

نابیهنجاری های

بازار

بیبا مشایخی*
را حله کلاته رحمانی

مقدمه

یکی از مهم‌ترین و گسترده‌ترین پژوهش‌های بازارهای مالی تشریح رفتار بازدهی سهام است. برای این منظور از مدل‌های مختلفی استفاده می‌شود. از جمله مدل تک‌عاملی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)، مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، مدل تفاضل‌گیری، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای چند دوره‌ای (ICAPM)، و سایر مدل‌هایی که بر اساس پیشرفت‌های اخیر در ادبیات مدیریت مالی ساخته شده‌اند. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای از معروف‌ترین و قدیمی‌ترین این مدل است. نتایج پژوهش‌های دو دهه‌ی گذشته در آمریکا، ژاپن و سایر کشورها حاکی از این است که این مدل توانایی لازم برای پیش‌بینی بازدهی سهام را ندارد. این یافته‌ها نشان می‌دهند که متغیرهایی همچون اندازه، نسبت سود به قیمت سهام، نسبت جریان‌های نقدی به قیمت، نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به قیمت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، اقلام تعهدی و اجزاء آن، بازدهی سهام را بهتر از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای پیش‌بینی می‌کنند. موارد ذکر شده به عنوان نابیهنجاری‌های بازار شناخته می‌شوند. در این مقاله سعی بر این است که ادبیات پیرامون این نابیهنجاری‌ها، با تأکید بر اطلاعات حسابداری ارائه شود. برای این منظور ابتدا ارتباط بین نابیهنجاری‌های بازار با مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و فرضیه‌ی بازار کارا بررسی، و سپس پیشینه‌ی موضوع ارائه می‌شود.



مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و ارتباط آن با نابیهنجاری‌های بازار

شناسایی عوامل تأثیرگذار بر بازدهی سهام همواره موضوع پژوهش‌های فراوانی در ادبیات مدیریت مالی و حسابداری بوده است. شارپ (۱۹۶۴)، لینتر (۱۹۶۵)، موسین (۱۹۶۶)، براساس چارچوب مارکوویتز مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را ارائه کردند. این مدل فرض می‌کند سرمایه‌گذاران از منطق مارکوویتز در تشکیل پرتفولیو استفاده می‌کنند. هم‌چنین فرض می‌کند یک دارایی بدون ریسک وجود دارد که بازدهی مشخصی دارد. اگر بتوان نرخ بازدهی واقعی را که از یک سرمایه‌گذاری به دست می‌آید محاسبه کرد در آن صورت می‌توان آن را با نرخ بازدهی مورد انتظار که بر اساس مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به دست می‌آید مقایسه کرد و تعیین کرد که آیا این دارایی کم‌تر، بیشتر یا به درستی قیمت‌گذاری شده است.

مفروضاتی که مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای بر آن بنا شده است عبارت‌اند از:

- ۱) سرمایه‌گذاران ریسک‌گریزند و بالاترین بازده را برای سطح معینی از ریسک ترجیح می‌دهند.
- ۲) سرمایه‌گذاران انتظارات و برداشت یکسانی از ریسک و بازدهی

مورد انتظار اوراق بهادار دارند.

(۳) همه‌ی سرمایه‌گذاران می‌توانند با نرخ بدون ریسک وام بدهند یا وام بگیرند.

(۴) همه‌ی سرمایه‌گذاران دسترسی آزادی به اطلاعات دارند و می‌توانند هر نوع اطلاعاتی را بدون هیچ هزینه‌ای و یا از دست دادن زمان به دست آورند.

(۵) سرمایه‌گذاران منطقی رفتار می‌کنند و به گونه‌ای تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌گیرند، که مبتنی بر ارزیابی آنها از ریسک و بازدهی مورد انتظار است.

مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای بیان می‌کند که ارتباط بین ریسک و بازده به صورت خطی است.

پیش‌بینی اصلی و محوری مدل این است که پرتفولیوی بازار کارا است. در منطق مارکوویتز کارایی پرتفولیوی بازار اشاره می‌کند که:

(۱) بازدهی مورد انتظار اوراق بهادار یک تابع خطی مثبت از بتای بازار است (بتا شیب رگرسیون بازدهی اوراق بهادار روی بازدهی بازار است)،

(۲) بتای بازار برای توضیح دادن بازده‌های مورد انتظار کافی است.

اما بعداً چندین تناقض منطقی برای این مدل پیدا شد که به رغم آنچه در تعریف کارایی پرتفولیوی بازار آمد، متغیرهای ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، اهرم، نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار آن و اندازه نیز در توضیح میانگین بازده نقش دارند.

در ۱۹۹۲، مقاله‌ای منتشر شد که بیشتر پژوهش‌های تجربی قبلی را یکجا جمع‌آوری کرد. فاما و فرنچ متغیرهای اندازه، اهرم مالی، E/P، ارزش دفتری به ارزش بازار و بتا را در یک پژوهش مقطعی آزمون کردند. آنها قدرت توضیح‌دهندگی این متغیرها را در رگرسیون مقطعی (طی دوره‌ی ۱۹۹۰-۱۹۶۳) مقایسه کردند. نتایج فاما و فرنچ در ۱۹۹۲ این دیدگاه را که مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای روشی است که با آن اوراق بهادار به صورت واقعی قیمت‌گذاری می‌شوند، خدشه‌دار کرد. بر اساس این نتایج، آنها در سال ۱۹۹۳ مدل سه عاملی خود را ارائه کردند و نشان دادند اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار دو عامل ریسک هستند که در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای نادیده گرفته شده‌اند. مقاله‌ی فاما و فرنچ درباره‌ی عوامل تأثیرگذار بر بازدهی سهام توجه بسیاری از صاحب نظران را جلب کرد و به انقلاب دوم فاما مشهور شد.

برگشت معکوس بازده در بلندمدت یکی دیگر از موارد نقض مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است. دیوند و تالر (۱۹۸۵)

بازندگان را به عنوان سهامی که در ۳ تا ۵ سال گذشته بازده‌های پایینی داشته‌اند و برندگان را به عنوان سهامی که بازده‌های بالایی را داشته‌اند، تعریف کرد. نتیجه‌ی اصلی پژوهش این دو نشان داد که در خلال ۳ تا ۵ سال آینده، بازندگان بازدهی متوسط بالاتری را نسبت به برندگان داشته‌اند. این حرکت بازده نسبت به معکوس شدن طی افق‌های بلندمدت (یعنی بازندگان، برنده می‌شوند) هنوز هم یکی از موارد نقض مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است. کپرا، لاکونیشاک و ریتر (۱۹۹۲) نشان دادند که تفاوت‌های ریسک سیستماتیک (B) در این زمینه برای توجیه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای کافی نیست.

در کل این موارد در ادبیات مالی با عنوان نابه‌هنجاری‌های بازار شناخته می‌شوند. در حقیقت نابه‌هنجاری‌های بازار نتایج پژوهش‌های تجربی هستند که با نظریه‌های مدون قیمت‌گذاری دارایی‌ها همخوانی ندارند. این نابه‌هنجاری‌ها نشان دهنده‌ی ناکارآمدی بازار (فرصت‌های سودآوری) یا نقض مدل قیمت‌گذاری مورد استفاده هستند. و طبق نظر برنارد و همکاران (۱۹۹۷) نابه‌هنجاری‌ها را می‌توان به دو دسته تقسیم کرد:

در حقیقت نابه‌هنجاری‌های بازار

نتایج پژوهش‌های تجربی هستند که

با نظریه‌های مدون قیمت‌گذاری

دارایی‌ها همخوانی ندارند

این نابه‌هنجاری‌ها نشان دهنده‌ی

ناکارآمدی بازار یا نقض مدل قیمت‌گذاری

مورد استفاده هستند

(۱) قیمت‌گذاری نادرست بازار (که دلالت بر ناکارآمدی بازار دارد)

(۲) ریسک‌های شناسایی نشده.

فرضیه‌ی بازار کارا و ارتباط آن با نابه‌هنجاری‌های بازار

فرضیه‌ی بازار کارا به سرعت واکنش اوراق بهادار بازار سرمایه نسبت به اعلان اطلاعات جدید اشاره دارد. تعریف کارایی بازار عبارت است:



۱) بازار سرمایه اطلاعات در دسترس را به طور کامل منعکس می‌کند؛

و

۲) قیمت‌های بازار فوراً نسبت به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند. به بیان دیگر اطلاعات جدید به سرعت بر قیمت اوراق بهادار اثر می‌گذارند.

در بازار کارای سرمایه جریان ورود اطلاعات با حجم بسیار زیاد و به طور مرتب تداوم دارد و سرمایه‌گذاران به طور منطقی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند. واکنش منطقی سرمایه‌گذاران موجب تعدیل قیمت اوراق بهادار برای رسیدن به ارزش‌های واقعی (ذاتی) می‌شود.

بعضی از بازارهای سرمایه از کارایی لازم برخوردار نیستند. در این بازارها اولاً اطلاعات به وفور و به سرعت در بازار پخش نمی‌شود. ثانیاً قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بی‌تفاوت است یا ممکن است عکس‌العمل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بیشتر از حد مورد انتظار باشد. بعضی اوقات ممکن است بازار واکنش کم‌تری نسبت به یک یا چند رویداد نشان دهد. در این بازارها، تحلیل‌گران قوی وجود ندارند که اطلاعات را دریافت و به‌درستی ارزیابی کنند و تصمیم بگیرند. بنابراین قیمت به درستی تعیین نمی‌شود. از این رو کسی احساس امنیت نمی‌کند، زیرا اطمینان ندارد قیمتی را که برای یک اوراق بهادار دریافت یا پرداخت می‌کند عادلانه باشد.

اما در یک بازار کارا به محض دریافت این اطلاعات، قیمت اوراق بهادار واکنش نشان می‌دهد و تعدیل می‌شود. واکنش معمولاً نمی‌تواند آنی باشد ولی فاصله‌ی بین دریافت اطلاعات و واکنش قیمت‌ها باید با روش‌ها و فنون در دسترس جهت دریافت و پردازش اطلاعات متناسب باشد. همچنین واکنش آغازین بازار نسبت به دریافت اطلاعات جدید باید به طور دقیق صورت گیرد و احتیاج به تصحیح بعدی قیمت‌ها نباشد.

یکی از مفروضات بازار کارای سرمایه این است که سرمایه‌گذاران به طور منطقی نسبت به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند (۲۰۰۲). ولی شواهد بسیار زیادی حاکی است که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند.

برای مثالی در این زمینه، از واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات حسابداری استفاده می‌کنیم. اسلوان (۱۹۹۶) نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران بقاء و دوام کل ارقام تعهدی را اضافه بر آورد می‌کنند که در نتیجه منجر به یک رابطه‌ی منفی بین ارقام تعهدی و بازده‌های غیرعادی آینده می‌شود. او نتایج قیمت‌های سهام را ناسازگار با نظریه‌ی بازار کارای متداول می‌داند. اسلوان در نتیجه‌گیری بیان

می‌کند:

نظریه‌ی بازار کارای متداول اشاره می‌کند که قیمت‌های سهام به طور کامل، همه‌ی اطلاعاتی را که به طور عموم در دسترس است منعکس می‌کنند. نتایج حاصل از بررسی قیمت‌های سهام با این نظریه ناسازگار است، به هر حال این یافته که قیمت‌های سهام اطلاعات عمومی را به طور کامل منعکس نمی‌کنند، ضرورتاً به غیرمنطقی بودن سهامداران با وجود فرصت‌های سود استفاده نشده اشاره نمی‌کند.

تسو و همکارانش (۱۹۹۸)؛ و رنگان (۱۹۹۸) مستند می‌کنند که مدیران ارقام تعهدی غیرعادی مثبتی را انتخاب می‌کنند تا به طور فرصت‌طلبانه‌ای سودها را قبل از عرضه‌ی عمومی اولیه یا عرضه‌ی سهام فصلی افزایش دهند یا این که بازار این ارقام تعهدی غیرعادی را بیش از اندازه ارزیابی می‌کند. زای (۲۰۰۱) این قیمت‌گذاری نادرست بازار از ارقام تعهدی را به عنوان شکست بازار در ارزیابی درست از ثبات ارقام تعهدی توصیف می‌کند. اما در تحقیقی که گرفت و همکارانش (۲۰۰۶) انجام دادند به یافته‌هایی دست پیدا کردند که با نتایج اسلوان، و زای ناسازگار است. آنها نتیجه می‌گیرند که نابهنجاری مربوط به ارقام تعهدی غیرمحمول است. چون نتیجه‌ی ناتوانی سرمایه‌گذاران برای پردازش اطلاعات حسابداری است. یعنی آنها فرضیه‌ی ثبات عملکردی را رد می‌کنند. این فرضیه اشاره دارد که سرمایه‌گذاران در پردازش اطلاعات حسابداری ناتوان هستند و در نتیجه تمرکز زیادی روی جزء تعهدی سودهای گزارش شده می‌کنند و



بنابراین سهام را به طور نادرستی قیمت‌گذاری می‌کنند. در حقیقت فرضیه‌ی ثبات عملکردی با رفتار غیر منطقی سرمایه‌گذار سازگار است. بعضی فرضیه‌های دیگر از این مورد ریشه می‌گیرد. برای مثال اسلوان فرض می‌کند سرمایه‌گذاران به شکلی بی‌تجربه یا خام روی سودها تمرکز می‌کنند و اجزاء تعهدی سودهای جاری را هنگام پیش‌بینی کردن سودهای آینده بیش از اندازه وزن می‌دهند. این مورد به فرضیه‌ی ثبات سود معروف است. در این فرضیه سرمایه‌گذاران در دوره‌های بعد هنگامی که این ارقام تعهدی معکوس می‌شوند، متعجب می‌شوند و بازده‌های غیر عادی که ایجاد می‌شود تعدیل قیمتی متناظر با سودهای غیر منتظره را منعکس می‌کند (یعنی هنگامی که سرمایه‌گذاران تشخیص می‌دهند که ارقام تعهدی دوره‌ی قبل در حال معکوس شدن هستند). یک جنبه‌ی بنیادی فرضیه‌ی ثبات سود این است که فرض می‌شود ارقام تعهدی که در حال معکوس شدن هستند، "منجر"

۱۹۸۵ در بورس اوراق بهادار نیویورک بررسی شد. نتایج کار آنها در یکی از پرنفوذترین و بحث‌برانگیزترین مقالات درباره‌ی واکنش بیش از اندازه‌ی سرمایه‌گذاران منتشر شد. آنها به عنوان طراحان "فرضیه‌ی واکنش بیش از اندازه" معرفی شدند و مطرح کردند که اگر قیمت سهام به طور سیستماتیک از حد خارج شود برگشت آن فقط با استفاده از داده‌های مربوط به بازده‌ی سهام در گذشته (و بدون استفاده از داده‌های حسابداری مانند سود) باید قابل پیش‌گویی باشد.

تحقیقات مرتبط با کارایی مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای

با وجود تحقیقات نخستین که نشان می‌دهد بین ریسک سیستماتیک و بازده‌ی اوراق بهادار رابطه‌ی ساده و مثبت خطی وجود دارد، نتایج تحقیقات اخیر نشان می‌دهند که علاوه بر ریسک سیستماتیک (بتا) عامل یا عامل‌های دیگری وجود دارند که با بازده ارتباط مستقیمی دارند و با در نظر گرفتن آنها، تغییرات بین بازده‌ی سهام شرکت‌ها را بهتر می‌توان توجیه نمود.

جریان اول را باسو (۱۹۷۷) مستند کرده است. او نشان می‌دهد، هنگامی که سهام عادی روی نسبت سود به قیمت مرتب می‌شود، بازده‌های آینده مربوط به سهام با نسبت سود بالاتر، از آنچه به وسیله‌ی مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای پیش‌بینی شده است بالاتر است. بانز (۱۹۸۱) یک اثر اندازه‌ای را مستند می‌کند: هنگامی که سهام روی ارزش بازاری سهام (قیمت در زمان انتشار سهام) مرتب می‌شود، میانگین بازده‌ی سهام کوچک، بالاتر از آن چیزی است که به وسیله‌ی مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای

به بازده‌های غیر عادی آینده می‌شوند، در مقابل "مربوط شدن" به بازده‌های غیر عادی آینده. در نتیجه این تفسیر "ثبات سود" اسلوان از فرضیه‌ی "ثبات کارکردی سهامداران" به عنوان یک نظریه‌ی اثباتی درباره‌ی قیمت‌گذاری سرمایه‌گذار از اطلاعات حسابداری و به عنوان جایگزینی برای فرضیه‌ی بازار کارا پیشنهاد می‌شود. در ارتباط با نابه‌هنجاری‌هایی که متغیرهایی مانند جریان نقدی عملیات به قیمت، سود به قیمت و ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم ایجاد می‌کنند نیز دو نظر مخالف وجود دارد. یک نظر مربوط به ناکارآمدی بازار است و نظر دیگر این است که به هر حال نابه‌هنجاری را که این متغیرها ایجاد می‌کنند مبتنی بر ریسک است و فرضیه‌ی بازار کارا را نقض نمی‌کند ولی این عامل ریسک در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای گنجانده نشده است. برای مثال، لاکونیشاک و همکارانش (۱۹۹۴)؛ و لاپورتا و همکارانش (۱۹۹۷) بازده‌های غیر عادی را که در نتیجه‌ی این متغیرها ایجاد می‌شود مربوط به قیمت‌گذاری غلط سرمایه‌گذار و در نتیجه نقصی در فرضیه‌ی کارایی بازار می‌دانند ولی نتایج تحقیقات فاما و فرنچ (۱۹۹۲)؛ و دوکاز و همکارانش (۲۰۰۲) بازده‌های غیر عادی را جبرانی برای ریسک می‌دانند.

در حقیقت کینز نخستین فردی بود که در سال ۱۹۳۶ از طریق بررسی نوسان‌های روزانه‌ی سود سرمایه‌گذاری‌ها، واکنش بیش از اندازه‌ی سرمایه‌گذاران را در بازارهای سهام مشاهده کرد. بعدتر واکنش بیش از اندازه‌ی سرمایه‌گذاران توسط دی بونت و تالر

یکی از مفروضات بازار کارای سرمایه
این است که
سرمایه‌گذاران به طور منطقی
نسبت به اطلاعات جدید
واکنش نشان می‌دهند
ولی شواهد بسیار زیادی حاکی است
که سرمایه‌گذاران نسبت به
اطلاعات جدید واکنش بیش از اندازه
نشان می‌دهند

پیش بینی شده است. بندری (۱۹۸۸) نشان می‌دهد که نسبت بدهی به ارزش ویژه (ارزش دفتری بدهی به ارزش بازار سرمایه، یک مقیاس اهرمی) بالا، با بازده‌هایی مربوط می‌شود که بسیار بالاتر از بازدهی است که توسط بتا تعیین می‌شود. و سرانجام استاتمن (۱۹۸۰) نشان داد که سهامی با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سرمایه‌ی بالا، میانگین بازدهی بالایی دارند که به وسیله‌ی بتای آنها توضیح داده نمی‌شود (۲۰۰۴).

بنابراین چنین نسبت‌هایی نمایندگان اولیه‌ای برای افشا کردن کمبودهای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای هستند. در مورد مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای این نقص به این ادعا مربوط می‌شود که بتای بازار برای توضیح دادن بازده‌های مورد انتظار کفایت می‌کند.

فاما و فرنچ (۱۹۹۲) مدارک مربوط به نقض مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را به‌روز و ترکیب می‌کنند. آنها با استفاده از رویکرد رگرسیون مقطعی تأیید می‌کنند که اندازه، نسبت سود به قیمت، بدهی به ارزش ویژه، و ارزش دفتری با ارزش بازار سرمایه به بتای بازار برای توضیح دادن بازدهی مورد انتظار اضافه می‌شوند. فاما و فرنچ (۱۹۹۶) با استفاده از رویکرد رگرسیون سری زمانی که برای پرتفولیوهای مرتب شده روی نسبت‌های قیمتی در نظر گرفته شده‌اند به همان نتیجه می‌رسند.

کتاری و همکارانش (۱۹۹۵) برای احیا کردن مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای شارپ و لینتنر تلاش می‌کنند. آنها بحث می‌کنند که رابطه‌ی ضعیف بین میانگین بازده و بتا فقط در نتیجه‌ی شانس و تصادف است. فاما و فرنچ (۲۰۰۴) در مخالفت با آنها بیان می‌کنند:

مدرک قوی که دیگر متغیرها تغییری در بازده‌های مورد انتظار را در بر می‌گیرند که به وسیله‌ی بتا در نظر گرفته نشده است، این بحث را نامربوط می‌سازد.

اما به هر حال ممکن است این نگرانی وجود داشته باشد که مشکلات مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای جعلی باشند و در نمونه‌های خاص در نتیجه‌ی شانس و خطا اتفاق افتاده باشند.

فاما و فرنچ (۲۰۰۴) بیان می‌کنند که یک پاسخ استاندارد برای این نگرانی، آزمون یافته‌ها در نمونه‌های دیگر است. چن و همکارانش (۱۹۹۱)، رابطه‌ی قوی بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و میانگین بازده‌ی سهام ژاپنی پیدا کردند. کیول و همکارانش (۱۹۹۳) اثر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار مشابهی را در چهار بازار اروپایی و در ژاپن مشاهده کردند. فاما و فرنچ (۱۹۹۸) به این نتیجه رسیدند که نسبت‌های قیمتی که مشکلاتی را برای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در ایالات متحده ایجاد کرده‌اند به همان شکل در بازار سهام ۱۲ بازار عمده‌ی غیر آمریکایی حضور دارد. بنابراین این مدارک اشاره دارند به این که تناقضاتی که توسط نسبت‌های قیمتی در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ایجاد می‌شود، خاص نمونه نیستند.

در ایران نیز احمد پور و رحمانی (۱۳۸۵) نشان می‌دهند که یک مدل چند عاملی، بهتر می‌تواند پراکندگی بازده‌های سهام را نسبت به یک مدل تک عاملی توضیح دهد. کیمیگری و همکاران در تحقیقی که در سال ۱۳۸۶ انجام می‌دهند، نتیجه می‌گیرند از دید کلی مدل سه عاملی فاما و فرنچ در بازار ایران تأیید می‌شود ولی در بررسی جزئیات مواردی برخلاف یافته‌های فاما و فرنچ در بازار کشورهای توسعه یافته به خصوص آمریکا مشاهده کردند. تحقیق اسلامی و خجسته (۱۳۸۷) نیز نشان می‌دهد که با به‌کارگیری راهبرد بهره‌وری سرمایه، در بورس اوراق بهادار تهران می‌توان به بازدهی غیرعادی دست یافت.

تحقیقات مرتبط با کارایی بازار

کارایی بازار کاربردهای مهمی برای حرفه‌ی حسابداری دارد. برای مثال پاداش حاصل از تحلیل بنیادی در یک بازار کارا کاهش می‌یابد. تغییر در روش حسابداری که بدون اثر مستقیم نقدی باشد، قیمت‌های اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد. در یک بازار کارا انتخاب بین افشا در پاورقی و تشخیص در صورت‌های مالی از جنبه‌ی اثری که روی قیمت‌های اوراق بهادار دارد، کمتر مورد اختلاف است. طبیعتاً اگر بازار کارا نباشد در همه‌ی موارد بالا حالت عکس آن وجود دارد. بنابراین همواره تقاضا برای تحقق کارایی بازار وجود دارد (۲۰۰۱).

کینز نخستین فردی بود که در سال ۱۹۳۶ از طریق بررسی نوسان‌های روزانه‌ی سود سرمایه‌گذاری‌ها واکنش بیش از اندازه‌ی سرمایه‌گذاران را در بازارهای سهام مشاهده کرد بعدتر واکنش بیش از اندازه‌ی سرمایه‌گذاران توسط دی بونت و تالر در ۱۹۸۵ در بورس اوراق بهادار نیویورک بررسی شد

نوشته‌های پرشماری در امور مالی، اقتصاد و حسابداری برای آزمون کارایی بازار وجود دارد. نوشته‌های حسابداری با استفاده از دو نوع آزمون استنباط‌هایی را درباره‌ی کارایی بازار ایجاد می‌کنند: مطالعات رویدادی و آزمون‌های مقطعی قابلیت پیش بینی بازده یا نوشتارهای نابهنجاری (۲۰۰۱). تمرکز این مقاله بر نوع دوم آزمون‌ها است.

آزمون‌های مقطعی قابلیت پیش‌بینی بازده، یا نوشته‌های نابهنجاری بررسی می‌کنند که آیا بازده‌های مقطعی روی پرتفولیوهایی که با استفاده از یک قاعده‌ی مبادلاتی خاص به طور دوره‌ای شکل می‌گیرند، با بازده‌های مورد انتظار حاصل از یک مدل شبیه قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای سازگار است. قواعد مبادلاتی استفاده شده به صورت شاخص‌های تک متغیری مانند عواید حاصل از سود یا شاخص‌های چند متغیری با به کار بردن تحلیل بنیادی متغیرهای حسابداری بوده‌اند (۲۰۰۱).

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

ریسک و بازده دو موضوع اساسی برای سرمایه‌گذاران هستند. برای کمی نمودن ارتباط بین ریسک و بازده از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای استفاده می‌شود. در این مدل تنها عاملی که بازده‌ی سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد، ریسک سیستماتیک (بتا) است. ما در این مقاله سعی داشتیم تا عوامل دیگری را معرفی کنیم که بر بازده‌ی سهام تأثیر می‌گذارند. این عوامل در نوشته‌های مالی و حسابداری به عنوان نابهنجاری‌های بازار شناخته شده‌اند و نقضی برای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای هستند. اما در ارتباط با این که کارایی بازار را نقض می‌کنند یا خیر، نظرات متفاوتی وجود دارد. با توجه به آنچه در این مقاله از خاطرتان گذشت، برخی محققان نابهنجاری‌های بازار را مبتنی بر ریسک می‌دانند. و برخی آن را ناشی از قیمت‌گذاری نادرست سرمایه‌گذار می‌دانند با این حال، آنچه مهم به نظر می‌رسد این است که عواملی غیر از بتا وجود دارند که بر بازده‌ی سهام تأثیر می‌گذارند و می‌توانند منجر به کسب بازده‌های غیر عادی شوند. بنابراین به سهامداران توصیه می‌شود به منظور افزایش بازده، عوامل ایجادکننده‌ی نابهنجاری در بازار را در هنگام تشکیل پرتفوی در نظر بگیرند.

* استادیار دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران

نرم افزارهای یکپارچه مالی اداری

کاکتوس

ابزاری کارآمد در دست مدیران

کاکتوس CACTUS

- حسابداری
- انبارداری
- خرید و فروش
- چک
- صندوق
- حقوق و دستمزد
- صنعتی
- دبیرخانه
- بخش مویریگی
- وام و صندوق قرض الحسنه
- تعاونی مسکن و سهام
- پیمانکاری
- حق العمل کاری
- حمل و نقل باری
- انبارهای عمومی
- سرویس مشتری
- بانک اطلاعاتی مؤسسات و اشخاص

تحت انواع ویندوز و شبکه SQL Server

یکپارچه سازی اطلاعات بین مناطق
مختلف جغرافیایی (Replication)

شرکت کاکتوس کامپیوتر

۸۸۴۴۴۲۱۹-۸۸۴۲۷۱۳۰ ☎

۰۹۱۲۳۲۲۳۸۰۳

تهران، سهروردی شمالی، مقابل پمپ بنزین، ✉

پلاک ۳۱۷، طبقه هفتم، واحد شرقی

www.cactus.ir