

انتشار بیش‌تر اطلاعات و حرکت به سوی کارایی در بازار سرمایه ایران

دکتر احمد احمدپور^۱

حسین خاکپور^۲

کاترین پیکانی^۳

چکیده:

نوظهور به دلیل ناکارآ بودن این بازارها و وجود اطلاعات درونی^۴ در دست عده ای خاص از فعالان موجود در بازار قوانین و مقرراتی که مانع از به وجود آمدن عدم تقارن اطلاعاتی هستند بیشتر به چشم می‌خورند. در این بازارها گاه قانون گذاران به منظور حمایت از بازار در مقابل نوسانات و بحران‌های مالی قوانینی را برای ورود و خروج سرمایه، عرضه و تقاضای سهام و تعیین قیمت سهام وضع می‌کنند. فعالیت بورس بدون شک عمده ترین اقدام برای تشویق مردم به سرمایه گذاری در سهام شرکت‌ها و جذب نقدینگی و هدایت آن در چرخه اقتصادی است. می توان گفت بورس مکانی است که سرمایه پذیر باید بتواند به بهترین نحو ممکن به رقابت بپردازد تا منابع مالی را به سوی خود سوق دهد. به وجود آوردن شرایطی که سرمایه گذاران از بین شقوق مختلف سرمایه گذاری، اوراق بهادار به‌خصوص را برگزینند دارای اهمیتی خاص است، به عبارت دیگر با بررسی نیازهای سرمایه گذاران و برآورد تقاضای منطقی آنان می توانیم باعث انتقال سرمایه از فعالیت های غیر مولد به سمت فعالیت های اقتصادی و تولیدی باشیم. به عقیده کینز، وظیفه اصلی یک بورس اوراق بهادار، جذب سرمایه گذار با بالاترین بازده است. ضمن این‌که می توان گفت: بورس یکی از اجزای ساختار پولی و مالی است که حرکت چرخ‌های اقتصادی بدون آن امکان پذیر نیست.

ادبیات موضوع

معمولاً در بازار معاملات اوراق بهادار حساسیت زیادی نسبت به روند تغییرات قیمت نشان داده می شود و چگونگی تحولات مرتبط با آن مورد بررسی قرار می گیرد. از آن‌جا که بازار باید در معرض

وجود بازار سرمایه یکی از علائم توسعه اقتصادی است و فعال بودن آن موجب سهولت تأمین مالی شرکت‌ها و هدایت سرمایه‌های کوچک و خرد در مسیر تولید و جلوگیری از راکد ماندن احتمالی آن‌ها و کسب درآمد برای عموم و سایر مزایای مربوط خواهد بود و هدف سرمایه گذاران از روی آوردن به بازار بورس و سرمایه گذاری کسب سود و افزایش ثروت است. بنابراین آرایه اطلاعاتی که بتواند آن‌ها را در انتخاب اوراق بهادار برای سرمایه گذاری یاری رساند ضروری است. و هر چه این اطلاعات شفاف‌تر باشند، بازار کارتر خواهد بود.

واژه های کلیدی: سهام شناور آزاد، کارایی بازار، نقدینگی، شفافیت بازار، شاخص

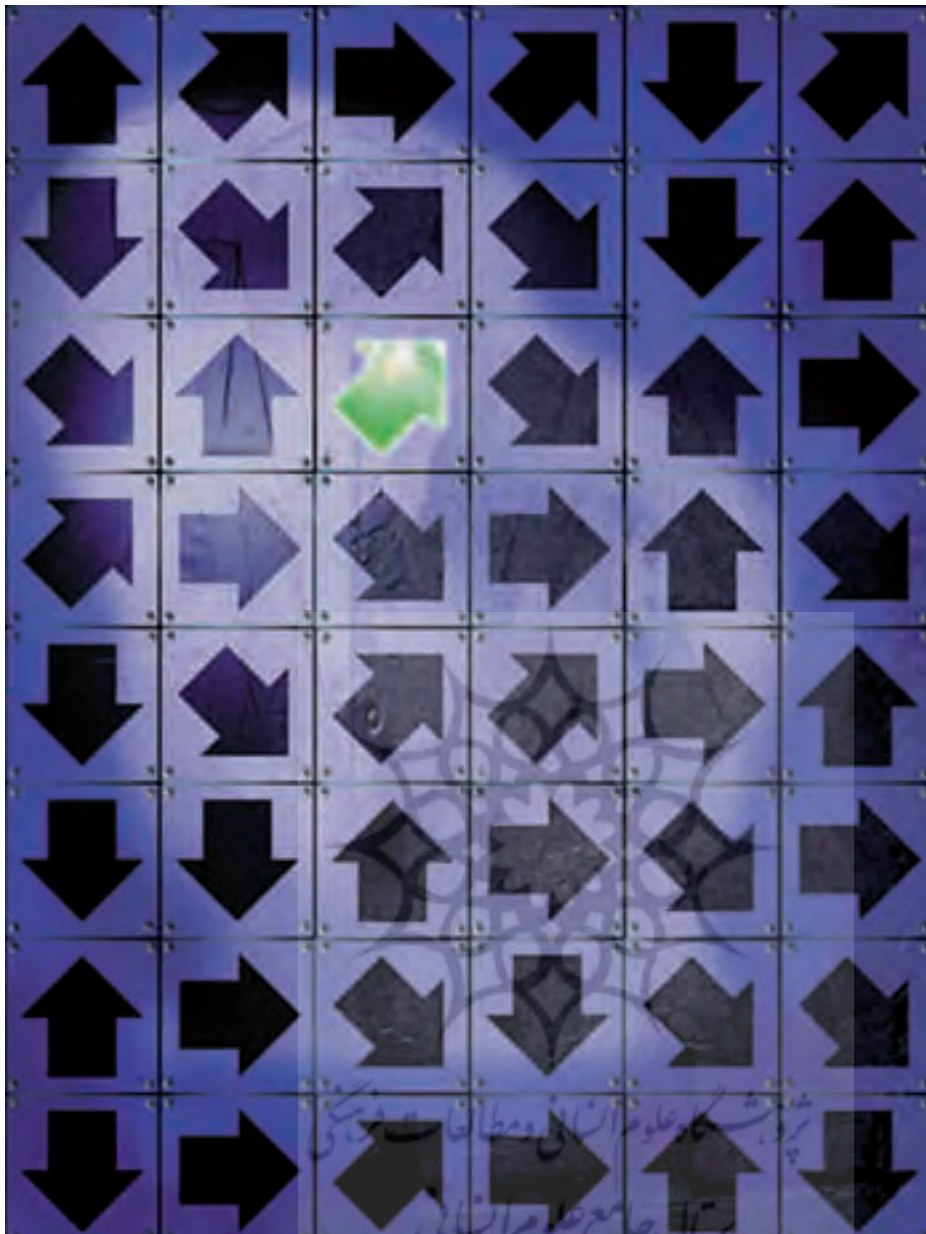
مقدمه

یکی از اهداف مهمی که از تشکیل بورس‌ها تعقیب می‌شود، در دسترس بودن تمامی اطلاعات مربوط به یک سهم برای بازیگران اصلی بازار است. در بازارهای مالی طراحان و قانون گذاران همواره سعی دارند تا موانع موجود بر سر عدم تقارن اطلاعاتی را برطرف تا از این طریق حقوق مساوی و برابری را برای مشارکت کنندگان در بازار فراهم کنند. زیرا این دسته اعتقاد دارند که از این طریق است که می توان به مفید و کارآ بودن بازار کمک کرد. در بازارهای

۱ - عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه مازندران

۲ - کارشناس ارشد حسابداری از دانشگاه مازندران

۳ - کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی



ترافیک دوطرفه از نیروهای عرضه و تقاضا باشد، ما نباید در بازار شاهد این باشیم که در یک مقطعی از زمان همه خریدار و در مقطعی دیگر همه فروشنده باشند. وقوع چنین رویدادی نشان از عدم استقلال رای و ارزیابی بازار دارد و به این دلیل است که عوامل واقعی که باید تغییرات آن‌ها بر روی قیمت تاثیر بگذارند، برای همه شناخته شده نیست.

بایستی توجه داشت که عوامل مختلفی بر قیمت سهام موثر هستند که می توان به برخی از آن‌ها اشاره کرد که عبارتند از: «سیاست تقسیم سود، ساختار سرمایه، کیفیت اطلاعات مالی، مدیریت شرکت، صنعت، وضعیت کالا، تغییرات عمده قیمت محصولات نهایی، مصوبات مجمع عمومی سهام‌داران، عوامل اقتصادی (تورم، سیاست پولی و مالی دولت، بدهی خارجی دولت، تغییرات نرخ ارز، نرخ بهره بانک ها...»، عوامل فرهنگی و اجتماعی، عوامل سیاسی، عوامل فنی، عملکرد بورس اوراق بهادار مخصوصاً در زمینه قانون

گذاری و نحوه اجرای آن و استفاده از ابزارهای حمایتی و...

تغییرات قیمت و بازده سهام و عوامل موثر بر آن در بازار سرمایه کشورهایی که دارای بازار بورس اوراق بهادار پر رونق است از دیر باز مطرح بوده و شاید یکی از مهم‌ترین موضوعات مطروحه در این بازارها باشد. در چند دهه اخیر مطالعات و پژوهش‌های گوناگونی در مورد جنبه‌های مختلف تغییرات قیمت و عوامل موثر بر این تغییرات صورت گرفته است که به برخی از آن‌ها اشاره می شود:

آلفا بنودا و دورا مزز^۵ (۲۰۰۰) به مطالعه تاثیر حجم معاملات بر متغیرهای بازار هم‌چون نقدینگی، تغییرات قیمت، بازده سهام و کارایی بازار در بورس اوراق بهادار تونس پرداختند، این محققان بر

اساس تحقیقی که روی ۲۰ نوع اوراق بهادار انجام دادند، نشان دادند که هر چه تعداد اوراق بهادار قابل معامله در بازار بیش تر باشد، حجم مبادلات بیش تر خواهد بود و به تبع آن قابلیت نقدشوندگی سهام نیز، بیش تر خواهد شد و بر بازده سهام اثرات مثبت می گذارد.

براون و وارنر^۶ (۱۹۸۰) به مطالعه تاثیر حجم معاملات و بازده سهام پرداختند و نتایج تحقیق آن‌ها بیان‌گر این است که هر چه حجم معاملات بیش تر صورت گرفته باشد، بازده غیرعادی نیز بیش تر تحت تاثیر قرار خواهد گرفت.

ماسولیز^۷ (۱۹۸۰) تاثیر تغییرات ساختار سرمایه بر قیمت سهام را

6 . Brown S. and JB. Warner

7 . Masulis, R.

5 . Olfa Benouda Sioud and Dorra Mezzez Hmaied

معاملات بیش‌تری روی سهام صورت گیرد، اختلاف قیمت عرضه و تقاضای سهام کاهش می‌یابد.

دمستز^{۱۱} در سال (۱۹۶۸) در تحقیق خود بیان کرد که یکی از موارد تعیین‌کننده نقدینگی در بازار ثانویه، تعداد سهام‌داران است و اشخاصی که به صورت مداوم اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند، باعث شکل‌گیری معاملات بیش‌تر و افزایش در قیمت داراییها خواهند شد و در نهایت شرایط رونق در بازار خواهند شد.

هانادا و سیریتا^{۱۲} (۲۰۰۴) در بررسی خود به مطالعه تاثیر تجزیه سهام بر قیمت سهام و نقدینگی در ژاپن پرداختند که داده‌های خود را از بانک اطلاعاتی بازار سرمایه حوزه اقیانوس آرام^{۱۳} (PACAP) طی سال‌های (۲۰۰۱-۱۹۷۵) گردآوری کرده‌اند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که الف: شرکت‌هایی که اقدام به تجزیه سهام کرده‌اند، بازده غیرعادی سهام این شرکت‌ها افزایش یافته است. ب: بعد از تجزیه سهام، میانگین ارزش روزانه سهام مبادله شده و میانگین تعداد سهام در گردش یا حجم مبادلات سهام، کاهش یافته است. ج: ساختار سرمایه شرکت نیز پس از تجزیه سهام تغییر می‌یابد.

دبزی و جاین^{۱۴} (۱۹۹۷)، آیکن‌بری، رانکین و استیک^{۱۵} (۱۹۹۶)، بازده سهام ممتاز شرکت‌هایی که تجزیه سهام داشته‌اند را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده‌اند.

نتایج تحقیقات آن‌ها نشان می‌دهد، بعد از تجزیه سهام، بازده ۸-۷ درصدی ناشی از سرمایه‌گذاری در سهام این شرکت‌ها به دست می‌آید. همچنین تجزیه سهام باعث افزایش قیمت سهام ممتاز شرکت‌ها شده است.

اسکرا کالودرا و کریستین اشلگ^{۱۶} (۲۰۰۳)، به مطالعه و تجزیه و تحلیل ارتباط نقدینگی و میزان معاملات در بازار سرمایه شرکت‌های آلمانی پرداختند، این تحقیق نشان می‌دهد که بین میزان



بررسی کرد. نتایج تحقیق وی نشان می‌دهد که اعلام تغییر میزان سهام عادی، سهام ممتاز و حتی بدهی، بر قیمت سهام آن شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد.

جانسون^۸ (۱۹۹۱) با استفاده از فرضیه اطلاعات^۹ ثابت کردند که رابطه مستقیم بین عرضه اطلاعات در مورد مقدار شناوری و قیمت سهام وجود دارد به این معنا که قیمت سهامی که مقدار سهام شناور آن بالاتر اعلام شود، افزایش خواهد یافت. در بسیاری از بازارهای سرمایه کشورها مشاهده شده که در نتیجه اعلام میزان سهام شناور آزاد، سبب سهام سهام‌داران دچار تغییرات بسیاری شده است.

گلستن و مایگرم^{۱۰} (۱۹۸۵) رابطه^(۱۰) بین اختلاف قیمت عرضه و تقاضای سهام و حجم معاملات را بررسی کردند، آن‌ها نشان دادند که هر چه

11 . Demsetz

12 . Hideki Hanaeda& Toshio Serita

13 . Pacific-Basin Capital Markets

14 . Desai and Jain

15 . Ikenberry, Rankine and Stice

16 . Iskra Kalodera& Christian Schlag

8 . Johnson

9 . Information Hypothesis

10 . Glisten and Milgrom

بورس موظفند حداکثر ظرف مدت ۲ سال از تاریخ درج، حداقل ۲۰ درصد سهم خود را به شکل گسترده توزیع کنند. به گونه ای که حداقل ۲۰ درصد سهام شناور آزاد داشته باشد. "سهام‌دار یا سهام‌داران عمده شرکت های پذیرفته شده موجود می بایست حداکثر ظرف مدت یک سال از ابلاغ این مصوبه شرایط خود را منطبق کند. به کلیه اشخاص حقیقی یا حقوقی که مالک بیش از پنج درصد از سهام آن شرکت باشند، سهام‌دار عمده یا راهبردی گویند. این نسبت در تعیین میزان سهام شناور آزاد و همچنین درصد نقد شوندگی سهام، تاثیرگذار است.

سهام شناور آزاد

مفهومی بنام "Free Float" که به فارسی آن را سهم شناور آزاد تعریف می کنیم، مقدار سهمی است که انتظار می رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد. یعنی در صورت اخذ قیمت مناسب، آن را برای فروش ارایه می کنند. فرض کنید ۷۵ درصد سهام شرکتی در اختیار شرکت دیگری است و هیچ وقت هم نخواهد آن سهام را بفروشد، پس این شرکت فقط ۲۵ درصد سهام شناور آزاد دارد که قابل معامله است و جابه‌جا می شود. برای محاسبه سهام شناور آزاد باید ترکیب سهام‌داران بررسی و سهام‌داران راهبردی مشخص شوند. سهام‌داران راهبردی، سهام‌دارانی هستند که در کوتاه مدت قصد واگذاری سهام خود را نداشته و معمولاً می خواهند برای اعمال مدیریت خود این سهام را حفظ کنند.

با این فرض، در محاسبه سهام شناور آزاد تعداد سهام متعلق به دارندگان سهام راهبردی از تعداد کل سهام موجود کسر می شود. در بسیاری از بورس های دنیا شرکت هایی که کمتر از ۲۵ درصد سهام آن‌ها، شناور آزاد باشد، از فهرست شرکت های بورسی حذف می شوند. به دلیل آن که اگر مالکان شرکتی نمی خواهند حداقل ۲۵ درصد سهام آن‌ها بین مردم توزیع شود و می خواهند سهام را برای خود نگه دارند دلیلی برای حضور آن‌ها در بازار متشکل سرمایه وجود ندارد.

در بورس اوراق بهادار سایر کشورها تعریف دقیق، مشخص و یکسانی از سهام شناور آزاد و نحوه محاسبه آن ارایه نشده است؛ اما مسئولان بورس های مختلف آن بخش از سهام هر شرکتی را سهام شناور آزاد می دانند که احتمال بیش تری برای حضور در فرآیند معاملات داشته باشد. چون در واقع عرضه و تقاضای این بخش از سهام است که قیمت سهام شرکت را تعیین کرده و قابلیت نقد شوندگی سهام را نشان می دهد و سهام بلوکه شده را به دلیل عدم حضور در فرآیند عرضه و تقاضای روزانه در نوسانات قیمت سهام تاثیری نمی دهند. موسسه "مورگان استانی" ^{۲۴} که یک موسسه بین المللی در زمینه تعیین شاخص است، سهام شناور آزاد را به شکل زیر تعریف کرده است:

"نسبتی از سهام یک شرکت که در بازار قابل معامله بوده

سهام معامله شده و نقدینگی در بازار رابطه وجود دارد و بر بازده سهام نیز اثرات قابل توجهی دارد.

"راسن جاینکو"^{۱۷} (۲۰۰۵) در تحقیق خود به مطالعه نقدینگی سهام و اوراق قرضه شرکت‌ها پرداخته است، نتایج این تحقیق بیان گر این است که افزایش نقدینگی سهام در بازار، باعث ایجاد بازده در سهام می شود که بیان گر اثرات نقدینگی بر بازار است.

"الاسوارپ و کریشنامورتی"^{۱۸}، برای بررسی ارتباط بین نقدینگی و بازده سهام شرکت‌ها، نمونه ای متشکل از اطلاعات ۲۵۰ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار "بمبئی" طی سال‌های (۱۹۹۳-۱۹۸۹) مورد مطالعه قرار دادند. نتایج تحقیقات آن‌ها نشان می دهد، بین میزان معاملات و نقدینگی در بازار با بازده سهام رابطه وجود دارد و هر چه معاملات و نقدینگی در بازار بیش تر باشد، بازده سهام نیز بیش تر است.

"فاما و دیگران"^{۱۹} (۱۹۶۹)، "گرین بلات، ماسلایز و تیتمن"^{۲۰} (۱۹۸۴) "لاکونیشوک و لیو"^{۲۱} (۱۹۸۷)، "لامورکس و پون"^{۲۲} (۱۹۸۷)، "نیکولس و دراوید"^{۲۳} (۱۹۹۰) در مطالعات خود تاثیر؛ تجزیه سهام، نقدینگی، اعلام سود و ... را بر قیمت سهام مورد بررسی قرار داده اند، نتایج این مطالعات نشان دهنده تاثیر این متغیرها بر قیمت سهام در بازار سرمایه هستند. هم چنین بسیاری از محققان دیگر نیز به مطالعه عوامل تاثیر گذار بر قیمت سهام پرداخته و هر کدام از جنبه ای به بررسی این عوامل پرداخته اند و بایستی توجه داشت که همه این تحقیقات برای دستیابی به بازاری کارا صورت گرفته است و هر چه اطلاعات بیش تری به بازار تزریق شود، اعتماد و اطمینان سرمایه گذاران بیش تر شده و بازار سیال و قابلیت نقد شوندگی در آن بیش تر خواهد شد. بدین علت است که مسئولان امر مدام اقدام به انتشار اطلاعات جدید، آیین نامه ها، دستورالعمل ها و ... می کنند و شفاف بودن را در بازار پیاده کنند.

سازمان بورس و اوراق بهادار در راستای شفاف سازی بازار و هم چنین حرکت به سوی بازار کارآ در تاریخ ۸۳/۷/۲۷ مصوبات ذیل را مطرح کرد: "سهام‌دار یا سهام‌داران عمده شرکت های متقاضی پذیرش در

17 . Ruslan Goyenko

18 . Eleswarapu and Reinganum (1993) raise some doubts regarding the robustness of the model using

evidence with NYSE data. Krishnamurti and Park (1990) present evidence from the NASDAQ

market to show that illiquid firms earn higher returns as compared to liquid firms all others being

equal. They use trading volume as their measure of liquidity.

19 . Fama, Jensen and Roll

20 . Grinblatt, Masulis and Titman

21 . Lakonishok and Lev

22 . Lamoureux and Poon

23 . McNichols and Dravid

و با اهداف مدیریتی توسط سهامداران استراتژیک نگاه‌داری نشود.

بنابراین در یک تقسیم بندی کلی سهامداران به دو دسته تقسیم می شوند:

الف) سهامداران استراتژیک: سهامدارانی که معمولاً با اهداف مدیریتی و بلند مدت در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کرده و سهام متعلق به آن‌ها جزء سهام شناور آزاد محاسبه نمی شود. معمولاً این سهامداران عبارتند از: دولت، شرکت‌های وابسته به دولت، صندوق‌های سرمایه‌گذاری دولتی، مدیران و اعضای هیات مدیره شرکت و بستگان آن‌ها، موسسین شرکت، کارکنان شرکت (که به آن‌ها سهام و کالتی غیر قابل فروش اعطا شده باشد) و شرکت‌های زیر مجموعه (در صورتی که سهام شرکت اصلی را خریداری کرده باشند).

ب) سهامداران غیر استراتژیک: سهامدارانی که هدف اصلی آن‌ها از خرید و فروش سهام کسب سود بوده و اهداف مدیریتی از خرید سهام یک شرکت نداشته باشند. معمولاً این سهامداران عبارتند از: اشخاص حقیقی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های

بازنشتگی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های تامین اجتماعی و ... همان‌گونه که از مطالب ذکر شده مشخص است، سهام شناور

آزاد، آن بخش از سهام منتشره را شامل می‌شود که در مالکیت سهامداران استراتژیک نباشد.

بدین ترتیب لازمه تشخیص میزان سهام شناور آزاد تعریف و تعیین سهامداران مزبور است.

شرکت "استاندارد اند پورز"^{۲۵}، سهام زیر

را مشروط بر آن که با مالکیتی بیش از ۵

درصد کل سهام شرکت همراه باشد، شناور

آزاد تلقی نمی‌کند و بدین ترتیب مالکان

آن‌ها را استراتژیک می‌داند:

۱- سهام متعلق به دولت و نهادهای دولتی؛

۲- سهام متعلق به سهامداران کنترل کننده و استراتژیک؛

۳- سهام متعلق به سهامدارانی که بیش از ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند (به استثنای شرکت‌های

سرمایه‌گذاری^{۲۶}، بیمه، شرکت‌های مالی^{۲۷})

۴- سهامی که به طور قانونی، بر معاملات آن محدودیت ایجاد شده است، مانند سهام خزانه.

آنچه از ۴ معیار فوق برمی‌آید، آن است که ملاک اصلی شناور شناخته شدن سهام، مالکیت زیر ۵ درصد مالکان آن است و حتی سهام متعلق به دولت و سهامداران کنترل کننده نیز در صورتی که با مالکیت کم‌تر از ۵ درصد همراه باشد شناور آزاد شناخته می‌شود.

از سوی دیگر شرکت بین‌المللی "مورگان استانلی"^{۲۸} نیز در موارد زیر سهام را غیرشناور دانسته است:

۱- سهام متعلق به شرکت‌های دولتی؛

۲- سهامی که توسط خود شرکت‌ها نگاه‌داری می‌شود، عمدتاً سهام خزانه؛

۳- سهام اعضای هیات مدیره، مدیران، اعضای خانواده و افراد وابسته به آن‌ها؛

۴- سهام کارمندی.

شرکت "مورگان استانلی" نیز مانند شرکت "استاندارد اند پورز" سهام صندوق‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری را سهام شناور آزاد دانسته است. این امر با این فرض صورت گرفته که نهادهای مالی انگیزه‌ای برای نگاه‌داری بلند مدت سهام در سید دارایی خود ندارند و خواهان کسب سود از طریق خرید و فروش سهام و بهره‌مندی از نوسانات قیمت آن هستند.

ارایه اطلاعات به بازار

روند گسترش و پیچیدگی روز افزون سازمان‌ها در جهان پیشرفته امروزی، پیدایش عرصه‌های جدید کسب و کار و عملیات،

تشدید رقابت، نوآوری‌ها و تغییرات سریع و مداوم

فن آوری، توسعه تجارت الکترونیک و بروز

انواع سوء جریانات و تقلبات لزوم تغییر در

شیوه‌های گزارش‌گری و ارایه اطلاعات

مالی را اجتناب ناپذیر ساخته است.

زمانی اطلاعات به صورت مطلوب ارایه

می‌شود که بتوان استفاده‌کنندگان

مربوط، نیازهای آن‌ها، سطح پیچیدگی

و از همه مهم‌تر توانایی آن‌ها در پردازش

اطلاعات را تعیین کرد. هم‌چنین باید بین

نیازهای متضاد برای افشای اطلاعات از یک سو

و از سوی دیگر خلاصه کردن حجم بزرگی از داده‌ها،

نوعی توازن مناسب به دست آمده باشد.

مفهوم عمومی افشاء، توزیع و ارایه اطلاعات است. حسابداران تمایل دارند از مفهوم محدودتری استفاده کنند و آن را افشای ارایه

اطلاعات مالی در مورد یک شرکت از طریق گزارش مالی سالانه می‌دانند. معنی منحصر به فرد آن عبارت است از: اطلاعاتی که

در متن صورت‌های مالی وجود ندارند. مسائلی که در مورد عرضه اطلاعات در ترازنامه، صورت سود و زیان و صورت گردش وجوه نقد

پیش‌آید، همگی به دلیل دستورالعمل‌های شناسایی و اندازه‌گیری هستند. تعریفی اختصاصی‌تر از افشاء عبارت است از تجزیه و تحلیل

مدیریت، یادداشت‌های پیوست و صورت‌های مکمل. حفظ منافع عمومی، مستلزم گزارش‌گری مالی قابل اتکا و به موقع از عملیات و

سلامت مالی شرکت‌هاست. هدف گزارش‌گری مالی، تهیه اطلاعات

"راسن جاینکو"
(۲۰۰۵) در تحقیق خود به
مطالعه نقدینگی سهام و اوراق
قرضه شرکت‌ها پرداخته است، نتایج
این تحقیق بیان‌گر این است که افزایش
نقدینگی سهام در بازار، باعث ایجاد
بازده در سهام می‌شود که بیان‌گر
اثرات نقدینگی بر بازار است.

25 Standard & Poor's, (S&P)

26 Investment Funds

27 Finance Companies



انجام می دهند و تصمیمات اعتبار دهندگان به تمدید اعتبار اعطایی به واحد تجاری مربوط می شود. سهام داران و گاهی اعتبار دهندگان نیز ممکن است تصمیماتی در مورد استخدام، اخراج، پاداش مدیریت و تصویب یا عدم تغییرات عمده در رویه شرکت اخذ کنند. در نتیجه اهداف گزارش گری مالی در مورد این استفاده کنندگان نیز تا حدودی روشن است. از طرف دیگر، اهداف ارایه اطلاعات به کارکنان مشتریان و عموم مردم به درستی مشخص نشده است. فرض کلی این است که اطلاعاتی که برای سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان مفید است برای دیگران نیز می تواند مفید باشد. اگر سهام داران و سایر سرمایه گذاران به عنوان گروه اصلی در نظر گرفته شوند. در آن صورت افشا در گزارش گری مالی ممکن است به عنوان اطلاعات لازم برای عملکرد مطلوب بازارهای کارای سرمایه تعریف شود. این بدان معنی است که اطلاعات کافی باید ارایه شود تا امکان پیش بینی روند سود سهام آتی و تغییرات عایدات آتی در بازار وجود داشته باشد. باید بر اولویت های سرمایه گذاران خبره و تجزیه و تحلیل های مالی بیشتر تاکید شود. به هر حال همه سرمایه گذاران برای ارزیابی ریسک نسبی تک تک شرکت ها، نیاز به اطلاعاتی دارند تا بتوانند به پرتفوی سهام و ترکیب سرمایه گذاری هایی که دارای ریسک هستند، دست یابند.

رشد و گسترش فعالیت های اقتصادی و توسعه شرکت های سهامی موجب شده است که سهام داران وظیفه اداره و کنترل بر منابع و دارایی های خود را به مدیران حرفه ای واگذار کنند. این مدیران در صورتی تمام تلاش، کوشش، تجربه و تخصص خود را به کار می گیرند که از این رهگذر منافع عاید آن ها شده و بابت تلاش

مفید برای استفاده کنندگان به منظور ارزیابی و اتخاذ تصمیم گیری های لازم درباره تخصیص منابع کمیاب است. در صورت تامین این اهداف، گزارش گری مالی، به عنوان وسیله ای تلقی خواهد شد که مدیریت از طریق آن مسئولیت پاسخ گویی خود به استفاده کنندگان را به جا آورد.

موضوع افشای اطلاعات به نحو مناسب، جامع و کامل در گزارش های سالانه شرکت ها در تصمیم گیری قشر وسیعی از افراد جامعه دخالت دارد و با توجه به این که گروه های استفاده کنندگان از گزارش های مالی از اقبال و افراد مختلف اجتماع با هدف ها و سطوح آگاهی متفاوت تشکیل شده اند، تنظیم گزارش های مالی که بتواند اطلاعات مورد نیاز تمام استفاده کنندگان را فراهم آورد، میسر نیست. برای انجام افشاء مناسب باید به سوالات زیر پاسخ داده شود: اطلاعات برای چه کسی افشاء می شود؟ اهداف افشای اطلاعات چیست؟ چه مقدار از اطلاعات باید افشا شود؟

ارایه اطلاعات بایستی برای سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان بالفعل و بالقوه و سایر استفاده کنندگان در اخذ تصمیمات مشابه و معقول برای سرمایه گذاری های عقلایی مفید باشد. کارکنان، مشتریان، نهادهای دولتی و عمومی هم اجازه استفاده از اطلاعات افشا شده را دارند، اما این ها از نظر دریافت گزارشات سالانه و سایر انواع افشا در رتبه دوم قرار دارند. تاکید کم تر بر استفاده کنندگان غیر از سرمایه گذاران عدم اطلاع از تصمیمات آن ها است. تصمیماتی که توسط سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان اتخاذ می شود. نسبتاً صریح و مشخص است.

سرمایه گذاران اساساً تصمیماتی در مورد خرید، فروش و نگهداری



عنوان مثال بررسی تغییرات قیمت سهم یک شرکت مشخص به راحتی و با در نظر گرفتن روند قیمت سهم مزبور صورت می‌گیرد، اما بررسی روند سطح عمومی قیمت سهام کلیه شرکت‌ها در بورس، به وسیله شاخص کل قیمت انجام می‌شود. بنابراین می‌توان شاخص را نمانگری دانست که بیان‌گر روند عمومی کمیتی مورد نظر در میان گروهی از متغیرهای مورد بررسی است که تغییرات آن در مقایسه با یک تاریخ مبدأ در نظر گرفته می‌شود. معیار مقایسه مقدار شاخص در هر زمان نسبت به تاریخ مبدأ، عدد مبنا^{۲۹} است. عدد مبنا به طور معمول ۱۰۰ در نظر گرفته می‌شود و در این صورت از تقسیم میزان شاخص در هر زمان بر عدد مزبور می‌توان مقدار رشد کمیت مورد نظر در میان گروه متغیرهای مورد بررسی را به دست آورد.

در ابتدای محاسبه شاخص که برای اولین بار در جهان در سوم جولای ۱۸۸۴ توسط شرکت "داوجونز"^{۳۰} در آمریکا صورت گرفت، مشکلات محاسبات که در آن زمان به صورت دستی انجام می‌شد، طراحان شاخص را وادار به گزینش تعداد محدودی شرکت می‌کرد. بدین ترتیب اولین شاخص طراحی شده که میانگین صنعتی "داوجونز"^{۳۱} نام گرفت، ۱۲ شرکت بزرگ راه‌آهن را شامل می‌شد. شرکت "داوجونز" هنوز هم افزون بر شاخص‌های متعدد دیگر، شاخص‌های میانگین ساده خود را محاسبه و منتشر می‌کند. این

هایشان ثمره مناسبی دریافت کنند. پس بدین ترتیب سهام‌داران برای حداکثر کردن منابع خود ناگزیر به در نظر گرفتن پاداش و ما به ازاء مناسب برای اقدامات مدیران شدند. برای پرداخت پاداش مناسب و در خور به مدیران باید عملکرد آنان را ارزیابی کرده و مقدار تلاش شده آنان را برای شرکت اندازه‌گیری کرد. در این راستا استفاده از شاخص‌های عملکرد برای ارزیابی عملکرد شرکت و مدیران می‌تواند مفید باشد.

معیار اصلی برای تهیه اطلاعات از نظر استفاده‌کننده در دست داشتن اطلاعات معتبری است که بتواند در مدل تصمیم‌گیری خود از آن استفاده کند و از نظر حرفه، توان تهیه اطلاعات، داشتن ضابطه، استفاده کم‌تر از قضاوت شخصی و کاهش مسئولیت‌پذیری مورد توجه است. از آنجا که مدیریت واحدهای اقتصادی از عمده‌ترین تصمیم‌گیرندگان اقتصادی است، پس خود نیز جزء استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی محسوب می‌شوند. از طرفی حرفه حسابداری سرانجام باید تلاش کند تا نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان را تا حد امکان فراهم کند. پس عمدتاً مبانی نظری براساس نیاز استفاده‌کنندگان تدوین می‌شود و تشخیص نیازها، مستلزم شناسایی استفاده‌کننده آن اهدافی است که در اثر استفاده از این اطلاعات جستجو می‌کند.

نماگرهای بورس اوراق بهادار

بررسی روند کمیتی مشخص برای یک متغیر، به راحتی و با در نظر گرفتن مقدار کمیت در طول زمان امکان‌پذیر است، اما زمانی که گروهی از متغیرها مورد بررسی قرار گیرند، نمانگری مورد نیاز است که نشان‌دهنده سطح عمومی کمیت برای گروه مورد نظر باشد. به

29 Base Value

30 Dow Jones

31 Dow Jones Industrial Average

شاخص‌ها که میانگین‌های "داوجونز"^{۳۲} نام گرفته‌اند، تنها از تغییرات قیمت متأثر می‌شوند و بر خلاف دیگر شاخص‌ها، تعداد سهام منتشره تأثیری بر آن‌ها ندارد. این امر باعث می‌شود که تمامی شرکت‌های مشمول چنین شاخص‌هایی با میزان برابری بر شاخص تأثیر بگذارند و بدین ترتیب اثر تغییرات قیمت شرکت‌های کوچک در برابر شرکت‌های بزرگ محو نشود. در صورت بروز مواردی هم‌چون تجزیه سهام^{۳۳} یا جداسازی شرکت^{۳۴}، پایه شاخص به گونه‌ای تعدیل می‌شود که روند شاخص از موارد مزبور متأثر نشود.

بورس اوراق بهادار تهران نیز از فروردین ماه ۱۳۶۹ اقدام به محاسبه و انتشار شاخص قیمت خود با نام "تیکس"^{۳۵} کرده است. در گذر زمان هر چند شاخص‌های قیمتی دیگری به جمع نماگرهای بورس تهران، پیوستند و شاخص‌های دیگری هم‌چون "تدیکس"^{۳۶} و "تدپیکس"^{۳۷} نام‌گذاری بازدهی نقدی و بازدهی کل بورس را بر عهده گرفتند، اما شیوه محاسبه شاخص در بورس تهران از هرگونه اصلاح و تجدید نظری مصون مانده است. در این میان شاخص بورس در

موارد متعددی مورد توجه منتقدان قرار گرفته و محافل دانشگاهی نیز در تحقیقات چندی کارایی آن را مورد تردید قرار داده‌اند. که همانند بازار سرمایه کشورهای پیشرفته، شاخص‌ها را بر اساس سهام شناور آزاد تعدیل کنند تا این نماگرها، واقعیات بازار را بهتر نشان دهند.

وزن‌دهی براساس سهام شناور آزاد

محاسبه شاخص قیمت با روش میانگین وزنی که بر اساس الگوی "لاسپیرز"^{۳۸} پایه‌گذاری شده است، رایج‌ترین شیوه محاسبه شاخص است. این روش در میان بورس‌ها و مؤسسات مالی با شیوه تقریباً مشابهی محاسبه می‌شود. به طور کلی شاخص‌های وزنی قیمت از تقسیم ارزش بازار در هر لحظه بر ارزش بازار در تاریخ مبدأ و ضرب در عدد مبنا به دست می‌آیند. بایستی توجه داشت که وزن هر شرکت در این شاخص تعداد سهام منتشره آن است. وزن‌دهی بر اساس میزان سهام منتشره باعث می‌شود تا شرکت‌های بزرگ تأثیر بیشتری در مقایسه با شرکت‌هایی با سرمایه کم، بر شاخص بگذارند و بدین ترتیب در مواردی این امکان وجود دارد که شرکت‌های کوچک عملاً شاخص وزنی را متأثر نکنند و تغییرات شاخص تنها نشان‌دهنده حرکت قیمتی شرکت‌های بزرگ شود. به منظور رفع این نقیصه، بسیاری از بورس‌ها اقدام به محاسبه شاخص وزنی برای

بررسی روند کمیته
مشخص برای یک متغیر، به
راحتی و با در نظر گرفتن مقدار
کمیت در طول زمان امکان‌پذیر
است، اما زمانی که گروهی از متغیرها
مورد بررسی قرار گیرند، نماگری
مورد نیاز است که نشان‌دهنده سطح
عمومی کمیت برای گروه مورد
نظر باشد.

ضریب سهام شناور آزاد	میزان سهام شناور آزاد
صفر	کم‌تر از ۵ درصد
ضریب واقعی روند شده	بیش از ۵ درصد و کم‌تر یا برابر ۱۵ درصد
۲۰٪	بیش از ۱۵ درصد و کم‌تر یا برابر ۲۰ درصد
۳۰٪	بیش از ۲۰ درصد و کم‌تر یا برابر ۳۰ درصد
۴۰٪	بیش از ۳۰ درصد و کم‌تر یا برابر ۴۰ درصد
۵۰٪	بیش از ۴۰ درصد و کم‌تر یا برابر ۵۰ درصد
۷۵٪	بیش از ۵۰ درصد و کم‌تر یا مساوی ۷۵ درصد
۱۰۰٪	بیش از ۷۵ درصد

مورد متعددی مورد توجه منتقدان قرار گرفته و محافل دانشگاهی نیز در تحقیقات چندی کارایی آن را مورد تردید قرار داده‌اند. که همانند بازار سرمایه کشورهای پیشرفته، شاخص‌ها را بر اساس سهام شناور آزاد تعدیل کنند تا این نماگرها، واقعیات بازار را بهتر نشان دهند.

بورس اوراق بهادار تهران نیز از فروردین ماه ۱۳۶۹ اقدام به محاسبه و انتشار شاخص قیمت خود با نام "تیکس"^{۳۵} کرده است. در گذر زمان هر چند شاخص‌های قیمتی دیگری به جمع نماگرهای بورس تهران، پیوستند و شاخص‌های دیگری هم‌چون "تدیکس"^{۳۶} و "تدپیکس"^{۳۷} نام‌گذاری بازدهی نقدی و بازدهی کل بورس را بر عهده گرفتند، اما شیوه محاسبه شاخص در بورس تهران از هرگونه اصلاح و تجدید نظری مصون مانده است. در این میان شاخص بورس در

موارد متعددی مورد توجه منتقدان قرار گرفته و محافل دانشگاهی نیز در تحقیقات چندی کارایی آن را مورد تردید قرار داده‌اند. که همانند بازار سرمایه کشورهای پیشرفته، شاخص‌ها را بر اساس سهام شناور آزاد تعدیل کنند تا این نماگرها، واقعیات بازار را بهتر نشان دهند.

وزن‌دهی براساس سهام شناور آزاد

محاسبه شاخص قیمت با روش میانگین وزنی که بر اساس الگوی "لاسپیرز"^{۳۸} پایه‌گذاری شده است، رایج‌ترین شیوه محاسبه شاخص است. این روش در میان بورس‌ها و مؤسسات مالی با شیوه تقریباً مشابهی محاسبه می‌شود. به طور کلی شاخص‌های وزنی قیمت از تقسیم ارزش بازار در هر لحظه بر ارزش بازار در تاریخ مبدأ و ضرب در عدد مبنا به دست می‌آیند. بایستی توجه داشت که وزن هر شرکت در این شاخص تعداد سهام منتشره آن است. وزن‌دهی بر اساس میزان سهام منتشره باعث می‌شود تا شرکت‌های بزرگ تأثیر بیشتری در مقایسه با شرکت‌هایی با سرمایه کم، بر شاخص بگذارند و بدین ترتیب در مواردی این امکان وجود دارد که شرکت‌های کوچک عملاً شاخص وزنی را متأثر نکنند و تغییرات شاخص تنها نشان‌دهنده حرکت قیمتی شرکت‌های بزرگ شود. به منظور رفع این نقیصه، بسیاری از بورس‌ها اقدام به محاسبه شاخص وزنی برای

مورد متعددی مورد توجه منتقدان قرار گرفته و محافل دانشگاهی نیز در تحقیقات چندی کارایی آن را مورد تردید قرار داده‌اند. که همانند بازار سرمایه کشورهای پیشرفته، شاخص‌ها را بر اساس سهام شناور آزاد تعدیل کنند تا این نماگرها، واقعیات بازار را بهتر نشان دهند.

32 Dow Jones Averages

33 Split

34 Spin-off

35 TEPIX (Tehran Price Index)

36 TEDIX

37 TEDPIX

"بچلایر"^{۳۹} مطرح شد. وی در رساله خود به اثر اطلاعات گذشته، حال و آینده بر روی قیمت سهم پرداخته اما هیچ رابطه مشخص و واضحی برای تغییرات قیمت ارائه نداده است. اما طی تحقیقاتی که بر روی قیمت کالاهای کشاورزی انجام داد به این نتیجه رسید که تغییرات قیمت در بازار کالا کاملاً تصادفی است.

علت انجام تحقیقات، این فرضیه است که آیا بازار سهام در کسب و پردازش اطلاعات ورودی به طور معقول عمل می کند و این که آیا اطلاعات بدون درنگ و بدون تمایل و گرایش خاص در قیمت اوراق بهادار منعکس می شود یا خیر.

در ادبیات بازار سرمایه کارایی دال بر این است که قیمت دارایی های مالی عموماً بر اساس انتظارات و اطلاعات فعالان بازار شکل می گیرد. به عبارت دیگر، سرمایه گذاران با توجه به اطلاعات و انتظاراتی که از یک دارایی مالی دارند قیمت آن را تعیین می کنند. کارایی بازار به این موضوع بستگی دارد که آیا قیمت های اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن ها نزدیک تر است یا خیر. اگر بازار ارزش اوراق بهادار را مغایر با ارزش ذاتی آن تعیین کند و نتواند بین شرکت های که کارایی دارند و آن ها که غیر کارا هستند تفاوت قایل شود، چنین

بازار سرمایه ای کارا نخواهد بود و منابع کمیاب

را به درستی به مصارف صحیح اختصاص

نخواهد داد. قیمت سهام یک شرکت در

زمان حال بر انتظار سرمایه گذاران در

مورد سود سهام و قیمت سهام در آینده

مبتنی است. انتظارات مزبور به اطلاعات

سرمایه گذاران درباره شرکت و آینده آن

بستگی دارد. اکثر مشاوران سرمایه گذاری

در این مورد توافق دارند که تنها به دست

آوردن اطلاعات، موجب بهینه شدن انتخاب

سهام نمی شود. علاوه بر این، قیمت بازار سهام مورد

معامله در بورس این اطلاعات را به سرعت منعکس می سازد.

نظریه بازار کارا بیان گر آن است که اطلاعات حسابداری شرکت ها به

سرعت در بازار پخش شده و به سرعت در قیمت سهام انعکاس می

یابند. هم چنین این نظریه دال بر این است که رقابت میان سرمایه

گذاران برای به دست آوردن سود در سرمایه گذاری، منجر می شود

که قیمت جاری اوراق بهادار با پیش بینی بی طرفانه از ارزش ذاتی

آن ها باشد. اگر بازار کاملاً رقابتی باشد آنگاه کاراست. بنابراین نظریه

اقتصاد خرد بیان می دارد که سرمایه گذاران در چنین شرایطی یعنی

کارایی بازار نمی توانند با استفاده از استراتژی سرمایه گذاری خود

بازده غیر عادی به دست آورند.

فرضیه بازار کارا بدین معنا نیست که همه سرمایه گذاران معقول

عمل می کنند و یا تک تک آنان به جزء جزء اطلاعات دسترسی

دارند، بلکه صرفاً می گوید همه اطلاعات در قیمت سهام منعکس

می شود. بازاری که به طور کامل کارا باشد در حالت تعادل مستمر

شاخص بورس تهران با الگوبرداری از بورس توکیو در سال ۱۳۶۹

طراحی شد و تاکنون نیز دستخوش هیچ گونه اصلاحی نشده و تکامل

شاخص بورس های معتبر از جمله بورس توکیو را همراهی نکرده

است. استفاده از سهام شناور آزاد در وزن دهی شاخص به امری

فراگیر میان بورس ها تبدیل شده است و افزون بر این، شاخص های

بورس تهران محتاج تغییرات دیگری نیز هستند. استفاده از تعداد

سهام منتشره در وزن دهی شاخص در شرایطی که حجم قابل توجهی

از سهام شرکت ها در اختیار سهام داران استراتژیک است و عملاً از

چرخه معاملات خارج شده، کارایی نماگر قیمت را کاهش می دهد.

از این رو استفاده از سهام شناور آزاد در وزن دهی شاخص که توسط

بسیاری از بورس های جهان نیز پذیرفته شده است، گزینه مناسبی به

نظر می رسد. برای محاسبه ضریب سهام شناور آزاد نیز شیوه مرسوم

که در نظر گرفتن میزان سهام در اختیار مالکانی با مالکیتی کم تر از

۵ درصد سهام شرکت است، پیشنهاد می شود.

محاسبه وزنی شاخص سبب می شود که شرکت هایی با سرمایه بالا

تأثیر بیش تری بر شاخص بگذارند و این امکان وجود دارد که تغییرات

شاخص، تنها متأثر از تغییرات قیمت سهام شرکت های

بزرگ شود. بدین منظور بسیاری از بورس ها هم چون

بورس توکیو اقدام به تفکیک شرکت ها براساس

حجم سرمایه به سه سطح بزرگ، متوسط و

کوچک کرده و برای هر گروه شاخصی طراحی

و محاسبه می کنند. انجام این امر در بورس

تهران نیز می تواند تصویر دقیق تری از روند

قیمت شرکت ها در اختیار سرمایه گذاران و

مسئولان بازار سرمایه قرار دهد. در این میان

تفاوت احتمالی میان تفکیک شرکت ها براساس

میزان سرمایه یا همان سهام منتشره و تقسیم بندی

براساس میزان سهام شناور آزاد، در خور اهمیت است.

از آن رو که تعدادی از شرکت های بزرگ ضریب سهام شناور

آزاد پایینی دارند و برخی از شرکت های کوچک از ضریب بالایی

برخوردارند، این امکان وجود دارد که رتبه بندی شرکت ها براساس دو

معیار مزبور با یکدیگر متفاوت باشند. بنابراین در صورتی که ضریب

سهام شناور آزاد ملاک وزنی شاخص قرار گیرد، طبقه بندی شرکت ها

براساس سهام شناور آزاد، منطقی تر به نظر می آید.

بازار کارا

مفهوم کارایی بازار یکی از موضوعات اساسی در علم مالی است.

از اصطلاح کارایی عموماً برای توصیف وضعیت بازاری که در آن

اطلاعات مرتبط با دارایی های مالی در قیمت آن انعکاس می یابد

استفاده می شود. اگر چه اقتصاددانان از مفهوم کارایی به عنوان

استفاده بهینه از حداقل امکانات در جهت کارایی عملیاتی یاد می

کنند، هدف از کارایی در اینجا کارایی اطلاعاتی بازارهای مالی است.

مفهوم کارایی بازار برای اولین بار در سال ۱۹۰۰ در رساله دکترای

مفهوم نام "Free Float" که به فارسی آن را سهم شناور آزاد تعریف می کنیم، مقدار سهمی است که انتظار می رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد. یعنی در صورت اخذ قیمت مناسب، آن را برای فروش آرایه می کنند.

هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. این کاهش هزینه در واقع ارزش افزوده‌ای است که توسط بورس اوراق بهادار ایجاد می‌شود. بنابراین می‌توان گفت که بورس مکانی برای رقابت طالبان سرمایه در جهت سوق دادن منابع مالی دارندگان سرمایه به جانب فعالیت‌های خود است، هر چه اطلاعات بیش‌تری در ارتباط با شرکت‌ها به بازار ارایه شود، بازار به سمت کارا بودن با سرعت بیش‌تری در حرکت خواهد بود.

کتابنامه لاتین:

- Brown S. and JB. Warner (1980), "Measuring Security price performance", journal of financial Economics, vol.8: 205-258
- Demsetz, Harold, (1968), The cost of transacting, Quarterly Journal of Economics 82, 33-53.
- Desai, Hemang and Prem Jain, (1997), "Long-Run Common Stock Returns following Stock Splits and Reverse Splits," Journal of Business, July, pp.409-433.
- Glosten, L. R., and P. R. Milgrom. (1985). Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders. Journal of Financial Economics 14 (March):71-100.
- Hideki Hanaeda & Toshio Serita, May, (2004), The Effects of Stock Splits on Stock Prices, Liquidity and Stock Ownership : Evidence from Japan, Graduate School of Commerce and Management Hitotsubashi University, Tokyo, Japan.
- Iskra Kalodera & Christian Schlag, November 25, 2003, An Empirical Analysis of the Relation Between Option Market Liquidity and Stock Market Activity.
- Krishnazi, Chandrasekhar and Jinwoo Park, (1990), The impact of trading volume on asset pricing, unpublished manuscript (University of Iowa, Iowa city, IA).
- Masulis, R. (1980), "The effects of capital structure change on security prices: A study of exchange offers", Journal of Financial Economics, Volume 8, Issue 2, June 1980, Pages 139-178
- Olfa Benouda Sioud And Dorra Mezzez Hmaied, (2000), The Impact Of Automation On Liquidity, Volatility, Stock Returns And Efficiency: Evidence From The Tunisian Stock Market, ERF working paper series 0222.
- Ruslan Goyenko_ April 19, (2005), Stock and Bond Market Liquidity: A Long-Run Empirical Analysis Indiana University

و دائمی است به گونه‌ای که ارزش ذاتی اوراق به صورت تصادفی تغییر می‌کند و قیمت‌های بازار در هر لحظه از زمان با ارزش ذاتی این اوراق برابر است.

تعاریف متعددی از کارایی ارایه شده که به شرح ذیل است.
(۱) "فاما" معتقد است که در یک بازار کارا قیمت‌ها "به صورت کامل" منعکس کننده اطلاعات موجود هستند. بدین معنی که قیمت به صورت آئی و بدون نشان دادن تعصب نسبت به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهد یک رابطه ریاضی در مورد این تعریف که آن را الگوی بازار مورد انتظار یا الگوی بازده منصفانه می‌نامند، به صورت زیر توسط فاما ارایه شد.

$$Z_{j,t+1} = r_{j,t+1} - E(r_{j,t+1} | Q_t) \\ E(r_{j,t+1} | Q_t) = 0$$

در این رابطه $r_{j,t+1}$: بازده تحقق یافته اوراق بهادار ز در دوره (t+1) است.

$E(r_{j,t+1} | Q_t)$: بازده مورد انتظار اوراق بهادار ز در دوره زمانی (t+1) با شرط وجود Q_t .

Q_t : مجموعه اطلاعاتی که بنا بر فرض به صورت کامل در دوره (t) در قیمت‌ها منعکس می‌شود.

$Z_{j,t+1}$: بازده غیرعادی اوراق بهادار ز در دوره (t+1)

به بیان دیگر نرخ بازده $(r_{j,t+1})$ با توجه به مجموعه اطلاعات Q_t یک بازده منصفانه است.

(۲) تعریف دوم بر مبنای الگویی قرار دارد که نظریه انتظارات عقلی و منطقی از آن استخراج شده است. براساس این الگو انتظارات بر مبنای همه اطلاعات موجود شکل می‌گیرند. که قیمت هم یکی از این انتظارات است. در نتیجه یک فرآیند رفتاری به وجود می‌آید که در خلال آن افراد آگاه‌تر از طریق عملیات تجاری یا مبادله اطلاعات، اطلاعات خود را به افراد ناآگاه‌تر منتقل می‌کنند. بنابراین الگوی مبتنی بر انتظارات عاقلانه قیمت‌هایی را ارایه می‌کند که به صورت کامل همه چیز را آشکار نمی‌کند. اطلاعات مجانی نیست و به هیچ وجه نمی‌توان به کارایی دست یافت، مگر این که هزینه اطلاعات کاهش یابد.

نتیجه گیری

تصویب قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران گامی مهم برای ارتقای بازار سرمایه می‌باشد و اقدامات بعدی در زمینه استقرار آن موجب تحقق این مهم خواهد شد. بورس اوراق بهادار یکی از اجزای ساختار مالی است که حرکت چرخ‌های اقتصاد بدون وجود آن تقریباً غیر ممکن است. تحولات مالی اقتصادهای صنعتی، بازار بورس را، به ماشینی تبدیل کرده است که نمی‌توان بدون تغییر اساسی در شیوه زندگی ملی، آن را از اقتصاد حذف کرد. بورس به‌عنوان یک واسطه مالی از طریق افزایش شفافیت، نظارت بر راهبری و اطلاع‌رسانی شرکت‌های پذیرفته‌شده، ریسک و در نتیجه