم داده‌های هر یک از متغیرهای توضیحی استفاده‌شده در مدل شماره ۱ را نشان می‌دهد.



شکل ۱. نقاط اهرمی هر یک از متغیرهای توضیحی

با این حال، برخی اعتقاد دارند چون داده‌ها شامل اطلاعات در خصوص جامعه است؛ نباید هیچ‌یک از مشاهدات را حذف نمود (افلاطونی، ۱۳۹۲، ص ۱۲۷). علاوه بر این، از مشکلاتی که همواره در استفاده از رگرسیون‌های معمولی وجود دارد، وجود داده‌های پرت است. در تصریح مدل شماره یک، گزارش باقی‌مانده‌های استاندارد شده مدل نشان داد که به‌رغم R^2 تعدیل‌شده مطلوب (۰/۹۴۵) و معنی‌دار آماره F در سطح اطمینان ۹۹ درصد، تعداد ۵۲ مورد از مشاهدات، باقی‌مانده‌های استاندارد شده خارج از بازه ± 3 دارند. لازم به ذکر است که بعضی اوقات، نرمال نبودن در ذات داده‌های مالی نهفته است و بنابراین با حذف

داده‌های پرت نیز باقی‌مانده‌های مدل، نرمال نخواهند شد. با این وجود، اجرای مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS) با توجه به تعداد داده‌های پرت و نقض فرض نرمال بودن باقی‌مانده‌ها، منجر به کاهش اعتبار ضرایب برآورد شده مدل خواهد شد. رگرسیون‌های استوار، موجب بهبود تخمین پارامترها در صورت وجود داده‌های پرت و نقاط اهرمی می‌شوند. هدف اولیه رگرسیون استوار، ارائه مدلی است که نماینده مناسبی از بخش عمده داده‌های مورد بررسی باشد (شیرکوند و همکاران، ۱۳۹۸). لذا در این پژوهش علاوه بر رگرسیون OLS، مدل‌ها با رگرسیون استوار نیز تخمین زده شده است تا اطمینان حاصل شود که نتایج به خاطر نوع آزمون، تحت تأثیر قرار نمی‌گیرد.

نتایج برآورد مدل اصلی (مدل شماره ۱)، با استفاده از رگرسیون استوار به شیوه تخمین MM در جدول ۵ نشان می‌دهد که ضریب تعیین تعدیل‌شده کلی مدل بین ۰/۴۴ تا ۰/۹۵ قرار دارد و ضریب متغیرهای مستقل مدل نیز جهت رابطه و معنی‌دار مشابه با برآورد مدل به شیوه حداقل مربعات معمولی دارند. با این وصف خطای استاندارد ضرایب (Std.Error) در برآورد استوار، کاهش قابل توجهی داشته است. همچنین عرض از مبدأ نیز عددی کاملاً منطقی (۲۷۴)، برای برآورد قیمت سهام شرکت‌ها نسبت به مدل OLS گزارش شده است. این نتایج به‌طور خلاصه نگرانی در مورد حساسیت ضرایب تخمین به روش حداقل مربعات معمولی نسبت به نقاط پرت و اهرمی را برطرف نموده و تفسیرهای انجام‌شده بر اساس ضرایب برآوردی را استحکام می‌بخشد.

جدول ۵. نتایج حاصل از برآورد معادله (۱) به شیوه رگرسیون استوار و مقایسه با رگرسیون حداقل

مربعات معمولی

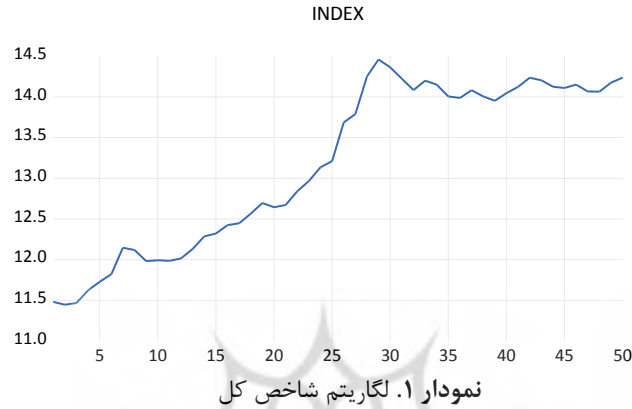
PRICE = $\alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 PV_{it} + \beta_3 OTHERSTOCKCOST_{it} + \varepsilon_{it}$								
رگرسیون استوار ROBUST				رگرسیون حداقل مربعات معمولی OLS				
معنی‌داری	آماره Z	انحراف معیار	ضریب	معنی‌دار	آماره T	انحراف معیار	ضریب	نماد
۰/۰۱۵	۲/۴۲۹	۰/۰۴۷	۰/۱۱۶	۰/۰۴۳	۲/۰۲۰	۰/۱۶۳	۰/۳۳۱	BV
۰/۰۰۰	۸۳/۶۷۳	۰/۰۰۸	۰/۷۰۳	۰/۰۰۰	۱۳/۸۳	۰/۰۴۱	۰/۵۶۵	PV
۰/۰۰۰	۵۲/۲۱۶	۰/۰۳۰	۱/۵۹۷	۰/۰۰۰	۴/۳۵۸	۰/۲۷۴	۱/۱۹۴	OTHER STOCKCOST
-----	-----	-----	-----	۰/۰۰۰	۳۷/۸۷۸	۰/۰۲۳	۰/۸۹۵	AR(1)
۰/۰۱۰	۲/۵۶۹	۱۰۶/۹۳	۲۷۴/۷۴۵	۰/۰۰۰۱	۳/۹۶۷۰	۹۹۸/۲۰۶	۳۹۶۰/۷۸۳	C
معنی‌داری ۰/۰۰۰	RN ² = ۹۵۹۹/۳	RW= ۰/۹۵۸	R ² = ۰/۴۴۴	معنی‌دار ۰/۰۰۰	F= ۱۱۰۵/۹۷	D-W= ۲/۰۲۶	R ² =۰/۹۴۵ تعدیل شده	R ² =۰/۹۵۰

تعداد مشاهدات ۲۳۰۳ شرکت-ماه

مأخذ: محاسبات پژوهش

همچنین، با توجه به وقوع بحران مالی در سال ۱۳۹۹ و احتمال وجود شکست ساختاری ناشی از آن در نمونه مورد پژوهش، ابتدا با استفاده از آزمون چاو، شکست ساختاری مورد آزمون قرار گرفت. مطابق

نمودار شماره ۱، نتایج حکایت از تأیید نقطه شکست در دوره ۲۸ ام پژوهش دارد که مصادف با مردادماه سال ۱۳۹۹ است. بنابراین، جهت تعیین اثر این رویداد با استفاده از متغیر موهومی، مشاهدات به دودسته قبل از بحران (مقدار صفر) و بعد از بحران (مقدار یک) تقسیم شده‌اند.



مدل (۴)

$$PRICE = \alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 PV_{it} + \beta_3 OTHERSTOCKCOST_{it} + \beta_4 DUM_{it} + \beta_5 DUM \times BV_{it} + \beta_6 DUM \times PV_{it} + \beta_7 DUM \times OVERSTOCKCOST_{it} + \varepsilon_{it}$$

نتایج برآورد مدل شماره ۴ در جدول (۶) نشان می‌دهد که ضریب متغیر تعاملی ارزش دفتری هر سهم در سطح اطمینان ۹۰ درصد افزایش یافته و متغیرهای تعاملی ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری بورسی و بهای تمام‌شده سبد سرمایه‌گذاری غیر بورسی به‌طور معنی‌دار کاهش یافته‌اند. بنابراین می‌توان گفت، وقوع بحران مالی در بازار سرمایه منجر به کاهش ارتباط ارزشی سنجه ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری بورسی و در مقابل افزایش خفیف ارتباط ارزشی سنجه ارزش دفتری هر سهم می‌شود.

جدول ۶. نتایج حاصل از برآورد مدل ۴

PRICE = $\alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 PV_{it} + \beta_3 OVERSTOCKCOST_{it} + \beta_4 DUM_{it} + \beta_5 DUM \times BV_{it} + \beta_6 DUM \times PV_{it} + \beta_7 DUM \times OVERSTOCKCOST_{it} + \varepsilon_{it}$					
معنی‌دار	آماره T	انحراف معیار	ضریب	نماد	متغیر
۰/۴۷۵	۰/۷۱۳	۰/۱۰۹	۰/۰۷۸	BV	ارزش دفتری هر سهم
۰/۰۰۰	۱۴/۵۳۵	۰/۰۴۷	۰/۶۹۳	PV	ارزش بازار سبد سرمایه
۰/۰۰۰	۳/۸۱۲	۰/۵۶۲	۲/۱۴۵	OVERSTOCKCOST	بهای تمام‌شده غیر بورسی
۰/۰۰۰۲	۳/۷۹۳	۹۳۹/۴۱۷	۳۵۶۳/۸۵۱	DUM	متغیر موهومی بحران مالی
۰/۰۷	۱/۸۱۲	۰/۲۵۱	۰/۴۵۶	DUM × BV	تعامل با ارزش دفتری
۰/۰۰۰	-۴/۶۶۵	۰/۰۳۷	-۰/۱۷۲	DUM × PV	تعامل با ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری بورسی

$$PRICE = \alpha_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 PV_{it} + \beta_3 OVERSTOCKCOST_{it} + \beta_4 DUM_{it} + \beta_5 DUM \times BV_{it} + \beta_6 DUM \times PV_{it} + \beta_7 DUM \times OVERSTOCKCOST_{it} + \varepsilon_{it}$$

معنی دار	آماره T	انحراف معیار	ضریب	نماد	متغیر
۰/۰۴۴	-۲/۰۱۰	۰/۴۶۷	-۰/۹۴۰	$DUM \times OTHERSTOCKCOST$	تعامل با بهای تمام شده غیربورسی
۰/۰۰۰	۳۶/۶۹۲	۰/۰۲۴	۰/۸۹۵	AR(1)	
$=R^2$		۰/۹۵۳ DW	۲/۰۲۴ = F معنی دار	$۵۹۱۳/۴۳۴ = (F) ۰/۰۰۰ =$	

مأخذ: محاسبات پژوهش

بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه نخست که نشان داد ارزش بازار سید سرمایه‌گذاری‌های بورسی، دارای ارتباط ارزشی است؛ مطابق با نتایج مطالعات پیشین (به‌عنوان مثال مگنان (۲۰۰۹) و هودر و همکاران (۲۰۱۴) و مارا (۲۰۱۶) و فلیپ و همکاران (۲۰۲۱) است که بیان می‌کنند مشارکت‌کنندگان بازار، دارایی‌ها و بدهی‌های اندازه‌گیری شده بر اساس ارزش منصفانه را حائز ارتباط ارزشی می‌دانند. همچنین شواهد این پژوهش نشان داد که ارزش بازار سید سرمایه‌گذاری بورسی، ارتباط ارزشی فزاینده‌ای نسبت به بهای تمام‌شده آن دارد. چنین نتایجی با بتاکووا و همکاران (۲۰۱۴)، مهربان و جمالی (۱۳۹۳) و رضایی (۱۳۹۹) که نشان دادند یک مدل اندازه‌گیری و گزارشگری دوگانه، توانایی استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی را بهبود می‌بخشد و استفاده از ارزش‌های منصفانه همراه با بهای تمام‌شده تاریخی می‌تواند اطلاعات کامل و مفیدی برای سرمایه‌گذاران ارائه دهد؛ سازگار است. با ادامه بررسی‌ها و تمرکز بر چگونگی انعکاس این ارزش‌ها در گزارش‌های مالی (ارائه به‌صورت افشائیات مکمل یا جایگزین)، همان‌گونه که مولر و همکاران (۲۰۱۵) و رحمان و لیو (۲۰۲۱) نشان دادند رابطه کمتری بین قیمت سهام و ارزش‌های منصفانه سرمایه‌گذاری‌های افشاشده در یادداشت‌های توضیحی نسبت به ارزش‌های منصفانه شناسایی‌شده این دارایی‌ها در متن صورت‌های مالی وجود دارد؛ یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه دوم نیز نشان می‌دهد که ارزش بازار در مقابل بهای تمام‌شده تاریخی سید سرمایه‌گذاری‌های بورسی از ارتباط ارزشی نسبی برخوردار است. بر اساس ادبیات قبلی، دو دلیل نظری برای چنین نتایجی قابل‌ذکر است. نخست اینکه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، به‌طورمعمول قابلیت اطمینان کمتری برای اطلاعات افشاشده در یادداشت‌های توضیحی در نظر می‌گیرند و دیگر اینکه هزینه‌های پردازش اطلاعات به‌صورت افشائیات مکمل برای سرمایه‌گذاران، بیشتر از حالت انعکاس در متن صورت‌های مالی است. شاید یکی از مهم‌ترین دلایل این امر، وجود اختلاف‌نظر بین مراجع مالیاتی کشور و حسابداران بر سر موضوع مالیات بر درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری‌های بورسی باشد. در ۲۸ اسفند سال ۱۳۹۷ سازمان امور مالیاتی بخشنامه‌ای مبنی بر "شمول مالیات بر درآمد در موارد اعلام ارزش بازار یا خالص ارزش فروش در دفاتر موضوع سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس یا بازارهای مجاز مشابه" ابلاغ نمود که مورد اعتراض و شکایت واقع گردید و هم‌اکنون با صدور رأی به ابطال این بخشنامه توسط دیوان عدالت اداری، این مانع برطرف شده است. شواهد تجربی این پژوهش نشان می‌دهد بهای تمام‌شده در حضور ارزش بازار، فاقد ارتباط ارزشی فزاینده و در مقایسه با

آن، ارتباط ارزشی نسبی کمتری دارد. لذا خالص ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به‌عنوان کلیدی‌ترین رقم صورت‌وضعیت مالی، با توجه به سهم برجسته سرمایه‌گذاری‌های سریع‌العمله در صنعت سرمایه‌گذاری (به‌طور متوسط ۵۰ درصد مجموعه دارایی‌های شرکت‌های سرمایه‌گذاری)، با مشکلات بالقوه عدم سودمندی در تصمیمات اقتصادی و کاهش ویژگی‌های کیفی مواجه خواهد بود. این در حالی است که با تغییر استانداردهای گزارشگری و الزام به افشای ارزش‌های بازار اوراق بهادار سریع‌العمله در متن صورت‌وضعیت مالی و افشای بهای تمام‌شده در یادداشت‌های توضیحی، بدون تحمل هزینه تهیه اطلاعات به شرکت‌ها، می‌توان کیفیت گزارشگری مالی را ارتقا بخشید. مهم‌ترین انتقادی که از سوی حامیان بهای تمام‌شده نسبت به جایگزینی ارزش‌های منصفانه وارد شده، نقش ارزش منصفانه در بحران مالی اخیر (۲۰۰۷-۲۰۰۹)، به‌ویژه از نظر پیامدهای بالقوه آن در تشدید بحران است که این ادعا هم بر اساس گزارشی که کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا برای کنگره تهیه کرد، رد شده است. یافته‌های حاصل از آزمون‌های اضافی پژوهش حاضر نیز نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران از طریق کاهش ارتباط ارزشی ارقام مربوط به ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی، واکنش مناسبی نسبت به وقوع بحران داشته‌اند. به عبارتی در زمان وقوع بحران که ارزش سهام موجود در سبد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دچار افت شدید می‌شود، این کاهش ارزش دارایی‌ها با شیب ملایم‌تری در قیمت سهام شرکت سرمایه‌گذار منعکس می‌شود. بنابراین یافته‌ها نشان نمی‌دهد که ارزش‌های منصفانه، منجر به تشدید بحران شده و به نظر می‌رسد همان‌طور که آندره و همکاران (۲۰۰۹)، گفته‌اند "گسترده‌گی انتقادات علیه حسابداری ارزش منصفانه، اقدامی شبیه به شلیک به پیام‌آور^۱ است". به‌طور کلی نتایج حاصل از مجموعه فرضیه‌های آزمون شده، از دلایل ذکر شده در بند ۲۵ استاندارد حسابداری شماره ۱۵ ایران مبنی بر مناسب بودن استفاده از سنج ارزش بازار، جهت شناسایی سرمایه‌گذاری‌های سریع‌العمله در صورت‌های مالی حمایت می‌کند.

بنابراین، بر اساس یافته‌ها و تفسیرهای انجام‌شده، در نهایت به استاندارد گزاران پیشنهاد می‌شود که استفاده از ارزش‌های منصفانه (بازار) را در اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری‌های سریع‌العمله الزامی نمایند. با در نظر گرفتن اثر یادگیری، استفاده بیشتر از ارزش‌های منصفانه، دقت بیشتری در اندازه‌گیری، افشا و ارزیابی ارقام حسابداری برای همه ذینفعان درگیر (تهیه‌کنندگان، حساب‌رسان، تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران) به ارمغان می‌آورد. به فعالان بازار نیز پیشنهاد می‌شود توجه بیشتری نسبت به ارقام منتشر شده ارزش بازار سبد سرمایه‌گذاری‌های بورسی در مقایسه با بهای تمام شده آنها داشته باشند.

محدودیت‌های این پژوهش اغلب مربوط به مشکلات اقتصادسنجی مدل‌های رگرسیون قیمت می‌شود. در این زمینه تلاش شد با استفاده از آزمون‌های اضافی از جمله رگرسیون استوار، اثرات احتمالی چنین مشکلاتی بر تفسیر نتایج کنترل شود. همچنین، به دلیل اینکه داده‌های موردپژوهش مربوط به بازه ماهانه بود و گزارشگری مالی شرکت‌ها به‌صورت فصلی و سالانه است؛ لذا امکان استفاده از سایر متغیرهای

۱. shooting down the messenger: اصطلاحی است به این معنی که کسی که حامل خبر بد است را به خاطر خبر بدی

که می‌آورد مجازات کنید.

حسابداری به عنوان متغیر کنترلی میسر نشد. به پژوهشگران پیشنهاد می شود با استفاده از داده های فصلی یا سالانه، این پژوهش را با کنترل اثر سایر متغیرهای حسابداری اجرا نمایند.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.
مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده سازی مقاله مشارکت داشته اند.
تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ گونه تعارض منافی وجود ندارد.
تعهد کپی رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی رایت رعایت شده است.



References

- Accounting standard number 15. Modified (2019). Accounting of investments. *Audit Organization*. (In Persian).
- Accounting standard number 42. Fair value measurement (approved 2019). *Audit Organization*. (In Persian).
- Adwan, S. (2016). "Value relevance of IFRS and the effect of the financial crisis: Evidence from European financial firm". University of Essex.
- Aflatoni, A;(2013).statcal analysis in financial management and accounting researegs by EVIEW. Terme publications. (In Persian).
- André, P; Cazavan-Jeny, A; Dick, W; Richard, C; & Walton, P. (2009). "Fair value accounting and the banking crisis in 2008: Shooting the messenger". *Accounting in Europe*, 6(1), 3–24.
- Badri, E; Ghaemi, M. H. (2021). Macro Impediments of Implementing Fair Value Accounting in Iran's Banking Industry. *Applied Research in Financial Reporting*, 10(18), 303-342. (In Persian).
- Banimahd, b; Aabi, M; Hassanpour, SH; (2016). Empirical researchs and methodology in accounting". Terme publications. (In Persian).
- Barth, M. E; Beaver, W. H; & Landsman, W. R. (2001). "The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view". *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 77–104.
- Barth, M.E. (1994). "Fair value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks". *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 1, (Jan 1994), 1–25
- Betakova, J.; Hrazdilova-Bockova, K. & Skoda, M. (2014). *Fair Value Usefulness in Financial Statements*. DAAAM INTERNATIONAL SCIENTIFIC BOOK 2014. pp.433-448. Chapter 35.
- Christensen, H. B; & Nikolaev, V. V. (2013). "Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?" *Review of Accounting Studies*, 18(3), 734–775.
- Danyali Deh Howz, M; & Mansouri, H. (2012). Investigating Weak Form of Efficiency in Tehran Stock Exchange and Ranking Factors that Affect it. *Economics Research*, 12(47), 71-96. (In Persian).
- Filip, A; Hammami, A; Huang, Z; Jeny, A; Magnan, M; & Moldovan, R. (2021). "The Value Relevance of Fair Value Levels: Time Trends under IFRS and U.S. GAAP". *Accounting in Europe*, 18(2), 196–217.
- Francis, J; K. Schipper. (1999). "Have Financial Statements Lost their Relevance?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37(Issue. 2), 319-352.
- Goh, B. W; Li, D; Ng, J; & Yong, K. O. (2015). "Market pricing of banks' fair value assets reported under SFAS 157 since the 2008 financial crisis". *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(2), 129–145.
- Golmohammadi, M; Rahmani, A. (2018). "Technical Challenges of Implementing Fair Values in Financial Reporting of Iran: Emphasizing on IFRS13 Requirements". *Accounting and Auditing Review*, 25(3), 387-414. (In Persian).
- Hamed, F. (2017). The Value Relevance of Oprating Flows (Direct Versus Indirect Method): Measurement View. Master's thesis. The University of Qom. (In Persian).

Hejazi, R; Meyhami, S. (2017). "Survey adoption of fair value accounting standards and its impact on accounting profit". *Empirical Research in Accounting*, 7(2), 127-150. (In Persian).

Hodder, L. D; Hopkins, P; & Schipper, K. (2014). "Fair value measurement in financial reporting". *Foundations and Trends in Accounting*, 8(3-4), 143-270.

Imhanzenobe, J. (2022). "Value relevance and changes in accounting standards: A review of the IFRS adoption literature". *Cogent Business & Management*, 9(1),1-13.

Jaggi, B; Winder, J. P; & Lee, C. (2010). "Is There a Future for Fair Value Accounting After the 2008-2009 Financial Crisis?". *Review of Pacific Basin Financial Markets & Policies*, 13(3), 469-493.

Karami, G; beik boshrouyeh, S; (2022). A Pattern of Implementing Fair Value System in Iran: Focusing on Reporting and Monitoring. *Empirical Research in Accounting*, 12(1), 141-172. (In Persian).

Khodarahmi, B; Hamed, F. (2018). Relative Value relevance of operating cash flows of measurement view. *Journal of Accounting Knowledge*, 9(3), 7-37. (In Persian).

Kothari, S; Zimmerman, J. (1995). "Price and return models". *Journal of Accounting and Economics*, Vol .20(Issue 3),92-155.

Mac Neal, K. (1970). "Truth in Accounting". Scholars Book, ISBN 978-0914348047, Kansas, USA.

Magnan, M. L. (2009). "Fair value accounting and the financial crisis: Messenger or contributor?". *Accounting Perspectives*, 8(3), 189-213.

Marra, A. (2016). "The pros and cons of fair value accounting in a globalized economy: A never ending debate". *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31(4), 582-591.

Matsane, A; Nakpodia, F; & Areneke, G. (2022). Assessing the value relevance of fair value measurements: a South African perspective. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 22(7), 1405-1424.

Mehraban, N, Jamali, E, (2014). "fair value accounting and its impact on financial Reporting". *International conference of accounting, economy and financial management*. Tehran. (In Persian).

Moradi, M; Jafari Daredor, M; Hosseinzadeh, S. (2019). "Challenges and Opportunities for Measuring Fair Value, in International Financial Reporting Standards Adoption in Iran". *Accounting and Auditing Review*, 26(3), 456-481. (In Persian).

Muller, M. A; Riedl, E. J; & Sellhorn, T. (2015) "Recognition versus disclosure of fair values", *The Accounting Review*, 90(6),2411-2447.

Nobes, C. (2015). "IFRS ten years on: Has the IASB imposed extensive use of fair value? Has the EU learnt to love IFRS? And does the use of fair value make IFRS illegal in the EU?" *Accounting in Europe*, 12(2), 153-170.

Palea, V. (2013). Fair Value Accounting and its Usefulness to Financial Statement Users. *SSRN Electronic Journal*.

Petroni, K.; Wahlen, J.M. (1995). "Fair values of equity and debt securities and share prices of property-liability insurer". *The Journal of Risk and Insurance*, 62(4), 719-737.

Rahman, M. J; & Liu, R. (2021). "Value relevance of accounting information and stock price reaction: Empirical evidence from China". *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 20(1),5-27.

Rezaei, S. (2020). "Fair value in financial reporting, A challenging but promising approach". *Applied researches in management and accounting*. 18(1),16-27. (In Persian).

Seddighi, R; Marfou, M; & Ghasemi, A. (2019). The Effect of Fair Value Approach on Performance Indicators of Small and Medium Sized Investment Companies. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 16(64), 59-80. (In Persian).

Sellhorn, T; & Stier, C. (2019). "Fair value measurement for long-lived operating assets: Research evidence". *European Accounting Review*, 28(3), 573-603.

Siekkinen, J. (2016). "Value relevance of fair values in different investor protection environments". *Accounting Forum*, 40 (1),1-15.

Shafizadeh, Bahareh. 2013. "Why we use "fair value ". (The reasons of using "fair value"). *Donyay-e eghtesa newspaper*, 2917. (In Persian)

Shirkavand, S, Mazaheri, T, SadeghiSharif, S, J; Aqamiri, N, (2019). "Determinants of risky financial assets holding by industrial firms in Tehran Stock Exchange & contribution of these holdings to firm value". *Financial management perspective*. 9(27), 169-197. (In Persian).

Shawat, R; Solaiem, H; & Badawy, H. (2021). Relevance of Fair Value information to Investors' Decisions: Experimental Evidence from Egypt. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3910655>

Trung, P. D; & Quang, P. H. (2019). "Adaptive market hypothesis: Evidence from the Vietnamese stock market. *Journal of Risk and Financial Management*", 12(2), 81.

Veith, S; Werner, J. (2014). "Comparative value relevance studies: Country differences versus specification effects". *The International Journal of Accounting*, vol. 49(Issue.3), 301-330.

Wolk, H.I; Dodd, J.L. & Rozycki, J.J. (2016). "Accounting Theory: Conceptual Issues in a Political and Economic Environment", Sage Publication Inc.

COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

