

بررسی تاثیر سیاست پولی بر حباب های بازار سهام تهران و رفتار سرمایه گذاران

ابراهیم یزدی

کارشناسی ارشد اقتصاد و کارمند امور اقتصادی و دارایی، یزد، ایران.

* نویسنده مسئول: ابراهیم یزدی

چکیده

یکی از موضوعات بحث برانگیز در حوزه اقتصاد آن است که آیا پیشرفت و توسعه بازار سرمایه به رشد اقتصادی منجر می شود یا نه؟ به عبارت دیگر آیا بازار سرمایه می تواند فعالیت اقتصادی را اندازه گیری و ارزیابی کند؟ سیاست پولی عبارت است از، دسته ای از فرآیند ها که صاحب نظران مالی به واسطه آنها نقدینگی کل اقتصاد را از طریق میانگین قانونی موجود با هدف پایدارسازی سطح قیمت و کاهش خلا میان تولید واقعی و بالقوه تغییر می دهند. همچنین به انحراف ارزش سهام از ارزش تعادلی دراز مدت آن نیز حباب می گویند. در این تحقیق به بررسی تاثیر سیاست های پولی بر حباب بازار سهام تهران و رفتار سرمایه گذاران در طی سال های ۱۳۸۹-۱۳۹۳ پرداخته شده است. کلیه تخمین های مدل پیش بینی شده با استفاده از نرم افزار Eviews7 انجام شده است. همچنین تخمین مدل با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات OLS انجام شده است. نتایج تحقیق نشان داد که شاخص قیمت مصرف کننده بر حباب بازار سهام ایران تاثیر مثبت دارد. نرخ تمایل به سرمایه گذاری بلند مدت و حجم فروش اوراق قرضه نیز بر حباب بازار سهام تهران تاثیر معنی داری ندارد.

واژگان کلیدی: سیاست های پولی، حباب، بازار سهام، شاخص قیمت سهام، تمایل به سرمایه گذاری.

مقدمه

سیاست های پولی و تغییرات نقدینگی جزئی، ابزارهای مهم موجود در دست سیاستمداران برای ارتقای شاخص های اقتصادی هستند. اما مانند شوک عمل می کنند و مشکلاتی نظیر تورم شدید را به همراه می آورند. در چنین شرایطی، بازار های پولی می توانند به عنوان جاذب شوک عمل کرده و از متغیر های واقعی حفاظت کنند. بدین شکل بازارهای پولی علاوه بر تعدیل نیرو از طریق شوک در مقیاسی بزرگ می توانند این نیرو را با کاهش قیمت سرمایه و تبدیل آن به نیروی موثر و کارآمد در بخشی از شاخص های اقتصادی تغییر دهند. از طرف دیگر استفاده از سیاست های پولی و مالی تنها با وجود بازار های پولی میسر است. مطالعه در حوزه بازار سرمایه همیشه از اهمیت بالایی برخوردار بوده و نقطه تمرکز عمده محققان بوده است. چون برخی افراد بر این باورند که اقتصاد بازار سرمایه قلب اقتصاد یک کشور است و نوسانات آن بر اقتصاد کشور تاثیر گذار می باشد (مومنی و قیومی، ۲۰۱۲).

یکی از موضوعات بحث برانگیز در حوزه اقتصاد آن است که آیا پیشرفت و توسعه بازار سرمایه به رشد اقتصادی منجر می شود یا نه؟ به عبارت دیگر آیا بازار سرمایه می تواند فعالیت اقتصادی را اندازه گیری و ارزیابی کند؟ بازار سرمایه از دیدگاه سنتی یک شاخص پیش بینی کننده اقتصادی است و بسیاری بر این باورند که کاهش شدید در قیمت سهام در آینده با سقوط همراه خواهد بود و افزایش آن رشد اقتصادی را به همراه خواهد داشت (تبریزی، ۲۰۰۴).

با توجه به اهمیت استراتژیک، پولی و اقتصادی بازار سهام، وقتی یک اختلال و انحراف بزرگ در آن رخ می دهد به حرکت درآوردن و توزیع منابع پولی کشور با مشکل جدی مواجه می شود. بازار سهام آینده اقتصاد کشور است. اما امروزه در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، وضعیت و رابطه میان اقتصاد و بورس سهام قطع شده است. یکی از فاکتورهای دخیل در ایجاد این موارد نوسان در قیمت سرمایه و به ویژه ایجاد حباب قیمت سهام است. نوسانات قیمت جزء جدایی ناپذیر بازار هستند، اما گاهی این نوسانات از حالت طبیعی خود خارج شده و با افزایش و کاهش ناگهانی جایگزین می شوند و به مبادلات سهام آسیب برگشت ناپذیری وارد می کنند. با این حال در اینجا مسئله مهم کیفیت و کمیت نامعمول این نوسانات است. به طور کلی نوسان در قیمت سرمایه پولی شامل دو بخش می شود:

- ۱- بخش سنتی و تغییرات پایه ای قیمت که تحت تاثیر متغیرهای کلان یا تغییرات سنتی عرضه و تقاضا قرار می گیرد.
- ۲- بخش های غیر سنتی یا تغییرات کاذب قیمت که به آن ها حباب سوداگران در بازار سهام می گویند (تبریزی، ۲۰۰۴).

اقتصاددانان متداولترین تعریف حباب را اینگونه ارائه نموده اند: افزایش قیمت به دلیل افزایش انتظارات که موجب جذب خریداران جدید می شود و به دنبال این نوع افزایش، انتظارات منفی و کاهش شدید در قیمت ها حادث می شود که خود به بحران پولی منجر می گردد. اساس و جوهره حباب قیمتی مبتنی بر تعاملی است که در پاسخ به افزایش قیمت روی می دهد. بنابراین افزایش قیمت منجر به بیشتر شدن اشتیاق سرمایه گذاران و افزایش تقاضا می شود. و بنابراین قیمت ها مجددا افزایش می یابند. افزایش تقاضا برای سرمایه حاصل ذهنیت مردم در مورد امنیت بالا در گذشته و خوش بینی آنها در مورد دریافت سود بالا در آینده است. این بازخورد افزایش قیمت است که سبب می شود قیمت ها بار دیگر به بالاتر از سطح طبیعی برسد (فیش باچر و همکاران، ۲۰۱۳).

هدف تحقیق

بررسی تاثیر سیاست پولی بر حباب های بازار سهام تهران و رفتار سرمایه گذاران (تمایل به سرمایه گذاری).

پیشینه تحقیق

تئوری حباب های عقلایی بلانچارد (۱۹۷۹)، نشان می دهد که حتی با وجود انتظارات عقلایی جان میوث (۱۶۹۱)، امکان انحراف قیمت دارایی از ارزش های بنیادی بازار وجود دارد. رشد حباب های عقلایی بازتاب وجود انتظارات خودافزا ناشی از افزایش های آتی قیمت دارایی است. این حباب ها ویژگی بازارها هستند به این صورت که خرید یک دارایی توسط سرمایه گذار، به علت پیش بینی وی از این که می تواند دارایی را با قیمتی بالاتر مجدد به سرمایه گذاری دیگر که خواهان خرید دارایی به همین دلیل است، به فروش برساند. هامیلتون و وایتمن (۱۹۸۵) نوعی استراتژس تجربی را برای آزمون های مانایی به منظور بررسی وجود حباب های عقلایی انفجاری بدون آثار ممکن بازدارندگی متغیرهای غیرقابل مشاهده ای بر روی ارزش بنیادی بازار پیشنهاد می کنند.

نانز و دی ای سیلوا(۲۰۰۷)، با استفاده از مدل‌های هم‌انباشتگی متعارف و هم‌انباشتگی آستانه‌ای به بررسی وجود حباب‌های عقلایی در ۸۱ بازار سهام، پرداختند. طبق نتایج برآورد هر دو مدل، در بازارهای سهام شیلی، اندونزی، کره و فیلیپین حباب‌های منفجر شونده ۱ و در بازارهای سهام چین، برزیل، ونزوئلا، کلمبیا، شیلی، اندونزی، کره و فیلیپین، حباب‌های تحلیل‌رونده وجود دارد.

آرش میرشمسی(۱۳۷۸)، به بررسی اهمیت سرمایه‌گذاری و انباشت سرمایه در رشد اقتصادی پرداخته و بورس را محلی برای انجام آن معرفی کرده است. پژوهشگر نتیجه گرفته است که وجود حباب عقلایی در بازار منعکس‌کننده نقض دو نکته فوق است. این مطالعه درصدد بررسی تحقق این امر در بورس اوراق بهادار تهران و تشریح علل و راه‌های پیشگیری از آن است.

کوروش معدلت(۱۳۸۱)، به تبیین شکل واقعی تغییرات در شاخص سهام و بررسی وجود حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش فضای حالت، طی سال‌های ۱۳۷۸ و ۱۳۷۹ پرداخته است. برآوردها نشان می‌دهند، در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۷۴ تا ۱۳۷۷ و نیز از اواسط سال ۱۳۷۷ تا سال ۱۳۷۹، وجود حباب قیمتی مشهود است. در واقع تغییرات غیرقابل انتظار قیمتی در این بازار وضعیت امکان ایجاد حباب‌های قیمتی را تشدید نموده است. اگرچه بخشی از رونق به وجود آمده در این بازار را می‌توان به مواردی همچون تحولات مدیریتی، بورس منطقه‌ای و کالایی و... نسبت داد اما بخش قابل توجهی نیز به وجود حباب در این بازار مربوط می‌شود.

محمد رضا بابایی سمیرمی(۱۳۸۴)، به بررسی وجود حباب‌های تورمی عقلایی طی سال‌های ۱۳۴۰-۱۳۸۲ پرداخته است. در این پژوهش دو فرضیه برونزا بودن عرضه پول نسبت به تورم به وسیله‌ی آزمون علیت گرانجر و فرضیه وجود نداشتن حباب‌های تورمی عقلایی توسط روش وست(۱۹۸۷) بررسی شده‌اند. براساس یافته‌ها، عرضه پول نسبت به تورم برونزا بوده و طی دوره مطالعه حباب‌های تورمی عقلایی وجود داشته است.

صمدی و همکاران(۱۳۸۶)، در مقاله خود با استفاده از قاعده فیلتر میزان کارایی بورس اوراق بهادار تهران را برای دوره ۱۳۸۳-۱۳۸۶ با به‌کارگیری داده‌های ماهانه اندازه‌گیری نموده‌اند. ایشان همچنین با استفاده از روش CAPM وجود حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار را برای دوره بعد از رکود بررسی نموده‌اند. براساس نتایج به دست آمده بازار اوراق بهادار تهران فاقد کارایی در سطح ضعیف است و براساس مدل CAPM حباب در قیمت‌ها وجود ندارد و قیمت سهام در طی دوره مورد بررسی به ارزش ذاتی خود نزدیک شده‌اند.

در مقایسه با مطالعات متعددی که به تحلیل اثر سیاست پولی بر اقتصاد کلان صورت گرفته، تلاش‌های نسبتاً کمی برای مدلسازی رابطه بین سیاست پولی و قیمت‌های دارایی انجام شده است.

جسک و همکاران(۱۹۸۳) و کال(۱۹۸۷) به بررسی زنجیره‌ی علی بین سیاست پولی و بازدهی‌های بازار سهام پرداختند. همه این مطالعات نشان می‌دهند که شوک‌های سیاست پولی بخش کوچکی از تغییرات در بازدهی‌های سهام را توضیح می‌دهد. بر خلاف این مطالعات، لسترپاس(۱۹۹۸) و راپاچ(۲۰۰۱) یافتند که شوک‌های پولی به طور قابل توجهی اثرات قوی‌تر بر بازار سهام دارد.

مک کویین و همکاران(۱۹۹۰) به بررسی این فرضیه پرداختند که اخبار راجع به اقتصاد کلان بر جریان انتظاری سرمایه (وجوه) و نرخ‌های تنزیل اثرات متفاوتی دارد که خود به مراحل مختلف ادوار تجاری بستگی دارد. بر این اساس اثر اخبار بر قیمت‌های سهام نیز تغییر می‌کند.

گراسمن و همکاران(۱۹۸۱) یافتند که شکست مدل مربوط به رابطه همگرایی بین شاخص‌قیمت سالانه سهام و پیشبینی آن در اوایل دهه ۱۹۵۰، به وجود بازدهی خیلی پایین در نرخ اوراق قرضه کوتاه مدت در این دوره بر می‌گردد. آنها معتقد بودند که بخش عمده این افزایش‌ها در قیمت سهام و وجود بازدهی مازاد، را نمی‌توان تنها با مالیات یا سودهای سهام تحقق یافته (عوامل بنیادی)، توضیح داد.

آیانیدیز و همکاران(۲۰۰۷) به بررسی اثر سیاست پولی بر بازده سهام، برای ۱۳ کشور OECD، پرداخته‌اند. نتایج بیانگر آن هستند که، برای اکثریت کشورهای تحت بررسی، وضعیت سیاست پولی تعیین‌کننده مهم بازده‌های مورد توقع سرمایه‌گذاران در بازار سهام، است. این نتیجه گیری مکانیزم انتقال سیاست‌پولی از طریق بازار سهام، را تأیید می‌کند.

بی جورنلاند و همکاران(۲۰۰۹) به بررسی وابستگی متقابل بین نرخ بهره و قیمت‌های حقیقی سهام پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که بلافاصله بعد از یک شوک سیاست پولی که نرخ وجوه فدرال را افزایش می‌دهد، قیمت‌های سهام کاهش می‌یابند. از طرف دیگر یک شوک قیمت سهام که قیمت‌های حقیقی سهام را افزایش می‌دهد، به افزایش یافتن نرخ بهره منجر می‌شود.

دموری (۱۳۸۷) که به بررسی عکس العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته پرداخته‌اند. نتایج تحقیق آنها، حاکی از آن است که سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به متغیرهای سود قبل از اقلام غیر مترقبه، فروش و بازده سهام واکنش بیش از اندازه و نسبت به متغیر جریان نقدی واکنش کمتر از اندازه نشان می‌دهند.

مهرانی و همکاران (۱۳۸۷) به ارزیابی واکنش کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این تحقیق، آنها به ارزیابی فرضیه واکنش کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران با استفاده از بازده‌های کوتاه مدت پرداخته‌اند. نتایج تحقیق آنها برخلاف بسیاری از تحقیقات خارجی، حاکی از عدم واکنش کند و کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران است.

نیکبخت و مرادی (۱۳۸۴) نیز در تحقیق خود به ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی نسبت به اطلاعات جدید منتشره در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند که نتایج تحقیق آنها، واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید منتشر شده در بورس اوراق بهادار تهران را تأیید کرده است.

قالیباف اصل و همکاران (۱۳۸۵) به بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشر شده در شرایط رکود و رونق پرداخته‌اند. نتایج به دست آمده، حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران در کوتاه مدت نسبت به اطلاعات و اخبار منتشر شده در شرایط رکود و رونق، واکنش بیش از اندازه نداشته‌اند.

تقوی و همکاران (۱۳۷۸) به بررسی رابطه بین شاخص کل قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران و متغیرهای کلان اقتصادی، پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که رابطه شاخص قیمت مصرف کننده با متغیر وابسته مستقیم، با نرخ ارز در بازار موازی، معکوس با تعداد پروانه های ساختمانی صادره، مستقیم و با تعداد پروانه های بهره برداری از واحدهای صنعتی، معکوس است.

مهدوی و همکاران (۱۳۸۴) ارتباط بین تلاطم شرطی، واریانس شرطی بازده بازار سهام و تلاطم شرطی متغیرهای پولی را مورد توجه قرار داده‌اند. با به کارگیری مدل‌های ARCH.GARCH و VAR نتایج نشان می‌دهند که بازار سهام برای اقتصاد ایران، کانالی برای سرایت پولی نیست. واعظ و همکاران (۱۳۸۷)، با استفاده از تکنیک به بررسی وجود حباب قیمتی در بازار سهام ایران پرداخته‌اند. یافته‌ها نشان می‌دهند که قیمت سهام از مسیر تعادلی بلندمدت منحرف شده، بنابراین وجود حباب سفته بازی در بازار ایران به اثبات می‌رسد. عباسیان، همکاران (۱۳۸۹)، به بررسی اعتبار مدل ارزش حال با انتظارات متغیر زمانی با استفاده از روش M-TAR پرداخته‌اند. نتایج بیانگر عدم وجود تعدیل نامتقارن در بلندمدت و بنابراین عدم وجود هم انباشتگی در رابطه بین قیمت و سود سهام طی دوره فروردین ۱۳۷۹ تا آبان ۱۳۸۷، است.

عباسیان و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی وجود حباب های عقلایی در چارچوب ادبیات مالی رفتار با در نظر گرفتن یکی از محدودیت های آربیتراژ، ریسک معامله گران اختلالزا، و با فرض انتظارات عقلایی، در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. برطبق نتایج، حتی با وجود آربیتراژ کنندگان عقلایی، معامله گران اختلالزا در انحراف قیمت ها از عوامل بنیادی تأثیر قابل توجهی داشته‌اند. نتایج بر اهمیت تورم و ضریب قیمت سود سهام هنگام ارزیابی ریسک سرمایه گذاری، تأکید می‌کنند.

فرضیه های تحقیق

فرضیه اصلی

سیاست های پولی بر حباب های بازار سهام تهران تاثیر داشته است.

فرضیه های فرعی

- ۱- رفتار سرمایه‌گذاران (نرخ تمایل به سرمایه‌گذاری) دراز مدت ۵ ساله بر حباب های بازار سهام تهران تاثیر داشته است.
- ۲- حجم فروش اوراق بهادار بر حباب های بازار سهام تهران تاثیر داشته است.
- ۳- شاخص قیمت مشتری بر حباب های بازار سهام تهران تاثیر داشته است.

روش تحقیق

این پژوهش به لحاظ هدف از نوع کاربردی و به لحاظ روش از نوع تحلیل رگرسیون می باشد. جامعه آماری تحقیق، تمامی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۹ تا پایان سال ۱۳۹۳ که حائز شرایط زیر هستند می باشند:

- ۱- حضور متداوم در بورس داشته و حداقل در ۵۰ درصد روزهای کاری سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد.
 - ۲- نوسانات قیمتی سهام این شرکت ها در بورس بیشتر از نوسانات کل بازار بوده باشد.
 - ۳- اطلاعات مالی این شرکت ها در بورس منتشر شده باشد.
- اطلاعات این شرکتها از نرم افزارهای ره آورد نوین و تدبیرپرداز جمع آوری می شود. با استفاده از شبکه های کامپیوتری و منابع کتابخانه به بررسی موضوع در بخش ادبیات موضوع پرداخته می شود.

مدل تحقیق

در این تحقیق به منظور تخمین مدل نهایی تحقیق از آزمون OLS استفاده شده است و مدل کلی به قرار زیر می باشد.

$$BUB=f(DROD, TSB, CPI)$$

جامعه و نمونه آماری تحقیق

در این تحقیق جامعه آماری شامل کلیه شرکت های فهرست شده در بورس سهام می باشد که توقف مبادلات آنها بیش از ۴ ماه نباشد. با این فرض تعداد شرکت های نمونه آماری این تحقیق ۲۷ شرکت است که جزء شرکت های فهرست شده در بورس هستند و از داده های سه ماهه این شرکت ها طی سالهای ۱۳۸۹-۱۳۹۳ استفاده شده است.

آمار توصیفی

جدول ۱ آمار توصیفی شرکتهای دارای حساب

متغیر	تعداد نمونه	مینیمم	ماکزیمم	میانگین	خطای استاندارد
MSI	۲۷	۱/۱۳*۱۰ ^۲	۱/۰۹*۱۰ ^۲	۵/۸*۱۰ ^۸	۳/۵*۱۰ ^۲
DROD	۲۷	-۰/۰۶	۰	-۰/۰۰۲	۰/۰۱۰۳۵۹
TSB	۲۷	۰	۳۷۸۲۱۰۲۵	۶۹۵۶۵۲۳	۷۶۲۳۶۵۵
CPI	۲۷	۱۶۹/۲	۳۵۹/۶	۲۴۵/۶۹۸	۶۸/۰۶۹

تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

۱-مرحله اول در تحلیل داده مطالعه وضعیت ثابت و آزمون ریشه واحد متغیر هاست. نتایج آزمون ریشه واحد در جدول ۲ آورده شده است. این تمایل در اغلب سری های زمانی اقتصاد کلان وجود دارد که هم جهت با یکدیگر حرکت کنند. علت این امر وجود روندی است که در تمامی آنها مشترک است. چنانچه متغیرهای سری زمانی که ناپایا هستند در برآورد ضرایب الگوی مورد استفاده قرارگیرند ممکن است نتیجه به یک رگرسیون کاذب بیانجامد، زیرا در متغیرهایی که از وجود روند برخوردارند این گرایش دیده می شود که حتی در مواردی که یک رابطه اقتصادی معنی داری بین آنها وجود ندارند، همبستگی شدیدی را نشان دهند. به طور خلاصه می توان گفت هرگاه بتوان ترکیب خطی از چند متغیر ناپایا با درجه انباشتگی مشابه را پیدا نمود که پایا باشد، آن متغیر ها هم انباشته می باشند. در این حالت می توان الگو را با روش OLS برآورد نمود. در این صورت برآورد ها نه تنها با مشکلی مواجه نبوده بلکه کارا نیز می باشند (توکلی، ۱۳۷۸).

جدول ۲ آزمون ریشه واحد

متغیر	مقادیر بحرانی آزمون	آزمون دیکی فولر	نتایج
MSI	۱/۹۷۵	۴/۰۳	MSI در عوامل برون زاد دارای ریشه واحد است
DROD	۳/۵۸	۴/۳۶۹	D(ROD) دارای ریشه واحد در عوامل برون زاد است: روند خطی ثابت دارد.
TSB	۱/۹۷۵	۳/۶۵۴	TSB در عوامل برون زاد دارای ریشه واحد است
CPI	۱/۹۷۵	۲/۰۳۶	CPI در عوامل برون زاد دارای ریشه واحد است

جدول ۳ نتایج آزمون و تخمین مدل نهایی

تمامی متغیرها		جداسازی عرض از مبدا		خروج متغیرهای بی ارتباط با مقدار کمتر از یک					
احتمال	ضریب	t-static	احتمال	ضریب	t-static				
DROD	۰/۵۰۸	-۱۸۳۶۴۵۲	-۰/۶۸	۰/۴۲۶	-۱۸۲۳۶/۱۲	-۰/۸۲	-	-	-
TSB	۰/۸۹۶	۹/۹۴*۱۰ ^{-۷}	۰/۲۵۴	۰/۶۷۹	۱/۳۶*۱۰ ^{-۶}	۰/۴۱۲	-	-	-
CPI	۰/۱۴	-۱۹/۹۸۵	-۱/۵۹	۰/۰۰۳	-۲۵/۳۶۵	-۳/۳۶	۰/۰۰۳	-۲۳/۱۸۶	**۳/۵
C	۰/۵۳	-۱۳۶۵/۶۸	-۰/۶۸	-	-	-	-	-	-
R ²		۰/۳۶			۰/۳۵			۰/۳۴	
R.Adj		۰/۲۸۹			۰/۲۹۶			۰/۴۲۲	
F-statis		۳/۲۶۴			۳/۰۲۵			۵/۶۹	
Prp(F)		۰/۰۱۹			۰/۲۹			۰/۰۰۴	
D.W		۲/۵			۲/۵			۲/۳۹	
LM		۰/۱۴۲۶			۰/۱۴۲۳			۰/۲۴	
ARCH		۰/۷۹			۰/۶۳			۰/۷۹	
J-B		۰/۰۰۶			۰/۰۵			۰/۰۱	

نتایج آزمون رگرسیونی فرضیه ها

با توجه به جدول آزمون فرضیه های این تحقیق مشاهده می شود که ضریب تبیین R^2 در مورد اول نشان می دهد که متغیرهای مستقل ۳۶٪ تغییرات متغیرهای وابسته را توجیه می کنند. به دلیل پایین بودن R^2 ، مدل پس از حذف ثابت های عرض از مبدا آزمون می شود. در این حالت مقدار آن به ۰/۳۵ رسید. سپس بعد از حذف متغیرهای نامرتب با t-statics کوچکتر از یک، مدل با آزمون های فرض کلاسیک آزمون شد. در این حالت مدل نهایی تحقیق مشخص شد و در مدل نهایی، مقدار R^2 به ۰/۳۴ رسید که نشان دهنده این است که ۳۴ درصد متغیرهای وابسته توسط متغیرهای حجم پول، ارزش اسمی پول و شاخص قیمتی مشتری پوشش داده می شود. مقدار F-statistic در مواردی که عرض از مبدا و متغیرهای نامرتب وجود دارند، ۳/۲۶۴ است و مقدار احتمال آن در حدود ۰/۰۱۹ است که نشان دهنده معنی داری مدل کلی است. همچنین مقدار F-statistic در مدل نهایی تحقیق برابر با ۵/۶۹ است و احتمال آن برابر ۰/۰۰۴ است که معنی داری مدل نهایی تحقیق را نشان می دهد.

آماره دوربین- واتسون تحقیق در حالت اول که مدل با عرض از مبدا آزمون شد در حالت حذف ثابت عرض از مبدا برابر با ۲/۵ است. اما بعد از حذف متغیرهای نامرتب در مدل نهایی تحقیق برابر با ۲/۳۹ شد. و چون ۲/۳۹ بین ۱/۵ تا ۲/۵ است می توان گفت که همبستگی ای بین اجزاء مدل وجود ندارد.

نتیجه آزمون خودهمبستگی

برای آزمون وجود خودهمبستگی بین متغیرهای مستقل فرضیه هایی به صورت زیر در نظر گرفته شد:

H_0 = خود همبستگی بین متغیرها وجود ندارد.

H_1 = خود همبستگی بین متغیرها وجود دارد.

برای آزمون کردن فرضیه بالا از آزمون خود همبستگی LM استفاده شد و بر اساس نتایج ذکر شده در جدول ۱ مشاهده می شود که هیچگونه خودهمبستگی بین متغیرهای مستقل تحقیق وجود ندارد.

نتیجه آزمون ناهمگنی

به منظور بررسی وجود و یا عدم وجود ناهمگنی از آزمون ناهمگنی در مدل استفاده شد و فرضیه های زیر در نظر گرفته شد.

H_0 = ناهمگنی بین متغیرها وجود ندارد.

H_1 = ناهمگنی بین متغیرها وجود دارد.

برای آزمون این فرضیه ها از روش ARCH در این تحقیق بهره گرفته شد. همانطور که جدول ۱ نشان می دهد فرضیه صفر قبول می شود بدین معنی که که مدل ناهمگن نیست.

نتیجه آزمون نرمال بودن مدل

برای کنترل نرمال بودن مدل، فرضیه های زیر را در نظر گرفتیم:

H_0 = توزیع مدل نرمال نیست.

H_1 = توزیع مدل نرمال است.

به منظور بررسی این فرضیه ها از آزمون J-B (Jarque-Bera) مورد استفاده قرار گرفت. نتایج همانطور که در **Error! Reference source not found.** نشان داده شده است فرضیه H_1 را تایید می کند بدین معنی که توزیع مدل نرمال نیست. و مدل زمانیکه ثابت عرض از مبدا وجود دارد و زمانی که عرض از مبدا و متغیرهای نامرتب در مدل نهایی حذف می شوند، نرمال شد.

خلاصه یافته های تحقیق و توصیف آن

فرضیه اول:

نرخ تمایل به سپرده گذاری بلند مدت بانکی در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار نیست و این متغیر از مدل حذف شد. این فرضیه تایید نشد. بنابراین رفتار سرمایه گذاران (نرخ تمایل به سرمایه گذاری) دراز مدت ۵ ساله بر حساب های بازار سهام تهران در سالهای ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ تأثیری نداشته است. در مطالعه سیگ فرید (۲۰۰۰) مشخص شد که اجرای سیاست پولی از طریق تغییر در نرخ تمایل به سپرده گذاری تأثیری بر سرمایه گذاری ندارد. که همسو با نتیجه این تحقیق است. اما زوبیدی (۲۰۰۱) نشان داد که نرخ تمایل به سرمایه گذاری است سبب ایجاد حساب می شود و قیمت سهام را مشخص می کند.

فرضیه دوم:

حجم فروش اوراق در سطح ۹۵٪ معنی دار نیست و بر حساب بازار سهام تأثیری ندارد. بنابراین این فرضیه نیز رد شد و متغیر از مدل حذف شد.

فرضیه پنجم:

شاخص قیمتی مشتری در سطح ۹۵٪ معنی دار شد و نتایج نشان داد که تاثیری منفی بر حباب بازار سهام دارد، بنابراین یک واحد افزایش در شاخص قیمت مصرف کننده سبب ۲۳/۱۸۶- کاهش در حباب بازار سهام تهران می شود. در این تحقیق بعد از آزمون های کلاسیک و تخمین مدل نتایج نشان داد که حجم پول تاثیری مثبت بر حباب بازار سهام تهران دارد و پول ظاهری و شاخص قیمت مشتری تاثیری منفی بر آن دارد.

همچنین تمایل به سرمایه گذاری طولانی مدت ۵ ساله و حجم فروش اوراق تاثیری بر حباب بازار سهام نداشت. بنابراین می بینیم که تقاضا برای سهام مشارکتی برای افزایش در تولید کارخانجات و نهایتا افزایش در رشد اقتصادی وجود دارد. همچنین به دلیل تاثیر معنی دار شاخص قیمت مشتری بر حباب بازار سهام مقامات رسمی تبادل سهام می توانند از ایجاد تورم و افزایش قیمت ها با همکاری بانک مرکزی و شورای اعتبار جلوگیری کنند. بدین صورت که از سیاست های لازم و ضروری و تبلیغات مناسب استفاده کنند و سرمایه های مازاد را وارد بازار سهام کنند. علاوه بر این می توانند رشد و شکوفایی تبادل سهام را با در نظر گرفتن سیاست های پولی مناسب تامین نمایند.

نتایج تحقیق در مورد فرضیه ها در سطح اطمینان ۹۵٪ به صورت زیر است:

جدول. خلاصه یافته ها

شماره فرضیه	عنوان فرضیه	تایید یا عدم تایید فرضیه
۱	رفتار سرمایه گذاران(نرخ تمایل به سرمایه گذاری) دراز مدت ۵ ساله بر حباب های بازار سهام تهران تاثیر داشته است.	رد شده است
۲	حجم فروش اوراق بهادار بر حباب های بازار سهام تهران تاثیر داشته است.	رد شده است
۳	شاخص قیمت مشتری بر حباب های بازار سهام تهران تاثیر داشته است.	تایید

پیشنهادات

۱. مطالعه در دوره زمانی بیشتر.
۲. مطالعه تاثیر میزان نقدینگی بر حباب های قیمتی بورس اوراق بهادار تهران.
۳. بررسی شرکت هایی که سال مالی آن ها خارج از بازه زمانی ۲۹ اسفند می باشد.
۴. انجام تحقیقات مشابه و مقایسه تطبیقی آن در سایر کشورها علی الخصوص کشورهای همسایه و سایر کشورهای در حال توسعه.
۵. بررسی تمامی شرکت های بورس و فرابورس و بازار پایه بدون در نظر گرفتن سایر محدودیت های تحقیق (به عنوان مثال در نظر گرفتن شرکت های تازه وارد به بورس و ذکر این نکته که حداقل چند روز مورد داد و ستد قرار گرفته باشند).

فهرست منابع

۱. اسدی، غلامحسین، محمدرضا حمیدی زاده و اصغر سلطانی. ۱۳۸۵. بررسی حبابهای قیمتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران بر حسب اندازه شرکت و نوع صنعت. مجله مطالعات تجربی حسابداری مالی « تابستان ۱۳۸۵ - شماره ۱۴ (از صفحه ۳۹ تا).
۲. بابایی سمیرمی محمد رضا. بررسی وجود حباب های تورمی عقلایی مطالعه موردی ایران (۲۸۳۱-۲۴۳۱). پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه مازندران، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، ۴۸۳۱.
۳. تفضلی، فریدون (۱۳۸۱) اقتصاد کلان، چاپ سوم ویراست دوم، انتشارات نشر نی، تهران.
۴. دموری، داریوش، سعید، سعید و فلاح زاده ابرقویی، احمد (۱۳۸۷). بررسی عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی، -ش ۴۷، صص ۵۴-۶۲.

۵. قالیباف اصل. محسن و معصومه نادری. ۱۳۸۵. بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق: مجله تحقیقات مالی « بهار و تابستان ۱۳۸۵ - شماره ۲۱ (از صفحه ۹۷ تا ۱۱۲)
۶. مهران، ساسان و علی اکبر نونهال نهر. (۱۳۸۷). ارزیابی واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه- گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای - حسابداری و حسابرس، یش ۵۴، صص ۱۱۷-۱۳۶.
۷. نصرالهی، زهرا، (۱۳۷۷)، مبانی نظری و روشهای سنجش حبابهای سوداگرانه در بازارهای مالی، اداره مطالعات و بررسیهای اقتصادی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، مجله بورس شماره
۸. نیکبخت، محمدرضا و مهدی مرادی. (۱۳۸۴). ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بررسیهای حسابداری، « بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۰، صص ۹۷-۱۲۲.