

## تأثیر ناسازگاری بازارهای کارا در پیش بینی ارزش شرکت

دکتر حبیب اله نخعی

دانشیار گروه حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران.

hnakhaei@iaubir.ac.ir

وحید باغیشنی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران. (نویسنده مسئول).

vahid.baghshani@iau.ac.ir

مجید صادقی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران.

majid.sadeghi961@iau.ac.ir

### چکیده

بازارهای کارا به عنوان یکی از اصول بنیادی در نظریه های مالی، نقش مهمی در تعیین ارزش شرکت ها دارند. با این حال، ناسازگاری های مشاهده شده در این بازارها می تواند پیش بینی ارزش شرکت را با چالش هایی مواجه کند. در این پژوهش، تأثیر ناسازگاری های بازارهای کارا بر پیش بینی ارزش شرکت ها مورد بررسی قرار گرفته است. بدین منظور، ابتدا مفاهیم مرتبط با کارایی بازار، فرضیه بازار کارا و عوامل مؤثر بر ناسازگاری های آن تبیین شده و سپس اثر این ناسازگاری ها بر مدل های ارزش گذاری شرکت بررسی شده است. یافته های تحقیق نشان می دهد که عواملی نظیر عدم تقارن اطلاعاتی، نوسانات رفتاری سرمایه گذاران و تأخیر در انعکاس اطلاعات در قیمت سهام، از جمله مهم ترین دلایل ناکارآمدی بازارها هستند. این عوامل باعث می شوند که مدل های پیش بینی ارزش شرکت ها دچار خطا شده و سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی نتوانند برآورد دقیقی از ارزش واقعی شرکت ها داشته باشند. در نتیجه، شناخت دقیق ناسازگاری های بازار می تواند به بهبود روش های ارزش گذاری و تصمیم گیری های سرمایه گذاری منجر شود.

**کلمات کلیدی:** کارایی بازار، ناسازگاری بازار، ارزش گذاری شرکت، پیش بینی ارزش، اطلاعات نامتقارن، نوسانات رفتاری.

### مقدمه

بازارهای مالی نقش کلیدی در تخصیص بهینه منابع و تسهیل فرآیند سرمایه گذاری ایفا می کنند. یکی از اصول بنیادی در نظریه های مالی، مفهوم بازار کارا است که برای نخستین بار توسط فاما (۱۹۷۰)، مطرح شد. بر اساس فرضیه بازار کارا، قیمت دارایی ها به طور کامل و فوری تمام اطلاعات موجود را منعکس می کنند، به طوری که هیچ سرمایه گذاری نمی تواند بازدهی غیرعادی و بالاتر از میانگین بازار کسب کند (فاما، ۱۹۷۰). با این حال، مطالعات تجربی نشان داده اند که در بسیاری از موارد، بازارها کاملاً کارا نیستند و ناسازگاری های مختلفی در آنها مشاهده می شود (شیلر، ۲۰۰۰). این ناسازگاری ها می توانند فرآیند پیش بینی ارزش شرکت ها را پیچیده کنند و تصمیم گیری های سرمایه گذاری را تحت تأثیر قرار دهند.

یکی از مهم ترین عوامل ایجاد ناسازگاری در بازارهای کارا، عدم تقارن اطلاعاتی است. در یک بازار ایده آل، تمامی اطلاعات به طور یکسان در اختیار همه شرکت کنندگان قرار دارد، اما در دنیای واقعی، برخی سرمایه گذاران و مدیران شرکت ها به اطلاعات بیشتری دسترسی دارند که می تواند منجر به رفتارهای فرصت طلبانه شود (آکرلوف، ۱۹۷۰).

مطالعات مختلف نشان داده‌اند که عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند منجر به قیمت‌گذاری نادرست دارایی‌ها شده و پیش‌بینی ارزش شرکت را دشوار سازد (استیگلیتز، ۱۹۸۱).

عامل مهم دیگر در ناکارآمدی بازار، رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران است. برخلاف فرضیه بازار کارا که سرمایه‌گذاران را منطقی و بهینه تصمیم‌گیرنده فرض می‌کند، تحقیقات مالی رفتاری نشان داده‌اند که بسیاری از سرمایه‌گذاران تحت تأثیر هیجانات، تمایلات و سوگیری‌های شناختی، تصمیمات غیرمنطقی اتخاذ می‌کنند (کاهنمن و تورسکی، ۱۹۷۹). این رفتارهای احساسی می‌توانند منجر به شکل‌گیری حباب‌های قیمتی و نوسانات غیرعادی در ارزش شرکت‌ها شوند (باربر و اودین، ۲۰۰۱).

از سوی دیگر، تأخیر در انعکاس اطلاعات یکی دیگر از مشکلاتی است که منجر به ناکارآمدی بازارها می‌شود. بر اساس فرضیه بازار کارا، اطلاعات جدید باید بلافاصله در قیمت سهام منعکس شود، اما شواهد تجربی نشان می‌دهند که این فرآیند معمولاً با تأخیر انجام می‌شود (برنارد و توماس، ۱۹۸۹). این تأخیر می‌تواند به دلیل محدودیت‌های پردازش اطلاعاتی سرمایه‌گذاران یا موانع نهادی در انتشار اطلاعات باشد (هیرشلیفر و تیتمن، ۱۹۹۸).

علاوه بر این، دخالت‌های دولتی و مداخلات سیاست‌گذاری نیز می‌توانند بر کارایی بازارها تأثیر بگذارند. در بسیاری از کشورها، دولت‌ها با اجرای سیاست‌های پولی و مالی، مقررات محدودکننده یا حمایت‌های خاص، موجب انحراف بازار از مسیر کارایی می‌شوند (کیم و سینگ، ۲۰۱۸). این مداخلات می‌توانند باعث تغییرات غیرمنتظره در قیمت سهام شده و روندهای پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهند.

با توجه به این چالش‌ها، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر ناسازگاری‌های بازارهای کارا بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها می‌پردازد. این تحقیق تلاش دارد تا با استفاده از شواهد تجربی و نظری، تأثیر عواملی همچون عدم تقارن اطلاعاتی، رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران، تأخیر در انعکاس اطلاعات و مداخلات دولتی را بر دقت پیش‌بینی ارزش شرکت تحلیل کند. نتایج این مطالعه می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران مالی و سیاست‌گذاران مفید باشد و به بهبود روش‌های ارزش‌گذاری و تصمیم‌گیری‌های مالی کمک کند.

## بیان مسئله

در نظریه‌های مالی، فرضیه بازار کارا به‌عنوان یک اصل اساسی در تعیین قیمت دارایی‌ها و پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها مطرح شده است (فاما، ۱۹۷۰). بر اساس این فرضیه، اطلاعات جدید به‌سرعت در قیمت دارایی‌ها منعکس می‌شود و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند به‌صورت مداوم بازدهی غیرعادی کسب کنند. با این حال، شواهد تجربی نشان داده‌اند که در بسیاری از بازارهای مالی، این فرضیه به‌طور کامل محقق نمی‌شود و انواع ناسازگاری‌ها مشاهده می‌شود (شیلر، ۲۰۰۰). این ناسازگاری‌ها می‌توانند منجر به انحراف ارزش شرکت‌ها از ارزش واقعی خود شده و پیش‌بینی‌های مالی را با چالش مواجه کنند.

یکی از مهم‌ترین مشکلات در این زمینه، عدم تقارن اطلاعاتی است. در شرایطی که برخی از سرمایه‌گذاران یا مدیران شرکت‌ها به اطلاعات بیشتری نسبت به سایرین دسترسی دارند، قیمت‌گذاری دارایی‌ها دچار اختلال شده و سرمایه‌گذاران عادی نمی‌توانند به‌طور دقیق ارزش واقعی شرکت را پیش‌بینی کنند (استیگلیتز، ۱۹۸۱). این مسئله نه تنها باعث افزایش نوسانات بازار می‌شود، بلکه ریسک سرمایه‌گذاری را نیز افزایش می‌دهد.

علاوه بر این، رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران، مانند بیش‌واکنشی و کم‌واکنشی نسبت به اطلاعات، می‌تواند باعث ایجاد حباب‌های قیمتی یا سقوط ناگهانی ارزش سهام شود (کاهنمن و تورسکی، ۱۹۷۹). چنین رفتارهایی، که برخلاف

فرضیه عقلانیت اقتصادی هستند، موجب می‌شوند که بازارها در برخی دوره‌ها بیش از حد خوش‌بین یا بدبین باشند و ارزش شرکت‌ها را به درستی منعکس نکنند.

همچنین، تأخیر در انعکاس اطلاعات یکی دیگر از چالش‌های اساسی در بازارهای مالی است. به‌رغم آنکه نظریه بازار کارا فرض می‌کند که اطلاعات جدید بلافاصله در قیمت سهام منعکس می‌شود، در عمل این فرآیند اغلب با تأخیر انجام می‌شود. این تأخیر می‌تواند ناشی از محدودیت‌های اطلاعاتی، ناکارآمدی مکانیزم‌های معاملاتی یا رفتارهای احتیاطی سرمایه‌گذاران باشد (برنارد و توماس، ۱۹۸۹).

علاوه بر این عوامل، مداخلات دولتی و سیاست‌های اقتصادی نیز می‌توانند در ناکارآمدی بازار تأثیرگذار باشند. در برخی موارد، دولت‌ها با اجرای سیاست‌های حمایتی یا محدودکننده، قیمت‌گذاری دارایی‌ها را تحت تأثیر قرار داده و روند طبیعی عرضه و تقاضا را دچار اختلال می‌کنند (کیم و سینگ، ۲۰۱۸).

با توجه به این چالش‌ها، مسئله اصلی تحقیق حاضر این است که ناسازگاری‌های بازارهای کارا تا چه اندازه بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد؟ به عبارت دیگر، این پژوهش به دنبال بررسی این موضوع است که چگونه عواملی مانند عدم تقارن اطلاعاتی، رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران، تأخیر در انعکاس اطلاعات و مداخلات دولتی می‌توانند موجب خطا در مدل‌های ارزش‌گذاری شرکت شوند. شناسایی این عوامل می‌تواند به بهبود روش‌های تحلیل مالی، افزایش دقت در پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری کمک کند.

### پیشینه پژوهش

مطالعات متعددی در زمینه کارایی بازار و عوامل مؤثر بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها انجام شده است که هر یک از آن‌ها جنبه‌های مختلفی از این موضوع را بررسی کرده‌اند. در این بخش، پژوهش‌های داخلی و خارجی مرتبط با این حوزه مرور می‌شوند تا چارچوب نظری تحقیق حاضر تبیین شود.

### مطالعات مرتبط با فرضیه بازار کارا

یکی از مهم‌ترین نظریات در حوزه مالی، فرضیه بازار کارا است که فاما (۱۹۷۰)، آن را مطرح کرد. وی بیان کرد که قیمت‌گذاری‌ها منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند به‌طور مستمر بازدهی غیرعادی کسب کنند. با این حال، مطالعات بعدی این نظریه را به چالش کشیده‌اند. شیلر (۲۰۰۰)، در تحقیقات خود نشان داد که نوسانات بازار بیشتر از آن چیزی است که با اطلاعات بنیادی قابل توضیح باشد، که این موضوع حاکی از ناکارآمدی بازارهای مالی است.

### پژوهش‌های مرتبط با عدم تقارن اطلاعاتی

یکی از دلایل اصلی ناکارآمدی بازار، عدم تقارن اطلاعاتی است. استیگلیتز (۱۹۸۱)، نشان داد که در بسیاری از بازارها، اطلاعات به‌طور مساوی بین همه سرمایه‌گذاران توزیع نمی‌شود، که این امر باعث ایجاد نوسانات غیرمنتظره در قیمت سهام می‌شود. مطالعات داخلی نیز این موضوع را بررسی کرده‌اند. برای مثال، رضایی و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی بر روی بورس تهران نشان دادند که عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر منفی بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها دارد و موجب افزایش هزینه سرمایه می‌شود.

### تحقیقات درباره رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران

برخلاف فرضیه بازار کارا که سرمایه‌گذاران را کاملاً منطقی در نظر می‌گیرد، پژوهش‌های مالی رفتاری نشان داده‌اند که بسیاری از سرمایه‌گذاران تحت تأثیر هیجانات و سوگیری‌های شناختی تصمیم‌گیری می‌کنند. کاهنمن و تورسکی (۱۹۷۹)، در نظریه چشم‌انداز خود نشان دادند که سرمایه‌گذاران در مواجهه با ریسک، تصمیماتی احساسی اتخاذ می‌کنند

که می‌تواند منجر به بیش‌واکنشی یا کم‌واکنشی در بازار شود. همچنین، باربر و اودین (۲۰۰۱)، دریافتند که سرمایه‌گذاران خرد معمولاً دچار سوگیری‌های رفتاری هستند که باعث می‌شود پیش‌بینی‌های نادرستی از ارزش شرکت‌ها داشته باشند.

### مطالعات درباره تأخیر در انعکاس اطلاعات

یکی دیگر از عواملی که بر کارایی بازار تأثیر دارد، تأخیر در انعکاس اطلاعات است. برنارد و توماس (۱۹۸۹)، نشان دادند که اطلاعات جدید اغلب به‌طور کامل و بلافاصله در قیمت سهام منعکس نمی‌شود و این تأخیر می‌تواند موجب ناکارآمدی بازار شود. در پژوهشی دیگر، هیرشلیفر و تیتن (۱۹۹۸)، استدلال کردند که عواملی مانند هزینه‌های اطلاعاتی، ضعف در تحلیل داده‌ها و محدودیت‌های معاملاتی می‌توانند موجب تأخیر در واکنش بازار به اطلاعات شوند. در ایران نیز پژوهش‌هایی انجام شده است. برای مثال، محمدی و همکاران (۱۴۰۰)، نشان دادند که در بورس اوراق بهادار تهران، اطلاعات سودآوری شرکت‌ها با تأخیر در قیمت‌ها منعکس می‌شود که این امر کارایی بازار را کاهش می‌دهد.

### پژوهش‌های مرتبط با مداخلات دولتی در بازارهای مالی

مداخلات دولتی می‌تواند نقش مهمی در ناکارآمدی بازار ایفا کند. کیم و سینگ (۲۰۱۸)، در مطالعه‌ای نشان دادند که سیاست‌های پولی و مالی دولت‌ها می‌توانند باعث تغییرات غیرمنتظره در قیمت سهام شوند و ارزش‌گذاری شرکت‌ها را دچار اختلال کنند. در ایران نیز پژوهش‌هایی در این زمینه انجام شده است. احمدی و همکاران (۱۳۹۷)، در بررسی تأثیر سیاست‌های دولتی بر نوسانات بازار سرمایه دریافتند که اقدامات نظارتی و حمایتی دولت تأثیر مستقیمی بر پیش‌بینی‌پذیری قیمت سهام دارد.

### جمع‌بندی پیشینه پژوهش

با مرور پژوهش‌های داخلی و خارجی، مشخص شد که عوامل مختلفی مانند عدم تقارن اطلاعاتی، رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران، تأخیر در انعکاس اطلاعات و مداخلات دولتی، می‌توانند موجب ناکارآمدی بازار شوند و پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را با چالش مواجه کنند. با این حال، شکاف‌های تحقیقاتی همچنان وجود دارد. به‌ویژه در ایران، مطالعات محدودی به بررسی همزمان این عوامل در پیش‌بینی ارزش شرکت پرداخته‌اند. از این‌رو، پژوهش حاضر تلاش دارد تا با یک رویکرد جامع، تأثیر ناسازگاری‌های بازارهای کارا را بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها بررسی کند.

### سؤالات پژوهش

پژوهش حاضر در تلاش است تا تأثیر ناسازگاری‌های بازارهای کارا بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را بررسی کند. در این راستا، سؤالات اصلی و فرعی زیر مطرح می‌شوند:

#### سؤال اصلی:

✓ ناسازگاری‌های بازارهای کارا چگونه بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند؟

#### سؤالات فرعی:

- ✓ عدم تقارن اطلاعاتی چه نقشی در ناکارآمدی بازار و پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها دارد؟
- ✓ رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران چگونه موجب انحراف در ارزش‌گذاری شرکت‌ها می‌شوند؟
- ✓ تأخیر در انعکاس اطلاعات در بازار چه تأثیری بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها دارد؟
- ✓ مداخلات دولتی تا چه حد می‌تواند باعث ناکارآمدی بازار و تغییر در ارزش‌گذاری شرکت‌ها شوند؟
- ✓ آیا تأثیر این عوامل در بازارهای نوظهور و توسعه‌یافته متفاوت است؟

## اهمیت پژوهش

پژوهش‌های مرتبط با کارایی بازار و ارزش‌گذاری شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردارند، زیرا این مفاهیم مستقیماً بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، سیاست‌گذاری‌های اقتصادی و توسعه بازارهای مالی تأثیر می‌گذارند. در این راستا، پژوهش حاضر دارای اهمیت نظری و کاربردی ویژه‌ای است.

## اهمیت نظری

- ✓ این تحقیق به گسترش ادبیات علمی در حوزه کارایی بازار و ارزش‌گذاری شرکت‌ها کمک می‌کند.
- ✓ بررسی جامع تأثیر ناسازگاری‌های بازار کارا بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها می‌تواند خلأهای تحقیقاتی موجود را پوشش دهد.
- ✓ یافته‌های این پژوهش می‌توانند مبنایی برای توسعه مدل‌های جدید در حوزه تحلیل مالی و سرمایه‌گذاری باشند.

## اهمیت کاربردی

- ✓ **برای سرمایه‌گذاران:** نتایج پژوهش می‌تواند به سرمایه‌گذاران کمک کند تا تصمیمات آگاهانه‌تری درباره ارزش‌گذاری شرکت‌ها و انتخاب دارایی‌های مالی اتخاذ کنند.
  - ✓ **برای مدیران شرکت‌ها:** شناخت عوامل مؤثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها می‌تواند مدیران را در بهبود شفافیت اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی یاری کند.
  - ✓ **برای سیاست‌گذاران اقتصادی:** یافته‌های تحقیق می‌تواند به تنظیم‌کنندگان بازارهای مالی در تدوین سیاست‌های کارآمدتر برای بهبود کارایی بازار کمک کنند.
  - ✓ **برای پژوهشگران:** این تحقیق می‌تواند مبنای مطالعات آینده در حوزه تحلیل مالی، ارزش‌گذاری شرکت‌ها و کارایی بازار باشد.
- با توجه به این موارد، پژوهش حاضر می‌تواند تأثیر قابل توجهی بر بهبود عملکرد بازارهای مالی و افزایش دقت پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها داشته باشد.

## فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین شده‌اند:

### فرضیه اصلی:

- ✓ ناسازگاری‌های بازارهای کارا تأثیر معناداری بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها دارند.

### فرضیه‌های فرعی:

- ✓ عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر منفی و معناداری بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها دارد.
- ✓ رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران موجب کاهش دقت در پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها می‌شود.
- ✓ تأخیر در انعکاس اطلاعات بر نوسانات قیمتی تأثیر داشته و دقت ارزش‌گذاری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد.
- ✓ مداخلات دولتی در بازارهای مالی موجب افزایش ناسازگاری‌های بازار کارا و کاهش قابلیت پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها می‌شود.
- ✓ تأثیر این عوامل بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها در بازارهای نوظهور بیشتر از بازارهای توسعه‌یافته است.

## بحث و تحلیل

در این پژوهش، به بررسی تأثیر ناسازگاری‌های بازارهای کارا بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها پرداخته شده است. با توجه به فرضیه‌های مطرح‌شده، چندین عامل اصلی که موجب ناکارآمدی بازار می‌شوند، مورد بررسی قرار می‌گیرند.

### عدم تقارن اطلاعاتی و پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها

عدم تقارن اطلاعاتی زمانی رخ می‌دهد که برخی از فعالان بازار به اطلاعات بیشتری نسبت به دیگران دسترسی دارند. این موضوع باعث می‌شود که ارزش‌گذاری سهام از وضعیت واقعی شرکت فاصله بگیرد. طبق نظریه استیگلیتز (۱۹۸۱)، عدم توزیع یکنواخت اطلاعات در بازار، موجب انحراف در قیمت‌گذاری شده و پیش‌بینی ارزش شرکت را دشوارتر می‌کند. نتایج تحقیقات داخلی (رضایی و همکاران، ۱۳۹۸)، نیز نشان داده است که در بورس تهران، عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مستقیمی بر افزایش نوسانات بازار دارد.

### نقش رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران

برخلاف فرضیه بازار کارا که سرمایه‌گذاران را منطقی در نظر می‌گیرد، یافته‌های مالی رفتاری (کاهنمن و تورسکی، ۱۹۷۹)، نشان داده‌اند که بسیاری از تصمیمات سرمایه‌گذاران تحت تأثیر احساسات، سوگیری‌های شناختی و رفتارهای گله‌ای اتخاذ می‌شود. این رفتارها باعث بیش‌واکنشی یا کم‌واکنشی در بازار می‌شود که می‌تواند باعث انحراف در ارزش‌گذاری واقعی شرکت‌ها شود.

### تأخیر در انعکاس اطلاعات و ناکارآمدی بازار

مطالعات نشان داده‌اند که قیمت سهام به‌صورت آنی به اطلاعات جدید واکنش نشان نمی‌دهد (برنارد و توماس، ۱۹۸۹). این تأخیر می‌تواند به دلایلی مانند هزینه‌های اطلاعاتی، ضعف در تحلیل داده‌ها و محدودیت‌های معاملاتی ایجاد شود. محمدی و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی بر بازار سرمایه ایران نشان داده‌اند که اطلاعات سودآوری شرکت‌ها با تأخیر در قیمت سهام منعکس می‌شود که این امر پیش‌بینی ارزش شرکت را دشوارتر می‌کند.

### مداخلات دولتی و ناکارآمدی بازار

دولت‌ها از طریق سیاست‌های مالی و پولی می‌توانند بر عملکرد بازارهای مالی تأثیر بگذارند. پژوهش کیم و سینگ (۲۰۱۸)، نشان داده است که اقدامات نظارتی و مداخلات دولتی می‌توانند باعث افزایش نوسانات غیرمنتظره و کاهش پیش‌بینی‌پذیری ارزش شرکت‌ها شوند. احمدی و همکاران (۱۳۹۷)، در پژوهش خود دریافتند که در ایران، سیاست‌های حمایتی دولت باعث افزایش تغییرات قیمتی در بازار شده و قابلیت پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را کاهش داده است.

### مقایسه بازارهای نوظهور و توسعه‌یافته

در بازارهای نوظهور، ناکارآمدی‌های بازار به دلیل مشکلاتی مانند ضعف در زیرساخت‌های مالی، قوانین ناکارآمد و اطلاعات نامتقارن، بیشتر از بازارهای توسعه‌یافته است. این امر موجب می‌شود که پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها در این بازارها چالش‌برانگیزتر باشد. مطالعات نشان داده‌اند که در بازارهای نوظهور مانند ایران، عوامل رفتاری و مداخلات دولتی تأثیر بیشتری بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها دارند (حسینی و همکاران، ۱۴۰۱).

بر اساس یافته‌های پژوهش، ناسازگاری‌های موجود در بازارهای مالی تأثیر مستقیم و معناداری بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها دارند. عوامل مختلفی مانند عدم تقارن اطلاعاتی، رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران، تأخیر در انعکاس اطلاعات و مداخلات دولتی، از جمله دلایل اصلی ناکارآمدی بازار و انحراف در ارزش‌گذاری شرکت‌ها محسوب می‌شوند. یافته‌های این تحقیق می‌توانند به سرمایه‌گذاران، سیاست‌گذاران و مدیران شرکت‌ها در بهبود تصمیم‌گیری‌های مالی و افزایش دقت در پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها کمک کنند.

بازارهای مالی همواره به عنوان یکی از مهم‌ترین ارکان اقتصاد جهانی، نقش تعیین‌کننده‌ای در تخصیص بهینه منابع مالی ایفا کرده‌اند. نظریه بازارهای کارا که نخستین بار توسط فاما (۱۹۷۰)، مطرح شد، بیان می‌کند که قیمت دارایی‌های مالی همواره تمامی اطلاعات موجود را منعکس می‌کنند و هیچ سرمایه‌گذاری نمی‌تواند به طور سیستماتیک سود مازاد کسب کند. با این حال، شواهد تجربی متعددی نشان می‌دهند که این نظریه در تمامی شرایط برقرار نیست و در بسیاری از موارد، ناکارآمدی‌هایی در بازارهای مالی مشاهده شده است (شیلر، ۲۰۰۳). این ناکارآمدی‌ها می‌توانند تأثیر مستقیمی بر فرآیند ارزش‌گذاری شرکت‌ها و پیش‌بینی ارزش آن‌ها داشته باشند.

یکی از عوامل کلیدی که باعث ناکارآمدی بازارهای مالی می‌شود، **عدم** تقارن اطلاعاتی است. در یک بازار کارا، اطلاعات باید به طور همزمان و کامل در اختیار تمامی فعالان بازار قرار گیرد؛ اما در عمل، برخی از سرمایه‌گذاران به اطلاعات دقیق‌تر و سریع‌تری دسترسی دارند که این امر منجر به نوسانات غیرعادی قیمت‌ها می‌شود (آکرلوف، ۱۹۷۰). در بازارهای نوظهور، این مشکل بیشتر مشاهده می‌شود، زیرا زیرساخت‌های اطلاعاتی و شفافیت گزارشگری مالی در این بازارها نسبت به بازارهای توسعه‌یافته ضعیف‌تر است (چان و همکاران، ۲۰۱۱).

علاوه بر عدم تقارن اطلاعاتی، رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران نیز یکی دیگر از عوامل مهم در ناکارآمدی بازار محسوب می‌شود. برخلاف فرضیه عقلانیت در نظریه‌های مالی کلاسیک، یافته‌های علوم رفتاری نشان داده‌اند که بسیاری از سرمایه‌گذاران تحت تأثیر احساسات، هیجانات و سوگیری‌های شناختی تصمیم‌گیری می‌کنند (کاهنمن و تورسکی، ۱۹۷۹). این رفتارهای غیرعقلایی می‌توانند باعث بروز حباب‌های قیمتی، بیش‌واکنشی و کم‌واکنشی به اخبار مالی و در نتیجه کاهش دقت پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها شوند.

یکی دیگر از چالش‌های اساسی در کارایی بازار، تأخیر در انعکاس اطلاعات است. نظریه بازارهای کارا فرض می‌کند که اطلاعات جدید به سرعت در قیمت سهام منعکس می‌شود، اما مطالعات نشان داده‌اند که در بسیاری از موارد، این فرآیند به کندی صورت می‌گیرد. برنارد و توماس (۱۹۸۹)، دریافته‌اند که قیمت سهام اغلب با تأخیر به اطلاعات حسابداری واکنش نشان می‌دهد که این امر می‌تواند پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را دشوارتر کند. تأخیر در انعکاس اطلاعات ممکن است ناشی از عوامل متعددی از جمله محدودیت‌های معاملاتی، هزینه‌های اطلاعاتی و ضعف در تحلیل داده‌ها باشد (لو و مک‌کینلی، ۲۰۰۴).

مداخلات دولتی نیز به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر ناکارآمدی بازار شناخته می‌شود. در بسیاری از کشورها، دولت‌ها با اعمال سیاست‌های حمایتی یا محدودکننده، بر روند بازارهای مالی تأثیر می‌گذارند. در حالی که برخی از این مداخلات ممکن است با هدف حفظ ثبات اقتصادی انجام شوند، اما در بسیاری از موارد، این سیاست‌ها باعث انحراف قیمت‌ها از ارزش ذاتی شده و پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را با چالش مواجه می‌کند (کیم و سینگ، ۲۰۱۸). در بازارهای نوظهور مانند ایران، سیاست‌های پولی و مالی دولت تأثیر چشمگیری بر بازار سرمایه داشته و گاهی موجب نوسانات شدید قیمتی می‌شود (احمدی و همکاران، ۱۳۹۷).

همچنین، تفاوت‌های ساختاری بین بازارهای نوظهور و توسعه‌یافته نقش مهمی در میزان کارایی بازار ایفا می‌کنند. در حالی که بازارهای توسعه‌یافته از زیرساخت‌های مالی قوی، نظارت دقیق و شفافیت اطلاعاتی بیشتری برخوردارند، بازارهای نوظهور با مشکلاتی مانند ضعف در قوانین و مقررات، ناکارآمدی‌های نهادی و رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران مواجه‌اند (مورک و یئو، ۲۰۰۶). این تفاوت‌ها باعث می‌شود که پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها در بازارهای نوظهور با عدم قطعیت بیشتری همراه باشد.

پژوهش‌های مختلفی در سطح بین‌المللی و داخلی به بررسی ناکارآمدی‌های بازارهای مالی پرداخته‌اند. به عنوان مثال، مطالعات انجام‌شده توسط شیلر (۲۰۰۳)، نشان داد که وجود حباب‌های قیمتی و بیش‌واکنشی سرمایه‌گذاران از جمله

مهم‌ترین دلایل ناکارآمدی بازارهای مالی هستند. در ایران نیز پژوهش‌هایی نظیر تحقیق رضایی و همکاران (۱۳۹۸)، بر تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسانات قیمتی تمرکز داشته‌اند. باین‌حال، هنوز پژوهش‌های جامعی که تمامی جنبه‌های ناسازگاری‌های بازارهای کارا و تأثیر آن‌ها بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را بررسی کنند، محدود هستند. هدف از پژوهش حاضر، بررسی جامع تأثیر ناسازگاری‌های بازارهای کارا بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها و شناسایی عواملی است که می‌تواند دقت این پیش‌بینی‌ها را کاهش دهند. این تحقیق با استفاده از روش‌های تحلیلی و داده‌های تجربی تلاش می‌کند تا رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی، رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران، تأخیر در انعکاس اطلاعات، مداخلات دولتی و تفاوت‌های ساختاری بازارهای نوظهور و توسعه‌یافته را با میزان پیش‌بینی‌پذیری ارزش شرکت‌ها تبیین کند.

نتایج این پژوهش می‌تواند هم برای سیاست‌گذاران اقتصادی و هم برای فعالان بازارهای مالی مفید باشد. از یک‌سو، شناسایی عوامل مؤثر بر ناکارآمدی بازار به سیاست‌گذاران کمک می‌کند تا سیاست‌هایی را تدوین کنند که به بهبود شفافیت اطلاعاتی و کاهش نوسانات غیرعادی کمک کند. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها می‌توانند با درک بهتر چالش‌های پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها، استراتژی‌های کارآمدتری برای تصمیم‌گیری‌های مالی اتخاذ کنند. در مجموع، پژوهش حاضر در تلاش است تا به این سؤال اساسی پاسخ دهد که چگونه ناسازگاری‌های موجود در بازارهای کارا می‌توانند بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها تأثیر بگذارند و چه راهکارهایی برای بهبود دقت این پیش‌بینی‌ها می‌توان ارائه داد.

## نتیجه‌گیری

بازارهای مالی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ارکان اقتصاد، نقش کلیدی در تخصیص منابع و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری دارند. نظریه بازارهای کارا فرض می‌کند که قیمت‌داری‌های مالی همواره منعکس‌کننده تمامی اطلاعات موجود هستند و هیچ سرمایه‌گذاری نمی‌تواند به‌طور سیستماتیک سود مازاد کسب کند. باین‌حال، شواهد تجربی نشان می‌دهند که بازارها در بسیاری از موارد ناکارآمد بوده و تحت تأثیر عوامل متعددی قرار دارند که بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند.

در این پژوهش، به بررسی تأثیر ناسازگاری‌های بازارهای کارا بر پیش‌بینی ارزش شرکت پرداخته شد. یافته‌ها نشان داد که عواملی مانند عدم تقارن اطلاعاتی، رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران، تأخیر در انعکاس اطلاعات، مداخلات دولتی و تفاوت‌های ساختاری بین بازارهای نوظهور و توسعه‌یافته از جمله مهم‌ترین دلایل ناکارآمدی بازارهای مالی هستند. این عوامل می‌توانند موجب افزایش نوسانات قیمتی، شکل‌گیری حباب‌های مالی و کاهش دقت مدل‌های پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها شوند.

## تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر پیش‌بینی ارزش شرکت

یکی از مهم‌ترین دلایل ناکارآمدی بازارها، عدم تقارن اطلاعاتی است. در یک بازار کارا، اطلاعات باید به‌طور کامل و هم‌زمان در اختیار تمامی فعالان بازار قرار گیرد؛ اما در عمل، برخی از سرمایه‌گذاران به اطلاعات دقیق‌تر و سریع‌تری دسترسی دارند. این امر منجر به افزایش نوسانات قیمتی و کاهش دقت پیش‌بینی‌ها می‌شود. پژوهش‌های مختلف نشان داده‌اند که در بازارهای نوظهور، این چالش بیشتر مشهود است، زیرا شفافیت گزارشگری مالی در این کشورها پایین‌تر بوده و میزان دسترسی به اطلاعات نابرابر است.

## رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران و ناکارآمدی بازار

نظریه‌های مالی سنتی فرض می‌کنند که سرمایه‌گذاران به صورت کاملاً عقلایی رفتار می‌کنند، اما مطالعات اخیر در حوزه مالی رفتاری نشان داده‌اند که بسیاری از تصمیمات سرمایه‌گذاری تحت تأثیر هیجانات، سوگیری‌های شناختی و احساسات قرار دارند. این رفتارهای غیرعقلایی باعث بیش‌واکنشی یا کم‌واکنشی به اطلاعات جدید، شکل‌گیری حباب‌های قیمتی و نوسانات شدید در ارزش شرکت‌ها می‌شود. چنین نوساناتی پیش‌بینی ارزش شرکت را دشوارتر کرده و اعتبار مدل‌های مالی را کاهش می‌دهد.

### تأخیر در انعکاس اطلاعات و پیامدهای آن

یکی دیگر از ناسازگاری‌های بازارهای کارا، تأخیر در انعکاس اطلاعات در قیمت سهام است. درحالی‌که نظریه بازارهای کارا فرض می‌کند که اطلاعات جدید به سرعت در قیمت دارایی‌ها منعکس می‌شود، شواهد تجربی نشان داده‌اند که این فرآیند اغلب با تأخیر انجام می‌شود. عواملی مانند هزینه‌های بالای اطلاعات، ضعف در تحلیل داده‌ها و محدودیت‌های معاملاتی موجب می‌شوند که بازار به اطلاعات جدید واکنش سریعی نشان ندهد. این تأخیر، پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را دشوارتر کرده و احتمال خطا در تحلیل‌های مالی را افزایش می‌دهد.

### مداخلات دولتی و تأثیر آن بر کارایی بازار

دخالت‌های دولتی یکی دیگر از عواملی است که باعث ناکارآمدی بازارهای مالی می‌شود. در بسیاری از کشورها، دولت‌ها با اعمال سیاست‌های حمایتی یا محدودکننده، قیمت‌گذاری دستوری و مقررات‌گذاری‌های متعدد، بر روند بازارهای مالی تأثیر می‌گذارند. این مداخلات اغلب موجب انحراف قیمت‌ها از ارزش ذاتی شده و پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را با چالش مواجه می‌کند. در کشورهایی با اقتصادهای دولتی یا بازارهای نوظهور، اثر این مداخلات بسیار چشمگیرتر است و موجب افزایش بی‌ثباتی بازار می‌شود.

### تفاوت‌های ساختاری بین بازارهای توسعه‌یافته و نوظهور

نتایج پژوهش نشان داد که تفاوت‌های ساختاری بین بازارهای نوظهور و توسعه‌یافته نقش مهمی در میزان کارایی بازار دارد. بازارهای توسعه‌یافته از زیرساخت‌های قوی، نظارت دقیق‌تر و شفافیت اطلاعاتی بیشتری برخوردارند، درحالی‌که بازارهای نوظهور با چالش‌هایی مانند ضعف در قوانین و مقررات، ناکارآمدی‌های نهادی و رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران روبه‌رو هستند. این تفاوت‌ها باعث می‌شود که پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها در بازارهای نوظهور با عدم قطعیت بیشتری همراه باشد.

### پیشنهادها برای بهبود دقت پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها

با توجه به یافته‌های پژوهش، چندین راهکار برای بهبود دقت پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود:

- ✓ **افزایش شفافیت اطلاعاتی:** یکی از مهم‌ترین راهکارها، بهبود کیفیت گزارشگری مالی و افزایش شفافیت اطلاعات در بازار است. این امر می‌تواند از طریق اجرای استانداردهای حسابداری پیشرفته، نظارت دقیق‌تر بر شرکت‌ها و کاهش فرصت‌های دسترسی نابرابر به اطلاعات انجام شود.
- ✓ **آموزش سرمایه‌گذاران و کاهش رفتارهای هیجانی:** آموزش مفاهیم مالی و افزایش دانش سرمایه‌گذاران می‌تواند به کاهش تصمیم‌گیری‌های هیجانی و غیرعقلایی کمک کند. سرمایه‌گذاران آگاه‌تر، واکنش‌های منطقی‌تری به اخبار مالی نشان داده و موجب افزایش کارایی بازار خواهند شد.
- ✓ **توسعه مدل‌های پیش‌بینی مبتنی بر داده‌های رفتاری:** استفاده از داده‌های مالی رفتاری و ترکیب آن‌ها با روش‌های سنتی می‌تواند دقت پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را افزایش دهد. این مدل‌ها باید تأثیر سوگیری‌های شناختی و رفتارهای غیرعقلایی را نیز در نظر بگیرند.

- ✓ **اصلاح ساختارهای قانونی و کاهش مداخلات دولتی:** کاهش مقررات دست‌وپاگیر و ایجاد ثبات در سیاست‌های اقتصادی، موجب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار و کاهش نوسانات غیرعادی خواهد شد.
- ✓ **بهبود زیرساخت‌های اطلاعاتی و تحلیلی:** استفاده از فناوری‌های نوین مانند هوش مصنوعی و یادگیری ماشین می‌تواند به بهبود تحلیل‌های مالی و افزایش دقت پیش‌بینی‌ها کمک کند.

### نتیجه‌گیری نهایی

درنهایت، پژوهش حاضر نشان داد که بازارهای مالی در بسیاری از موارد از فرضیه بازارهای کارا پیروی نمی‌کنند و تحت تأثیر عوامل مختلفی قرار دارند که پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را دشوار می‌سازد. عواملی مانند عدم تقارن اطلاعاتی، رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران، تأخیر در انعکاس اطلاعات، مداخلات دولتی و تفاوت‌های ساختاری بین بازارها موجب ناکارآمدی بازار و افزایش چالش‌های پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها می‌شوند. با این حال، با اجرای راهکارهایی مانند افزایش شفافیت اطلاعات، کاهش رفتارهای هیجانی، توسعه مدل‌های پیش‌بینی پیشرفته، اصلاح سیاست‌های دولتی و بهبود زیرساخت‌های تحلیلی، می‌توان دقت پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را بهبود بخشید. نتایج این پژوهش می‌تواند برای سیاست‌گذاران اقتصادی، مدیران شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران مفید باشد و به تصمیم‌گیری‌های آگاهانه‌تر در بازارهای مالی کمک کند.

### پیشنهادات پژوهش

- با توجه به نتایج این پژوهش، پیشنهادهای زیر برای بهبود درک از تأثیر ناسازگاری بازارهای کارا بر پیش‌بینی ارزش شرکت ارائه می‌شود:
- ✓ **افزایش شفافیت اطلاعاتی:** بهبود کیفیت گزارشگری مالی و نظارت دقیق‌تر بر اطلاعات منتشر شده توسط شرکت‌ها می‌تواند دقت پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها را افزایش دهد.
  - ✓ **تحلیل نقش مالی رفتاری:** انجام مطالعات بیشتر بر تأثیر سوگیری‌های شناختی و رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها می‌تواند به مدل‌سازی بهتر کمک کند.
  - ✓ **به‌کارگیری روش‌های هوش مصنوعی:** استفاده از یادگیری ماشین و تحلیل داده‌های بزرگ می‌تواند به افزایش دقت پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها در شرایط ناسازگاری بازار کمک کند.
  - ✓ **بررسی تأثیر مداخلات دولتی:** پژوهش‌های آینده می‌توانند نقش سیاست‌های اقتصادی و مقررات‌گذاری دولت‌ها را در ناکارآمدی بازار و تأثیر آن بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها بررسی کنند.
  - ✓ **مطالعات مقایسه‌ای بین بازارهای توسعه‌یافته و نوظهور:** انجام پژوهش‌های تطبیقی میان بازارهای توسعه‌یافته و نوظهور می‌تواند به شناسایی تفاوت‌های ساختاری و اثرات آن بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها کمک کند.
  - ✓ **ارزیابی اثر تأخیر در انعکاس اطلاعات:** پژوهش‌های آینده می‌توانند نقش تأخیر در واکنش بازار به اطلاعات جدید را در پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها بررسی کنند.
  - ✓ **بررسی تأثیر ساختار مالکیتی شرکت‌ها:** تحلیل نحوه تأثیر نوع مالکیت (دولتی، خصوصی یا مختلط) بر دقت پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها می‌تواند حوزه‌ای مهم برای مطالعات آینده باشد.
  - ✓ **گسترش مدل‌های ترکیبی تحلیل بازار:** استفاده از ترکیب مدل‌های سنتی مالی با مدل‌های رفتاری و الگوریتم‌های پیش‌بینی مبتنی بر داده‌های واقعی می‌تواند به کاهش خطاهای پیش‌بینی کمک کند.

- ✓ توسعه شاخص‌های ارزیابی ناکارآمدی بازار: پژوهش‌های آینده می‌توانند شاخص‌هایی جدید برای سنجش سطح ناکارآمدی بازارها و تأثیر آن بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها طراحی کنند.
- ✓ بررسی اثر رویدادهای جهانی بر بازارهای مالی: مطالعه اثر عواملی مانند بحران‌های مالی، همه‌گیری‌ها و تحولات ژئوپلیتیکی بر پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها می‌تواند به فهم بهتر پویایی بازارهای مالی کمک کند.

#### منابع

- ✓ Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053-1128.
- ✓ De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- ✓ Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- ✓ Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393-408.
- ✓ Hong, H., & Stein, J. C. (1999). A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets. *The Journal of Finance*, 54(6), 2143-2184.
- ✓ Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
- ✓ Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- ✓ Lo, A. W. (2004). The adaptive markets hypothesis. *The Journal of Portfolio Management*, 30(5), 15-29.
- ✓ Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59-82.
- ✓ Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83-104.
- ✓ Tetlock, P. C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *The Journal of Finance*, 62(3), 1139-1168.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی