

فصلنامه علمی و پژوهشی «تحقیقات مالی»

سال اول، شماره دوم، بهار ۱۳۷۳

ص ۳۷ - ۴۵

# برداشتهای غلط برخی از محققین در زمینه کارایی بازار سرمایه

محمد اسماعیل فدائی نژاد<sup>۱</sup>

مقدمه

یکی از مهمترین مباحث در زمینه سرمایه‌گذاری، بررسی و تجزیه و تحلیل کارایی بازار سرمایه می‌باشد. ساده‌ترین تعریف از این بازار، تعریفی است که فاما (Fama) ارائه داده است. به نظر او کارایی بازار سرمایه در صورتی تحقق خواهد یافت که در تعیین قیمت‌ها در طول زمان مشارکت کنندگان در بازار از اطلاعات موجود به نحو احسن استفاده نمایند و به عبارت دیگر قیمت‌ها منعکس کننده اطلاعات موجود باشند.

در این مقاله بحث اصلی در مورد تئوری بازار کارایی سرمایه<sup>۲</sup> و ویژگیهای آن نخواهد بود

---

۱- عضو هیأت علمی دانشگاه شهید بهشتی

۲- برای اطلاع بیشتر از تئوری بازار کارا و ویژگیهای آن به مقاله نظریه «بازار کارایی سرمایه» نوشته آقایان دکتر علی جهانخانی و دکتر حسین عبده تبریزی در شماره ۱ تحقیقات مالی مراجعه نمایید.

و هدف بطور کلی تشریح برداشتهای غلط برخی از محققین از مفهوم کارایی در بازار سرمایه می‌باشد. بنابر این ابتدا به ماهیت کارایی در بازار سرمایه خواهیم پرداخت و سپس به زمینه اصلی بحث وارد خواهیم شد.

### ماهیت کارایی در بازار سرمایه

هدف بازار سرمایه عبارت از انتقال وجوه بین پس‌انداز کنندگان از یک طرف و مصرف کنندگان وجوه از طرف دیگر می‌باشد. این دو گروه باید در شرایط مطمئنی یکدیگر را پیدا نموده و معامله خود را انجام دهند. طبیعت اینگونه مبادلات نیاز به اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به صحت عملیات در بازار دارد و در صورتی که بازار از کارایی لازم برخوردار باشد و قیمت‌ها نمایانگر ارزش ذاتی باشند، این اعتماد در آنها ایجاد می‌گردد. در چنین بازاری هر دو گروه سرمایه‌گذار و مصرف کنندگان وجه به خواسته‌های خود می‌رسند.

در یک بازار با کارایی در حد قابل قبول، قیمت‌ها منعکس کننده اطلاعات موجود و قابل دسترس در بازار هستند و به عبارت دیگر قیمت‌ها نشان دهنده علائم صحیحی برای تخصیص سرمایه می‌باشند و در حقیقت راهنمای مفیدی برای هدایت جریانات نقدی از طرف پس‌انداز کنندگان به طرف سرمایه‌گذاریهایی که بازده بیشتری را با توجه به ریسک یکسان ایجاد می‌کنند خواهد بود.

### برداشتهای غلط

گروهی از محققین در طی تحقیقات خود در زمینه کارایی بازار سرمایه به برداشت اشتباهی رسیده‌اند که سبب تضعیف محتوای علمی تحقیق آنها شده است. آنان بر خلاف گروه‌های دیگر که معتقد هستند بررسی در زمینه کارایی فقط از طریق تجزیه و تحلیل آماری امکان‌پذیر است، نظراتی را ارائه داده‌اند که سبب شکسته شدن حریم اصول و عقایدی شده است که سالها مبنای اینگونه بررسی‌ها را تشکیل می‌داده است. نظرات این گروه را برداشتهای غلط از کارایی و مفهوم آن می‌گوییم.

برداشتهای غلط را می‌توان به سه گروه به شرح ذیل تقسیم‌بندی نمود:

- ۱- تصورات اشتباه در ماهیت کارایی
- ۲- تصورات اشتباه در شواهد وجود کارایی
- ۳- برداشتهای غلط از مفهوم کارایی

### ۱- تصورات اشتباه در ماهیت کارایی

این نوع تصورات اشتباه ناشی از عدم درک صحیح از معنای واقعی بازار کارا می‌باشد. به نظر گروهی از افراد، معنای واقعی بازار کارا این است که تمام سرمایه‌گذاران مجرب باشند، اما عملاً در اکثر بازارهای سرمایه مشاهده می‌شود که سرمایه‌گذاران غیر مجرب به مراتب بیشتر هستند لذا آنها این پدیده را دلیلی برای غیر کارا بودن بازار می‌دانند. این گروه همچنین بر این عقیده هستند که چون آینده نامعلوم می‌باشد و سرمایه‌گذاران اطلاع دقیقی از وضعیت سودآوری شرکتها در آینده ندارند، بنابر این نمی‌توانند قیمت سهام را به درستی تعیین نمایند. در نتیجه این گروه به برداشتهای غلطی به شرح ذیل رسیده‌اند:

الف) آنها معتقدند که بازار نمی‌تواند همیشه بطور صحیح و بدون اشتباه در تعیین قیمت اوراق بهادار عمل کند و در نتیجه سرمایه‌گذارانی که به چنین برداشتی برسند، این شانس را خواهند داشت که اولاً با شناخت مغایرت بین اطلاعاتی که در اختیار آنهاست و اطلاعاتی که در بازار وجود دارد، اوراق بهاداری را انتخاب کنند که ارزش و قیمت آنها متفاوت با یکدیگر باشد و یا به عبارت دیگر اوراقی را مورد توجه قرار دهند که دارای قیمتهای اشتباه باشد و این راهی برای رسیدن به سود غیرعادی خواهد بود. ثانیاً ممکن است آنها به این نتیجه برسند که اگر بازار چیزی را که آنها اکنون می‌دانند قبلاً می‌دانست، قیمتها را به گونه دیگری تعیین می‌کرد و آنها اکنون با تکیه بر اطلاعات با ارزش خود می‌توانند تصمیماتی را اتخاذ کنند که منجر به بازده غیرعادی برای آنها شود.

ب) افرادی که برداشت غلط از ماهیت کارایی دارند، بازار را موقعی کارا می‌دانند که تمام سرمایه‌گذاران بطور عقلایی رفتار کنند. از این رو در زمانی که مشاهده می‌کنند تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران عقلایی فکر نمی‌کنند حکم به غیر کارا بودن بازار می‌دهند، در صورتی که چنین پیش فرضی اصولاً صحیح نمی‌باشد و لازم نیست کلیه سرمایه‌گذاران عقلایی عمل کنند تا

بازار کارا شود. اگر در بازار سرمایه تعداد معینی از افراد خبره که عقلایی رفتار می‌کنند وجود داشته باشند، می‌توانیم بازار کارایی داشته باشیم، در این صورت قیمت سهام نزدیک به ارزش ذاتی آنها خواهد شد. به عبارت دیگر اگر قیمت اوراق بهادار نزدیک به ارزش ذاتی آن باشد، دلیل این امر وجود تعداد کافی سرمایه‌گذاران مطلع می‌باشد که رفتاری عقلایی دارند. البته نمی‌توان گفت که چند درصد از سرمایه‌گذاران باید عقلایی فکر کنند تا قیمت‌ها در بازار عقلایی شود. این نظریه نیز وجود دارد که اشتباه سرمایه‌گذاران غیر مطلع و ناآگاه یکدیگر را خنثی کند و یا حتی از معاملات آنها یک عده سرمایه‌گذار مجرب استفاده کرده و با تعیین قیمت سهام نقش مؤثری در بازار ایفا کنند.

ج) التهاب بازار سهام<sup>۱</sup>: گروهی وجود تب سفته‌بازی<sup>۲</sup> در بازار سهام را دلیلی برای غیر کارا بودن بازار سرمایه می‌دانند و معتقدند که یک دوره رفتار غیر عقلایی در بازار ایجاد شده است. بارها دیده شده است که بازار سهام تحت تأثیر انتظارات خوش‌بینانه و یا بدبینانه عکس‌العمل از خود نشان داده و در تحت چنین شرایطی قیمت‌ها تغییرات شدیدی داشته‌اند. در حالی که وجود چنین تغییراتی در قیمت‌ها دلیل بر غیر کارا بودن بازار سرمایه نمی‌باشد. بطور خلاصه می‌توان گفت که التهاب در بازار سهام نشانگر عدم کارایی بازار سرمایه نخواهد بود و چنین برداشتی ناشی از برداشت غلط از ماهیت کارایی است.

## ۲- تصورات اشتباه در شواهد وجود کارایی

این گروه از تصورات اشتباه به شرح ذیل طبقه‌بندی می‌شوند:

الف) کارایی فقط برای سهام مشخصی قابلیت اجرا دارد: گاهی این سؤال مطرح می‌شود که آیا این امکان وجود دارد که در یک بازار کارا، اوراق بهاداری را پیدا کرد که قیمت و ارزش آنها متفاوت باشد. باید پاسخ داد که چنین پدیده‌ای امکان‌پذیر است و نباید به چنین برداشتی برسیم که یک بازار غیرکارا در کنار یک بازار کارا بوجود آمده است. آنهایی که به چنین

1- Stock Market Bubbles

2- Speculative Bubbles

برداشتهی رسیده‌اند، تصورات نادرستی از دلایل وجود کارایی در ذهن خود داشته‌اند. اما در یک بازار کارا، قیمت‌های غیرکارا ممکن است دیده شود. به عنوان مثال، شرکت‌های سرمایه‌گذاری اغلب تمایل به خرید سهام شرکت‌های بزرگ دارند و کمتر به شرکت‌های کوچک توجه می‌کنند، در نتیجه این امکان وجود خواهد داشت که سهام شرکت‌های کوچکتر بطور واقعی قیمت‌گذاری نشوند، زیرا صحیح بودن قیمت سهام بستگی به میزان تجزیه و تحلیل و بررسی‌های گوناگون شرکت‌های خریدار دارد، هر چه این تجزیه و تحلیل‌ها بیشتر و دقیق‌تر شوند، قیمت سهام به ارزش ذاتی خود نزدیک خواهد شد. بنابر این می‌توان گفت که میزان تجزیه و تحلیل‌ها می‌تواند معیار مهمی جهت اندازه‌گیری کارایی قیمت باشد.

بطور خلاصه نتیجه‌گیری می‌شود که در میان هزاران سهامی که در بازار وجود دارد، ممکن است سهامی پیدا شود که قیمت نادرستی داشته باشد و این مسأله به افراد خاصی این موقعیت را بدهد که به بازده غیرعادی برسند. لذا می‌توان گفت که این قسمت از بازار سرمایه نسبت به کل بازار از کارایی کمتری برخوردار است. بنابر این نباید گفته شود که در کنار بازار کارا یک بازار غیرکارا بوجود آمده است، زیرا درجه کارایی در قسمتی از بازار کارا کمتر شده است.

ب - شواهد آماری کافی نمی‌باشد: در حالتی که تعداد کافی مثال اثبات شده در اختیار نداشته باشیم تکیه بر تحلیل‌های آماری خطرناک می‌باشد. به عبارت دیگر می‌توانیم بگوییم که تحقیقات آماری خود بخود چیزی جز اثبات تعدادی مثال نیستند و این تعداد باید به حدی بزرگ باشد تا بتوانیم مواردی را که شانس در آن اثر داشته است حذف نماییم. اگر تحقیقات آماری بدون توجه به وجود تردیدهای عقلایی در وجود عدم کارایی انجام پذیرد، این احساس برای سرمایه‌گذار بوجود می‌آید که می‌توان از موارد بخصوصی که در آنها عدم کارایی مشاهده می‌شود بهره‌برداری نمود. تجزیه و تحلیل جزئیات موارد انتخاب شده گرچه برای اعتبار نمونه‌ها مفید است، اما این با اثبات یا رد واقعیهایی که در تحقیق بدست می‌آید متفاوت است.

ج - اثر مکانیسم عرضه و تقاضا در قیمت: فرضیه بازار کارا مسأله عرضه و تقاضا را نادیده می‌گیرد و ما اگر به مکانیسم عرضه و تقاضا اعتقاد داشته باشیم، دیگر هیچ بازار کارایی در جهان نخواهیم یافت، زیرا عرضه و تقاضا خود مکانیسمی برای تعیین قیمت اوراق بهادار

خواهد بود.

این امکان همیشه وجود دارد که یک سرمایه‌گذار مقدار قابل توجهی سهام جهت فروش عرضه نماید و برای اینکه هر عرضه، تقاضایی به دنبال داشته باشد، قیمت باید به حدی کاهش یابد تا برای تمام عرضه مشتری پیدا شود. این کاهش قیمت بدون اینکه تغییری در ارزش سهام ایجاد شده باشد، بوجود آمده است. بنابر این می‌توان گفت که فشار عرضه و تقاضا بر بازار، مکانیسمی را ایجاد می‌کند که نهایتاً منجر به عدم کارایی بازار خواهد شد. سرمایه‌گذاران هوشیار و گوش به زنگ از چنین موقعیتی حداکثر استفاده را خواهند کرد. این نکته را نیز باید در نظر داشت که عرضه و تقاضا اثرپذیر از انتظارات آینده است و همانطوری که می‌دانیم این انتظارات شرایط نامعلوم آینده را در پیش رو دارد.

### ۳- برداشتهای غلط از مفهوم کارایی

اگر ماهیت کارایی در بازار سرمایه را به درستی درک نکنیم، در نتیجه مفهوم غلطی از آن در ذهن جای می‌گیرد. فرضیه بازار کارا عنوان می‌کند که در بازاری که کارایی وجود دارد، هر سهم از لحاظ مرغوبیت برابر سهام دیگر است و در زمینه رسیدن به یک بازده غیرعادی می‌توان گفت هر سهم همان شانسی را داراست که دیگر سهام دارا هستند. سهامداران باتجربه و مجرب می‌توانند با تجزیه و تحلیل اطلاعات عمومی موجود در بازار سهامی را که قیمت آن بطور ناصحیحی تعیین شده است یافته و تیر خود را به هدف بزنند. اما به هر حال این یک روش ایده‌آل برای انتخاب سهام نمی‌باشد.

یک تصور نادرست دیگر از فرضیه بازار کارا این است که فرض شود که هر شرکت می‌تواند به همان خوبی شرکت‌های دیگر باشد، اما با توجه به تجربیات بدست آمده این نظر بطور واضحی غیرواقعی می‌باشد حتی با مشاهدات اتفاقی، دیده می‌شود که زمانی که برخی از شرکتها در حال نزول هستند، شرکت‌های دیگری وجود دارند که وضعیت آنها رو به رونق است. همچنین در یک گروه از شرکتها، وضعیت بعضی بهتر از دیگران است، زیرا بهتر سرپرستی می‌شوند و در نتیجه وضعیت بهتری را نشان می‌دهند. ثوری بازار کارا نمی‌تواند این حقایق را نادیده بگیرد، اما باید بین سهام و شرکت همیشه تمایز قائل شویم. در فرضیه بازار کارا،

فرض نمی‌شود که همه شرکتها از لحاظ سودآوری مشابه‌اند، بلکه فرض می‌شود سهام این گونه شرکتها با توجه به ریسک و بازدهی آنها، بطور صحیح قیمت‌گذاری شده‌اند.

تصورات غلطی که از مفهوم کارایی وجود دارد به شرح ذیل می‌باشند:

الف) یک بازار کارا نمی‌تواند دارای نوسانات وسیع باشد: این مسأله بی‌شبهت به مسأله تب سفته‌بازی نیست و مطلبی که باید به آن توجه شود این است که چگونه بازار کارا خود را با حرکات زیاد قیمت‌ها که همراه با اطلاعات مشکوک صورت می‌گیرد تطبیق می‌دهد. سؤالی که مطرح است این است که چگونه ممکن است در یک دوره کوتاه مدت یک سهم دارای قیمت‌های متفاوتی باشد و در همان حال در هر یک از موارد، این ادعا وجود داشته باشد که قیمت سهم بطور صحیح تعیین شده است. قیمت در بازار کارا به مقدار زیادی به اطلاعات اقتصادی که درباره شرکتها منتشر می‌شود بستگی خواهد داشت، اما جهت تحقق بازار کارا صحبتی در مورد ثبات وضعیت اقتصادی نمی‌شود.

اگر شرایط فعلی که شرکت در آن قرار دارد، در مدت کوتاهی دچار تغییرات شدید شود، اثر آن را حداقل در قسمتی از بازار مشاهده خواهیم کرد و شاهد تغییر قیمت سهام خواهیم بود.

ب) اگر بازار سرمایه کارا باشد، سرمایه‌گذاران علاقه خود را به سرمایه‌گذاری از دست خواهند داد. سرمایه‌گذاری بی‌شبهت به مسابقات ورزشی نیست و معمولاً بازیکنانی برنده می‌شوند که از مهارت فنی بیشتری برخوردار باشند و کسانی که مهارت کمتری دارند، به احتمال بیشتر بازنده خواهند شد. مطلب فوق این حقیقت را نادیده می‌گیرد که در هر بازاری اگر قیمت‌ها بطور کارا تعیین گردد، اکثر مشارکت‌کنندگان از مشارکت خود نتیجه خواهند گرفت. بنابر این می‌توان گفت که قیمت‌ها در چنین بازاری بطور صحیح و مناسب بوده و نباید سرمایه‌گذاران علاقه خود را به سرمایه‌گذاری از دست بدهند.

هدف از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار فقط این نیست که ما حتماً بر بازار غلبه کنیم و بازده بیشتری بدست آوریم، بلکه این هدف هم مطرح است که داراییهایی را انتخاب کنیم که بازده متناسب با ریسک بدست آوریم. کارا بودن بازار بر این نکته تأکید دارد که بازده اضافی بدست آمده بصورت کاملاً اتفاقی ایجاد می‌شود و اگر یک سفته‌باز به جای تشکیل پرتفوی

اقدام به خرید تعداد محدودی از سهام نماید، این شانس برای او وجود دارد که بازده اضافی بدست آورد و یا به همان نسبت در خطر از دست دادن ثروت خود قرار گیرد.

### خلاصه و نتیجه گیری

بطور کلی برداشتهای غلط را در سه گروه از لحاظ ماهیت کارایی، شواهد وجود کارایی و مفهوم آن تقسیم بندی کردیم. تصورات غلط در ماهیت کارایی ناشی از موارد ذیل است:

الف - اعتقاد به اشتباه بازار در تعیین قیمت اوراق بهادار

ب - وجود عده ای سرمایه گذار که عقلایی فکر نمی کنند

ج - جوشش بازار - مشاهده تب سفته بازی در بازار

تصورات اشتباه در شواهد وجود کارایی، سرچشمه از برداشتهای غلطی می گیرد که به شرح ذیل می باشد:

الف - کارایی بطور عام در بازار مطرح نمی باشد و فقط برای سهام خاصی قابلیت اجرا دارد.

ب - شواهد آماری کافی در دست نمی باشد، بنابر این تکیه بر تحلیل های آماری خطرناک است.

ج - مکانیسم عرضه و تقاضا خود عاملی برای تعیین قیمت اوراق بهادار است.

تصورات اشتباه از مفهوم کارایی، منجر به جایگزین شدن معنای غلط از کارایی در ذهن می شود و در نتیجه از مفهوم اصلی کارایی دور می شویم. تصورات اشتباه از مفهوم کارایی در زمینه های ذیل مشاهده می شود:

الف - در زمینه نوسانات شدید و وسیع در بازار سرمایه

ب - سرمایه گذارانی که به دنبال سودهای بالا هستند، در یک بازار کارا علاقه خود را به سرمایه گذاری از دست خواهند داد.

بطور خلاصه می توان گفت که مجموعه برداشتهای اشتباه که شرح آن را در این مقاله مشاهده نمودیم در بسیاری از مقالات و تحقیقات علمی دیده می شود و بسیاری از نویسندگان که گرفتار آن شده اند و به نظر خود ایراداتی به فرضیه بازار کارا وارد کرده اند.



## منابع

- 1- Keane Simon M. **Stock Market Efficiency**, Heritage publishers, New Delhi, 1991.
- 2- Dreman, D. **Psychology and Stock Market**, Amocom, 1977, P. 237.
- 3- Bethlehem, R. W., Reservations Concerning the Efficient Market Hypothesis, **Investment Analyst**, sept., 1979.
- 4- Reinganum, M. R. Misspecification of capital asset pricing: empirical anomalies based on earning yields and value, **Journal of Financial Economics**, 9 March 1981.
- 5- Roll, P., A Possible Explanation of the Small Firm Effect, **Journal of finance**, sept 1981.