

بازارهای کارا

اقتصاددانان در حوزه امور مالی اعتقاد دارند که سرمایه را باید به نحو بهینه تخصیص داد. وجود بازار کارا به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا بتوانند به آسانی وجوه مورد نیاز را گردآوری نمایند. کارایی را به کارایی درونی و بیرونی تقسیم می‌کنند. در کارایی بیرونی بازار (که کارایی اطلاعاتی نیز نامیده می‌شود)، فرض بر این است که اطلاعات به سرعت و همه جانبه منتشر می‌شود. قیمت سهام با ورود اطلاعات جدید بلادرنگ تغییر می‌کند و در زمان کوتاهی ارزش سرمایه‌گذاری تعدیل می‌شود. در مقابل، کارایی درونی (که کارایی عملیاتی نیز نامیده می‌شود) بر این موضوع تأکید دارد که کارگزاران و معامله‌گران با هزینه‌ای کم و به سرعت معامله را برای مشتری اجرا می‌کنند.

تئوری بازار کارا

بازار کارا به بازاری اطلاق می‌گردد که در آن قیمت‌های اوراق بهادار با سرعت نسبت به اطلاعات جدید تعدیل می‌گردند. عبارت دیگر اطلاعات جهت تعیین قیمت مورد استفاده قرار گرفته و به سرمایه‌گذار اطمینان می‌دهند که اوراق بهادار مورد نظر به اندازه قیمت بازاری خود دارای ارزش است. یا عبارتی دیگر در یک بازار کارا، اطلاعات مالی به سرعت در بازارهای مالی انتشار می‌یابد و فوراً بر قیمت اوراق بهادار تأثیر می‌کند. بنابراین در صورتی یک بازار، کارا محسوب می‌شود که قیمت اوراق بهادار، اطلاعات مربوطه را با سرعت منعکس نماید. به این ترتیب، سرمایه‌گذاران بالقوه نمی‌توانند در بازار کارا از اطلاعاتی که در سطح گسترده‌ای منتشر شده است، بهره‌مند شوند، زیرا قیمت‌ها فوراً بر اساس اطلاعات مزبور تعدیل می‌گردد. بازارها می‌توانند در ارتباط با برخی اطلاعات، کارآمد محسوب شوند در حالی که در قبال سایر اطلاعات کارآمد نباشند. مثلاً قیمت‌های اوراق بهادار ممکن است اطلاعات بیشتر در سطح جامعه را بطور کلی منعکس کنند. اما اطلاعاتی که اشخاص بسیار نزدیک به شرکت (نظیر مدیران یا اعضای هیات مدیره) در اختیار دارند در قیمت‌های مزبور انعکاس نیافته باشد.

بر اساس قوانین برخی از کشورهای صنعتی، استفاده از این قبیل اطلاعات به منظور دادوستد در بورس غیرقانونی می‌باشد.

بازار کارا باید نسبت به اطلاعات جدید حساس باشد. اگر اطلاعات تازه‌ای در دسترس عموم قرار گیرد، قیمت سهام عادی شرکت باید متناسب با جهت اطلاعات داده شده تغییر نماید.

اگر بازاری نسبت به اطلاعات جدید بی‌تفاوت باشد و عکس‌العمل لازم را نشان ندهد، یعنی تحلیل‌کننده‌ای در بازار برای ارزیابی و بررسی اثر اطلاعات جدید بر قیمت‌ها نباشد، طبعاً آن بازار، کارایی نخواهد داشت.

به‌طور خلاصه می‌توان خصوصیات بازاری که دارای کارایی اطلاعاتی می‌باشد را این گونه برشمرد:

۱- سهولت دسترسی به اطلاعات بازار توسط همه افراد تا بتوانند متناسب با آن، واکنش مناسبی از خود بروز داده و مانع ضرر و زیان خود بشوند،

۲- بازدهی متناسب با ریسک انجام شده در بازار،

۳- تعیین قیمت سهام بر اساس مکانیزم عرضه و تقاضا،

۴- عدم وجود اختلاف زیاد بین قیمت جاری و قیمت واقعی سهام،

۵- قابلیت نقدشوندگی سریع و آسان همه سهام.

در بازار کارا، تغییر قیمت روند خاصی ندارد، گشت تصادفی است. بازار حافظه ندارد. قیمت دیروز چیزی در مورد قیمت فردا نمی‌گوید. در این بازار سود فوق العاده حاصل اتفاق و شانس است. کارایی بازار ثانویه، بازار اولیه را کارا می‌کند. هدف بازار مالی هدایت پس‌اندازها به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی است. هر چه الگوی پس‌انداز و سرمایه‌گذاری مطلوب واحدهای اقتصادی پراکنده‌تر باشد، نیاز به بازارهای مالی برای تجهیز کارآمد پس‌اندازها جهت مصارف نهایی بیشتر می‌شود. وظیفه‌ی آنها تخصیص پس‌انداز از واحدهای با مازاد پس‌انداز به واحدهای با کسری پس‌انداز است.

الگوی بازارهای کارا

بازار اوراق بهاداری را در نظر بگیرید که؛

(۱) تمام سرمایه‌گذاران به اطلاعات جاری درباره آینده بدون تحمل هزینه دسترسی دارند،

(۲) تمام سرمایه‌گذاران قادر به تحلیل اطلاعات هستند،

(۳) تمام سرمایه‌گذاران به قیمت‌های بازار دسترسی و سعی می‌کنند پرتفوی خود را تعدیل کنند.

در چنین شرایطی، ارزش سرمایه‌گذاری ارزش فعلی چشم‌انداز آتی جریان نقدی اوراق بهاداری است که به وسیله تحلیل‌گران ماهر و آگاه که از تمامی اطلاعات موجود به نحوی هوشمندانه استفاده می‌کنند، برآورد شده است. پس در این صورت می‌توان ادعا نمود که قیمت بازار اوراق بهادار همان ارزش سرمایه‌گذاری است. (ارزش سرمایه‌گذاری همان ارزش منصفانه یا ارزش ذاتی اوراق بهادار است). بازار کارا به عنوان بازاری تعریف می‌شود که قیمت اوراق بهادار برابر با ارزش سرمایه‌گذاری باشد. در بازار کارا، قیمت بازار منعکس‌کننده مجموعه‌ای از اطلاعات به‌طور کامل و فوری است.

در بازار کارا سرمایه‌گذاران انتظار دارند که سود عادی بازده سرمایه‌گذاری خود را کسب کنند. برای مثال، در بازار کارایی ضعیف امکان ندارد که سرمایه‌گذار با استفاده از قیمت‌های تاریخی، بتواند سود غیر عادی (به جز شانس) بدست بیاورد. مشابهاً در بازار کارایی نیمه-قوی، غیر محتمل است که یک سرمایه‌گذار با استفاده از اطلاعات عمومی در دسترس (به جز شانس) بتواند بازده غیر عادی کسب کند. در خاتمه، در بازار کارایی قوی، سرمایه‌گذار نمی‌تواند (غیر شانس) بر بازار چیره و بازدهی بیشتر از بازده بازار بدست آورد. هنگامی که صحبت از بازار کارا می‌شود، مراد همان بازار کارا به شکل نیمه قوی است، زیرا در آمریکا قوانین سختی وجود دارد که مانع استفاده از اطلاعات داخلی (اطلاعات خصوصی) برای خرید و فروش اوراق بهادار می‌شود. از این رو، به دلیل محدودیت در استفاده از تمام اطلاعات مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل قیمت‌های بازار، بازار اوراق بهادار همواره به عنوان بازار نیمه قوی در نظر گرفته می‌شود.

تغییرات قیمت اوراق بهادار تصادفی است

اگر اطلاعات جدیدی وارد بازار شود چه اتفاقی می‌افتد؟ برای مثال، اگر شرکت تعدیل منفی EPS اعلام نماید؟ در بازار کارا تمام سرمایه‌گذاران فوراً با ورود اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند و قیمت سهام با این واکنش تغییر خواهد نمود. در این بازار اطلاعات جدید خبری شگفت‌انگیز است. (اطلاعاتی که شگفت‌انگیز نیست قابل پیش‌بینی بوده، قبلاً پیش‌بینی شده است و اکنون کهنه تلقی می‌شود). اخبار شگفت‌انگیز می‌توانند بد یا خوب باشند، در بازار کارا اخبار خوب منجر به افزایش قیمت و اخبار بد منجر به سقوط قیمت خواهد شد. با اعلام افزایش در بازدهی سهام (برای مثال، افزایش در میزان سود نقدی سهام)، قیمت سهام آن افزایش می‌یابد. در بازار کارا هرگونه افزایش یا کاهش در میزان بازدهی غیر قابل پیش‌بینی است. بنابراین، تغییرات قیمت در بازار کارا کاملاً تصادفی است. تصادفی بودن تغییرات قیمت به معنای غیر منطقی بودن قیمت فعلی نیست. به دلیل ورود تصادفی اطلاعات، تغییرات قیمت به عنوان برآیند ورود اطلاعات تصادفی (که گاهی مثبت و گاهی منفی)

است، تلقی می‌شود. به‌رحال، تغییرات در قیمت، نتیجه ارزیابی مجدد سرمایه‌گذاران از وضعیت آتی سهام و اخذ تصمیمات جدید در مورد خرید یا فروش سهام است. از این رو، تغییرات در قیمت سهام اگرچه تصادفی است، اما منطقی است.

همانگونه که در بالا مطرح شده است، در بازار کارا قیمت اوراق بهادار، شاخص خوبی برای تعیین ارزش سرمایه‌گذاری است. ارزش سرمایه‌گذاری به عنوان ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی است که توسط سرمایه‌گذاران آگاه به خوبی تجزیه و تحلیل شده است. در بازار توسعه یافته و رقابتی، اختلاف بین قیمت بازار و ارزش سرمایه‌گذاری برگ برنده تحلیل‌گرانی است که در جستجوی بازده غیر عادی هستند. قیمت اوراق بهاداری که کمتر از ارزش واقعی سرمایه‌گذاری است (اوراق بهاداری که کمتر از قیمت واقعی یا کمتر از ارزش واقعی، قیمت‌گذاری شده است)، باید خریداری شود، به دلیل افزایش تقاضا برای خرید، قیمت این اوراق افزایش یابد. قیمت اوراق بهاداری که بیشتر از ارزش سرمایه‌گذاری است (اوراق بهاداری که بیشتر از قیمت واقع یا بیشتر از ارزش واقعی، قیمت‌گذاری شده است)، باید فروخته شود. با افزایش عرضه برای فروش، قیمت اوراق بهادار کاهش یابد. این عدم کارایی موقت، موجب می‌شود تا سرمایه‌گذاران آگاه به دنبال فرصت‌های مناسب سودآوری باشند. چنین فرصت‌سازی توسط سرمایه‌گذاران آگاه خود موجب کاهش عدم کارایی (افزایش کارایی بازار) شده و شانس کسب بازده غیرعادی را کاهش می‌دهد. وجود سرمایه‌گذاران آگاه و متعدد در بازار موجب می‌شود تا بتوانیم فرض کنیم که قیمت اوراق بهادار با ارزش سرمایه‌گذاری برابر است و اوراق بهادار در بازار، نادرست قیمت‌گذاری نشده‌اند.

مشاهدات در بازار کارایی کامل

برخی مفروضات بازارهای کارا کامل به شرح زیر است:

- 1- سرمایه‌گذاران انتظار دارند که بازدهی عادی (یا طبیعی) نه بیشتر از سرمایه‌گذاری خود تحصیل کنند.
- 2- بازار در صورتی کارا است که تحلیل‌گران آگاه اعتقاد داشته باشند که بازار کارا نیست.
- 3- عموم سرمایه‌گذاران می‌دانند که استراتژی‌های سرمایه‌گذاری نمی‌تواند موجب بازده غیر عادی بشود.
- 4- برخی از سرمایه‌گذاران اطلاعات موفقیت خود را افشاء می‌کنند.
- 5- سرمایه‌گذاران حرفه‌ای عملکردی بهتر از سرمایه‌گذاران عادی ندارند.
- 6- عملکرد گذشته شاخص عملکرد آینده نمی‌تواند باشد.

آزمون کارایی بازار

ویژگی‌های بازار کارا کامل ذکر شده است. چگونه می‌توانیم آزمون‌هایی را اجرا کنیم تا بدانیم بازار بطور کامل کارا است، تا حدودی کارا است یا کارایی ندارد. روش‌های زیادی در این زمینه طراحی شده است، که در این بین سه روش بیشتر مورد استفاده قرار گرفته است. این روش‌ها که شامل؛ بررسی حوادث، تلاش برای ساخت الگوی قیمت‌گذاری اوراق بهادار و رسیدگی به عملکرد سرمایه‌گذاری مدیران حرفه‌ای است، مورد بررسی قرار می‌دهیم.

۱- بررسی حوادث

یکی از روش‌های اصلی کارایی بازار (به ویژه شکل کارایی نیمه قوی) بررسی حوادث است. در این روش تلاش می‌شود تا سرعت تأثیر اطلاعات علنی بر روی قیمت سهام اندازه‌گیری شود. برای مثال، رویدادی که می‌تواند یک تغییر مثبت در عواید شرکت داشته باشد، اطلاعات مثبت با چه سرعتی در قیمت سهام انعکاس می‌یابد؟ آیا تغییر در قیمت به سرعت اتفاق می‌افتد یا به کندي روی می‌دهد؟ آیا بازده غیر عادی پس از اعلام

خبر جدید زیاد است یا اندک است؟ پاسخ به سؤال دوم مستلزم این است که ابتدا بدانیم بازده عادی چیست؟ بازده عادی بر مبنای الگوهای قیمت‌گذاری دارایی بدست می‌آید. مدل قیمت‌گذاری نادرست می‌تواند منجر به نتایج نامعتبر از آزمون کارایی بازار بشود. بنابراین، برای افزایش اعتبار نتایج آزمون‌ها، از الگوهای قیمت‌گذاری متفاوتی استفاده می‌شود. نتایج یک تحقیق در این زمینه نشان می‌دهد که علت واکنش کند قیمت نسبت به انتشار اطلاعات ناشی از؛ عدم کارایی بازار، استفاده از مدل قیمت‌گذاری نامناسب یا هر دو اینهاست. به عنوان یک مثال در بررسی حوادث، وضعیتی را تصور کنید که در بازار کارایی قوی هنگامی که اطلاعات منتشر می‌شود چه اتفاقی خواهد افتاد؟ هنگامی که اطلاعات گذرشان به بازار می‌افتد قیمت بلافاصله واکنش نشان می‌دهد و فوراً ارزش سرمایه‌گذاری تغییر می‌کند.

۲- ساخت الگو

روش دیگر آزمون کارایی بازار تلاش می‌کند تا تغییر در قیمت اوراق بهادار را به متغیرهای دور از انتظار نسبت دهد. در یک دوره زمانی مشخص، بازده اوراق بهادار مطابق با الگوی قیمت‌گذاری دارایی تعیین می‌شود. طبق این الگو، نرخ بازده دارایی برابر با نرخ بازده بدون ریسک به علاوه صرف ریسک (که بر مبنای ریسک دارایی تعیین می‌شود) است. اگر نرخ بازده بدون ریسک و صرف ریسک در طول زمان غیر قابل تغییر باشد، اوراق بهادار با متوسط بالا بازدهی در گذشته، می‌تواند در آینده نیز متوسط بازدهی زیادی داشته باشد. اما در طول زمان نرخ بازده بدون ریسک و صرف ریسک تغییر می‌کند، بنابراین، ساخت الگو مشکل است.

۳- آزمون عملکرد

سومین روش آزمون کارایی بازار، رسیدگی به سوابق سرمایه‌گذاران حرفه‌ای است. آیا سرمایه‌گذاران حرفه‌ای عملکرد بهتری از عملکرد مورد انتظار در یک بازار کارایی کامل داشته‌اند؟ آیا سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در اولین دوره پس از گذر دوره بازار کارا بازده غیر عادی بیشتری بدست آورده‌اند؟ انجام چنین آزمون‌ها و نتیجه‌گیری از آن بسیار سخت است، زیرا در وهله اول باید بدانیم که بازده عادی چیست و بازده غیر عادی چیست؟ به دلیل آنکه بازده عادی را فقط با فرض الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تعیین می‌کنیم چنین آزمون‌هایی در بازار کارا فقط با بکارگیری این الگو اجرا می‌شود.

دریافت فایل PDF

[بازگشت به صفحه آموزش](#)