**گذری انتقادی بر پژوهش‌های حسابداری مالی**

**چکیده**

این مقاله مروری انتقادی بر ادبیات پژوهش‌های حسابداری مالی داشته و تمرکز اصلی آن بر معیارهای حسابداری شامل هزینه حقوق صاحبان سهام، معیارهای تجربی حسابداری و عوامل مدل نشده در تئوری حسابداری می‌باشد. به نظر می‌رسد پژوهش‌های حسابداری در این زمینه‌ها بیش از حد به صحت خود مطمئن هستند، در حالی که از ضعف در استدلال رنج می‌برند. این رضایت و اطمینان به نوآوری پژوهشی ضربه وارد نموده و مانع ثبات بلندمدت رشته حسابداری می‌شود. نمونه‌های بحث شده در این مقاله موضوعاتی نظیر مدل‌سازی ساختاری و ابطال‌پذیری مدل؛ قیمت‌گذاری بیشتر یا کمتر از واقع شرکت بر اساس مدل‌های ارزشیابی؛ ادغام دلخواهانه دو مدل ناسازگار برای ارزشیابی و نرخ تنزیل؛ نادیده گرفتن محدودیت‌های تجربی مدل‌های ارزشیابی بی تفاوت نسبت به ریسک در تخمین هزینه سرمایه؛ به‌کارگیری مداوم معیارهای یکسان و فاقد بنیان نظری اساسی؛ تخمین رگرسیون‌ با ضرایب دارای سوگیری و ایجاد مدل‌های پیچیده فاقد ارتباط اساسی لازم با مسئله مورد پژوهش را در برمی‌‌گیرد.

واژه‌های کلیدی: ارزیابی حسابداری، هزینه سرمایه، مدل‌سازی ساختاری، ابطال پذیری، معیارهای تجربی پژوهش‌های حسابداری.

طبقه بندی موضوعی: M41

\* این مقاله ترجمه‌ای است از:

"*A Selective Critical Review of Financial Accounting Research*" by: Callen, J.L

**Critical Perspectives in Accounting** (2015)

 1. **مقدمه**

این مقاله به مرور انتقادی ادبیات پژوهش‌های حسابداری مالی پرداخته و تمرکز اصلی آن بر پژوهش‌های تجربی می‌باشد. با توجه به وسعت دامنه پژوهش‌های حسابداری مالی، گزیده‌ای از موضوعات پژوهش در مقاله حاضر مورد بحث قرار می‌گیرد. لزوم داشتن نگاه انتقادی به پژوهش‌های مزبور بدین دلیل است که این پژوهش‌ تا حد زیادی در مورد روش‌شناسی علمی و استفاده از معیارهای شک‌برانگیز دارای بیش اعتمادی هستند. این نگرش در بین پژوهشگران تجربی حسابداری مالی (و حتی گاهی اوقات تئوریسین‌ها) نیز مشاهده می‌شود.

مقاله حاضر به طور عمده بر سه موضوع در پژوهش‌های حسابداری مالی تمرکز دارد: ارزشیابی‌های حسابداری که شامل هزینه ضمنی حقوق صاحبان سهام می‌شود، شاخص‌‌های استفاده شده در پژوهش‌های تجربی حسابداری و عوامل نادیده گرفته شده در تئوری حسابداری. دلیل تمرکز بر این موضوعات، محوریت آن‌ها در پژوهش‌های حسابداری مالی می‌باشد.

مدل‌های ارزشیابی حسابداری که از متغیرهای حسابداری بهره برده‌اند (اولسون [1و2]؛ اولسون و فلتهام [3-5])، بیشتر تخصیص ارزش شرکت به متغیرهای حسابداری هستند تا برآورد ارزش شرکت از این مدل‌ها. همچنین تمام اطلاعات مربوط و موثر بر ارزش شرکت در صنایع خاص را هم در نظر نگرفته‌اند. از طرفی دیگر چون این مدل‌ها ارزش شرکت را به متغیرهای حسابداری نسبت می‌دهند، امکان محاسبه ارزش بیشتر یا کمتر از حد شرکت و محاسبه ارزش بنیادین شرکت بر اساس ارزش‌های متفاوت متغیرهای حسابداری وجود ندارد. مشکل دیگر این مدل‌ها سادگی آن‌ها و در نظر نگرفتن بحث ریسک‌گریزی و تغییرات زمانی ریسک در بیشتر این مدل‌ها می‌باشد. از طرفی دیگر، در اغلب پژوهش‌های تجربی حسابداری معادلات ساختاری هم درنظر گرفته نشده است که باعث ضعف در نتیجه‌گیری می‌شود. مشکل بعدی این مدل‌ها ابطال‌ناپذیر بودن آن‌ها بدلیل درنظر نگرفتن تمامی متغیرها است. در زمینه هزینه سرمایه پژوهش‌ها از انواع مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) و برای ارزشیابی از مدل‌های اولسون و... استفاده نمده‌اند که این دوگانگی ممکن است به‌دلیل مفروضات متفاوت این مدل‌ها نتایج را کاملا مخدوش نماید. مسئله بعدی اعتبار پایین مدل‌ها برای محاسبه هزینه سرمایه و ثابت فرض نمودن نرخ هزینه سرمایه در طی زمان می‌باشد.

معیارهای اندازه‌گیری در پژوهش‌های حسابداری بیشتر به دلیل ساده و شهودی بودن توسط پژوهشگران مورد استفاده قرار گرفته است. در این پژوهش خطاهایی که در برخی حوزه‌های پژوهشی در این زمینه رخ داده است، بحث خواهد شد. مشکل بعدی درباره درنظر نگرفتن عواملی در تئوری‌های حسابداری است که باعث معنی‌دار شدن تئوری حسابداری می‌شود.

در ادامه، بخش بعدی به موضوع ارزشیابی‌های حسابداری و هزینه حقوق صاحبان سهام می‌پردازد. در بخش سه، درباره معیارهای مورد استفاده در پژوهش‌های حسابداری مالی بحث خواهد شد. تمرکز بخش چهار بر تئوری حسابداری و عوامل مدل نشده می‌باشد. در بخش پایانی نتایج مقاله طور خلاصه ارائه خواهد شد.

**2. ارزشیابی‌های حسابداری و هزینه سرمایه**

استانداردگذاران حسابداری در آمریکای شمالی، نظیر FASB، به طور سنتی تمرکزشان بر تهیه اطلاعات مربوط برای "سرمایه‌گذاران" بوده است، اطلاعاتی که برای تصمیمات سرمایه‌گذاری و تخصیص بهینه سرمایه سودمند باشد. خوب یا بد، دیدگاه این نهادها نسبت به ارقام حسابداری تأثیر زیادی بر پژوهش‌های حسابداری مالی، به ویژه ارزشیابی‌های حسابداری و هزینه سرمایه داشته است. البته نقش قراردادی ارقام حسابداری به دلیل وجود مکتب فکری شیکاگو/روچستر در سال‌های اخیر اهمیت بیشتری یافته است. همچنین در نتیجه روند رو به رشد ادبیات پژوهش در زمینه حاکمیت شرکتی، به نقش مباشرتی (غیر قراردادی) ارقام حسابداری نیز اهمیت بیشتری داده شده است. ولی همچنان مسائل دستوری (هنجاری) حسابداری در آمریکای شمالی دچار ضعف پژوهشی شدیدی هستند.

**2 ـ 1. ارزشیابی حسابداری یا تخصیص حسابداری؟**

تقریباً کل مدل‌های ارزشیابی حسابداری بر اساس یکی از انواع مدل‌های اولسون [1] و فلتهام و اولسون [3-5] ایجاد شده‌اند. منظور از مدل‌های ارزشیابی حسابداری، مدل‌هایی است که ارزش حقوق صاحبان سهام شرکت را بر اساس ارقام حسابداری نظیر سود، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و ... تعیین می‌کنند. به نظر می‌رسد وسعت ادبیات پژوهش‌های تجربی که بر اساس این مدل‌ها ـ به خصوص مدل اولسون [1] و مدل سود باقی‌مانده ـ بوجود آمده است بیشتر به دلیل سادگی تخمین این مدل‌ها باشد. در واقع به نظر می‌رسد سادگی در اجرا انگیزه نیرومندی برای انجام بخش زیادی از پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی بوده است. هر چند که این امر ممکن است ویژگی مطلوبی باشد؛ ولی مطمئناً نه به قیمت عدم درک بنیادی از موضوعات مورد پژوهش.

پژوهشگران تجربی حسابداری مالی معمولاً در فهم ماهیت اساسی مدل‌های اولسونی ناموفق هستند. مدل‌های اولسونی و تخمین‌هایشان پیش از این نیز مورد انتقاد قرار گرفته‌اند (برای مثال: لو و لیز [6]؛ رایان، [7] و بیور ،[8]). استدلال‌های مطرح شده در این مقاله تا حد زیادی نسبت به مقاله‌های پیشین متفاوت است و به طور عمده بر مسائل مفهومی تمرکز دارد. اول این‌که مدل‌های اولسونی در واقع مدل‌های تخصیص حسابداری هستند؛ تا مدل‌های ارزشیابی حسابداری. در این مدل‌های تخصیصی، ارزش شرکت به واسطه پویایی سودهای تقسیمی و بر اساس استدلال‌ غیرآربیتراژی محاسبه می‌شود. به عبارت دیگر، با داشتن سودهای تقسیمی مورد انتظار، ارزش آتی شرکت بدست می‌آید و حسابداری در روند این ارزیابی هیچ نقشی ندارد. سپس حسابداری (اساساً به طور مصنوعی) از طریق رابطه مازاد بدون محدودیت (تمیز) به معادله اضافه شده و ارقام حسابداری جایگزین سودهای تقسیمی می‌گردد. مصنوعی بودن به این دلیل است که در این مدل‌ها هیچ نیازی به اطلاعات حسابداری وجود ندارد و استفاده از سود تقسیمی در مدل کافی است. مقاله‌های زیادی اطلاعات حسابداری و متغیرهای دیگری (فراتر از سود و ارزش دفتری) را به طور دلخواهانه به عنوان نماینده‌ای برای "دیگر اطلاعات مربوط" به مدل‌های اولسونی اضافه کرده‌اند. از آنجا که (با فرض نبود آربیتراژ) ارزش شرکت از قبل مشخص است، تنها کاری که در این مدل‌ها انجام می‌شود، تخصیص ارزش شرکت به ارقام حسابداری می‌باشد. در مدل اصلی اولسون [1] بدون توجه به "دیگر اطلاعات مربوط"، ارزش شرکت به ارزش دفتری (با وزن یک) و به سودهای غیر عادی با وزن ω/(Rf - ω) تخصیص داده شده است. در این مدل ω پارامتر پایداری سودهای غیر عادی و Rf نرخ بازده بدون ریسک (بعلاوه یک) می‌باشد. برخلاف این مدل، در مدل فلتهام و اولسون (1995) ارزش شرکت به ارزش دفتری (یا خالص دارایی‌های مالی) با وزن یک، به سودهای غیر عملیاتی با وزن ω11/(Rf - ω11) و به دارایی‌های عملیاتی با وزن ω12Rf/(Rf - ω11) (Rf - ω22) تخصیص داده شده است. در این مدل ω11 پارامتر پایداری سودهای عملیاتی غیر عادی، ω12 پارامتر مرتبط کننده دارایی‌های عملیاتی به سودهای عملیاتی غیر عادی و ω22 پارامتر پایداری دارایی‌های عملیاتی می‌باشد. تفاوت این دو مدل در این است که در مدل اولسون (1995) فرض شده است حسابداری خنثی می‌باشد، به این معنی که حسابداری نه محافظه‌کارانه است و نه متهورانه، ولی در مدل فلتهام و اولسون [1] فرض شده است حسابداری محافظه‌کارانه (و شرکت در حال رشد) می‌باشد. ارزش شرکت در مدل فلتهام و اولسون [3 و4]شامل دارایی‌های عملیاتی به عنوان یکی از عوامل اضافه شده به ارزش می‌باشد، چون فرض می‌شود سودهای محافظه‌کارانه حسابداری، رشد آتی شرکت را کمتر از واقع نشان می‌دهد. به عبارت دیگر تخصیص ارزش شرکت به یک متغیر حسابداری خاص به دانستن جنس حسابداری شرکت بستگی دارد. در مثال پیش و با فرض رشد شرکت، هرچه شرکت محافظه‌کارتر باشد، مقدار بیشتری از ارزش شرکت به جای این‌که به سودهای عملیاتی تخصیص داده شود؛ به دارایی‌های عملیاتی تخصیص داده خواهد شد. از دیگر سو، مشکل ارزیابی با وجود متغیرهای کلی و تعریف نشده "دیگر اطلاعات مربوط" تشدید می‌شود، زیرا با وجود این متغیرها در مدل، بخشی از ارزش شرکت نیز به این متغیرها تخصیص داده خواهد شد. سؤالی که بوجود می‌آید این است که کدام یک از دیگر متغیرها مربوط هستند ـ خود مدل این متغیرها را مشخص ننموده است ـ و اگر متغیرهایی که حاوی اطلاعات مربوط هستند بین شرکت‌ها و صنایع مختلف متفاوت باشد؛ چه باید کرد؟ دلیل ورود متغیرهای "دیگر اطلاعات مربوط" به مدل این است که ما می‌دانیم ارزش شرکت علاوه بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام یا سود تابع متغیرهای دیگری نیز می‌باشد. ضعف این رویکرد در این است که این متغیرها از پیش توسط مدل مشخص نشده است و این امر مدل را رد ناپذیر می‌نماید. بنابراین دلیل پیش‌بینی‌های نادرست مدل ممکن است انتخاب نادرست معیارهای تجربی برای دیگر متغیرهای مربوط باشد.

از سوی دیگر، از آنجا که مدل‌های اولسونی ارزش از پیش معلوم شرکت را به متغیرهای حسابداری تخصیص می‌دهند، این مدل‌ها اساساً نمی‌توانند ارزیابی معنی‌داری از ارزش شرکت ارائه نمایند. این گفته تلویحاً بیان می‌دارد که نمی‌توان از مدل‌های اولسونی در تعیین بیشتر یا کمتر از واقع بودن ارزش شرکت و همچنین تخمین ارزش ذاتی بر اساس ارقام حسابداری متفاوت از قیمت بازار استفاده نمود[[1]](#footnote-1). اگر استفاده از ارقام حسابداری منتج به ارزشی غیر از ارزش بازار گردد، این معنی قابل برداشت خواهد بود که ارزش از پیش معلوم شرکت "به طور صحیح" به ارقام حسابداری تخصیص داده نشده است. بنابراین استفاده از مدل‌های اولسونی برای اندازه گیری ارزش ذاتی یا تعیین بیشتر یا کمتر از واقع بودن ارزش شرکت دارای مشکل مفهومی می‌باشد.

البته به نظر می‌رسد حداقل در مدل‌های خطی اولسونی می‌توان به طور معکوس از متغیرهای حسابداری به ارزش شرکت رسید، ولی این امر نیازمند دو عامل می‌باشد: 1) اطلاع قبلی از سیاست‌های حسابداری شرکت، مانند مقدار محافظه‌کاری حسابداری شرکت، 2) دانستن متغیرهای "دیگر اطلاعات مربوط"، و یا جایگزینی این متغیرها با متغیرهای مورد انتظار (تخمینی). به هر حال این حقیقت که سیاست‌های محافظه‌کارانه از خارج شرکت قابل مشاهده نیست در استفاده از مدل‌های اولسونی برای ارزیابی شرکت‌ها مشکلات تجربی اساسی ایجاد می‌نماید. برای مثال تا زمانی که سیاست‌ها و درجه محافظه‌کاری شرکت از پیش مشخص نباشد، نمی‌توان فهمید آیا دارایی‌های عملیاتی باید به عنوان متغیر مربوط وارد پژوهش شوند یا خیر.

بحث پیشین از این حقیقت نشأت گرفته است که بیشتر مدل‌های اولسونی بر اساس فرض بی‌طرفی نسبت به ریسک تعریف شده‌اند. از آنجا که جهان بدون ریسک نمی‌باشد، یافتن حدود صحت تخمین‌های تجربی این مدل‌ها دشوار می‌شود. فلتهام و اولسون [5] در مقاله‌ای مدل پایه سود باقی‌مانده را گسترش داده و ریسک را نیز وارد مدل نمودند، به گونه‌ای که ارزش شرکت در این مدل برابر بود با مجموع ارزش دفتری، سودهای غیر عادی وزنی (مانند مدل‌های بی‌طرف نسبت به ریسک) و جمع کواریانس متغیرهای تعدیل کننده ریسک. تا به حال مقاله‌های تجربی خیلی اندکی در زمینه حسابداری سعی کرده‌اند ریسک را نیز وارد مدل نمایند. یکی از استثناها در این زمینه نکراسوف و شروف [9] هستند که از مدل گسترده سود باقی‌مانده فلتهام و اولسون [5] برای تخمین خود استفاده کرده‌اند. اگرچه آن‌ها در مدل خود ریسک را لحاظ کرده‌اند؛ ولی این واقعیت تجربی را در نظر نگرفته‌اند که ریسک نسبت به زمان تغییر می‌نماید. اخیراً لایل و همکاران [10] سیستم گسترده‌ای از عوامل پویا که شامل ریسک نیز می‌شود را در قالب مدل سود باقی‌مانده فلتهام و اولسون [5] به کار گرفته‌اند. علاوه بر حصول راه‌حل خطی دارای فرم بسته که مطابق تخمین تجربی است، ساختار پویای ریسک و نتایج تجربی آن‌ها با شواهد تجربی بسیار در ادبیات مالی و حسابداری مبنی بر متغیر بودن هزینه سرمایه (بازده مورد انتظار) در طول زمان سازگاری دارد. مسئله با اهمیت دیگر در پژوهش آن‌ها این است که هزینه سرمایه استخراج شده از مدل آن‌ها به تنهایی تابع ویژگی‌های قابل مشاهده حسابداری و دیگر خصوصیت‌های بنیادی شرکت می‌باشد. بر خلاف کوواریانس‌های غیر قابل مشاهده و اطلاعات "مربوط" غیر قابل شناسایی، این ویژگی‌ها به روشنی قابل تعریف و اندازه‌گیری هستند (مثل اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت). ولی کماکان مدل آن‌ها ابتدایی می‌باشد و بسیاری از مسائل مهم حسابداری نظیر محافظه کاری را پوشش نمی‌دهد.

**2 ـ 2. ارزشیابی‌های حسابداری و مدل‌سازی ساختاری**

به جز چند استثنای قابل ذکر، پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی بر اساس مدل‌های ساختاری انجام نشده‌اند و این امر علی‌رغم این واقعیت است که رویه‌های حسابداری منجر به ایجاد ساختار خطی در ارقام حسابداری می‌شود، به گونه‌ای که ارقام حسابداری از نظر ساختاری به یکدیگر مرتبط می‌باشند. ماهیت مازاد بدون محدودیت (تمیز) نمونه‌ای در این زمینه می‌باشد. هرچند حتی زمانی که پژوهشگران تجربی حسابداری از مدل‌های ساختاری برای ایجاد فرضیه‌های آزمون‌پذیر استفاده می‌نمایند، در نهایت ساختار را رها نموده و رگرسیونی "بی‌دقت" را اجرا می‌نمایند که در آن متغیرهای دلخواه سازگار با مدل مورد آزمون قرار می‌گیرند، ولی خود ساختار مدل مورد آزمون قرار نمی‌گیرد.

در این زمینه می‌توان به مدل اصلی اولسون [1] اشاره نمود. این مدل از دو معادله ساختاری مرتبط با یکدیگر تشکیل شده است، معادله پویایی سودهای غیرعادی و معادله پویایی قیمت. در این مدل ساختار پویایی سودهای غیرعادی (بخشی از)، ساختار معادله قیمت را تعیین می‌کند. بنابراین در مدل استاندارد اولسون سودهای غیر عادی در زمان t تابع خود ـ رگرسیون خطی از سودهای غیرعادی در زمان t-1 می‌باشد. به همین دلیل قیمت نیز (علاوه بر ارزش دفتری) فقط تابع سودهای هم دوره‌اش می‌باشد. حال فرض کنید ساختار سودهای غیرعادی را عوض نماییم. به طور خاص فرض کنید ساختار به گونه‌ای باشد که سودهای غیر عادی در زمان t تابع خطی از سودهای غیرعادی در زمان t-1 و سودهای غیرعادی در زمان t-2 باشد. بنابراین به طور مستقیم می‌توان نشان داد قیمت نیز تابع خطی از سودهای غیر عادی در زمان‌های t و سودهای غیر عادی در زمان t-1 خواهد بود. این رابطه تعمیم‌پذیر می‌باشد. اگر ساختار مدل به گونه‌ای باشد که سودهای غیر عادی در زمان t تابع خطی از سودهای غیر عادی در زمان‌های t-1، t-2، ....، t-n باشد، بنابراین قیمت نیز تابع خطی از سودهای غیرعادی در زمان‌های t تا t-n-1 خواهد بود [11]. این نکته ساده معمولاً در ادبیات پژوهش‌های تجربی مورد توجه قرار نگرفته است. برای مثال دیچاو و همکاران [12] در پژوهش تجربی تأثیرگذاری فرض کردند تغییرات سودهای غیرعادی علاوه بر خود سودهای غیر عادی تحت تأثیر 5 متغیر دیگر می‌باشد، با این حال آن‌ها فرض نمودند معادله قیمت‌گذاری نسبت به حالت معمول بدون تغییر باقی می‌ماند. این مسئله پیش از این توسط مایرز [13] و مورل [14] ذکر شده است. به طور مشابه لو و لیز [6] در نقدی که بر پژوهش‌های باریوسف و همکاران [15] و مورل [16] درباره آزمون مستقیم معادلات اولسون داشتند، به این نکته اشاره‌ای نداشتند که روابط متغیرها و معادله قیمت‌گذاری نسبت به یکدیگر مستقل نیستند. به طور خاص، این ساختار تاخیری چندگانه روابط است که متغیرهای دلخواه و ساختارشان در معادله قیمت‌گذاری را مشخص می‌کند. تخمین بهینه مدل اولسون نیازمند این است که معادله قیمت‌گذاری و معادله پویایی سودها به طور همزمان تخمین زده شوند. با این حال پژوهش‌های بسیار اندکی وجود دارد که این‌گونه عمل کرده باشند. برای نمونه مورل [14] در پژوهش خود به این نکته توجه نموده است.

به نظر می‌رسد کم بودن مدل‌سازی ساختاری در پژوهش‌های تجربی حسابداری تا حدی به نفع خود محققان حسابداری باشد. پژوهشگران حسابداری همواره تمایل داشته‌اند بر اهمیت انگیزه‌ها تاکید نمایند، ولی به ندرت به انگیزه‌های خود اشاره داشته‌اند. رد کردن فرض صفر بر اساس رگرسیونی که فاقد ساختار است؛ با رد کردن فرض صفر بر مبنای رگرسیونی بر اساس مدل ساختاری بسیار متفاوت است. در حالت اول؛ فقط علائم ضرایب همبستگی اهمیت دارد، ولی در حالت دوم شدت رابطه نیز دارای اهمیت می‌باشد. در این‌باره مدل‌های اولسونی کاملاً گویا هستند. معمولا در این مدل‌ها معادله پویایی قیمت به گونه‌ای تخمین زده شود که منجر به ایجاد ضرایب مثبت در ارزش دفتری گردد و بدین‌وسیله فرض صفر مبنی بر این‌که ارزش دفتری در ارزیابی مربوط نیست، رد شود. مواجه شدن با ضریبی با اختلاف زیاد از یک برای ارزش دفتری (که ساختار مدل آن را می‌طلبد) بسیار چالش برانگیز خواهد بود. در واقع شواهد قدرتمند تجربی نشان می‌دهد ضریب همبستگی برای ارزش دفتری 3 می‌باشد و تفاوت زیاد و معنی‌داری با 1 دارد [17].

ابطال‌پذیری مدل نیز مسئله مهمی می‌باشد که پیش از این در فلسفه علم بحث شده است. با این حال تقریباً تمام مدل‌های پیشنهاد شده در ادبیات حسابداری ابطال‌ناپذیر می‌باشند. به نظر می‌رسد هر بررسی عمیقی در ادبیات حسابداری نتایج اصلی را تأیید می‌نماید. از این امر فقط می‌توان این‌گونه نتیجه‌گیری کرد که پژوهشگران حسابداری بیش از دیگر دانشمندان ثبات و وحدت نظر دارند. علاوه بر این، حتی به نظر می‌رسد در مواردی که مدل با شواهد و داده‌ها رد شده است؛ هنوز راه فراری وجود داشته باشد. برای مثال، می‌تواند گفته شود کالن و سیگال [17] با یافتن ضریب همبستگی معنی‌دار 3 (به جای 1) برای ارزش دفتری، مدل فلتهام و اولسون [4] را رد نکردند، بلکه توجیه "ضریب بیشتر از ارزش دفتری ممکن است نشان دهنده تأمین مالی غیر قابل مشاهده برون ترازنامه‌ای باشد" آورده شد. سوالی که پیش می‌آید این است که اگر نمی‌توان مدل‌ها را رد کرد، چرا تا این حد بر آزمون تجربی تاکید می‌شود؟ در هر حال، هر مدلی همیشه تحت بعضی از شرایط درست است. پاسخ این است که داده‌ها، مدل فلتهام و اولسون را رد می‌کنند، زیرا این داده‌ها وجود ضریب همبستگی 1 برای ارزش دفتری را رد می‌کنند. اگر دارایی‌های گزارش نشده در ترازنامه برای ارزیابی مهم باشند، باید مدلی طراحی شود که این عامل را نیز در نظر بگیرد. همچنین باید دید این مدل جدید چه پیش‌بینی درباره ضریب همبستگی ارزش دفتری ارائه می‌نماید. ولی درباره مدل فلتهام و اولسون [2] باید گفت این مدل بوسیله داده‌ها و شواهد تجربی رد شده است.

**2 ـ 3. ارزشیابی‌های حسابداری و هزینه سرمایه**

پژوهش‌های حسابداری در زمینه هزینه سرمایه از دو جهت دارای اهمیت بالقوه می‌باشند، هم از نقطه نظر عملی و هم از نظر پویایی و تحرک بخشیدن به پژوهش‌های حسابداری. برای مثال، در سطح عملی از هزینه سرمایه می‌توان در ارزیابی سرمایه‌گذاری و تهیه شاخص برای ارزیابی عملکرد مدیران استفاده نمود. در سطح پژوهش‌هایی نیز برای مثال، میزان قابل توجهی از پژوهش‌های در زمینه‌های افشای حسابداری با پذیرفتن این فرض انجام می‌شود که افشا، هزینه سرمایه شرکت را کاهش می‌دهد.

در پژوهش‌های حسابداری، معمولاً هزینه سرمایه غیرمستقیم (ضمنی) می‌باشد؛ به این معنی که هزینه سرمایه بوسیله نرخ بازده داخلی که قیمت مشخص جاری را به جریان‌های نقدی تخمینی آتی مرتبط می‌سازد، محاسبه می‌شود. این جریان‌های نقدی آتی معمولاً با یک مدل اولسونی برآورد می‌شوند. اکثر مطالعات تجربی انجام شده فرض می‌کنند نرخ بازده داخلی بدست آمده نشان دهنده هزینه سرمایه شرکت است. در این حالت اگر جریان‌های نقدی استفاده شده در صورت کسر به طور مناسب نسبت به ریسک تعدیل شده باشند، نرخ هزینه سرمایه نیز لزوماً باید نرخی بدون ریسک باشد. ولی هدف چنین کاری چه می‌تواند باشد؟ اگر جریان‌های نقدی نسبت به ریسک تعدیل نشده باشند، تخمین حاصل فقط تحت مفروضات و شرایط بسیار محدودی می‌تواند به هزینه سرمایه نزدیک باشد. پیش از این ساموئلسون [18] و اولسون [2] نیز به این امر اشاره نموده‌اند.

بدون توجه به این‌که مدل ریسک را به طور مناسب در نظر گرفته است یا خیر، در پژوهش‌های تجربی حسابداری معمول است که برای ارزیابی جریان‌های نقدی از مدل‌های اولسونی و برای تعیین هزینه سرمایه از انواع مدل‌های CAPM استفاده می‌شود. به نظر دوگانگی مذکور از این مسئله ناشی شده است که اگر برای تعیین ارزش شرکت از یک مدل اولسونی استفاده شود، دیگر نمی‌توان آن مدل را برعکس نموده و هزینه سرمایه را به صورت معکوس از همان مدل بدست آورد. بنابراین اگر از مدلی به صورت معکوس برای بدست آوردن هزینه سرمایه استفاده شد، دیگر نمی‌توان از همان برای تعیین ارزش شرکت استفاده نمود. با این حساب استفاده مناسب از مدل‌های اولسونی برای اهداف ارزشیابی نیازمند استفاده از برخی تخمین‌های هزینه سرمایه ـ برای مثال محاسبه سودهای غیر عادی ـ می‌باشد. رویکرد معمول در ادغام دو مدل و استفاده از یک مدل برای ارزشیابی و از دیگری برای تخمین هزینه سرمایه، به دو دلیل مشکل‌ساز می‌باشد. اول این‌که، همان‌گونه که به صراحت در ادبیات پژوهش هزینه سرمایه بیان شده است، ارزش شرکت و هزینه سرمایه‌اش به طور مشترک و توأم با یکدیگر تعیین می‌شوند، زیرا ادبیات پژوهش این‌گونه فرض می‌کند که قیمت بازار هم جریان‌های نقدی آتی (سود) و هم نرخ تنزیل را درون خود دارد. تخمین ارزش شرکت از یک مدل و هزینه سرمایه از مدل دیگر به طور واضحی این همزمانی را نادیده می‌گیرد. دوم و حتی مهم‌تر این‌که در صورت تخمین قیمت با استفاده از یک مدل اولسونی و تخمین هزینه سرمایه با استفاده از یکی از انواع مدل CAPM، این پیش‌فرض باید وجود داشته باشد که اساساً این دو مدل معادل یکدیگر هستند، در صورتی که اساساً این‌گونه نمی‌باشد. هیچ مدلی نمی‌تواند الزاماً معادل مدل دیگری باشد.

دو راه حل بالقوه برای این مسئله وجود دارد. اول این‌که می‌توان با استفاده از یک مدل ساختاری غیر خطی (مانند مورل [13]) هم ارزش و هم هزینه سرمایه را در سطح شرکت تخمین زد. راه دوم این است که مانند لایل و همکاران [10]، می‌توان هم عوامل متغیر معادله نرخ تنزیل و هم متغیرهای سودهای غیرعادی را در شکل گسترده مدل فلتهام و اولسون [5] جایگزین نمود. در مدل مزبور، معادله ارزشیابی به طور مستقیم از معادله بازده و همچنین معادله هزینه سرمایه (بازده مورد انتظار) استخراج می‌شود. در این حالت هم ارزش شرکت و هم هزینه سرمایه می‌تواند با استفاده از یک مدل تخمین زده شود.

**2 ـ 4. اعتبار هزینه سرمایه**

از آنجا که هزینه سرمایه واقعی شرکت غیر قابل مشاهده است، به سختی می‌توان گفت یک مدل هزینه سرمایه خوب، باید چگونه باشد. در ادبیات حسابداری در ابتدا سعی می‌شد با مرتبط ساختن هزینه سرمایه به متغیرهایی که فرض می‌شد به هزینه سرمایه شرکت ارتباط دارند، تخمین هزینه سرمایه را معتبر سازند (نگاه کنید به بوتوسان [19]؛ بوتوسان و پلاملی [20]). این رویکرد یک استدلال دوری1 بود (به معنی به کار بردن مقدمه‌ای که صحت آن وابسته به صحت نتیجه استدلال است) و خود چیز جدیدی برای ارائه نداشت [21].

به طور کلی بعضی از مدل‌های هزینه سرمایه به سادگی قابل رد هستند. مدل PEG [22] مثال واضحی در این‌باره می‌باشد، زیرا هر بار که پیش‌بینی‌های دوره دوم کمتر از پیش‌بینی‌های دوره اول باشد و یا هر بار که زیان‌های متوالی پیش‌بینی شود، این مدل رد می‌شود. معمولاً این وضعیت در بیست و پنج درصد اوقات اتفاق می‌افتد. مدلی که برای درست بودن باید بیست و پنج درصد مشاهدات را نادیده بگیرد، امکان ندارد که بتواند معنی دار باشد. در اینجا مشکل نبود داده‌های مورد نیاز نمی‌باشد، بلکه مشکل خود داده‌ها هستند. این مسئله با توجه به ادعای اخیر بوتوسان و همکاران [22] مبنی بر این‌که مدل PEG یکی از بهترین مدل‌های هزینه سرمایه است، اندکی ناخوشایند می‌باشد.

در ادبیات پژوهش در زمینه قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، بهینه بودن مدل‌های هزینه سرمایه (بازده مورد انتظار) با ارجاع به بازده تحقق یافته اندازه گیری می‌شود. به عبارت دیگر، مدل هزینه سرمایه‌ای که همبستگی بیشتری با بازده تحقق یافته دوره بعد (چه در سطح شرکت، چه در سطح پرتفوی) داشته باشد و یا این‌که بتواند بازده تحقق یافته دوره بعد را بهتر پیش‌بینی کند، مدل بهتر و بهینه‌تری شناخته می‌شود. یک انتقاد وارد به این رویکرد این است که بازده تحقق یافته معیار خوبی برای اندازه‌گیری بازده مورد انتظار نمی‌باشد، زیرا بازده تحقق یافته هم اثرات خبری جریان‌های نقدی را درون خود منعکس می‌نماید و هم اثرات خبری بازده مورد انتظار را شامل می‌شود (التون [24]؛ کالن و سیگال، [25]؛ بوتوسان و همکاران [22]). بنابراین برای حل این مشکل پیشنهاد شده است که ابتدا اثرات جریان‌های نقدی و نرخ تنزیل در نظر گرفته شود؛ و سپس باید دید کدام مدل هزینه سرمایه بازده تحقق یافته تعدیل شده نسبت به این اثرات را بهتر پیش‌بینی می‌کند (ایستون و موناهان، [26]؛ اوگنوا [27]؛ لاروک، [28]). مسئله این است که طبق تعریف، اثرات خبری دارای معنی صفر هستند و از پیش غیرقابل‌پیش‌بینی می‌باشند. بعلاوه تخمین‌های جریان‌های نقدی و نرخ تنزیل، خود دارای مدل مستقل هستند. بنابراین تعدیل بازده تحقق یافته نسبت به اقلام خبری تخمینی، منجر به ایجاد یک تخمین مدل‌سازی شده دیگر از هزینه سرمایه می‌شود. بنابراین این قاعده که می‌توان از تخمین‌های تعدیل شده بازده برای قضاوت درباره مدل‌های هزینه سرمایه استفاده کرد، غیر واضح و گنگ می‌باشد.

علی‌رغم ادعاهای اخیر مبنی بر این‌که استفاده از بازده تحقق یافته تعدیل شده نسبت به اقلام خبری نتایج بسیار بهتری به دنبال خواهد داشت (بوتوسان و همکاران [22]؛ اوگنوا [27])، همان‌گونه که با آزمون قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مشخص گردید، تردید قابل ملاحظه‌ای نسبت به ارزش و صحت این‌گونه یافته‌ها بوجود می‌آید. برای مثال، لاروک [29] با استفاده از تخمین VAR1 دریافت که پس از کنترل اثرات خبری بازده مورد انتظار و اثرات خبری جریان‌های نقدی، رابطه معنی‌داری بین بازده تحقق یافته و هزینه سرمایه وجود دارد. به هر حال تخمین‌های بدست آمده از بازده مورد انتظار توسط لاروک [28 و 29] و اوگنوا [27] که به واسطه بازده تحقق یافته تعدیل شده نسبت به اثرات خبری جریان‌های نقدی و اثرات خبری بازده مورد انتظار محاسبه شده است، معمولاً کمتر از نرخ بازده بدون ریسک (و حتی گاهی اوقات منفی) بوده و در تناقض آشکار با هر معادله معنی‌دار قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای می‌باشد.

**2 ـ 5. تغییر هزینه سرمایه در طول زمان**

همان‌گونه که پیش‌تر ذکر شد، پژوهش‌های زیادی در ادبیات حسابداری وجود دارد که نشان می‌دهد هزینه سرمایه در طول زمان تغییر می‌کند. این امر نشان می‌دهد تخمین‌های ثابت و ایستا از هزینه سرمایه (نظیر مدل ذکر شده در بالا) الزاماً دارای سوگیری می‌باشند. هزینه سرمایه محاسبه شده در پژوهش‌های فقط یک بازده میانگین است که با داشتن قیمت جاری سهام شرکت و یک مدل ارزشیابی، تخمین‌های جریان‌های نقدی را با قیمت جاری سهام معادل قرار می‌دهد (البته به طور کلی هزینه سرمایه با بازده میانگین برابر نمی‌باشد). این دیدگاه مشابه نحوه محاسبه بازده تا سررسید اوراق قرضه می‌باشد. با این تفاوت که فقط در صورتی که ساختار زمانی پرداخت بهره خطی و ثابت باشد، بازده تا سررسید سودهای مورد انتظار را منعکس می‌نماید. برای درک این مطلب فرض کنید شرکت دارای جریان‌های نقدی مورد انتظار (سود سهام) 800 در سال 1 و 1000 در سال 2 باشد و پس از آن هیچ جریان نقدی دیگری مورد انتظار نباشد. فرض کنید هزینه سرمایه مورد نتظار در سال اول 2.5% و در سال دوم 5% باشد. بر اساس این اطلاعات قیمت جاری سهام شرکت 1709.64دلار خواهد بود

 (1709.64 = 800/(1.025) + 1000/(1.025)(1.05) = 800/(1.03375) + 1000/(1.03375)2 ).

در این حالت طبق فرض، هزینه سرمایه برآوردی طبق مدل برای هر دو سال 3.375% می‌باشد. به عبارت دیگر هزینه سرمایه محاسبه شده در سال اول 35% بیشتر از هزینه سرمایه واقعی شرکت و در سال دوم 48% کمتر از هزینه سرمایه واقعی شرکت می‌باشد. در این مثال نه تنها هزینه سرمایه ایستای محاسبه شده اطلاعات به شدت تحریف شده‌ای در اختیار تصمیم‌گیران می‌دهد، بلکه بر روی محاسبات دیگر نظیر برنامه حقوق و مزایای مدیران و ارزیابی مزایای بازنشستگی نیز اثر منفی خواهد داشت.

یک روش برای تخمین هزینه سرمایه متغیر در طول زمان، استفاده از دارایی‌های مبادله شده نظیر پیمان‌های آتی برای ارزیابی ریسک جریان‌های نقدی آتی می‌باشد [30]. متاسفانه پیمان‌های آتی در همه شرکت‌ها مبادله نمی‌شوند. کالن و لایل [31] با استفاده از اختیار فروش و اختیار خرید آینده‌نگر2 یک نوع پیمان آتی ترکیبی ایجاد کردند و در نهایت از این پیمان آتی ترکیبی در تخمین ساختار زمانی هزینه سرمایه (و صرف ریسک) در سطح شرکت استفاده نمودند. یافته‌های آنان حاکی از این بود که ساختار زمانی هزینه سرمایه در اکثر سال‌ها و صنایع دارای شیب مثبت و شکل منحنی مقعر می‌باشد؛ مانند تقعر ساختار زمانی نرخ بهره، با این استثنا که در سال‌های بحرانی 2008 – 2009 ساختار زمانی هزینه سرمایه برخی شرکت‌ها دارای شیب منفی و حتی شکل محدب بوده است. این پیش‌بینی‌ها نمی‌تواند راه‌گشای همه مشکلات باشد، زیرا پیمان‌های آتی فقط در شرکت‌های بزرگ مبادله شده و طولانی‌ترین دوره سررسید این اوراق از دو سال بیشتر نمی‌باشد. با این حال توانایی تخمین هزینه سرمایه در سطح شرکت (حتی برای دو سال پیش‌رو) می‌تواند برای شاغلان در بازار سرمایه، قانون گذاران و پژوهشگران سودمند باشد.

**3. معیارهای اندازه‌گیری متغیرها در پژوهش‌های حسابداری**

مسئله مهم دیگر، تمایل پژهشگران تجربی حسابداری مالی به پذیرش معیارهای خاص اندازه‌گیری به عنوان "حقیقت"، بدون بررسی و ارزیابی دقیق تئوریک آن‌ها می‌باشد. در عوض همیشه این "شهود" است که حاکم این عرصه می‌باشد. همان‌گونه که دانشمندان و ریاضی‌دانان به خوبی آگاه هستند، شهود معمولاً گمراه کننده است. در این رابطه استفاده از معیارهای جونز یا دیچاو؛ دیچو برای اقلام تعهدی اختیاری به عنوان نماینده‌ای (معیار سنجش) برای مدیریت/کیفیت سود در ادبیات حسابداری، موردی شناخته شده می‌باشد. مدت‌هاست از این معیارها در پژوهش‌های استفاده می‌شود، با این حال این معیارها از هیچ رویه مدل‌سازی استخراج نشده‌اند. به نظر می‌رسد تمایل پژوهشگران به پذیرش این معیارها بدون ارزیابی دقیق تئوریک آن‌ها، ناشی از رضایت و خودمطمئنی پژوهشگران باشد. به هرحال، این معیارها به سادگی قابل محاسبه و بکارگیری هستند و خصوصیاتشان کاملاً مشخص می‌باشد. استفاده از آن‌ها راحت است و به همین دلیل از نظر تئوریک از جانب پژوهشگران مورد بررسی قرار نمی‌گیرند. موارد دیگر در ادامه ارائه می‌گردد.

**3 ـ 1. محافظه‌کاری مشروط**

بین مدل‌ها و معیارهای محافظه‌کاری مشروط که در ادبیات پژوهش‌های تجربی استفاده می‌شود، شکاف عمیقی وجود دارد. تا به امروز هیچ‌یک از معیارهای استفاده شده در پژوهش‌های تجربی از تعاریف بنیادی استخراج نشده‌اند. منظور از این ادعا این است که بین تعاریف محافظه‌کاری مشروط و شاخص‌های اندازه‌گیری آن نمی‌توان هیچ رابطه مشخصی پیدا نمود. در واقع به نظر می‌رسد که هیچ‌یک از این معیارها بر اساس تعریف دقیق محافظه‌کاری مشروط فرموله نشده‌اند. معیار باسو [32] (و مشتقات فراوان آن) مورد مشخصی درباره این موضوع می‌باشد. باسو محافظه‌کاری مشروط را این‌گونه تعریف می‌نماید: "گرایش حسابداران به در نظر گرفتن درجه بالاتری از تأییدپذیری برای شناسایی اخبار خوب نسبت به اخبار بد در صورت‌های مالی".

طبق تفسیر باسو از محافظه کاری، سودها خبر بد را خیلی سریع‌تر از خبر خوب منعکس می‌نمایند. ولی باسو هیچ‌گاه منظور دقیقش را از "تأییدپذیری" یا "سریع‌تر" مشخص نکرد. همچنین او هیچ‌گاه به طور دقیق معیارهایی را برای "درجه بالاتری از تأییدپذیری" و "خیلی سریع‌تر" تعریف ننمود. در نهایت باسو نمی‌تواند از نظر ریاضی اثبات نماید که چگونه تعریف او از محافظه‌کاری منجر به مدل رگرسیونی استفاده شده برای تخمین محافظه‌کاری مشروط می‌شود. پوپ و واکر [33] تلاش قابل توجهی برای مدل‌سازی رگرسیون باسو انجام می‌دهند. متاسفانه در مدل آن‌ها، قیمت بدون استفاده از سود شناسایی شده یا اثر محافظه کاری بر ویژگی‌های سری‌های زمانی سود شناسایی شده تعیین شده است. به همین دلیل رابطه استخراجی آن‌ها بین سود شناسایی شده و بازده دارای عمومیت نمی‌باشد. همچنین آن‌ها درجه محافظه‌کاری را مدل‌سازی نمی‌کنند. بعلاوه با توجه به تعریف باسو از محافظه‌کاری مشروط، نحوه محاسبه درجه محافظه‌کاری برای هر شرکت مشخص نمی‌باشد. به عبارت دیگر، نمی‌توان تعیین نمود کدام شرکت از دیگری محافظه‌کارتر است. بنابراین با توجه به زمینه شهودی مدل، معیار درجه محافظه کاری باسو با استفاده از ضرایب رگرسیونی نسبی متغیرهای بازده، همان‌گونه که توسط کالن و سیگال [34] نشان داده شده است، به طور کلی صحیح نمی‌باشد.

معیار باسو مسئله‌دارترین معیار محافظه کاری مشروط نمی‌باشد، چراکه باسو حداقل به صورت کلامی (غیر فرمولی) منظورش را از محافظه‌کاری تعریف می‌نماید. به نظر می‌رسد دیگر معیارهای معمول برای محافظه‌کاری مشروط نظیر اقلام تعهدی غیرعملیاتی، بیشتر بر اساس آرزو اندیشی3 و سادگی در محاسبه بوجود آمده باشند. ظاهرا تا به امروز تنها معیار محافظه کاری مشروط که دارای زیربنای تئوریک صحیح می‌باشد، معیار CR است که توسط کالن و همکاران [35] بوجود آمده است. به هر حال رابطه غیرخطی بین خبرهای سود، خبرهای نرخ تنزیل و بازده غیرمنتظره که مبنای معیار مزبور را تشکیل می‌دهد، فاقد اثبات ریاضی است. همچنین مدل آن‌ها فاقد معیار دقیق مبتنی بر تعاریف بنیادی برای اندازه‌گیری درجه محافظه کاری می‌باشد. برای اطلاع بیشتر از این مدل به کالن و سیگال [34] بنگرید. بر خلاف سادگی رگرسیون باسو، این مدل نیاز به معیارهای اقتصاد سنجی پیچیده‌ای دارد.

در سال‌های اخیر در عرصه پژوهش‌های تجربی انتقادهای زیادی نسبت به معیار باسو مطرح شده است [36-38]به هر حال به نظر می‌رسد معیار باسو (و مشتقات متنوع آن) به دلیل سادگی در محاسبه، کماکان بین معیارهای محافظه‌کاری انتخاب اول می‌باشد. موثرترین انتقاد به معیار باسو توسط دیتریش و همکاران [36] انجام شده است، زیرا انتقاد آنها به این امر توجه دارد که رگرسیون باسو الزاماً منجر به ایجاد ضرایب همبستگی دارای سوگیری می‌شود. به عبارت دیگر حتی اگر معیار باسو پایه تئوریک لازم را نیز داشته باشد، تخمین‌های تجربی رگرسیون فعلی باسو غیر قابل استفاده می‌باشد. لازم به ذکر است که انتقاد مزبور به سایر معیارهای محافظه‌کاری که مشابه معیار باسو هستند (نظیر معیار کیانگ [39] و خان و واتس [40]) نیز وارد می‌باشد. به طور خلاصه دیتریش و همکاران [36] بیان می‌دارند زمانی که بازده یک متغیر درونی باشد، هر رگرسیونی که بر اساس مثبت یا منفی بودن بازده مشروط شده باشد، الزاماً نسبت به انتخاب نمونه4 دارای سوگیری می‌باشد، زیرا بازده چه مثبت باشد چه منفی در این مدل متغیر بیرونی (مستقل) نمی‌باشد، بلکه بازده تابعی از ویژگی‌های شرکت است. دیتریش و همکاران راه‌حلی برای این مشکل ارائه نمی‌دهند. البته مسائلی از این نوع در ادبیات اقتصاد سنجی توسط هکمن و مادالا [41 و 42] به طور مفصل تجزیه و تحلیل شده است. یک راه حل احتمالی این است که تخمین رگرسیون‌های از نوع باسو با استفاده از تغییر روش رگرسیونی انجام گیرد. مانند کالن و همکاران [35] و کالن و سیگال [34]. روش شناسی باسو شامل یک تخمین متقابل با سه معادله رگرسیون می‌شود: معادله بازده مثبت، رگرسیون بازده منفی و یک رگرسیون گزینشی که رابطه بین محافظه کاری و ویژگی‌های شرکت را نشان می‌دهد. یکی دیگر از انتقادها به عمل گزینشی باسو توسط بیور و همکاران [8] مطرح شده است. البته مدل محافظه‌کاری آن‌ها چیزی فراتر از مدل باسو نمی‌باشد.

برای درک اهمیت مسئله گزیدگی احتمالی و تأثیر آن بر رگرسیون باسو، به مقاله جایارامان و شیواکومار [43] مراجعه نمایید. فرضیه آن‌ها بیان می‌دارد که تصویب قانون ضد تحصیل یک‌جای شرکت‌ها توسط کنگره آمریکا، باعث افزایش محافظه کاری ـ طبق معیار باسو ـ در شرکت‌های با فشار بالاتر قراردادهای بدهی شده است. فشار قراردادهای بدهی بوسیله (تغییرات در) اهرم اندازه‌گیری شده است. سپس آن‌ها نشان دادند ضرایب تخمینی بازده‌های منفی پس اجرای قانون مذکور مثبت بوده است، به خصوص برای شرکت‌هایی که قراردادهای بدهی با فشار بالاتری دارند. این نتیجه با محافظه‌کاری فزاینده در مدل باسو سازگاری دارد. مسئله این است که شرکت‌های با اهرم بالا نسبت به دیگر شرکت‌ها ریسکی‌تر هستند و بازده منفی و سودهای پایین بیشتری گزارش می‌نمایند. به عبارت دیگر نتایج آن‌ها الزاماً به دلیل افزایش محافظه‌کاری نبوده است، بلکه نتایج نشان دهنده این است که پژوهشگران نتوانسته‌اند نمونه خود را از نظر گزینشی به طور مناسب کنترل نمایند.

با توجه به انتقادهای بنیادی مطرح شده، این سؤال پیش می‌آید که چرا کماکان معیار باسو پرکاربردترین معیار محافظه کاری در پژوهش‌های حسابداری می‌باشد؟ به نظر می‌رسد محرک اصلی این امر سادگی در اجرا می‌باشد. چه چیزی ساده‌تر از به‌کارگیری یک رگرسیون خطی است؟

**3 ـ 2. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری؛ معیاری برای همه‌چیز، معیاری برای هیچ‌چیز**

از معیار نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (و معکوس آن) در ادبیات حسابداری به عنوان معیاری برای بسیاری از موضوعات استفاده می‌شود: رشد و فرصت‌های رشد، ارزش شرکت، قدرت انحصاری، عدم اطمینان درباره میانگین سودآوری، عدم تقارن اطلاعاتی، یکی از عوامل ریسک، سرمایه فکری و محافظه‌کاری مشروط. معیاری که چنین قلمرو وسیعی را پوشش می‌دهد احتمالاً در هریک از زمینه‌های خاص ذکر شده معیار ضعیفی می‌باشد. استفاده از این نسبت به عنوان معیاری برای ارزش شرکت، قدرت انحصاری، رشد و عدم اطمینان درباره میانگین سودآوری، معیار مسئله‌داری است، تنها به این دلیل که یکی از عوامل تعیین کننده این نسبت (ارزش دفتری) خود تابع سیاست‌های حسابداری نظیر محافظه‌کاری (چه مشروط، چه غیر مشروط) می‌باشد. هیچ نظریه معتبری وجود ندارد که بتواند نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری را به عدم تقارن اطلاعاتی یا محافظه‌کاری غیرمشروط مرتبط سازد؛ البته احتمال تأثیرگذاری محافظه‌کاری مشروط و غیرمشروط بر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالا می‌باشد. علاوه بر این؛ نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری یک عامل بیرونی (مستقل) نمی‌باشد، با این حال تعداد مقالاتی که از این نسبت به عنوان متغیر مستقل استفاده می‌کنند، بسیار زیاد است.

**3 ـ 3. مدیریت سود واقعی؛ متغیرهای بیرونی (مستقل) چه هستند؟**

به نظر می‌رسد معیار مدیریت سود واقعی در ادبیات حسابداری دارای بنیاد تئوریک مشخصی نمی‌باشد. البته این معیارها فراتر از مسائل تئوری، از ایرادات اقتصادسنجی مهمی نیز رنج می‌برند. در مدل‌های مذکور اساساً مشخص نیست که چه متغیری برون زا (مستقل) و چه متغیری درون‌زا است. برای مثال رویچودوری [44] در مقاله‌ای تأثیر گذار برای تعیین میزان مدیریت سود واقعی، جریان‌های نقدی عملیاتی را بر روی فروش دوره جاری و تغییرات فروش رگرسیون زده است تا سطح جریان‌های نقدی عملیاتی عادی را مشخص نماید. ولی جریان‌های نقدی و فروش به طور همزمان تعیین می‌شوند و هیچ‌یک نسبت به دیگری مستقل نیستند. این مسئله درباره دیگر معیارهای مدیریت سود واقعی رویچودوری نیز صادق است. در واقع درون‌زایی مسئله دامن‌گیری برای همه مطالعاتی است که متغیرهای مبتنی بر ارقام حسابداری را به یکدیگر مرتبط می‌سازند.

**3 ـ 4. کارایی سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر یا بیشتر از حد)**

بایدل و هیلاری [45] رابطه بین کیفیت حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری را مطالعه نموده‌اند. منظور آن‌ها از کارایی سرمایه‌گذاری حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری می‌باشد. آن‌ها حساسیت جریان‌های نقدی را با رگرسیون سرمایه‌گذاری بر روی جریان‌های نقدی دوره جاری و یا با استفاده از میانگین موزون جریان‌های نقدی در سری‌های زمانی سرمایه‌گذاری نسبت به سری‌های زمانی غیروزنی سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری نمودند. هر دو معیار استفاده شده مسئله‌دار می‌باشد. معیار رگرسیونی استفاده شده به این حقیقت توجه ندارد که سرمایه‌گذاری تصمیمی است که چند دوره را پوشش می‌دهد و سرمایه‌گذاری جاری به احتمال قوی تحت تأثیر سرمایه‌گذاری‌های گذشته و جریان‌های نقدی گذشته (سودآوری) می‌باشد. برای شواهد تجربی به باریوسف و همکاران [46] بنگرید. همان‌گونه که توسط آوازیان و کالن [47] نشان داده شده است میزان بهینه سرمایه‌گذاری در سطح شرکت تحت تأثیر رقابت در صنعت نیز قرار دارد. به علاوه این معیارها از پیش فرض می‌کنند سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی درونی (وابسته) می‌باشد و جریان‌های نقدی بیرونی (مستقل) هستند و به این امر توجه نمی‌شود که وابستگی جریان‌های نقدی به سرمایه‌گذاری نیز محتمل می‌باشد. با توجه به محدود بودن داده‌ها در این زمینه، نمی‌توان از این معیارها در سطح کل بازار یا کشور استفاده نمود، ولی مسلماً این معیارها در سطح شرکت قابل استفاده می‌باشند.

بایدل و همکاران [48] رابطه بین کیفیت حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری را به‌گونه‌ای مطالعه نمودند که کارایی سرمایه‌گذاری با استفاده از سرمایه‌گذاری کمتر یا بیشتر از حد اندازه‌گیری شده بود. سرمایه‌گذاری کمتر یا بیشتر از حد توسط باقی‌مانده رگرسیون سرمایه‌گذاری دوره آتی بر روی رشد فروش دوره فعلی اندازه‌گیری شده بود. رگرسیونی در این حد مبهم دارای فرض‌های ساده‌انگارانه وسیعی درباره استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بهینه شرکت می‌باشد. برای مثال، سرمایه‌گذاری تصمیمی است که چند دوره را پوشش می‌دهد و این‌که می‌توان سرمایه‌گذاری کمتر یا بیشتر از حد را در افق زمانی یک دوره‌ای حساب کرد، فرض ساده‌انگارانه‌ای است. همان‌گونه که در ادبیات پژوهش‌های پیمان‌های آتی مشخص شده است، مقدار و زمان‌بندی سرمایه‌گذاری تابعی از فرصت‌های رشد شرکت می‌باشد. با این حال برای این متغیر در تجزیه و تحلیل آن‌ها هیچ نقشی در نظر گرفته نشده است.

**4. تئوری حسابداری مالی و عوامل نادیده گرفته شده**

تئوری حسابداری مالی باید فرضیه‌های آزمون‌پذیری را برای پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی فراهم نموده و آنها را هدایت نماید. با این وجود، متاسفانه گرایشی در تئوری وجود دارد که به بعضی از عوامل اثرگذار مهم که باعث معنی‌دار شدن تئوری می‌گردند، توجهی نمی‌شود. این عوامل شامل هزینه معاملات، مالیات، محدودیت‌های فروش کوتاه مدت و موارد دیگر می‌شود. این درست است که مدل کردن تمامی عوامل اثرگذار بسیار دشوار است، ولی گاهی اوقات این عوامل قلب خود مسئله می‌باشند. این مسئله پیش‌تر توسط نظریه‌پردازان مطرح شده است ـ برای مثال بحث همر [49] درباره عوامل مدل نشده در مقاله پلانتین [50] ـ ولی به نظر می‌رسد این موضوع نیاز به تاکید و توجه بیشتری داشته باشد. در ادامه دو مثال در این زمینه مطرح می‌گردد.

گیگلر و همکاران [51] اثر محافظه کاری حسابداری بر قرارداد‌های بدهی را به دقت مدل‌سازی نموده‌اند. آن‌ها در مدل خویش فرض نمودند که سطح بدهی مثبت و نسبت به شرکت یک متغیر برون‌زا (مستقل) است. به عبارت دیگر، آن‌ها تصمیمات اهرمی را وارد مدل نکرده‌اند. این امر به خودی خود غیر معمول یا الزاماً مسئله‌ساز نمی‌باشد. به هر حال نمی‌توان کل عوامل را (به خصوص زمانی که مدل در این حد پیچیده می‌باشد) وارد مدل نمود. ولی مسئله این است که طبق فرض مدل آن‌ها بدهی هیچ ارزش مثبتی ندارد. مسلماً بدهی دارای هزینه می‌باشد و در این حالت هیچ عامل متوازن‌کننده‌ای برای آن وجود ندارد. بنابراین در این مدل هر شرکت باید فقط از حقوق صاحبان سهام تشکیل شده باشد، ولی مسلماً نمی‌توان اثرات پیمان‌های بدهی را برای یک شرکت فاقد بدهی تجزیه و تحلیل نمود. به طور خلاصه می‌توان گفت زمانی که ساختار سرمایه بهینه‌ای که توسط مدل تعیین می‌شود فاقد بدهی ‌می‌باشد، فرض مستقل بودن سطح بدهی بی‌معنی است. زمانی که طبق مدل فقط شرکت‌های غیر منطقی برای خود بدهی ایجاد می‌کنند، چگونه می‌توان به طور معقول اثرات پیمان‌های بدهی را توضیح داد؟

یک پاسخ احتمالی به این انتقاد می‌تواند این باشد که این مدل می‌تواند با اضافه نمودن سپر مالیاتی بهره توسعه یابد و در نهایت سطح بهینه‌ای از بدهی در مدل ارائه شود. ولی با توجه به پیچیدگی مدل، اضافه کردن مالیات، توضیح مدل را بسیار مشکل می‌سازد و این کار نتایج کیفی مدل را نیز تغییر نخواهد داد. به همین دلیل به نظر می‌رسد این پاسخ کفایت مناسب را نداشته باشد. از جانب دیگر مشخص نمی‌باشد آیا پس از اضافه نمودن اثر مالیات نتایج بدست آمده کماکان معتبر می‌مانند یا خیر. برای مثال کاملاً محتمل است که فرض بیرونی بودن (برون‌زایی) بدهی ـ و این‌که هیچ شرکتی در حالت بهینه بدهی نخواهد داشت ـ باعث شده است مقاله این‌گونه نتیجه‌گیری نماید که محافظه‌کاری حسابداری اساساً چیز بدی می‌باشد. به همین دلیل به نظر می‌رسد برای این‌که بتوان نتایج یک مدل را پذیرفت، باید اثرات مالیات (و دیگر عوامل اثرگذار) را در مدل در نظر گرفت.

البته در این زمینه مواردی بوده است که بعضی عوامل اثرگذار وارد مدل شده و بعضی دیگر رها شده‌اند، و دقیقاً این عوامل مدل نشده بودند که مربوط و تاثیرگذار بودند. بیر و گاتمن [52] در مقاله‌ خود مدلی برای افشای اختیاری درونی قبل از صدور سهام جدید برای تأمین مالی فرصت‌های جدید سرمایه‌گذاری طراحی نمودند. مسئله این است که سهامداران جدید بخشی از سود دارایی‌های جاری را برای خود می‌دانند. بنابراین مدیریت انگیزه دارد ارزش دارایی‌های موجود را بیش از واقع گزارش نماید تا سهامداران جدید حاضر شوند مبلغ بیشتری برای هر سهم جدید بپردازند. این‌گونه ارزش تقلیل یافته هر سهم به طور موثری کاهش می‌یابد. این مدل مدلی کاملاً خلاقانه است که دیدگاه جدیدی درباره افشای اختیاری ارائه می‌دهد. با این حال فرض اساسی و تلویحی مدل این است که سهامداران جدید به همراه سهامداران قدیمی از محل دارایی‌های جاری موجود منتفع می‌شوند. در هر صورت با توجه به این‌که دارایی‌های موجود انگیزه مدیر را منحرف می‌سازد، شرکت‌ها به جای این‌که به طور مستقیم سطح حقوق صاحبان سهام را افزایش دهند، ترجیح می‌دهند تأمین مالی پروژه‌ای انجام دهند؛ با این کار بازده سرمایه‌گذاری جدید و بازده دارایی‌های موجود از یکدیگر جدا می‌شود. به عبارت دیگر، تأمین مالی پروژه‌ای مشکل آنها را حل می‌سازد. بیر و گاتمن تأمین مالی پروژه‌ای و سایر عوامل اثرگذاری که ممکن است این رویکرد را پرهزینه سازد، در نظر نمی‌گیرند.

**5. نتیجه‌گیری**

هدف این مقاله مرور انتقادی بر گزیده‌ای از پژوهش‌های حسابداری مالی بود که بر سه موضوع پژوهش‌هایی متمرکز شده بود: ارزشیابی حسابداری (شامل هزینه سرمایه)، معیارهای تجربی پژوهش‌های حسابداری، و عوامل تاثیرگذار مدل نشده در تئوری حسابداری. به نظر می‌رسد پژوهش‌های حسابداری در این زمینه‌ها بیش از حد نسبت به صحت و درستی خود اطمینان دارند و به همین دلیل به استدلال‌های خلاقانه و انتقادی در این زمینه توجهی نمی‌شود. این اطمینان بیش از حد باعث می‌شود پژوهش‌های در این زمینه‌ها پویایی خود را از داده و نتوانند تاثیر لازم را داشته باشند. پژوهشگران تجربی غالباً به محدودیت‌های مدل‌های در دسترس توجهی نمی‌کنند و در نهایت نیز مدل‌ها را درست به‌کار نمی‌گیرند (یا در مواردی از آن‌ها سوء استفاده می‌کنند). مثال‌های مطرح شده در این مقاله درباره این موضوع شامل موارد زیر می‌شود: مدل‌سازی ساختاری و ابطال‌پذیری مدل؛ استفاده از مدل‌های ارزشیابی برای تعیین این‌که آیا شرکت کمتر یا بیشتر از واقع ارزش‌گذاری شده است در حالی که مدل‌های مذکور قابلیت استفاده برای این پدیده را ندارند؛ "ادغام" خود خواسته دو مدل جدا از یکدیگر؛ یک مدل برای ارزشیابی و دیگری برای نرخ تنزیل، و همچنین غفلت از محدودیت‌های تجربی ایجاد شده توسط مدل‌های ارزیابی بدون ریسک در تخمین هزینه سرمایه. دیگر مثال‌ها برای ضعف و نبود استدلال خلاقانه شامل این موارد می‌باشد: به‌کار گیری معیارهای یکسان برای موضوعات متفاوت بدون داشتن پایه تئوریک مناسب؛ تخمین رگرسیون‌هایی که الزاماً منجر به ایجاد ضرایب همبستگی دارای سوگیری می‌شود، در حالی که ادبیات اقتصاد سنجی راه حل‌های مناسبی ارائه نموده است؛ و تولید مدل‌های پیچیده‌ای که عوامل جانبی اثرگذار و دارای اهمیت اساسی برای موضوع پژوهش را پوشش نمی‌دهند.

پی‌نوشت

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Forward Looking Put Options | 2 | Vector AutoRegressive | 1 |
| Sample Selectivity | 4 | Wishful Thinking | 3 |

منابع

1. Ohlson JA. Earnings, book values, and dividends in security valuation. Contemporary Accounting Research 1995a;11(2):661–87.

2. Ohlson JA. A synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows, and earnings. Contemporary Accounting Research 1995b;6(2):648–76.

3. Feltham GA, Ohlson JA. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. Contemporary Accounting Research 1995;11(2):689–732.

4. Feltham GA, Ohlson JA. Uncertainty resolution and the theory of depreciation measurement. Journal of Accounting Research 1996;34(2):209–34.

5. Feltham GA, Ohlson JA. Residual earnings valuation with risk and stochastic interest rates. The Accounting Review 1999;74(2):165–83.

6. Lo K, Lys T. The Ohlson model: contribution to valuation theory, limitations and empirical applications. Journal of Accounting Auditing and Finance 2000;15(3):337–67.

7. Ryan S. Discussion: accounting conservatism and the valuation of accounting numbers: evidence on the Feltham–Ohlson (1996) model. Journal of Accounting Auditing and Finance 2000;15(3):293–9.

8. Beaver W, Landsman W, Owens E. Asymmetry in earnings timeliness and persistence: a simultaneous equations approach. Review of Accounting Studies 2012;17(4):781–806.

9. Nekrasov A, Shroff P. Fundamentals-based risk measurement in valuation. The Accounting Review 2009;84(6):1983.

10. Lyle MR, Callen JL, Elliott RJ. Dynamic expected risk, accounting-based stock valuation, and costs of capital. Review of Accounting Studies 2013.

11. Callen JL, Morel M. Linear valuation when abnormal earnings are AR(2). Review of Quantitative Finance and Accounting 2001;16(3):191–203.

12. Dechow PM, Hutton AP, Sloan RG. An empirical assessment of the residual income valuation model. Journal of Accounting and Economics 1999;26(1–3):1–34

13. Morel M. Endogenous parameter time series estimation: Ohlson versus alternative nested cash flow models. Journal of Business Finance and Accounting 2003;30(9–10):1341–63.

14. Myers JN. Implementing residual income valuation with linear information dynamics. The Accounting Review 1999;74(1):1–28.

15. Bar-Yosef S, Callen JL, Livnat J. Modeling dividends, earnings, and book value equity: an empirical investigation of the Ohlson valuation dynamics. Review of Accounting Studies 1996;1(3):207–24.

16. Morel M. Multi-lagged specification of the Ohlson model. Journal of Accounting Auditing and Finance 1999;14(2):147–61.

17. Callen JL, Segal D. An empirical test of the Feltham–Ohlson (1995) model. Review of Accounting Studies 2005;10(4):409–29.

18. Samuelson P. Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. Industrial Management Review 1965;Spring:41–9.

19. Botosan C. Disclosure level and the cost of equity capital. The Accounting Review 1997;72(3):323–49.

20. Botosan C, Plumlee M. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. Journal of Accounting Research 2002;40(1):21–41.

21. Easton PD. Estimating the cost of capital implied by market prices and accounting data. Foundations and Trends in Accounting 2009;2(4):241–364.

22. Easton PD. PE ratios, peg ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. The Accounting Review 2004;79(1):73–95.

23. Botosan C, Plumlee M, Wen H. The relation between expected returns, realized returns and firm risk characteristics. Contemporary Accounting Research 2011;28(4):1085–122.

24. Elton EJ. Presidential address: expected return, realized return, and asset pricing tests. Journal of Finance 1999;54(4):1199–220.

25. Callen JL, Segal D. Do accruals drive stock returns? A variance decomposition analysis Journal of Accounting Research 2004;42(3):527–60.

26. Easton PD, Monahan S. An evaluation of accounting-based measures of expected returns. The Accounting Review 2005;80(2):501–38.

27. Ogneva M. A re-examination of the cost-of-capital effects of accrual quality: evidence from the future realized returns. The Accounting Review 2012;87(4):1415–44.

28. Larocque S. Disclosure, analyst forecast bias, and the cost of equity capital.. Rotman School of Management, University of Toronto; 2009. [Doctoral Thesis].

29. Larocque S. Analysts’ earnings forecast errors and cost of equity capital estimates. Review of Accounting Studies 2013;18(1):135–66.

30. Ang A, Liu J. How to discount cashflows with time-varying expected returns. Journal of Finance 2004;59(6):2745–83.

31. Callen JL, Lyle M. The term structure of implied costs of equity capital. University of Toronto; 2010.

32. Basu S. The conservatism principle and asymmetric timeliness of earnings. Journal of Accounting and Economics 1997;24(1):3–37.

33. Pope PF, Walker M. International differences in the timeliness, conservatism, and classification of earnings. Journal of Accounting Research 1999;37(Suppl.):53–87.

34. Callen JL, Segal D. An analytical and empirical measure of the degree of conditional conservatism. Journal of Accounting Auditing and Finance 2013.

35. Callen JL, Segal D, Hope OK. The pricing of conservative accounting and the measurement of conservatism at the firm-year level. Review of Accounting Studies 2010b;15(1):145–78.

36. Dietrich JR, Muller KA, Riedl EJ. Asymmetric timeliness tests of accounting conservatism. Review of Accounting Studies 2007;12(1):95–124.

37. Givoly D, Hayn C, Natarajan A. Measuring reporting conservatism. The Accounting Review 2007;82(1):65–106.

38. Patatoukas PN, Thomas JK. More evidence of bias in the differential timeliness measure of conditional conservatism. The Accounting Review 2011;86(5):1765–93.

39. Qiang X. The effects of contracting, litigation, regulation, and tax costs on conditional and unconditional conservatism: cross-sectional evidence at the firm level. The Accounting Review 2007;82(3):759–96.

40. Khan M, Watts RL. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. Journal of Accounting and Economics 2009;48(2– 3):132–50.

41. Heckman JJ. The common structure of statistical models of truncation, sample selection and limited dependent variables and a simple estimator for such models. Annals of Economics and Social Measurement 1976;5:475–92.

42. Heckman JJ. Sample selection bias as a specification error. Econometrica 1979;47(1):153–61.

43. Jayaraman J, Shivakumar L. Agency-based demand for conservatism: evidence from state adoption of antitakeover laws. Review of Accounting Studies 2013;18:95–134.

44. Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation. Journal of Accounting and Economics 2006;42(3):335–70.

45. Biddle GC, Hilary G. Accounting quality and firm-level capital investment. The Accounting Review 2006;81(5):963–82.

46. Bar-Yosef S, Callen JL, Livnat J. Autoregressive modeling of earnings–investment causality. Journal of Finance 1987;42(1):11–28.

47. Aivazian VA, Callen JL. Investment, market structure, and the cost of capital. Journal of Finance 1979;34(1):85–92.

48. Biddle GC, Hilary G, Verdi RS. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? Journal of Accounting and Economics 2009;48(2–3):112–31.

49. Hemmer T. Discussion of marking-to-market: Panacea or Pandora’s box? Journal of Accounting Research 2008;46(2):461–6.

50. Plantin G, Sapra H, Shin HS. Marking-to-market: Panacea or Pandora’s box? Journal of Accounting Research 2008;46(2):435–60.

51. Gigler F, Kanodia FC, Sapra H, Venugopalan R. Accounting conservatism and the efficiency of debt contracts. Journal of Accounting Research 2009;47(3):767–97.

52. Beyer A, Guttman I. Voluntary disclosure, manipulation and real effects. Journal of Accounting Research 2012;50(5):1141–77.

A Selective Critical Review of Financial Accounting Research

Abstract

This essay provides a selective critical review of the financial accounting literature focusing primarily on accounting valuation including implied costs of equity capital, empirical accounting proxies, and frictions in accounting theory. Accounting research in these areas is often too complacent, suffering from a lack of critical reasoning. Complacency distorts research innovation and hinders the long-run sustainability of accounting academe in the area of financial accounting. The examples discussed in this essay include (but are not limited to) the issue of structural modeling and model falsifiability; determining whether a firm is over or underpriced based on valuation models that do not allow for such phenomena; arbitrarily “merging” two disparate models one for valuation and one for the discount rate; failing to appreciate the empirical limitations induced by risk-neutral valuation models in estimating costs of capital; employing the same proxies over and over again that ostensibly have no underlying theoretical bases; estimating regressions that necessarily yield biased coefficients when the econometrics literature provides ready solutions; and generating complex models absent the frictions that are essential to the issue being researched.

Keywords: Accounting valuation, Cost of capital, Structural modeling, Falsifiability, Accounting proxies, Modeling frictions

1. . این دیدگاه به این معنی است که از مدل‌های ارزیابی حسابداری اولسونی نمی‌توان در شرکت‌هایی که سهامشان در بورس معامله می‌شود و ارزش بازار مشخصی دارند استفاده نمود، ولی می‌توان به طور بالقوه از این مدل‌ها برای ارزیابی شرکت‌های غیر بورسی استفاده نمود. [↑](#footnote-ref-1)