

تحلیلی بر اقتصاد کشورهای نوظهور و توسعه یافته با تعیین شاخص‌های قیمت‌گذاری نادرست

پیمان امینی^۱، انورعنایتی^۲

۱- استادیار حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه کردستان، سنندج: ایران (نویسنده مسئول)

Email: p_aminil46@yahoo.com

۲- دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد سنندج Email: anvar.enaiaati@gmail.com

چکیده- در شرایطی که دستاورد جهانی شدن اقتصاد، موانع موجود بر سر راه تجارت و سرمایه‌گذاری را کاهش داده و کشورهای پراکنده و دور از هم را در قالب زنجیره‌های تأمین جهانی یکپارچه با هم مرتبط نموده است و همچنین بازارهای نوظهور، در حال همگرایی با "کشورهای غنی اقتصادی" می‌باشند، تشخیص و تفکیک این اقتصادها از بازارهای پیشرفته جهان کم اهمیت‌تر از قبل بنظر می‌رسد. شواهدی قوی در مورد قابلیت پیش‌بینی بازده در جهان وجود دارد. این مطلب در مورد بسیاری از نابهنجاری‌ها، و به ویژه، معیارهای ارزیابی قیمت‌گذاری نادرست تجمعی، نیز صحت دارد. مجموعاً، با توجه به شاخص قیمت‌گذاری نادرست تجمعی (و در نظر گرفتن هر یک از نابهنجاری‌ها) به‌نظر می‌رسد که ناکارآمدی‌های بازارهای توسعه یافته، حداقل به اندازه ناکارآمدی‌های بازارهای نوظهور است. در این مقاله، ابتدا به بررسی اقتصاد و طبقه‌بندی کشورها به توسعه نیافته، در حال توسعه، نوظهور و توسعه، و در نهایت به تحلیل موردی مقاله پژوهشی هیکو جاکوبس تحت عنوان بلوغ بازار و قیمت‌گذاری نادرست پرداخته شده است.

واژگان کلیدی: بازارهای نوظهور، بلوغ بازار، قیمت‌گذاری نادرست

مقدمه:

در نگاه اول به کلمه حسابداری، توجه خواننده به ۲ موضوع معطوف می‌شود. اولین چیزی که بنظر می‌رسد، ثبت‌ها، دفاتر قانونی و کمکی، صورت‌های مالی و اظهارنامه مالیاتی و از این قبیل موضوعات می‌باشد. شاید بیشتر افراد نقش حسابداری را فقط در این حیطه‌ها بدانند، ولی با کمی دقت مشخص می‌شود که حسابداری با تحقیقات و پژوهش‌های خود نقش مهمی در اقتصاد کشورها و جهان دارد. در هر تحقیقی که انجام می‌شود راهکاری جدید برای رونق بخشیدن به اقتصاد و کمک به فرار از تصمیمات مکرر اشتباه برای سرمایه‌گذاری

و فرار از تورم، پیش روی جامعه می‌گذارند. با توجه به طبقه‌بندی کشورها به کشورهای توسعه نیافته، در حال توسعه و توسعه یافته، که یکی از شاخص‌های توسعه یافتگی اقتصاد آن کشور می‌باشد، بنابراین هر کشوری در تکاپوی رشد اقتصاد و رفتن به رتبه بالاتر است. و این محقق نمی‌شود مگر با همت اقتصاددانان و حسابداران، که با تحقیقات و پیشنهاد راهکارهای درست و اصولی به دولت و سرمایه‌گذاران.

یکی از منابع سرمایه‌گذاری و درآمد در کشورها، بورس سهام آن کشور است، در وضعیت کنونی اقتصاد جهانی، با کوچکترین تلنگری، قیمت‌های سهام بالا و پایین می‌روند و در این میان فقط عده خاصی که از اطلاعات بیشتر برخوردارند، سود برده و بقیه دچار زیان‌های زیادی شده که باعث ورشکستگی اکثر شرکت‌ها و سرمایه‌گذارها می‌شود. در اینجا است که نقش حسابدار با تعیین شاخص‌های دقیق و مناسب و در اختیار قرار دادن این شاخص‌ها، پررنگ‌تر می‌شود.

بازارهای نوظهور:

در شرایطی که دستاورد جهانی شدن اقتصاد، موانع موجود بر سر راه تجارت و سرمایه‌گذاری را کاهش داده و کشورهای پراکنده و دور از هم را در قالب زنجیره‌های تأمین جهانی یکپارچه با هم مرتبط نموده است و همچنین بازارهای نوظهور، در حال همگرایی با "کشورهای غنی اقتصادی" می‌باشند، تشخیص و تفکیک این اقتصادها از بازارهای پیشرفته جهان کم اهمیت‌تر از قبل بنظر می‌رسد. با این وجود، ما با این نگرش مخالف هستیم. اما معنای واقعی "بازار نوظهور" چیست؟ اصطلاح بازارهای نوظهور یا (در حال ظهور) نخستین بار توسط اقتصاددانان شرکت مالی بین‌المللی (IFC) در سال ۱۹۸۱ پیشنهاد گردید، یعنی در شرایطی که گروه اقدام به نخستین سرمایه‌گذاری مالی دوجانبه در امر توسعه کشورها نمود. از آن زمان تاکنون اصطلاح "بازارهای نوظهور" در تمامی زمینه‌ها شامل رسانه، سیاست خارجی و مباحث تجاری، اطلاع‌نامه‌های سرمایه‌گذاری و گزارشات سالیانه به دفعات بکار رفته است. با این حال، تعاریف ارائه شده از این اصطلاح بطرز چشمگیری متفاوت می‌باشند. اصطلاح Emerging Markets یا بازارهای نوظهور اغلب بصورت حشو و بیهوده تکرار می‌شود، زیرا چنین گفته می‌شود که اگر این بازارها ظهور یافته هستند، پس چرا هنوز با واژه Emerging یا در حال ظهور خطاب می‌شوند؟ بمنظور درک مفهوم بازارهای نوظهور لازم است تا با دقت تمام به روش‌های ظهور یافتن این بازارها و میزان حقیقی بودنشان توجه نماییم. چنانچه این پرسش را از تعداد زیادی از مدیران اجرایی مشاغل بپرسید که: "چگونه بازارهای نوظهور را از بازارهای پیشرفته تشخیص می‌-

دهید؟"، احتمالاً سه پاسخ گوناگون دریافت خواهید نمود. برخی بر این باورند که بازارهای نوظهور مانند برزیل، هندوستان و روسیه به سبب ماهیت رشد و توسعه سریع اخیر خود در حال ظهور می‌باشند. راه‌اندازی و کاربرد این اقتصادهای عظیم در زمینه‌های سرمایه‌گذاری جهانی، فناوری و استعدادها طی دو دهه اخیر، به ایجاد تغییر و تحول اساسی در محیط‌های اقتصادی و کسب‌وکار آنها منجر شده است. از این رو، نرخ‌های رشد تولید ناخالص داخلی (GDP) در این کشورها بطرز شگفت‌آوری از مرز اقتصادهای توسعه یافته گذشته که به نوبه خود موجب نجات میلیون‌ها نفر از زیر خط فقر، ایجاد قشرهای متوسط جدید و توسعه و گسترش بازارهای جدید برای ارائه محصولات و خدمات موردنیاز مصرف‌کنندگان گردیده است. ضمناً وجود نیروی کار فراوان و کم هزینه که هر روز به تعداد تحصیل کرده‌های آن نیز اضافه می‌شود، امکان بهره‌جویی بیشتر و رقابت فاحش در زمینه تولید را برای این بازارها فراهم آورده و فناوری اطلاعات نیز فرصت استثمار نیروی کار در این بازارها را بطور گسترده در اختیار شرکت‌ها قرار می‌دهد. سایر مدیران اجرایی بر بازارهای نوظهور بعنوان رقبای نوظهور تأکید می‌نمایند. براساس یکی از گزارشات برجسته منتشر شده توسط Goldman Sachs در سال ۲۰۰۳ چنین پیش‌بینی شده است که مجموع اقتصاد کشورهایی نظیر برزیل، چین، هندوستان و روسیه تا پیش از اواسط قرن بیست و یکم بر مبنای دلار امریکا عظیم‌تر از اقتصاد G-6 (شامل کشورهای ایالات متحده، ژاپن، انگلیس، آلمان، فرانسه و ایتالیا) خواهد بود. یکی از مفسرین بنام Fareed Zakaria مسئله "ارتقاء نیمه دیگر جهان (rise of the rest)" را بعنوان نوعی توزیع قدرت به روشی فوق‌العاده تحول ساز در نظر می‌گیرد. شرکت‌هایی که در این اقتصادها تأسیس می‌شوند، نه تنها از مدت‌ها قبل با کشورهای مستقر در بازارهای نوظهور داخلی خود درگیر هستند، بلکه در چالش با کشورهای چندملیتی مستقر در جهان توسعه یافته نیز بسر می‌برند. خرید تجارت کامپیوتر شخصی IBM توسط شرکت Lenovo چینی در سال ۲۰۰۴ و نیز خرید و مالکیت Jaguar و Land Rover توسط شرکت هندی Tata Motors در سال ۲۰۰۸ تنها دو نمونه از ادغام‌های جهانی رو به افزایش و فعالیت‌های خرید توسط شرکت‌های برخاسته از بازارهای نوظهور می‌باشد. برخی ناظران و مفسران، بحران اقتصادی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۹ را بعنوان نقطه عطفی در تسریع ظهور این بازارها تلقی می‌نمایند که خود نقشی اساسی و حاکم را در اقتصاد جهانی ایفا می‌نمایند. بحث و گفتگوی عمیق‌تر در این زمینه می‌تواند به تهیه فهرستی از مشکلات دردرساز در امر اشتغال در بازارهای نوظهور منتهی گردد. ممکن است مدیران اجرایی بر این باور باشند که این بازارها نیز در معرض بحران مالی کنونی قرار دارند، زیرا حقوق مالکیت معنوی محفوظ نبوده و هدایت تشریفات اداری دولت امری دشوار بنظر می‌رسد.

کیفیت محصول نیز قابل اعتماد نبوده و استعدادهای موجود برای انجام عملیات پرسنلی کافی نیست. همچنین ارزیابی قابل اطمینان اعتبار مشتری دشوار بوده و غلبه بر موانع موجود بر سر راه توزیع ناامید کننده است. رتبه-بندی نیز از طریق فرصت‌های سرمایه‌گذاری یا تلاش پیوسته شرکای احتمالی صورت می‌گیرد. سایر موارد نیز حاکی از وجود فساد داخلی در بازارهای نوظهور می‌باشد که البته خطر ناشی از آن بیشتر از پاداش‌های احتمالی است. بر اساس بسیاری از این نشانه‌ها، برخی بر این باورند که بازارهای نوظهور بطور مجزا با سایر بازارها تفاوتی نداشته و ترجیحاً از سطح پایین‌تری آغاز گردیده و با سرعت بیشتری نیز به سطح مطلوب دست می‌یابند. شاخص‌هایی مانند تعداد رو به رشد شرکت‌های مبتنی بر بازارهای نوظهور که در فهرست تبادل سرمایه نیویورک و یا رده‌های افزایشی بیلون‌های بازارهای نوظهور قرار دارند و سالیانه در فهرست مجله Forbes نیز قرار می‌گیرند، این روند را نمایش داده و تایید می‌نمایند. با این حال، مسئله پیچیده‌تری نیز در اینجا مطرح می‌شود و آن اینکه به چه دلیل شرکت‌های شکل گرفته در این اقتصادها در پی قرار گرفتن در لیست شرکت‌های برتر در سطح جهانی می‌باشند و چگونه این شرکت‌ها در کشورهای توسعه یافته که هنوز طبق بسیاری از استانداردها کاملاً فقیر هستند، به فرصت‌های زیادی دست یافته‌اند. این روزها در دنیای اقتصاد و کسب و کار با نام کشورهای بر خورده می‌کنیم که تا پیش از این یا اصلاً خبری از آنها در اقتصاد دنیا نبود یا خیلی کم با نامشان برخورد می‌کردیم. به گزارش بانکی دات آی آر، این کشورها با پیشرفت‌های اقتصادی خود در سال‌های اخیر در جمع برترین اقتصادهای نوظهور قرار گرفته‌اند. در این گزارش با ۱۰ کشور برتر در زمینه اقتصاد نوظهور آشنا می‌شویم.

۱- چین: شنیدن نام چین در رده نخست هر نوع رده‌بندی، به ویژه اگر اقتصادی باشد، دیگر چندان تعجب‌آور نیست. پرجمعیت‌ترین کشور دنیا اینبار رده نخست اقتصادهای برتر نوظهور از آن خود کرده است. چینی‌ها که بالاترین تولید ناخالص ملی دنیا را پس از آمریکا به میزان ۴/۹۹ تریلیون دلار در اختیار دارند، پس از آزادسازی در سال ۱۹۸۷، توانستند اقتصاد خود را به شدت بالا بکشند و حالا از جمله کشورهای تعیین کننده در اقتصاد جهان به شمار می‌روند. گزارش گلوبال ورلد ریپورت نشان می‌دهد تا سال ۲۰۱۵ چین با پیشی گرفتن از ژاپن دومین اقتصاد برتر دنیا خواهد بود.

۲- هند: دومین کشور پرجمعیت دنیا، دومین اقتصاد نوظهور هم هست. صندوق بین‌المللی پول پیش‌بینی کرد که تولید ناخالص ملی هند تقریباً به رقم قابل توجه ۳/۱ تریلیون دلار برسد و این یعنی هند در رده یازدهم

بزرگترین اقتصادهای حال حاضر دنیا قرار می‌گیرد. هندی‌ها با ۴۶۷ میلیون نفر نیروی کار، بین تمامی کشورهای جهان در رده دوم قرار دارند.

۳- روسیه: دوازدهمین قدرت برتر اقتصادی دنیا به لحاظ تولید ناخالص ملی، سومین اقتصاد برتر نوظهور هم هست. این کشور پهناور که از مواهب طبیعی زیادی از جمله نفت و گاز سود می‌برد، بیشترین رشد اقتصادی خود را مدیون توجه به بازار در کنار استفاده درست از منابع و مواهب خدادادی می‌داند. میانگین درآمد ماهانه روس‌ها که در سال‌های نه چندان دور کمتر از ۵۰۰ دلار بود، حالا به حدود ۱۰۰۰ دلار در ماه رسیده است. همین امر حکایت از پیشرفت اقتصادی چشمگیر کشوری دارد که بیشترین منابع گاز طبیعی جهان در آن است.

۴- برزیل: اقتصاد سرزمین فوتبال و قهوه، به لحاظ تولید ناخالص ملی، هشتمین قدرت برتر به شمار می‌رود. بازارهای نسبتاً آزاد و بها دادن به اقتصاد داخلی از جمله دلایلی است که برزیل را به رده چهارم برترین اقتصادهای نوظهور رسانده است. این کشور با رشد ۵ درصدی در تولید ناخالص ملی، یکی از سریع‌ترین رشدهای اقتصادی را در جهان به خود اختصاص داده است.

۵- ترکیه: عضو گروه G20 به عنوان هفدهمین قدرت اقتصادی دنیا به لحاظ تولید ناخالص ملی، پنجمین اقتصاد نوظهور دنیاست. اصلاحات گسترده اقتصادی که از سال ۱۹۸۳ در این کشور آغاز شد، زمینه این رشد در اقتصاد همسایه غربی کشورمان را فراهم کرد. روابط نزدیک ترکیه با دیگر اقتصادهای نوظهور باعث ایجاد بازارهای گسترده برای فروش کالاهای ترک در این کشورها شده است.

۶- مکزیک: امروز اقتصاد مکزیک، یازدهمین اقتصاد برتر دنیاست. بعد از دهه ۱۹۹۰، اقتصاد و فناوری با سرعت هرچه تمام‌تر در این کشور توسعه پیدا کرد. اکنون اقتصاد مکزیک نه تنها اقتصادی نوظهور در دنیا است بلکه در جمع برترین‌ها قرار دارد. اقتصاد این کشور متشکل از صنعت و خدمات است و بخش خصوصی هم حضور پررنگی در آن دارد.

۷- اندونزی: یکی دیگر از اعضای گروه G20 که بزرگترین اقتصاد فعلی جنوب شرق آسیا هم محسوب می‌شود، در سال‌های اخیر با همت دولت به رشد بسیار بالایی دست یافته است. خدمات عمومی، صنعت و کشاورزی از جمله پایه‌های اقتصاد اندونزی به شمار می‌روند.

۸- لهستان: برخلاف دیگر اقتصادهای جهان، اقتصاد لهستان، اقتصادی با درآمد بالاست و رتبه ششم در اروپا را به خود اختصاص داده است. تنها کشوری که در تولید ناخالص ملی کاهش به خود ندیده، از رشد اقتصاد بسیار سریعی برخوردار است. میزان رشد اقتصادی این کشور معادل ۶٪ است.

۹- امارات متحده عربی: امارات متحده عربی، کشور کوچک حاشیه خلیج فارس و همسایه جنوبی کشورمان از جمله کشورهایی است که تغییرات سریعی را در اقتصاد خود دیده است. شاخص‌های اجتماعی- اقتصادی بسیاری از جمله سرانه تولید ناخالص ملی و سرانه مصرف انرژی در این تغییرات سریع نقش مهمی ایفا کرده‌اند.

۱۰- تایلند: مهمترین دلیل جای گرفتن تایلند در جمع ۱۰ قدرت اقتصادی برتر نوظهور صادرات این کشور است. صادرات این کشور به دیگر کشورها ۳/۲ تولید ناخالص ملی این کشور را تشکیل می‌دهد.

تمامی این ضوابط و ضروریات - یا همان شاخص‌های کسب فرصت و علل ادعای شکایات- از ویژگی‌های بارز در بسیاری از بازارهای نوظهور محسوب می‌گردند، با این حال این ضوابط از خصوصیات مهمی که زمینه را برای ظهور یافتن یک اقتصاد فراهم می‌آورد، برخوردار نبوده و همچنین بطور خاص برای مشاغل که به نتایج ناشی از شرایط موجود در بازارهای نوظهور اهمیت می‌دهند، فایده‌ای دربر ندارد. ویژگی‌های مذکور مربوط به بازارهای نوظهور بعنوان نشانه‌های بارز ساختار بازار در نظر گرفته می‌شوند که به تسهیم تفاوت‌های مشترک، مهم و ثابت مرتبط با اقتصادهای توسعه یافته می‌پردازند.

هر اقتصادی بطور ایده‌آل می‌تواند دامنه‌ای از مؤسسات را بمنظور تسهیل عملکرد بازارها گرد هم آورد، اما کشورهای توسعه یافته در برخی زمینه‌ها با شکست مواجه شده‌اند. شکاف‌های بین‌المللی منجر به "ظهور یافتن" و پدیدار شدن یک بازار گردیده و منبع اصلی هزینه‌های گزاف معاملاتی و عملیاتی نمودن چالش‌های موجود در این بازارها می‌باشد.

مدیران با تکیه بر ضوابط حاصله، اغلب از تفاوت‌های موجود میان عملکردهای بازارهای نوظهور و اقتصادهای توسعه یافته غفلت می‌ورزند. رتبه‌بندی اقتصادهای جهان با توجه به تولید سرانه ناخالص داخلی چنین نتیجه‌گیری می‌نماید که بعنوان مثال، اقتصاد امارات متحده عربی یکی از توسعه یافته‌ترین اقتصادهای جهان می‌باشد، اما علیرغم پیشرفته بودن، به سبب ساختار خود نوعی بازار نوظهور نیز محسوب می‌گردد.

بعلاوه، مدیران بطور ذاتی بر این امر واقفند که فعالیت در کسب‌وکاری خاص در یک بازار نوظهور با فعالیت در اقتصادهای توسعه یافته متفاوت می‌باشد. مشخص نمودن این تفاوت‌ها در مورد هر کشور، امری

مفید و مثمر می‌باشد. در حقیقت، ساختارهای بازار در هر کشور حاصل اعمال نیروهای خاص گوناگونی از قبیل تاریخی، سیاسی، قانونی، اقتصادی و فرهنگی در همان کشور می‌باشد. تا سال ۲۰۳۰، کشورهای با اقتصاد نوظهور، ۶۰ درصد کل تولید ناخالص داخلی جهان را به خود اختصاص خواهند داد. به گزارش شبکه خبری فرانس ۲۴، براساس اعلام صندوق بین‌المللی پول و سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، کشورهای با اقتصاد نوظهور نیرو محرکه رشد اقتصادی جهان می‌باشند. تا سال ۲۰۳۰ این کشورها ۶۰ درصد کل اقتصاد جهان را در اختیار خواهند داشت. حال آنکه همین کشورها اکنون نزدیک به ۳۰ درصد کل اقتصاد جهان را در اختیار دارند. تا سال ۲۰۳۰ قرار است وضع مالی سه میلیارد نفر از جمعیت این کشورها به حالت متوسط برسد که دو میلیارد نفر آنها در کشورهای آسیایی خواهند بود. وجود سه میلیارد نفر با وضع مالی متوسط در کشورهای با اقتصاد نوظهور، سبب خواهد شد تا بازار قابل توجهی برای دیگر کشورهای جهان تشکیل دهند. صادرات بالای کشورهای با اقتصاد نوظهور، امکان داده است تا تنها در سال ۲۰۱۲ حدود ۹۲ میلیارد یورو در کشورهای خارجی سرمایه‌گذاری کنند. کشورهای با اقتصاد نوظهور هم اکنون ۴۰ درصد کل ذخایر ارزی جهان را در اختیار دارند. این آمار و ارقام نویدبخش اقتصادی، دیگر کشورها و مناطق اقتصادی را به فکر واداشته است تا از رونق اقتصادی در کشورهای با اقتصاد نوظهور به نفع خود استفاده کنند. سفر فرانسوا اولاند رئیس جمهور فرانسه به آفریقای جنوبی و سفر جرج ازبرن وزیر دارایی انگلیس و شهردار لندن به چین نیز در همین راستا صورت گرفته است. کشورهایی اروپایی برای کمک به از سرگیری رشد اقتصادی خود، به کشورهای با اقتصاد نوظهور چشم دوخته‌اند که رشد اقتصادی بالایی دارند. توجه به این کشورها از آنجا مهم است که آنها بازارهای امروز و فردا را در اختیار دارند و خواهند داشت و سرمایه‌گذاران بالقوه آینده می‌باشند.

تحلیل تحقیقات هیکوجاکوبس (مقاله بلوغ بازار و قیمت گذاری نادرست):

بر پایه‌ی نتایج تحقیقات استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) که در میان ۴۵ کشور و بین سال‌های ۱۹۹۴ و ۲۰۱۳ انجام گرفته و در مقاله‌ای تحت عنوان "عوامل قیمت‌گذاری نادرست" ارائه شده است، مشخص شده است که پیش‌بینی بازده سهام مقطعی در سطح جهانی از نظر اقتصادی و آماری معنادار است. برخلاف باور عمومی، به نظر می‌رسد که قیمت‌گذاری‌های نادرست که با ۱۱ مورد نابهنجاری‌های بلندمدت یا کوتاه‌مدت در مورد معیارهای ارزیابی رتبه‌بندی ترکیبی مرتبط است، در بازارهای نوظهور حداقل به اندازه بازارهای توسعه‌یافته شایع باشد.

اغلب اوقات، شرکت‌های سرمایه‌گذاری مشترک در تبلیغات بازاریابی خود، عنوان می‌کنند که بازارهای نوظهور نسبت به بازارهای توسعه‌یافته، فرصت‌های بهتری را برای انتخاب سهام به همراه دارند^۱. با این حال، نتایج بدست آمده از تحقیقات انجام شده در این زمینه ضد و نقیض هستند. دایک، لینس، و پومورسکی (۲۰۱۳) و هیویج و پُست (۲۰۱۱) دریافته‌اند که در بازارهای نوظهور، مدیریت فعال عملکرد بهتری از مدیریت منفعل دارد، یا مدیریت فعال حداقل به اندازه‌ای موفق است که می‌تواند هزینه‌های خود را پوشش دهد. برعکس، بوس، گویال، و وهال (۲۰۱۴)، الینگ و فاوست (۲۰۱۰)، فریرا، کسونی، میگوئل، و راموس (۲۰۱۳)، یا کانگ، نیلسن، و فاجینوتی (۲۰۱۱) بیان کرده‌اند که سرمایه‌گذاری مشترک در مقایسه با الگوهای سنتی، عملکرد پائین‌تری دارد، و در آن نشانه‌ای از مهارت‌های انتخاب سهام، عملکرد برتر، یا پایداری عملکرد در بازارهای نوظهور مشاهده نمی‌شود.

با توجه به معیارهای دقیق‌تر برای شناسایی قیمت‌گذاری نادرست، به ویژه مطالعاتی که مربوط به دوره‌های پیشین نمونه‌گیری می‌شود، مانند بیکارت و هاروی (۲۰۰۲) یا باتاچارایا، دائوک، یورگنسن، و کِهر (۲۰۰۰)، به نظر می‌رسد که آن‌ها این‌گونه نتیجه‌گیری کرده‌اند که امکان بروز ناکارآمدی‌های بیشتری در بازارهای نوظهور وجود دارد.

در تحقیق هیکو جاکوبس با عنوان بلوغ بازار و قیمت‌گذاری نادرست، بر مبنای طبقه‌بندی شرکت سرمایه‌گذاری بین‌المللی مورگان استنلی، ابتدا یک مجموعه داده‌ها از بازار سهام بین‌المللی فراگیر ایجاد شده است که ۱۱۵ میلیون شرکت - روز را از ماه ژانویه ۱۹۹۴ تا ماه دسامبر ۲۰۱۳ پوشش می‌دهد. سپس معیارهای محاسباتی ترکیبی مقطعی قیمت‌گذاری نادرست که توسط استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) پیشنهاد شده است به کار گرفته شده است. استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) نشان داده‌اند که پس از مرتب‌سازی مقدار قیمت‌گذاری نادرست و مقایسه آن با میانگین برآوردهای هر یک از نابهنجاری‌ها، ضریب آلفا و آماره‌ی t در نمونه‌گیری

۱- مثلاً شرکت سرمایه‌گذاری M&G (۲۰۱۵، ص. ۱۸) بیان کرده است که "بازارهای نوظهور کارایی کمتری از بازارهای توسعه‌یافته دارند؛ بسیاری از مشارکت کنندگان در بازار افق نگاه کوتاه‌مدتی دارند، و نوسانات سریع در احساسات سرمایه‌گذار به معنای انحراف قیمت‌ها از قیمت‌های بنیادی است". فیدلتی (۲۰۱۴، ص. ۷) بیان کرده است "باور عمومی آن است که بازارهای نوظهور کارایی کمتری نسبت به بازارهای توسعه‌یافته دارند. (...) این عوامل به همراه احتمال بیشتر وقوع ریسک، نشان دهنده‌ی نیاز به رویکردی فعال هستند"

انجام شده در کشور آمریکا بسیار بیشتر بوده‌اند. به عبارت دیگر، به نظر می‌رسد که می‌توان با استفاده از این روش ناکارآمدی‌ها را به خوبی نشان داد.

پژوهشگران نشان داده‌اند که “پول‌های افراد غیر حرفه‌ای” طبق آنچه معیارهای محاسباتی نشان می‌دهند موجب تشدید قیمت‌گذاری نادرست می‌شوند، ولی “پول‌های افراد حرفه‌ای” از قیمت‌گذاری نادرست می‌کاهند. استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) با نشان دادن اینکه احساسات سرمایه‌گذاران عامل محرک ویژگی‌های پویای هر یک از این ۱۱ مورد نابهنجاری‌های مقدار قیمت‌گذاری نادرست است، شواهد بیشتری را در حمایت از این روش ارائه نموده‌اند. در مجموع، روشی را که استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) ابداع کرده‌اند نشان‌دهنده رویکردی نوین به شناسایی قیمت‌گذاری نادرست مقطعی بر مبنای اطلاعات در دسترس عمومی است. از اینجا به بعد در سراسر این مقاله، این معیارهای محاسباتی را به اختصار “قیمت‌گذاری نادرست” می‌نامیم.

جالب توجه است که به نظر می‌رسد قیمت‌گذاری نادرست مربوط به ۱۱ مورد نابهنجاری‌های مذکور در تحقیقات استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) در بازارهای توسعه‌یافته حداقل به اندازه بازارهای نوظهور رایج است. این یافته کلیدی از استواری برخوردار است. این یافته در مورد روش‌های مختلف وزندهی بازده سطح - شرکت (وزندهی یکسان یا وزندهی بر مبنای ارزش)، وزندهی مختلف بازده سطح - کشورها (میانگین کشورها یا ترکیب کشورها)، مدل‌های مختلف قیمت‌گذاری دارایی‌ها (بازده ناخالص، مدل‌های عامل محلی، مدل‌های عامل جهانی)، و برداشته‌های مختلف از تأثیرات ارز (ارز محلی یا دلار آمریکا) صحیح است.

تمامی نابهنجاری‌ها در مقدار قیمت‌گذاری نادرست، علاوه بر قدرت پیش‌بینی‌کننده بازده این مقدار از ابتدا در بازار اوراق بهادار آمریکا ثبت شده است. در این زمینه، براساس دو جنبه مختلف از معدن کاوی داده‌ها می‌توان به یافته‌هایی کلیدی دست یافت که به طور کلی تعریف شده‌اند. جنبه اول آن است که، سوگیری‌های آماری از نظر فاما (۱۹۹۱)، مک‌لین و پونتیف (۲۰۱۵)، یا شوورت (۲۰۰۳) ممکن است موجب تورم در حجم بازه‌های زمانی بازده‌های ظاهراً نابهنجار بازار سهام آمریکا شده باشند. با این حال، بسیاری از کشورها، اسپردهای بلندمدت یا کوتاه‌مدت بیشتری تولید می‌کنند، جنبه دوم آن است که، پژوهش‌های دانشگاهی برای شناسایی متغیرهایی که به طور پایا تفاوت‌های میانگین بازده‌های مقطعی را پیش‌بینی می‌کنند، تاکنون صرفاً بر بازارهای توسعه‌یافته متمرکز شده‌اند. مثلاً، هاروی، لیو، و ژو (۲۰۱۶، ص ۵) در ضمن تحقیقات‌شان به این نتیجه رسیده‌اند که تمرکز “صدها مقاله و عوامل شناسایی شده” صرفاً در مورد بازارهای ایالات متحده آمریکا بوده است. بر عکس، به نظر می‌رسد که بازارهای نوظهور “به طور نسبی کمتر مورد پژوهش قرار گرفته‌اند”

(فیدلیتی (۲۰۱۴، ص ۷)). این توجهات نامتقارن به احتمال زیاد به فهم بهتر اینکه کدام یک از عوامل، واقعا قدرت پیش‌بینی بازده در بازارهای سهام بالغ‌تر را دارند منجر شده است، و شاخص قیمت‌گذاری نادرست استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) می‌تواند تا حدودی بر مبنای چنین متغیرهایی باشد.^۱ بنابراین مهم است که تاکید کنیم یافته‌های این تحقیق بر مبنای این هشدار است که قیمت‌گذاری نادرست در بازارهای نوظهور می‌تواند همراه با نابهنجاری‌های دیگری که شاید هنوز آشکار نشده‌اند باشد.

طبق گزارش‌های دیتا استریم، هر دو نوع سهام فعال و سهام غیرفعال را در نظر گرفته‌ایم؛ علاوه بر این، ملزم شده‌ایم که شرکت کشور مبدأ، همانند شرکت کشور میزبان که سهام در آن مبادله می‌شود باشد. بزرگ‌ترین بازارهای توسعه‌یافته (نوظهور) بر مبنای شرکت - ماه‌های واجد شرایط عبارتند از: آمریکا، ژاپن، انگلستان، و کانادا (چین، کره، هند، تایوان).

کمی‌سازی قیمت‌گذاری نادرست

معیارهای محاسباتی استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) یک رویکرد از پائین به بالا را نشان می‌دهد که اطلاعات این ۱۱ مورد نابهنجاری‌ها مقطعی شرکت‌ها را با یکدیگر ترکیب می‌کنند:

۱. درماندگی مالی [کمپیل، هیلشر، و اسزیلگی (۲۰۰۸)]
۲. احتمال ورشکستگی شاخص - ۵ [اوهلسون (۱۹۸۰)]
۳. مسائل سهام خالص [ریتر (۱۹۹۱)، لافران و ریتر (۱۹۹۵)]
۴. مسائل سهام مرکب [دنیل و تیمن]
۵. تعهدات [اسلون (۱۹۹۶)]
۶. دارایی‌های عملیاتی خالص [هیرشلايفر، هو، تئوه، و ژانگ (۲۰۰۴)]
۷. شاخص اندازه حرکت قیمت [جیگادیش و تیمن (۱۹۹۳)]

۱- با این حال، مجموع یافته‌های تحقیق گرین، هند، و ژانگ (۲۰۱۴)، هو، خو، و ژانگ (۲۰۱۵)، و جاکوبز (۲۰۱۵) نشان می‌دهد که بسیاری از نابهنجاری‌های شاخص قیمت‌گذاری نادرست استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) لزوماً مربوط به شاخص‌های پیش‌بینی‌کننده‌های قوی بازده در بازار سهام آمریکا از نظر حجم اقتصادی و معناداری آماری نیستند. علاوه بر این، ما دریافته‌ایم که بیش از ۸۰٪ از اسپردهای نابهنجاری که در بازارهای توسعه‌یافته تولید شده‌اند، بزرگتر یا مساوی اسپردهای نابهنجار تولید شده در بازارهای نوظهور هستند.

۸. سودآوری ناخالص [نووی-مارکس (۲۰۱۳)]

۹. رشد دارایی [کوپر، گولن، و شیل (۲۰۰۸)]

۱۰. بازدهی دارایی‌ها [فاما و فرنچ (۲۰۰۶)، چن، نووی-مارکس، و ژانگ (۲۰۱۱)]

۱۱. نسبت سرمایه‌گذاری به دارایی‌ها [تیتن، وی، و خیه (۲۰۰۴)، خینگ (۲۰۰۸)]

قیمت‌گذاری نادرست در بازارهای توسعه‌یافته، حداقل به اندازه‌ی بازارهای نوظهور رواج دارد. در مجموع، این یافته‌ها بیان می‌کنند که تفاوت آلفای بین بازارهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور را نمی‌توان به نابرابری‌های تعداد سیگنال‌هایی که وارد شاخص قیمت‌گذاری نادرست می‌شوند نسبت داد. شرکت‌های دارای روایی شاخص قیمت‌گذاری نادرست، اندازه‌ای بزرگتر و قابلیت نقد شدن بیشتری نسبت به شرکت‌های بدون قید و شرط دارند. (جای تعجب است که) تفاوت‌های اندکی بین بازارهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور با توجه به میانگین نوسان‌پذیری ریسک منحصر به شرکت وجود دارد.

قیمت‌گذاری نادرست در بازارهای توسعه‌یافته در مقابل بازارهای نوظهور

تحلیل‌های پایه‌ای

شواهدی قوی در مورد قابلیت پیش‌بینی بازده در جهان وجود دارد. این مطلب در مورد بسیاری از نابهنجاری‌ها، و به ویژه، معیارهای ارزیابی قیمت‌گذاری نادرست تجمعی، نیز صحت دارد. مجموعاً، با توجه به شاخص قیمت‌گذاری نادرست تجمعی (و در نظر گرفتن هر یک از نابهنجاری‌ها) به‌نظر می‌رسد که ناکارآمدی‌های بازارهای توسعه‌یافته، حداقل به اندازه ناکارآمدی‌های بازارهای نوظهور است.

قیمت‌گذاری نادرست به ویژه در بسیاری از بازارهای کشورهای توسعه‌یافته، مانند دانمارک، فرانسه، پرتغال، و سوئد قوی است، ولی در برخی از بازارهای نوظهور مانند چین، شیلی، تایوان، و ترکیه، ضعیف است. با این حال، الگوی واضحی وجود ندارد. جالب توجه است که در برخی از بازارهای توسعه‌یافته نظیر هنگ‌کنگ، ژاپن، و سنگاپور، مقدار آلفا اندک است، ولی این مقدار در برخی از بازارهای نوظهور نظیر اندونزی و تایلند نسبتاً زیاد است.

سه کشور وجود دارند که بین سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۳ از طبقه‌بندی "بازارهای نوظهور" به طبقه‌بندی "بازارهای توسعه‌یافته" تغییر کرده‌اند: پرتغال (تا ماه نوامبر سال ۱۹۹۷ جزء بازارهای نوظهور بوده است)، یونان (تا ماه می سال ۲۰۰۱ جزء بازارهای نوظهور بوده است و مجدداً از نوامبر سال ۲۰۱۳ جزء بازارهای نوظهور

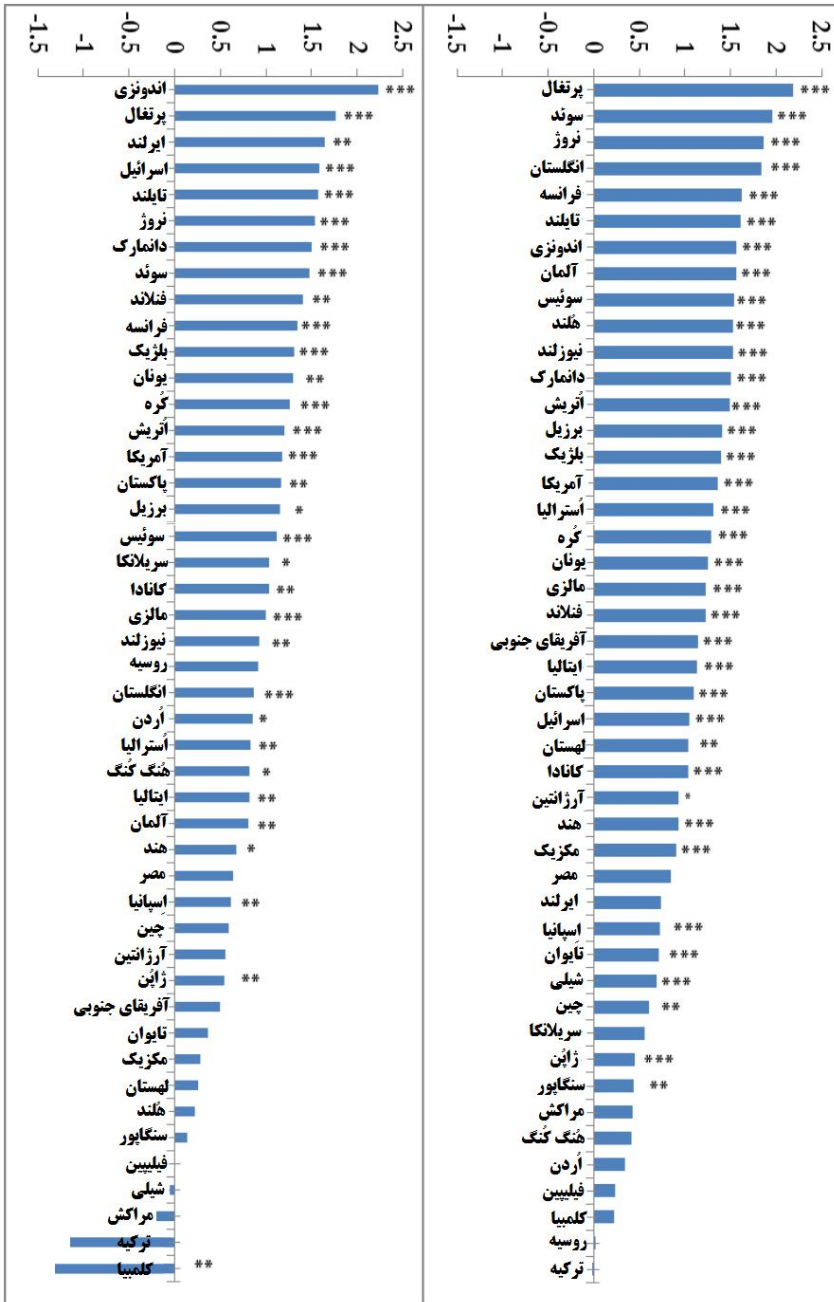
محسوب شده است)، و اسرائیل (تا ماه می سال ۲۰۱۰ جزء بازارهای نوظهور بوده است). موسسه سرمایه‌گذاری بین‌المللی مورگان استنلی (۲۰۱۴، ص ۲) تاکید کرده است که این موسسه "صرفاً زمانی رتبه بازارها را از نوظهور به توسعه‌یافته ارتقاء می‌دهد که تغییر در طبقه‌بندی آن غیرقابل بازگشت باشد" و اینکه این موسسه هر ساله "نتیجه‌گیری‌های بدست آمده از بحث‌های انجام شده با جامعه سرمایه‌گذاری را در مورد کشورهای تحت بررسی" منتشر خواهد نمود. این نوسانات درون کشورها به لحاظ مفهومی محیط متفاوتی را برای بررسی پیوند بین قیمت‌گذاری نادرست و توسعه بازار فراهم می‌کند.

نتایج یک تصویر جامع را نشان می‌دهند، پس از تغییر طبقه‌بندی از بازار نوظهور به بازار توسعه‌یافته، قیمت‌گذاری نادرست افزایش یافته استنتاج بدست آمده از نوسانات درون کشورها در بازارهای توسعه‌یافته، موید نتایج مربوط به نوسانات میان کشورها هستند.

شکل ۱: شاخص قیمت‌گذاری نادرست استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) برای هر یک از کشورها

شکل ۱، آلفاهای سطح - کشورها بدست آمده از رگرسیون سبب سهام کوتاه‌مدت / بلندمدت قیمت‌گذاری نادرست مدل سه عاملی استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) را نشان می‌دهد. برای هر ماه، سبب سهام در پائین (بالای) پنجگن قیمت‌گذاری نادرست افزایش (کاهش) می‌یابد. بازدهها براساس ارزش رایج محلی محاسبه می‌شوند به شکل % (درصد) برای هر ماه نشان داده می‌شوند. این شکل همه کشورهای که تابلوی الف در جدول ۱ آمده است را در نظر گرفته است، به شرط آنکه بتوان شاخص قیمت‌گذاری نادرست را برای مقطعی از حداقل ۲۵ کشور به مدت ۳۶ ماه متوالی محاسبه نمود. دوره نمونه‌گیری، بسته به دسترسی به داده‌ها، از ژانویه ۱۹۹۹ تا دسامبر ۲۰۱۳ یا دوره کوتاه‌تری است. استنتاج آماری بر مبنای انحراف معیار مطابق با ناهمسانی واریانس وایت (۱۹۸۰) انجام شده است. معناداری آماری دودامنه‌ای ۱۰٪، ۵٪، و ۱٪ به ترتیب بوسیله *، **، و *** مشخص شده است.

بازده‌های سید سهام بلندمدت/کوتاه‌مدت، آلفای سه‌عاملی محلی فاما و فرنیچ (۱۹۹۳) که به‌طور یکسان وزندهی شده‌اند



بازده‌های سید سهام بلندمدت/کوتاه‌مدت، آلفای سه‌عاملی محلی فاما و فرنیچ (۱۹۹۳) که بر اساس ارزش وزندهی شده‌اند

جدول ۱: آمار توصیفی

جدول زیر آمار توصیفی همه کشورهایی را نشان می‌دهد که داده‌های بازار سهام آن‌ها واجد شرایط است و حداقل در دوره‌ای از نمونه‌گیری از ژانویه ۱۹۹۴ تا دسامبر ۲۰۱۳ به عنوان بازار توسعه یافته یا بازار نوظهور طبقه‌بندی شده‌اند. **DM/EM/FM** به ترتیب به معنای بازارهای توسعه یافته، نوظهور، و نوپا هستند. اندازه شرکت بر اساس میلیون دلار آمریکا محاسبه شده‌اند.

جدول ۱: نتایج پایه: بازده‌های کوتاه‌مدت/بلندمدت در بازارهای توسعه یافته در برابر بازارهای نوظهور

کشور	بازار	تعداد کل شرکت‌ها	حداقل تعداد شرکت‌ها	حداکثر تعداد شرکت‌ها	شرکت - ماه‌ها (به ۱۰۰۰)	اندازه میانگین	اندازه میانه
شرکت‌های حاضر در مجموعه داده‌های بازار سهام پایه							
آرژانتین	نوظهور/نوپا	۱۰۳	۳۴	۶۹	۱۴	۵۵۷	۸۸
استرالیا	توسعه یافته	۲,۲۷۸	۲۸۶	۱,۲۶۲	۱۷۲	۷۷۱	۵۴
اتریش	توسعه یافته	۱۵۷	۵۹	۸۷	۱۸	۸۶۸	۱۴۰
بلژیک	توسعه یافته	۲۱۱	۷۴	۱۲۹	۲۵	۱,۶۷۴	۱۵۳
برزیل	نوظهور	۲۲۱	۳۷	۱۵۴	۲۱	۲,۷۳۶	۳۷۱
کانادا	توسعه یافته	۲,۵۸۶	۲۲۰	۱,۶۸۸	۱۷۶	۹۹۱	۵۷
شیلی	نوظهور	۲۵۳	۱۱۵	۱۶۴	۳۶	۸۰۴	۱۶۶
چین	نوظهور	۲,۴۶۵	۱۳۵	۲,۳۶۶	۲۸۱	۱,۰۴۹	۳۴۳
کلمبیا	نوظهور	۹۳	۲۷	۵۲	۱۱	۱,۳۶۸	۱۹۴
چک	نوظهور	۷۵	۴	۶۱	۶	۹۰۳	۸۴
دانمارک	توسعه یافته	۲۸۶	۱۲۰	۱۸۵	۳۶	۷۵۳	۸۳
مصر	نوظهور	۱۶۵	۴	۱۱۳	۱۸	۴۵۱	۱۰۰
فنلاند	توسعه یافته	۱۷۶	۴۲	۱۲۴	۲۵	۱,۴۳۵	۱۶۹
فرانسه	توسعه یافته	۱,۴۱۹	۴۶	۷۲۰	۱۴۴	۲,۰۲۱	۹۶
آلمان	توسعه یافته	۱,۲۳۸	۳۷۱	۷۵۲	۱۳۸	۱,۷۶۹	۱۰۰
یونان	نوظهور/ توسعه یافته	۳۸۷	۸۵	۳۰۱	۵۰	۳۸۱	۶۵
هنگ کنگ	توسعه یافته	۱۸۶	۱۰۸	۱۵۶	۳۲	۲,۹۲۲	۱۸۰
مجارستان	نوظهور	۶۶	۸	۳۲	۶	۷۹۳	۷۹

۵۰	۵۰۵	۲۳۵	۱,۷۸۶	۴۵۸	۲,۹۹۵	نوظهور	هند
۷۲	۶۰۶	۵۰	۳۵۱	۹۰	۴۸۴	نوظهور	اندونزی
۱۸۴	۱,۲۰۵	۱۰	۵۷	۳۵	۸۹	توسعه یافته	ایرلند
۳۷	۳۰۳	۶۷	۳۸۵	۱۶۹	۶۶۶	نوظهور / توسعه یافته	اسرائیل
۲۴۳	۱,۹۸۶	۵۳	۲۷۰	۱۶۲	۴۴۹	توسعه یافته	ایتالیا
۱۳۳	۱,۰۲۲	۷۵۵	۳,۶۱۳	۲,۳۹۴	۴,۶۱۰	توسعه یافته	ژاپن
۳۲	۲۲۱	۱۳	۱۶۵	۸۹	۲۰۱	نوظهور / توسعه یافته	اردن
۵۰	۳۸۴	۲۸۱	۱,۷۰۲	۴۶۴	۲,۴۶۹	نوظهور	گروه
۵۳	۳۴۴	۱۴۰	۷۴۲	۳۲۶	۱,۱۰۵	نوظهور	مالزی
۳۲۰	۱,۷۱۳	۲۵	۱۱۵	۹۳	۲۰۶	نوظهور	مکزیک
۱۱۰	۵۷۷	۱۲	۷۱	۱۹	۸۶	نوظهور / توسعه یافته	مراکش
۲۲۸	۲,۱۹۰	۲۸	۱۷۱	۷۵	۲۳۸	توسعه یافته	هلند
۷۷	۳۲۷	۱۸	۱۰۷	۵۶	۲۱۱	توسعه یافته	نیوزلند
۱۰۷	۸۹۹	۳۵	۱۹۹	۷۳	۳۸۰	توسعه یافته	نروژ
۴۶	۱۸۶	۳۱	۱۷۹	۶۶	۲۶۵	نوظهور / توسعه یافته	پاکستان
۳۶	۶۳	۱	۷	۲	۱۶	نوظهور	پرو
۷۷	۴۷۷	۲۸	۱۶۶	۷۱	۲۲۵	نوظهور	فیلیپین
۵۴	۴۳۶	۴۰	۳۶۹	۱۲	۶۲۴	نوظهور	لهستان
۱۱۲	۸۲۸	۱۴	۸۵	۳۵	۱۲۷	نوظهور / توسعه یافته	پرتغال
۱۱۱	۲,۶۶۹	۲۹	۳۱۸	۹	۴۷۳	نوظهور	روسیه
۶۲	۵۱۱	۸۷	۵۲۷	۱۶۰	۷۴۴	توسعه یافته	سنگاپور
۱۴۳	۹۷۰	۶۰	۳۶۵	۱۸۷	۷۲۴	نوظهور	آفریقای جنوبی
۴۹۹	۳,۷۵۸	۳۰	۱۴۷	۸۹	۲۰۷	توسعه یافته	اسپانیا

سریلانکا	نوظهور/ توسعه یافته	۲۳۰	۱۶	۱۷۶	۱۷	۷۴	۲۷
سوئد	توسعه یافته	۶۵۰	۱۰۳	۳۳۹	۵۷	۱,۲۲۲	۹۳
سوئیس	توسعه یافته	۳۸۶	۱۶۲	۲۵۹	۵۰	۳,۴۷۹	۲۷۰
تایوان	نوظهور	۱,۹۵۸	۲۶۲	۱,۵۸۹	۲۲۶	۴۷۷	۹۶
تایلند	نوظهور	۶۶۸	۱۶۵	۴۶۹	۷۶	۳۷۷	۵۵
ترکیه	نوظهور	۳۹۲	۹۰	۳۱۰	۵۲	۵۴۸	۷۵
انگلستان	توسعه یافته	۳,۰۴۰	۸۷۰	۱,۴۱۸	۲۶۱	۱,۸۷۲	۱۰۰
آمریکا	توسعه یافته	۱۳,۳۶۶	۳,۵۰۳	۶,۷۸۲	۱,۱۹۱	۲,۴۸۱	۲۰۹
ونزوئلا	نوظهور	۴۸	۱۰	۳۲	۵	۲۹۰	۷۲

این جدول، بازده خام ماهیانه بدست آمده از سیدسهام بلندمدت/کوتاهمدت نابهنجاری‌ها یا قیمت گذاری نادرست تجمعی بر مبنای پنجگک‌ها را (به درصد) نشان می‌دهد (که بر اساس روش استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) محاسبه شده است). همچنین این جدول، تفاوت بازدهی بلندمدت/کوتاهمدت بدست آمده از بازارهای توسعه یافته، و بازدهی بلندمدت/کوتاهمدت بدست آمده از بازارهای نوظهور را نشان می‌دهد. بازده‌های مربوط به یک ماه خاص، به عنوان میانگین حسابی همه‌ی برآوردهای بازده‌های سطح - کشورها واجد شرایط محاسبه می‌شوند.

نتیجه گیری

بر مبنای شاخص قیمت گذاری نادرست استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵)، مجموعه داده‌های بین‌المللی جامع، و آزمون‌های مفهومی متنوع، یافته‌های این تحقیق تردیدهایی را در مورد این مفهوم مطرح نموده است که بازارهای بیرون از محدوده‌ی بازارهای توسعه یافته لزوماً کارایی کمتری دارند.

این یافته‌ها، چندین مسیر را برای تحقیقات بیشتر پیشنهاد می‌کنند. اول اینکه، ممکن است انواعی از قیمت گذاری‌های نادرست وجود داشته باشد که در شاخص قیمت گذاری نادرست استمباف، یو، و یوان (۲۰۱۵) منعکس نشده باشد ولی حضور آن‌ها شدیداً در بازارهای نوظهور مشاهده شود. در این رابطه، معیار ارزیابی ترکیبی قیمت گذاری نادرست، فقط بر مبنای اطلاعات عمومی است و بنابراین نشان دهنده کارایی قوی بازار نیست. دوم اینکه، این معیار ارزیابی کاملاً مقطعی است و بنابراین اجازه نمی‌دهد در مورد قیمت گذاری

بیش از حد یا کمتر از حد کل بازار استنتاج و استنباط کنیم. سوم اینکه، هم‌اکنون علت بسیاری از نوسانات بزرگ در پیش‌بینی بازده میان کشورها، که در شکل ۱ نیز نشان داده شده است، نامعلوم است. چهارم، اینکه تا چه حد شک‌های تقاضای احساسی سرمایه‌گذاران بنگاهی، محدودیت‌های سرمایه‌گذاری، یا تعارضات در سازمان‌ها، از منظر دی‌والت، سیاس، و استارکز (۲۰۱۵)، ادلن، اینک، و کدلک (۲۰۱۵)، یا لاکونیشوک، اشلايفر، و ویشنی (۱۹۹۴) در بروز قیمت‌گذاری نادرست در بازارهای توسعه‌یافته مشارکت دارند، سوالی است که هنوز پاسخی برای آن ارائه نشده است.

پیوست:

اعضای G20 عبارتند از ۱۹ کشور آرژانتین فردی، استرالیا، برزیل، کانادا، چین، فرانسه، آلمان، هند، اندونزی، ایتالیا، ژاپن، کره جنوبی، مکزیک، روسیه، عربستان سعودی، آفریقای جنوبی، ترکیه، انگلستان و ایالات دولت‌ها همراه با اتحادیه اروپا (EU). اتحادیه اروپا توسط کمیسیون اروپا و بانک مرکزی اروپا نشان داده است.

IFC: International Finance Corporation

GDP: Gross domestic product

IBM: International Business Machines

منابع:

1. Bekaert, G., Harvey, C. R., 2002. Research in emerging markets _nance: Looking to the future. *Emerging Markets Review* 3, 429-448.
2. Bhattacharya, U., Daouk, H., Jorgenson, B., Kehr, C. H., 2000. When an event is not an event: The curious case of an emerging market. *Journal of Financial Economics* 55, 69-101.
3. Busse, J. A., Goyal, A., Wahal, S., 2014. Investing in a global world. *Review of Finance* 18, 561-590.
4. Campbell, J. Y., Hilscher, J., Szilagyi, J., 2008. In search of distress risk. *Journal of Finance* 63, 2899-2939.
5. Chen, L., Novy-Marx, R., Zhang, L., 2011. An alternative three-factor model. Unpublished working paper. Washington University, University of Rochester, Ohio State University.
6. Cooper, M. J., Gulen, H., Schill, M. J., 2008. Asset growth and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance* 63, 1609-1651.

7. Daniel, K., Titman, S., 2006. Market reactions to tangible and intangible information. *Journal of Finance* 61, 1605-1643.
8. DeVault, L. A., Sias, R. W., Starks, L. T., 2015. Who are the sentiment traders? Evidence from the cross-section of stock returns and demand. Unpublished working paper. University of Arizona, University of Texas at Austin.
9. Dyck, A., Lins, K. V., Pomorski, L., 2013. Does active management pay? New international evidence. *Review of Asset Pricing Studies* 3, 200-228.
10. Edelen, R., Ince, O., Kadlec, G. B., 2015. Institutional investors and stock return anomalies. *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
11. Eling, M., Faust, R., 2010. The performance of hedge funds and mutual funds in emerging markets. *Journal of Banking and Finance* 34, 1993-2009.
12. Fama, E. F., 1991. Efficient capital markets. *Journal of Finance* 46, 1575-1617.
13. Fama, E. F., French, K. R., 2006. Profitability, investment, and average returns. *Journal of Financial Economics* 82, 491-518.
14. Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A., Ramos, S. B., 2013. The determinants of mutual fund performance: A cross-country study. *Review of Finance* 17, 483-525.
15. Fidelity, 2014. A case for active investment in emerging markets. Whitepaper, November 2014.
16. Harvey, C. R., Liu, Y., Zhu, H., 2016. ...and the cross-section of expected returns. *Review of Financial Studies* 29, 5-68.
17. Heiko, Jacobs Market Maturity and Mispricing 2016 (ترجمه انور عنایتی، ۱۳۹۵)
18. Hirshleifer, D., Hou, K., Teoh, S. H., Zhang, Y., 2004. Do investors overvalue firms with bloated balance sheets? *Journal of Accounting and Economics* 38, 297-331.
19. Huij, J., Post, T., 2011. On the performance of emerging market equity mutual funds. *Emerging Markets Review* 12, 238-249.
20. Jegadeesh, N., Titman, S., 1993. Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance* 48, 65-91.
21. Kang, X., Nielsen, F., Fachiotti, G., 2011. Some like it hot. MSCI Barra Research Paper.
22. Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R. W., 1994. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance* 49, 1541-1578.
23. McLean, R. D., Pontiff, J., 2015. Does academic research destroy stock return predictability? *Journal of Finance*, forthcoming.

24. M&G investments, 2015. Emerging markets in focus. Global Emerging Markets Fund Brochure.
25. Novy-Marx, R., 2013. The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics* 108, 1-28.
26. Ohlson, J. A., 1980. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research* 18, 109-131.
27. Ritter, J. R., 1991. The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 46, 3-27.
28. Schwert, W. G., 2003. Anomalies and market efficiency. In: Constantinides, G.M., Harris, M., Stulz, R. (Ed.), *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier Science B.V, Amsterdam, pp. 937-972
29. Sloan, R. G., 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71, 289-315.
30. Stambaugh, R. F., Yu, J., Yuan, Y., 2015. Arbitrage asymmetry and the idiosyncratic volatility puzzle. *Journal of Finance* 70, 1903-1948.
31. Titman, S., Wei, K. J., Xie, F., 2004. Capital investments and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39, 677-700.
32. White, H., 1980. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica* 48, 817-838.