

فرضیه بازار کارا

درخصوص این اثر ناشی از رقابت، اگر فرض شود قیمت سهمی یک الگوی دوره‌ای دارد که به صورت منحنی موجی مشخص شده است. سرمایه‌گذاران زیرک در نقاط کف خرید می‌کنند که باعث افزایش قیمت می‌شود. همچنین در نقاط در سقف به فروش رساننده و قیمت سهام را به طرف پایین هدایت می‌کنند. با رقابت، این قانون دوره‌ای حذف می‌شود و تنها نوسانات تصادفی باقی می‌ماند (قالبیاف اصل و همکاران، ۱۳۹۳).

۲) شکل نیمه‌قوی

در این سطح از کارایی، بازاری کارا نامیده می‌شود که همه اطلاعات منتشرشده به صورت عمومی، مانند صورت‌های مالی منتشرشده به علاوه اطلاعات تاریخی قیمت سهم شرکت در قیمت‌ها منعکس شده باشد (همان).

۳) شکل قوی

بازار زمانی کارای قوی است که قیمت‌ها همه اطلاعات اعم از محرمانه یا عمومی را منعکس کنند. اگر بازار کارای قوی باشد هیچ کس نمی‌تواند با استفاده از اطلاعات خاص خود و با استفاده از موقعیت خود به سود اضافی دست یابد (همان).

انواع کارایی

۱) کارای تخصیصی (Allocationally efficient market)

زمانی بازار به کارای تخصیصی خواهد رسید که در آن شرکت‌هایی که دارای محتمل‌ترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند، به وجوه مورد نیاز دسترسی داشته باشند. اما برای اینکه بازارها از نظر تخصیصی کارا باشند، باید هم کارای درونی باشند و هم کارای بیرونی (Richard, ۱۹۷۵).

کارای بیرونی (Externally efficient market)

اطلاعات به سرعت و به طور وسیع منتشر شده و بدین وسیله امکان تعدیل سریع و بدون تورش قیمت هر ورقه بهادار در

Efficient Market Hypothesis

بازار سرمایه زمانی کارا محسوب می‌شود که بتواند اطلاعات موجود را به سرعت و به طور کامل در قیمت‌های سهام انعکاس دهد (Fama, ۱۹۶۵). همچنین، از نظر جنسن بازاری کارا نامیده می‌شود که سرمایه‌گذاران نتوانند با استفاده از مجموعه اطلاعات خود، سود غیرعادی ایجاد کنند. واژه کارایی در بازار مالی به سرعت اطلاعات توزیع شده در بازار اشاره دارد. این موضوع کارایی اطلاعاتی نامیده می‌شود و به سرعت تغییرات قیمت در بازار اشاره می‌کند که بر اساس اطلاعات جدید وارد شده به بازار به وجود می‌آید و بیانگر این است که قیمت در بازارهای مالی به سرعت به اطلاعات جدید واکنش نشان داده که این واکنش به عنوان فرضیه بازار کارا نامیده می‌شود (Jensen, ۱۹۷۸).

سطوح گوناگون کارایی

۱) شکل ضعیف

بازار زمانی کارای ضعیف نامیده می‌شود که اطلاعات گذشته به طور کامل در قیمت سهام منعکس شده باشد. به عبارت دیگر، اطلاعات راجع به قیمت و بازده سال‌های گذشته سهام نمی‌تواند راهنمای خوبی برای رسیدن به بازده اضافی باشد و حرکت قیمت‌ها در بازار کارا به شکل کاملاً تصادفی است (Fama, ۱۹۷۶).

اغلب شکل ضعیف کارایی به صورت معادله زیر نشان داده می‌شود:

$$p_t = p_{t-1} + \text{بازده مورد انتظار} + \text{خطای تصادفی}$$

معادله فوق نشان می‌دهد قیمت آخرین مشاهده و بازده مورد انتظار سهم (به صورت دلاری) و جزء تصادفی اتفاق افتاده که به علت انتشار اطلاعات جدید درباره سهم است، در بین فاصله زمانی برابر است. اگر قیمت‌های سهام از معادله فوق پیروی کنند، این قیمت‌ها از گشت تصادفی پیروی می‌کنند.

مقابل اطلاعات جدید فراهم می‌شود، به طوری که قیمت آن ارزش سرمایه‌گذاری را منعکس می‌کند (Ibid).

۲) کارایی درونی (Internally efficient market)

بازاری که در آن کارگزاران و معامله‌گران به صورت منصفانه با یکدیگر رقابت می‌کنند به طوری که هزینه مبادلات کم و سرعت انجام آن زیاد است (Ibid).

آزمون کارایی بازار سرمایه

۱) آزمون‌های شکل ضعیف کارایی

در این نوع آزمون‌ها درصدد یافتن شواهدی است که نشان بدهد می‌توان از طریق دادوستد بر اساس اطلاعات مرتبط با قیمت‌های گذشته سود کسب کرد، با شکست مواجه شدند. این آزمون‌ها به طور کلی نتیجه‌گیری کرده‌اند که تجزیه و تحلیل تکنیکی که پیش‌بینی قیمت‌های اوراق بهادار بر اساس قیمت‌های گذشته متکی است، کارآمد نیست (Jensen, ۱۹۷۸).

۲) آزمون‌های شکل نیمه قوی کارایی

درصدد یافتن شواهدی است که نشان بدهد سرمایه‌گذاران قادرند از طریق معامله با استفاده از اطلاعات عمومی، به طور غیرطبیعی، سودهای زیادی کسب کنند (Ibid). از جمله بی‌قاعدگی‌هایی بازار که در این سطح از آزمون‌ها موجب رد شدن فرضیه کارایی می‌شود می‌توان به موارد زیر اشاره کرد (Bodie, ۲۰۱۹):

۱-۲) اثر شرکت کوچک در ژانویه

معامله‌کنندگان نهادی بزرگ از شرکت‌های کوچک چشم‌پوشی می‌کنند، درباره شرکت‌های کوچک اطلاعات کمی وجود دارد. این کمبود اطلاعاتی شرکت‌های کوچک را به سرمایه‌گذاری‌های ریسکی با بازده بهتر (غیرطبیعی) تبدیل می‌کند.

۲-۲) اثر نقد شوندگی

اثر نقدشوندگی با اثر شرکت‌های کوچک مرتبط است. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام با نقدشوندگی پایین صرف بازده تقاضا خواهند کرد. بنابراین، این سهام دارای بازده غیرطبیعی تعدیل‌شده با ریسک است. از آنجایی که سهام کوچک و کمتر تجزیه و تحلیل شده به عنوان سهام با نقدشوندگی پایین قید می‌شود، اثر نقدشوندگی ممکن است توضیح نسبی از بازده‌های غیرطبیعی این نوع سهام باشد.

۲-۳) انحراف قیمتی بعد از اعلان سود

نکته قابل توجه در این مورد بر تغییر قیمت سهام بعد از تاریخ اعلان متمرکز است. بازده غیرطبیعی تجمعی سهامی با سود غیرمنتظره مثبت (تفاوت بین سود واقعی با ارزش مورد انتظار سود پیش‌بینی‌شده)، حتی بعد از عمومی شدن اطلاعات سود نیز افزایش می‌یابد. در حالی که شرکت‌هایی با سود غیرمنتظره منفی از بازده غیرطبیعی منفی رنج می‌برند. پس می‌توان گفت هر شخص می‌تواند با شکیبایی و خرید سبد سرمایه‌گذاری متشکل از شرکت‌های دارای سود غیرمنتظره مثبت، سود غیرطبیعی به دست آورد.

۲-۴) نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار

طبق تحقیقات صورت گرفته، می‌توان گفت شرکت‌هایی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا به طور نسبی زیر ارزش قیمت ارزش‌گذاری شده‌اند. به عبارت دیگر، این نسبت به عنوان نماینده‌ای برای عامل ریسک عمل می‌کند، به طوری که این نسبت، بازده مورد انتظار تعادلی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۳) آزمون‌های شکل قوی کارایی

در این نوع آزمون‌ها درصدد یافتن شواهدی است که نشان بدهد دارندگان اطلاعات نهانی شرکت‌ها و متخصصان بورس‌های اوراق بهادار که اطلاعاتی دارند که به آسانی برای عموم سرمایه‌گذاران قابل دسترس نیست، نشان داده‌اند که

قادرند به طور غیرطبیعی، سودهای زیادی کسب کنند
(Jensen, ۱۹۷۸).

کتاب‌شناسی

قالیباف اصل، حسن، بابالوئیان، شهرام و مسجد موسوی، میرسجاد
(۱۳۹۳). *مدیریت مالی پیشرفته*، تهران: انتشارات بورس.

شارپ، ویلیام اف.، گوردون جی.، الکساندر و جفری وی.، بیلی
(۱۳۹۳). *مدیریت سرمایه‌گذاری*، ترجمه سیدمجید شریعت‌پناهی و

ابوالفضل جعفری، تهران: اتحاد.

Fama, E.F. (۱۹۶۵). "The behavior of stock-market prices",
Journal of Business, ۳۸(۱): ۳۴-۱۰۵.

Fama, E.F. (۱۹۷۶). "*Foundations of Finance*", New York:
Basic Books, Inc. Publisher, pp ۱۳۶-۱۶۵.

Jensen, M. C., (۱۹۷۸), "Some Anomalous Evidence Regarding
Market Efficiency", *Journal of Financial Economics*,
Vol.۶, Pp۹۵-۱۰۱.

Richard R. West (۱۹۷۵), "Two Kinds of Market Efficiency",
Financial Analysis Journal, ۳۱, No. ۶:۳۰-۳۴.

Bodei, Zvi. Kane, Alex. Marcus, Alan. Mohanty, Pitabas.
(۲۰۱۹). *Investment*, ۱۱th, McGraw-Hill.

حسن قالیباف اصل

گروه مدیریت دانشگاه الزهراء(س)

شقایق محبوبی زاده

کارشناسی ارشد مدیریت مالی گروه مدیریت دانشگاه الزهراء(س)