

بررسی اثر اعمال سیاست مالی بر بازدهی بورس در ایران

رویا آل عمران *

سیدعلی آل عمران **

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی اثر اعمال سیاست مالی بر بازدهی بورس در ایران در فاصله فصل سوم سال ۱۳۷۸ تا فصل چهارم سال ۱۳۸۷ است. برای تحلیل موضوع از روش اقتصادسنجی خودبازگشتی با وقفه‌های توزیعی استفاده شده است. براساس نتایج به دست آمده از این روش، اثرگذاری تمام ضرایب متغیرها براساس مبانی نظری مورد انتظار بوده و از نظر آماری معنی‌دار می‌باشد. نتایج حاکی از آن است که در بلندمدت، نرخ ارز واقعی و رشد حجم نقدینگی اثر منفی و معنی‌دار و سیاست مالی انبساطی و قیمت نفت اثری مثبت و معنی‌دار بر بازدهی بورس دارد. همچنین نتایج براساس ضریب جمله تصحیح خطا، حاکی از آن است که در هر دوره (هر فصل) حدود ۰/۶۳ از عدم تعادل کوتاه‌مدت، برای رسیدن به تعادل بلندمدت تعدیل می‌شود.

واژه‌های کلیدی: سیاست مالی، کسری بودجه، بورس، خودبازگشتی با وقفه‌های توزیعی

JEL CLASSIFICATION: E62, G18, H61, H68, G19

* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تبریز Aleemran@iaut.ac.ir

** دانشجوی دکترای اقتصاد شهری و منطقه‌ای دانشگاه تبریز

۱- مقدمه

از جمله موضوع‌های مهمی که به گونه‌ای گسترده در اقتصاد کلان مطرح است، انتخاب سیاست‌ها و ابزارهای مناسب برای از بین بردن عدم تعادل و ایجاد ثبات اقتصادی است. سیاست‌های پولی و مالی، مهم‌ترین سیاست‌هایی هستند که در زمینه مدیریت تقاضا مورد استفاده قرار می‌گیرد. اجرای سیاست‌های پولی و مالی یکی از مهم‌ترین ابزارهای سیاست‌گذاری برای رسیدن به اهداف کلان اقتصادی از جمله توزیع عادلانه درآمد، افزایش نرخ رشد اقتصادی و سطح اشتغال و ثبات قیمت‌ها می‌باشد. سیاست‌های مالی دولت با استفاده از ابزارهای هزینه جاری، عمرانی و درآمدهای مالیاتی و غیر مالیاتی و سیاست‌های پولی دولت از راه متغیرهای پولی و ارزی اعمال می‌شود (موسوی و همکاران، ۱۳۸۹).

صاحب‌نظران اقتصادی در مورد سیاست‌های اقتصادی و نتایج حاصل از آن اتفاق نظر ندارند. بعضی از اقتصاددانان استدلال می‌کنند که سیستم اقتصادی شاهد شوک‌هایی است که مرتب بر عرضه و تقاضای کل، وارد می‌شود. اگر سیاست‌گذاران برای تثبیت نظام اقتصادی از سیاست پولی و مالی استفاده نمایند، می‌توانند اثر شوک‌های اقتصادی بر متغیرهای کلان اقتصادی مانند تولید و تورم و بیکاری را حداقل نمایند. در مقابل اقتصاددانانی مانند میلتن فریدمن^۱ فکر می‌کنند که سیستم اقتصادی اساساً پایدار است. این گروه از اقتصاددانان سیاست‌گذاری نامناسب اقتصادی را عامل اصلی نوسانات ناهنجار اقتصادی می‌دانند (ابونوری و همکاران، ۱۳۸۷).

بر این اساس؛ بنابر اهمیت سیاست‌های اقتصادی در اقتصاد کشور، در همین راستا این مطالعه درصدد بررسی اثر اعمال سیاست مالی بر بازدهی بورس در ایران است. آمار و اطلاعات متغیرهای مورد نیاز در مدل به صورت سری زمانی فصلی (۴: ۱۳۸۷ - ۳: ۱۳۷۸) از بانک اطلاعات سری‌های زمانی بانک مرکزی و مرکز آمار ایران استخراج شده‌اند.

براساس سازماندهی مباحث مقاله، در قسمت دوم بیان مسئله، در قسمت سوم سؤالات پژوهش، در قسمت چهارم پیشینه پژوهش، در قسمت پنجم فرضیه‌های پژوهش مطرح و در قسمت ششم روش‌شناسی پژوهش آورده شده است. در قسمت هفتم محدودیت‌های پژوهش آورده شده و در قسمت هشتم مدل پژوهش معرفی شده و قسمت نهم به تحلیل داده‌های پژوهش اختصاص یافته است و در خاتمه نتیجه‌گیری مباحث و پیشنهادهای سیاستی و پیشنهاد برای تحقیقات آتی ارائه می‌شود.

۲- بیان مسئله

بورس اوراق بهادار به معنی یک بازار متشکل و رسمی سرمایه است که در آن خرید و فروش سهام شرکت‌ها یا اوراق قرضه دولتی یا موسسات معتبر خصوصی، تحت ضوابط و قوانین و مقررات خاصی انجام می‌شود. مشخصه بورس اوراق بهادار، حمایت قانون از صاحبان پس‌اندازها و سرمایه‌های راکد و

الزامات قانونی برای متقاضیان سرمایه است. بورس اوراق بهادار، از سویی مرکز جمع‌آوری پس‌اندازها و نقدینگی بخش خصوصی به منظور تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت است و از سوی دیگر، مرجع رسمی و مطمئنی است که دارندگان پس‌اندازهای راكد می‌توانند محل نسبتا مناسب و ایمن سرمایه‌گذاری را جستجو و وجوه مازاد خود را برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها به کار انداخته و یا با خرید اوراق قرضه دولت‌ها و شرکت‌های معتبر از سود معین و تضمین‌شده برخوردار شوند (آل عمران، ۱۳۹۰).

یکی از ویژگی‌های کشورهای در حال توسعه این است که به دلیل مشکلات اقتصادی، اجتماعی و ساختار آنها، سرمایه بخش خصوصی بسیار ناچیز است. بنابراین وظیفه افزایش نرخ سرمایه‌گذاری‌های خالص در اقتصاد بر عهده دولت می‌باشد؛ اما به دلیل کمبود منابع سرمایه‌ای برای سرمایه‌گذاری، دولت مجبور به توسل به سیاست کسری بودجه است. بدین طریق، می‌توان برای توسعه اقتصادی و سرمایه‌گذاری در طرح‌های بالاسری اقتصادی و اجتماعی نظیر بیمارستان، مدرسه و راه‌آهن از این روش استفاده نمود. این سیاست می‌تواند تنگناهای اقتصادی و کمبودهای زیربنایی را تا حدی مرتفع و بهره‌وری و بازدهی تولید را افزایش دهد (لوئیس و مارکو، ۲۰۰۵).

سیاست کسری بودجه، فزونی گرفتن برنامه‌ریزی‌شده مخارج نسبت به درآمدها است. در حال حاضر این وضعیت در اغلب کشورهای جهان وجود دارد و از طریق آن، تقاضای کل و قدرت خرید در اقتصاد ملی افزایش می‌یابد. این سیاست در زمان بحران بزرگ و به منظور افزایش تقاضا و اشتغال، توسط کینز^۳ معرفی شد. در کشورهای در حال توسعه، عدم سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و کمبود عرضه کل سبب استفاده از این سیاست می‌گردد (کینق و پلوسر^۴، ۱۹۸۵). چنانچه کسری بودجه دولت به علت افزایش مخارج مصرفی باشد، با توجه به این‌که این نوع مخارج فقط باعث افزایش تقاضای کل می‌شود، ممکن است ایجاد تورم کند. ولی اگر کسری دولت به علت اجرای یک سیاست مالی فعال به منظور رهایی اقتصاد از رکود باشد دولت با افزایش مخارج سرمایه‌گذاری خود و ایجاد کسری در بودجه، به یک سیاست مالی انبساطی اقدام می‌کنند و آثار اقتصادی آن در درازمدت، هدایت اقتصاد به سمت اشتغال کامل خواهد بود. این نوع کسری بودجه امروزه در کشورهای در حال توسعه به عنوان یک ابزار سیاستی تلقی می‌شود. کینز و طرفداران نظریه‌اش از چنین سیاست کسری بودجه در اقتصاد دفاع کرده‌اند (لونگانی و سواگل^۵، ۲۰۰۱). اگر کسری بودجه از طریق استقراض از نظام بانکی تامین شود، این امر به دلیل افزایش نقدینگی و به دنبال آن افزایش تقاضای کل، آثار نامناسب اقتصادی مانند تورم به همراه خواهد داشت و اگر کسری بودجه از طریق استقراض داخلی (انتشار اوراق قرضه) که به مفهوم افزایش تقاضای دولت برای اعتبار قابل دسترسی در جامعه است باشد، باعث افزایش نرخ بهره در جامعه شده و به دنبال آن سرمایه‌گذاری بخش خصوصی کاهش می‌یابد. این امر در کشورهایی که بازار اوراق قرضه پیشرفته‌ای دارند و دولت‌ها برای کسری بودجه خود از فروش اوراق قرضه استفاده می‌کنند، بیشتر اتفاق می‌افتد (پیونتیوسکی^۶ و همکاران، ۲۰۰۷).

فریدمن به این نکته اشاره می‌کند که اگر مخارج دولت از طریق فروش اوراق قرضه به مردم یا افزایش مالیات‌ها تامین مالی شود، در این حالت نیز مخارج دولت به طور غیر مستقیم بر تورم موثر است. هر دو روش تامین مالی، موجب جایگزین شدن مخارج دولتی به جای مخارج بخش خصوصی می‌شود. در حقیقت منابعی که ممکن است در غیر این صورت برای مصرف بخش خصوصی یا سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تولیدی صرف شود، جذب بخش دولتی می‌شود. اثر این گونه تامین مالی، این است که نرخ بهره را بالا می‌برد و انگیزه بخش خصوصی را برای سرمایه‌گذاری و پس‌انداز کاهش می‌دهد (فریدمن^۷، ۱۹۸۱).

بارو^۸، کسری بودجه دولت را باعث افزایش خالص ثروت افراد جامعه و در نتیجه، افزایش تقاضای کل در اقتصاد می‌داند. حتی اگر کسری بودجه باعث افزایش خالص ثروت نشود، تامین مالی آن از طریق استقراض از افراد جامعه باعث افزایش نرخ بهره اسمی و واقعی شده و به تبع آن، ترکیب پرتفلیوی دارایی افراد تغییر می‌کند (بارو، ۱۹۹۷).

سیاست مالی سیاستی است که زیر نظر کنگره قرار داشته و معمولاً از سوی بخش اجرایی دولت اعمال می‌شود. ابزارهای سیاست مالی عبارتند از مالیات و مخارج دولت (فیشر و جوناس^۹، ۱۹۹۹).

۳- سؤالات پژوهش

۳-۱: سؤال اصلی پژوهش: آیا سیاست مالی عاملی تاثیرگذار بر بازدهی بورس در ایران است؟

۳-۲: سؤالات فرعی پژوهش:

الف. آیا نرخ ارز واقعی بر بازدهی بورس تاثیر دارد؟

ب. آیا قیمت نفت بر بازدهی بورس تاثیر دارد؟

ج. آیا رشد حجم نقدینگی بر بازدهی بورس تاثیر دارد؟

۴- پیشینه پژوهش

گزیده‌ای از پیشینه تحقیقات انجام یافته در خصوص موضوع پژوهش عبارت است از: سلیم^{۱۰} و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان «کسری بودجه و قیمت‌های سهام: شواهدی از پاکستان و هندوستان» به بررسی این سؤال که آیا تغییرات در کسری بودجه باعث تغییر قیمت سهام در بازار سهام می‌شود؟ و اگر می‌شود چگونه و در چه جهتی است؟ پرداخته‌اند. بر همین اساس با استفاده از تکنیک همگرایی جوهانسن و علیت گرنجری، به بررسی رابطه علی بلندمدت بین کسری بودجه دولت و قیمت‌های سهام در فاصله زمانی سالانه ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۰ پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که هزینه توسعه بالا در پاکستان علت رابطه علی بلندمدت مثبت بین کسری بودجه و قیمت‌های سهام است در حالی که در هند، هزینه‌های جاری بالا علت رابطه علی بلندمدت منفی بین کسری بودجه و قیمت‌های سهام می‌باشد. بنابراین دولت‌های هر کشوری بایستی از

روش‌های مناسب خود جهت تطابق میان کسری بودجه و قیمت‌های سهام براساس شرایط اقتصادی موجود و دیگر عوامل مهم موثر استفاده کنند.

جانسن^{۱۱} و همکاران (۲۰۰۸) در مطالعه‌ای با عنوان «تحلیل شبه‌پارامتری سیاست مالی و بازارهای دارایی» به تحلیل شبه‌پارامتری سیاست مالی و بازارهای دارایی پرداخته که این تحلیل بیانگر یک مدل انعطاف‌ناپذیر و ناپایدار بوده و در این پژوهش نقش سیاست مالی را بر بازارهای دارایی آمریکا شامل بازار سهام، اوراق قرضه و شرکت‌ها، مورد بررسی قرار داده است. نتایج حاکی از آن است که سیاست‌های مالی بر بازارهای دارایی آثار ناچیز داشته ولی تاثیر سیاست‌های پولی بر بازار سهام متغیر بوده و به انبساط و یا انقباض مالی بستگی دارد. نتایج بیانگر وجود وابستگی قوی بین سیاست‌های پولی و مالی بر بازار دارایی‌ها می‌باشد.

لیم^{۱۲} و همکاران (۲۰۰۸) در پژوهشی با عنوان «بحران‌های مالی و کارایی بازار سهام با شواهدی از کشورهای آسیایی» به صورت تجربی آثار بحران مالی سال ۱۹۹۷ را بر بازدهی بازار سهام برای کشورهای آسیایی، برای سه دوره قبل از بحران، بحران و پس از بحران بررسی کرده‌اند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بحران مالی تاثیر نامطلوب بر بازدهی بیشتر بازارهای سهام آسیا داشته و از نظر سیاست‌گذاری عملکردهای اجرای سیاست معتبر و کارا می‌تواند موجب آرام کردن بازده سهام و افزایش اعتماد سرمایه‌گذار باشد.

باسیستا و کورو^{۱۳} (۲۰۰۸) در مطالعه‌ای با عنوان «چرخه‌های اقتصاد کلان و واکنش بازار سهام به سیاست پولی» به کارگیری تکنیک OLS و استفاده از داده‌های فصلی طی دوره ۲۰۰۴ - ۱۹۹۴ به بررسی چرخه‌های اقتصاد کلان و واکنش بازار سهام نسبت به سیاست پولی پرداخته‌اند. نتایج مطالعه نشان می‌دهد که محدودیت‌های مالی تاثیر بیشتری بر روی بازار سهام داشته و سیاست‌های پولی از طریق کانال‌های اعتباری بر بازار سهام تاثیر می‌گذارد.

آدام و تونبوح^{۱۴} (۲۰۰۸) در پژوهشی با عنوان «سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و توسعه بازار سهام» رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و بازار سهام غنا را در فاصله زمانی ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۶ با استفاده از روش جوهانسن - جوسیلیوس و تصحیح خطای برداری مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که قیمت سهام با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نرخ تورم رابطه مثبت و با نرخ ارز و نرخ بهره رابطه منفی دارد.

لاپودیز^{۱۵} (۲۰۰۶) در مطالعه‌ای با عنوان «سیاست مالی، سیاست پولی و بازار سهام» رابطه بین سیاست مالی و سیاست پولی را بر بازار بورس ایالات متحده با استفاده از الگوی VAR، طی سال‌های ۲۰۰۴ - ۱۹۶۰ مورد بررسی قرار داده است. وی در پژوهش خود از مالیات‌ها و مخارج دولتی به عنوان سیاست مالی استفاده نموده و به این نتیجه رسیده است که حساسیت بیشتر بازار سهام به مالیات‌ها مربوط می‌شود و تورم نیز اثر منفی بر روی بازار بورس دارد. لاپودیز با جایگزین کردن حجم پول به جای کسری بودجه به این نتیجه رسید که حجم پول به عنوان سیاست پولی در کوتاه‌مدت در شرایط

یکسان بر روی بازار بورس اثر بیشتری دارد.

تاواریس و والکانو^{۱۶} (۲۰۰۳) در پژوهشی با عنوان «سیاست مالی و بازدهی دارایی‌ها» با استفاده از داده‌های ایالات متحده به بررسی تاثیر مالیات‌ها و هزینه‌های دولت بر روی بازدهی فصلی بازارهای سهام، اوراق قرضه دولت و اوراق مشارکت در فاصله زمانی ۱۹۶۰ تا ۲۰۰۰ پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که یک انحراف معیار افزایش در سهم مالیات‌های دریافتی نسبت به GDP یک تاثیر اقتصادی و آماری معنی‌دار روی بازدهی‌ها به شکل کاهش سالانه بازدهی‌های انتظاری به اندازه به ترتیب ۴ درصد و ۹ درصد در افق‌های فصلی و سالانه دارد و تاثیر مالیات‌ها در مورد بازدهی اوراق قرضه و سهام مشابه هم می‌باشد. همین‌طور افزایش هزینه‌های دولت دارای تاثیر مثبت بر روی بازدهی‌های انتظاری است ولی این تاثیر به لحاظ آماری فقط برای اوراق قرضه در کوتاه‌مدت معنی‌دار است. همچنین یافته‌های پژوهش، فرضیه صفر وجود برابری ریکاردویی بازدهی‌های بازار را تایید می‌کند.

سادرسکی^{۱۷} (۱۹۹۹) در مطالعه‌ای با عنوان «شوک‌های قیمت نفت و فعالیت بازار سهام» به این نتیجه است که بین قیمت نفت، نوسانات قیمت نفت و بازده بازار سهام برهم‌کنش وجود دارد و همچنین با استفاده از مدل گارچ و مدل خودرگرسیون برداری به این نتیجه رسیده‌اند که تغییرات قیمت نفت و گاز تاثیر مثبت و معنی‌دار بر تغییرات قیمت بازده سهام در کشور ایالات متحده آمریکا دارد.

داتر^{۱۸} و همکاران (۱۹۹۸) در پژوهشی با عنوان «نقدینگی و بازدهی سهام» به بررسی تاثیر نقدینگی بر نرخ بازده سهام در فاصله زمانی ۱۹۹۱ تا ۱۹۶۳ پرداخته‌اند. در این پژوهش نرخ گردش موجودی کالا به عنوان معیار اندازه‌گیری نقدینگی مورد استفاده قرار گرفته است و خط رگرسیون مقطعی بین متغیر نرخ بازده سهام (متغیر وابسته) و تغییر نرخ گردش موجودی کالا (متغیر مستقل) نشان داده است که گردش موجودی کالا به طور منفی با نرخ بازده سهام در ارتباط می‌باشد.

کمیجانی و نادری (۱۳۹۱) در مطالعه‌ای با عنوان «مقایسه قابلیت‌های مدل‌های مبتنی بر حافظه بلندمدت و مدل‌های شبکه عصبی پویا در پیش‌بینی بازدهی بورس اوراق بهادار تهران» به معرفی یک الگوی مناسب جهت پیش‌بینی شاخص بازدهی بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج مطالعه حاکی از آن است که مدل شبکه عصبی مصنوعی پویا در پیش‌بینی‌های خارج از نمونه، براساس معیارهای محاسبه خطای پیش‌بینی میانگین مجذور خطا (MSE) و نیز معیار جذر میانگین مجذور خطا (RMSE) دارای عملکرد بهتری نسبت به مدل رگرسیونی غیر خطی ARFIMA می‌باشند.

هیبتی و بهفر (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «تبیین اثر روزهای هفته در بازدهی بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از پانل دیتا» به بررسی این مساله پرداخته‌اند که آیا می‌توان روزهایی را در ایران مشخص کرد که داغ‌تر و پر معامله‌تر باشند؟ به عبارت دیگر آیا عدم تقارن در بازار سرمایه ایران در روزهای مختلف هفته وجود دارد و در صورت وجود، دلایل احتمالی آنها چیست؟ یافته‌های پژوهش اثر روزهای هفته در بازدهی

در بورس اوراق بهادار تهران را تایید نموده و اثر چهارشنبه در تخمین‌ها معنی‌دار بوده است.

آل عمران و آل عمران (۱۳۹۱) در مطالعه‌ای با عنوان «بررسی روند نوسانی بورس اوراق بهادار تهران» به این نتیجه رسیده‌اند که در فاصله سال‌های ۷۸ تا ۸۷، بورس اوراق بهادار تهران همواره روند نوسانی را تجربه نموده است؛ به‌طوری‌که بیشترین سطح نوسانی و به عبارتی بی‌ثباتی در فصل اول سال ۸۲ رخ داده و بعد از آن در فصل دوم سال ۸۶ هم بی‌ثباتی سطح بیشتری را تجربه نموده است، ولی در مقایسه با بی‌ثباتی رخ داده شده در فصل اول سال ۸۲، مقدار کمتری را داشته است. برومند و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «بررسی اثرات آزادسازی‌های مالی بر بازار سهام در اقتصاد ایران» با استفاده از تکنیک خودرگرسیون برداری و تجربه و تحلیل‌های هم‌انباشتگی و به‌کارگیری داده‌های فصلی (۱: ۱۳۷۳-۲: ۱۳۸۷) به بررسی اثرات آزادسازی‌های مالی روی بازار سهام در اقتصاد ایران پرداخته‌اند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که آزادسازی بازارهای مالی در بلندمدت به واسطه توسعه سیستم مالی اثر مثبت روی شاخص کل قیمت بازار سهام دارد، اما در کوتاه‌مدت این سیاست اثر معنی‌داری بر شاخص کل قیمت سهام ندارد.

سجادی و همکاران (۱۳۸۹) در مطالعه‌ای با عنوان «بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران» به تبیین رابطه بلندمدت بین نرخ رشد شاخص بازده نقدی سهام و مجموعه‌ای از متغیرهای کلان اقتصادی از قبیل نرخ تورم، نرخ رشد نقدینگی، نرخ ارز و درآمد نفتی پرداخته‌اند. نتایج آزمون هم‌جمعی حاکی از وجود رابطه بلندمدت میان متغیرهای اقتصادی مزبور و نرخ رشد شاخص بازده نقدی بوده و رابطه بلندمدت بین نرخ رشد شاخص بازده نقدی و درآمد نفتی و نرخ ارز منفی، و با نرخ تورم، رابطه مثبت است. ضمن این‌که معنی‌داری ضریب نرخ رشد نقدینگی، در سطح اطمینان نود درصد رد شده است.

پاشایی‌فام و امیدپور (۱۳۸۸) در پژوهشی با عنوان «بررسی تاثیر نرخ تورم بر بازده واقعی سهام در اقتصاد ایران» به این نتیجه رسیده‌اند که دو متغیر نرخ ارز و نرخ تورم در بلندمدت تاثیر منفی بر بازده واقعی سهام از خود نشان می‌دهند و تاثیر متغیر نوسان قیمت نفت و قیمت نفت به ترتیب در کوتاه‌مدت و بلندمدت بر بازده واقعی سهام مثبت بوده است.

اسلاملوپیان و زارع (۱۳۸۵) در مطالعه‌ای با عنوان «بررسی تاثیر متغیرهای کلان و دارایی‌های جایگزین بر قیمت سهام در ایران: یک الگوی خود همبسته با وقفه‌های توزیعی» با استفاده از روش پسران و دیگران برای تحلیل هم‌تجمعی با استفاده از یک الگوی خودهمبسته با وقفه‌های توزیعی و بهره‌گیری از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای لوکاس به شناسایی و تبیین تاثیر متغیرهای اثرگذار بر شاخص قیمت سهام در بورس تهران در فاصله زمانی فصل سوم سال ۱۳۷۲ تا فصل اول سال ۱۳۸۲ پرداخته‌اند. نتایج مطالعه وجود رابطه تعادلی بلندمدت بین شاخص قیمت سهام و متغیرهای مورد نظر را نشان داده و برآورد مدل‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت حاکی از آن است که متغیرهای نسبت شاخص قیمت داخل به خارج، قیمت نفت، شاخص قیمت مسکن و نیز بهای سکه،

دارای تاثیر مثبت و دو متغیر نرخ ارز و حجم پول دارای تاثیر منفی بر متغیر شاخص قیمت سهام می‌باشند. همچنین نتایج حاکی از بی‌تاثیر بودن شاخص تولیدات صنعتی بر روی رفتار قیمت سهام در ایران است. علاوه بر این، برآورد الگوی تصحیح خطا نیز بیانگر این است که حدود نیمی از عدم تعادل در هر دوره تعدیل می‌گردد.

بیگدلی (۱۳۸۳) در پژوهشی با عنوان «آثار مالیات بر نقل و انتقال سهام در بازار اوراق بهادار تهران» به بررسی آثار مالیات بر نقل و انتقال سهام در بازارهای مالی با بهره‌گیری از تجربه عملی برخی از کشورها در این زمینه و آثار آن در ایران پرداخته است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که در اکثر موارد، مالیات بر معاملات و موارد مشابه آن مانند نظارت‌های سرمایه‌ای می‌تواند تاثیری منفی بر روی افشای قیمت، نوسان و قابلیت نقدشوندگی داشته و باعث کاهش کارایی بازار شود.

۵- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های پژوهش حاضر عبارت است از:

۱. نرخ ارز واقعی بر بازدهی بورس تاثیر دارد.
۲. قیمت نفت بر بازدهی بورس تاثیر دارد.
۳. رشد حجم نقدینگی بر بازدهی بورس تاثیر دارد.
۴. سیاست مالی بر بازدهی بورس تاثیر دارد.

۶- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ روش علمی-تحلیلی و از نظر هدف؛ کاربردی بوده و روش جمع‌آوری اطلاعات نیز از نوع کتابخانه‌ای و آمار و اطلاعات مربوط به متغیرهای به‌کاربرده‌شده در پژوهش نیز از بانک اطلاعات سری‌های زمانی بانک مرکزی استخراج شده است. همچنین ابزار اقتصادسنجی مورد استفاده در پژوهش نرم‌افزار Eviews و Microfit^{۱۹} بوده و قلمرو زمانی پژوهش؛ فاصله زمانی فصل سوم سال ۱۳۷۸ تا فصل چهارم سال ۱۳۸۷ و قلمرو مکانی پژوهش نیز کشور ایران است. به منظور تخمین مدل و همچنین بررسی روابط بلندمدت و کوتاه‌مدت بین متغیر وابسته و متغیرهای توضیحی الگو از روش خودتوضیح با وقفه‌های گسترده^{۲۰} استفاده شده است. در این روش برای تخمین رابطه بلندمدت، می‌توان از روش دو مرحله‌ای استفاده کرد: در مرحله نخست وجود ارتباط بلندمدت بین متغیرهای تحت بررسی، آزمون می‌شود. برای این منظور مدل پویای خودتوضیح با وقفه‌های گسترده تخمین زده می‌شود. در این مدل اگر مجموع ضرایب برآوردشده مربوط به وقفه‌های متغیر وابسته کوچک‌تر از یک باشد، الگوی پویا به سمت تعادل بلندمدت گرایش می‌یابد. از این رو برای آزمون همگرایی لازم است آزمون فرض‌های آماری مطابق روابط ۱ و ۲ انجام گیرد. همچنین کمیت آماره مورد نیاز برای انجام آزمون همگرایی مطابق رابطه ۳ محاسبه می‌شود.

$$\text{رابطه ۱} \quad H_0 = \sum_{i=1}^m \beta_i - 1 \geq 0 \quad \text{رابطه ۲} \quad H_1 = \sum_{i=1}^m \beta_i - 1 < 0 \quad \text{رابطه ۳} \quad t = \frac{\sum_{i=1}^m \hat{\beta}_i - 1}{\sum_{i=1}^m \delta(\hat{\beta}_i)}$$

با مقایسه کمیت آماره t محاسباتی و کمیت بحرانی ارایه شده توسط بنرجی، دولادو و مستر^{۲۱} (۱۹۹۲) در سطح اطمینان مورد نظر، می‌توان به وجود یا عدم وجود رابطه بلندمدت بین متغیرهای الگو پی برد. در این مطالعه برای آزمون رابطه بلندمدت از آزمون آماره t ارایه شده توسط بنرجی، دولادو و مستر استفاده شده است.

در مرحله دوم، تخمین و تحلیل ضرایب بلندمدت و استنتاج در مورد ارزش آنها صورت می‌گیرد. تعداد وقفه‌های بهینه برای هر یک از متغیرهای توضیح‌دهنده را می‌توان به کمک یکی از ضوابط آکاییک^{۲۲}، شوارز-بیزین^{۲۳}، حنان کوئین^{۲۴} و یا ضریب تعیین تعدیل شده^{۲۵} تعیین کرد (نوفرستی، ۱۳۷۸).

۷- محدودیت‌های پژوهش

مهم‌ترین محدودیت پژوهش این بوده که چون آمار و اطلاعات مربوط به متغیرهای مدل در بانک اطلاعات سری‌های زمانی بانک مرکزی تا سال ۱۳۸۷ موجود می‌باشد، علی‌رغم به‌روز بودن داده‌های شاخص قیمت و بازده نقدی در سایت سازمان بورس اوراق بهادار؛ جهت یکسان‌سازی داده‌ها تخمین رابطه تا سال ۱۳۸۷ محدود شده است.

۸- معرفی مدل پژوهش

مدل مورد بررسی در این پژوهش مطابق رابطه ۴ می‌باشد که در آن متغیر کسری بودجه به عنوان نماینده سیاست مالی انبساطی به کار برده شده است.^{۲۶}

$$\text{رابطه (۴)} \quad \text{SMR} = \beta_1 + \beta_2 \text{ RER} + \beta_3 \text{ OIL} + \beta_4 \text{ GBD} + \beta_5 \text{ LMG} + U$$

که در آن بازدهی بورس (SMR) مطابق رابطه ۵، می‌باشد.

$$\text{رابطه (۵)} \quad \text{SMR} = (\text{Ln}(P_t) - \text{Ln}(P_{t-1})) * 100$$

P_t : شاخص قیمت و بازده نقدی در دوره t ، P_{t-1} : شاخص قیمت و بازده نقدی در دوره $t-1$ ، RER: نرخ ارز واقعی، OIL: قیمت نفت، GBD: کسری بودجه، LMG: رشد حجم نقدینگی، U: جملات پسماند مدل

آمار و اطلاعات متغیرهای مورد نیاز در مدل به صورت سری زمانی فصلی (۴: ۱۳۸۷-۳: ۱۳۷۸) از بانک اطلاعات سری‌های زمانی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استخراج شده است.

۹- تحلیل داده‌های پژوهش

۹-۱- آمار توصیفی متغیرها: جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای به کار رفته در مدل پژوهش از قبیل مقادیر میانگین، میانه، ماکزیمم، مینیمم، انحراف معیار، چولگی، کشیدگی، آماره جاک-برا و میزان معنی‌داری آن به منظور نرمال بودن توزیع متغیرهای به کار رفته در مدل را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول مذکور مشاهده می‌شود؛ با توجه به مقدار آماره جاک-برا و سطح احتمال مربوطه، مشخص است که برای تمامی متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد مقدار آماره جاک-برا از مقدار آماره بحرانی کمتر بوده بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر مورد تایید قرار گرفته و تمامی متغیرها دارای توزیع نرمال می‌باشند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	SMR	RER	OIL	GBD	LMG
میانگین	4/909053	8722/689	8714/779	12907/61	0/065632
میانه	5/325276	8712/200	8712/500	9039/950	0/063316
ماکزیمم	29/38824	10099/30	9947/300	60542/90	0/129068
مینیمم	-17/67127	7994/400	7994/000	-32681/30	-0/010747
انحراف معیار	9/275771	597/7536	581/2748	19449/25	0/030871
چولگی	0/338705	0/318234	0/208285	0/294920	-0/069313
کشیدگی	4/148095	2/038774	1/784764	3/096274	2/683558
آماره‌ی جاک-برا	2/739554	2/104325	2/613023	0/506006	0/184002
احتمال	0/254164	0/349182	0/270763	0/776466	0/912104

۹-۲- بررسی پایایی متغیرها: جدول ۲. آزمون پایایی متغیرها را براساس آزمون دیکی-فولر تعمیم‌یافته^{۲۷} نشان می‌دهد. ملاحظه می‌شود در آزمون پایایی مربوط به سطح متغیرهای شاخص بازدهی بورس و کسری بودجه، قدرمطلق آماره دیکی-فولر تعمیم یافته از قدرمطلق مقادیر بحرانی مک‌کینون در سطح خطای ۵ درصد بزرگ‌تر بوده بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر وجود ریشه واحد، رد شده و متغیرهای شاخص بازدهی بورس و کسری بودجه پایا در سطح ($I(0)$) می‌باشد. اما در آزمون پایایی مربوط به سطح متغیرهای نرخ ارز واقعی و قیمت نفت و رشد حجم نقدینگی، قدرمطلق آماره دیکی-فولر تعمیم‌یافته از قدرمطلق مقادیر بحرانی مک‌کینون در سطح خطای ۵ درصد کوچک‌تر بوده بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر وجود ریشه واحد مورد تایید قرار گرفته و متغیرهای نرخ ارز واقعی و

قیمت نفت و رشد حجم نقدینگی، ناپایا در سطح می‌باشد. در آزمون پایایی مربوط به تفاضل مرتبه اول متغیرهای نرخ ارز واقعی و قیمت نفت و رشد حجم نقدینگی، قدرمطلق آماره دیکی - فولر تعمیم‌یافته از قدرمطلق مقادیر بحرانی مک‌کینون در سطح خطای ۵ درصد بزرگ‌تر شده که نشانگر رد فرضیه H_0 مبنی بر وجود ریشه واحد و پایا بودن این سه متغیر در تفاضل مرتبه اول (I 1) می‌باشد.

جدول ۲. بررسی پایایی متغیرها با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی - فولر تعمیم‌یافته

نام متغیر	سطح	دیفرانسیل مرتبه اول
SMR	آماره دیکی - فولر تعمیم‌یافته	-۳/۹۱
	مقدار بحرانی مک‌کینون در سطح خطای ۵٪	-۲/۹۴
RER	آماره دیکی - فولر تعمیم‌یافته	-۴/۲۲
	مقدار بحرانی مک‌کینون در سطح خطای ۵٪	-۳/۵۵
OIL	آماره دیکی - فولر تعمیم‌یافته	-۴/۳۹
	مقدار بحرانی مک‌کینون در سطح خطای ۵٪	-۳/۵۴
GBD	آماره دیکی - فولر تعمیم‌یافته	-
	مقدار بحرانی مک‌کینون در سطح خطای ۵٪	-
LMG	آماره دیکی - فولر تعمیم‌یافته	-۲۳/۴۲
	مقدار بحرانی مک‌کینون در سطح خطای ۵٪	-۳/۵۵

۳-۹- تخمین الگوی کوتاه‌مدت پویا و بررسی وجود رابطه بلندمدت

نخستین گام در روش خودتوضیح با وقفه‌های گسترده، تخمین الگوی کوتاه‌مدت و بررسی وجود رابطه بلندمدت است. نتایج تخمین الگوی کوتاه‌مدت در جدول ۳. آورده شده است. مقدار حداکثر وقفه در این الگو، مقدار ۳ انتخاب شده است و انتخاب مدل بهینه براساس معیار شوارتز بیزین صورت گرفته است. ملاحظه می‌شود در کوتاه‌مدت، بازدهی بورس در دوره گذشته اثری مثبت و معنی‌دار بر روی بازدهی بورس در دوره جاری داشته و همچنین نرخ ارز واقعی در دوره جاری نیز اثری منفی و معنی‌دار بر روی بازدهی بورس در دوره

جاری دارد. قیمت نفت در دوره جاری اثری مثبت بر روی بازدهی بورس داشته است. همچنین مقدار آن در دوره گذشته و قبل از آن اثری منفی ولی مقدار آن در وقفه سه، اثری مثبت بر بازدهی بورس گذاشته است به طوری که در دوره گذشته، اثر آن بر بازدهی بورس بی معنی ولی در دوره جاری و وقفه های دو و سه معنی دار بوده است. کسری بودجه در دوره جاری اثر مثبت و معنی دار بر بازدهی بورس داشته و رشد حجم نقدینگی در دوره جاری و گذشته و وقفه های دو و سه، همواره اثری منفی بر بازدهی بورس داشته است به طوری که اثر آن به غیر از دوره گذشته، در تمام دوره های جاری و وقفه های دو و سه معنی دار بوده است. در ضمن براساس آزمون های تشخیصی که در جدول ۴.۴ ارائه شده، در رابطه کوتاه مدت، خودهمبستگی های سریالی و ناهمسانی واریانس وجود ندارد و فرم تبعی مناسب بوده و توزیع نرمال است. همچنین براساس نمودارهای ۱.۱ و ۲.۲ ملاحظه می شود که منحنی های مربوط به آزمون های CUSUM و CUSUMSQ داخل فواصل اطمینان ۹۵ درصد قرار داشته و بنابراین وجود ثبات ساختاری براساس آزمون های مذکور قابل قبول می باشد.

جدول ۳. نتایج حاصل از برآورد مدل پویای کوتاه مدت (ARDL (1,0,3,0,3)

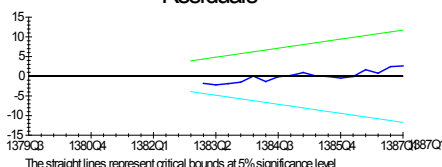
نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	prob
SMR (-۱)	۰/۳۶۴	۰/۱۷۱	۲/۱۲	۰/۰۵۲
RER	-۰/۰۴۲	۰/۰۱۲	-۳/۳۰	۰/۰۰۵
OIL	۰/۱۴۵۳	۰/۰۴۰	۳/۶۰	۰/۰۰۳
OIL (-۱)	-۰/۰۵۳	۰/۰۵۱	-۱/۰۳	۰/۳۲۰
OIL (-۲)	-۰/۱۳۱	۰/۰۵۲	-۲/۵۰	۰/۰۲۵
OIL (-۳)	۰/۱۱۶	۰/۰۳۴	۳/۳۸	۰/۰۰۴
GBD	۰/۳۴۰	۰/۱۲۶	۲/۶۸	۰/۰۱۸
LMG	-۴۸۳/۶۲۵	۱۵۵/۸۰۸	-۳/۱۰	۰/۰۰۸
LMG (-۱)	-۱۱۲/۱۳۸	۱۲۱/۸۷۲	-۰/۹۲	۰/۳۷۳
LMG (-۲)	-۳۶۳/۸۲۲	۱۱۱/۱۰۵	-۳/۲۷	۰/۰۰۶
LMG (-۳)	-۳۹۹/۸۲۸	۱۲۰/۲۱۹	-۳/۳۲	۰/۰۰۵
C	-۱۹۵/۲۵۵	۸۳/۵۱۵	-۲/۳۳	۰/۰۳۵

متغیر وابسته: SMR

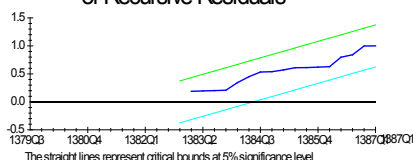
جدول ۴. نتایج آزمون‌های تشخیص

سطح احتمال	LM(CHSQ)	فرضیه ی صفر
۰/۰۶۱	۹/۰۱۴۵	عدم وجود خودهمبستگی سریالی
۰/۷۱۱	۰/۱۳۷۵	وجود فرم تبعی مناسب
۰/۹۱۷	۰/۱۷۳۲	وجود توزیع نرمال
۰/۳۸۶	۰/۷۵۰۹	همسانی واریانس

Plot of Cumulative Sum of Recursive Residuals



Plot of Cumulative Sum of Squares of Recursive Residuals



نمودار ۲. منحنی حاصل جمع انباشته مربعات پسماندها نمودار ۱. منحنی حاصل جمع انباشته پسماندها

برای بررسی وجود رابطه بلندمدت در این مطالعه، از روش آزمون دولادو و مستر (۱۹۹۲) استفاده می‌شود. در این آزمون شرط آنکه رابطه پویای کوتاه‌مدت به سمت تعادل بلندمدت گرایش یابد، آن است که مجموعه ضرایب متغیر وابسته با وقفه، کمتر از یک باشد. به عبارت دیگر فرضیه صفر بیانگر عدم وجود رابطه بلندمدت است. برای انجام این آزمون باید براساس آماره t معرفی شده توسط دولادو و مستر در رابطه ۳. عدد یک از مجموع ضرایب با وقفه متغیر کسر و بر مجموع انحراف معیارهای ضرایب مذکور تقسیم شود. با استفاده از این رابطه، آماره t محاسبه شده، معادل $-۳/۷۱$ بوده که قدرمطلق آن از قدرمطلق کمیت بحرانی ارایه شده توسط دولادو و مستر در سطح اطمینان ۹۰ درصد بزرگ‌تر است. بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر عدم وجود رابطه بلندمدت رد شده و وجود رابطه بلندمدت بین متغیرهای مدل مورد تایید قرار می‌گیرد.

۴-۹- تخمین الگوی بلندمدت: پس از تایید وجود رابطه بلندمدت توسط آزمون دولادو و مستر، می‌توان رابطه بلندمدت بین متغیرهای مدل را استخراج کرد. جدول ۵. رابطه بلندمدت بین متغیرهای مدل را نشان می‌دهد. ملاحظه می‌شود که اثرگذاری تمام ضرایب متغیرها براساس مبانی نظری مورد انتظار بوده و تمام ضرایب متغیرها از نظر آماری معنی‌دار می‌باشد. به طوری که در بلندمدت، افزایش یک واحد در نرخ ارز واقعی و رشد حجم نقدینگی و قیمت نفت به ترتیب باعث کاهش ۰/۰۶ و ۲۱۳۹/۹ واحد و افزایش ۰/۱۲ واحد در بازدهی بورس شده و سیاست مالی انبساطی (یک واحد تغییر (افزایش) در کسری بودجه) باعث افزایش ۰/۵۳ واحد در بازدهی بورس می‌شود.

جدول ۵. نتایج حاصل از برآورد رابطه بلندمدت مدل (۱، ۰، ۳، ۰، ۳) ARDL

نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	prob
RER	-۰/۰۶۶	۰/۰۲۴	-۲/۶۷	۰/۰۱۸
OIL	۰/۱۲۱	۰/۰۴۹	۲/۴۶	۰/۰۲۷
GBD	۰/۵۳۶	۰/۲۴۶	۲/۱۷	۰/۰۴۷
LMG	-۲۱۳۹/۹	۸۲۰/۸۸۸	-۲/۶۰	۰/۰۲۱
C	-۳۰۷/۳۵۲	۱۶۵/۷۷۲	-۱/۸۵	۰/۰۸۵

۵-۹- تخمین الگوی تصحیح خطا: وجود همگرایی بین متغیرهای اقتصادی، مبنای استفاده از مدل‌های تصحیح خطا را فراهم می‌کند. الگوی تصحیح خطا در واقع نوسان‌های کوتاه‌مدت متغیرها را به مقادیر بلندمدت آنها ارتباط می‌دهد. نتایج مربوط به متغیر (۱- ECM) در برآورد الگوی تصحیح خطا در جدول ۶ نشان داده شده است. ملاحظه می‌شود ضریب جمله تصحیح خطا (۱- ECM) که نشان‌دهنده سرعت تعدیل مدل به سمت تعادل است، معنی‌دار و بین اعداد صفر و منفی یک بوده و برابر رقم ۰/۶۳- به دست آمده است. این عدد بیانگر این مطلب است که در هر دوره (هر فصل) حدود ۰/۶۳ از عدم تعادل کوتاه‌مدت، برای رسیدن به تعادل بلندمدت تعدیل می‌شود.

جدول ۶. نتایج مربوط به متغیر (۱- ECM) در برآورد الگوی تصحیح خطا

نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	prob
ECM (۱-)	-۰/۶۳۵	۰/۱۷۱	-۳/۶۹	۰/۰۰۲

۱۰- نتیجه‌گیری

این پژوهش در ۹ بخش سازماندهی شد؛ به این صورت که در ۸ بخش اول، کلیات پژوهش مرور شد و بخش نهم نیز به تحلیل داده‌های پژوهش اختصاص یافت. در بخش تحلیل داده‌ها، بعد از بررسی پایایی متغیرهای به‌کاررفته در مدل پژوهش؛ به تخمین مدل با استفاده از روش خودبازگشتی با وقفه‌های توزیعی (ARDL) پرداخته شد. براساس مدل نهایی برآورد شده در بلندمدت مشخص گردید که نرخ ارز واقعی و رشد حجم نقدینگی اثر منفی و معنی‌دار و سیاست مالی انبساطی و قیمت نفت اثری مثبت و معنی‌دار بر بازدهی بورس دارد. این تاثیر منفی نرخ ارز بر روی بازدهی بورس به این شکل قابل تفسیر است: چون در کشورهای در حال توسعه، بسیاری از شرکت‌ها برای تامین مواد اولیه و ماشین‌آلات نیازمند واردات از کشورهای صنعتی هستند و متقاضی ارز می‌باشند با افزایش نرخ ارز چون قیمت مواد اولیه وارداتی شرکت‌ها از خارج افزایش می‌یابد؛ در نتیجه باعث افزایش هزینه‌ها و کاهش جریان نقدی عایدی‌های آتی بنگاه‌ها می‌شود. بنابراین سود شرکت‌ها

کاهش و این منجر به کاهش قیمت سهام و در نتیجه کاهش بازدهی بورس می‌شود و این تاثیر در کارهای آدام و تونوج (۲۰۰۸) و سجادی و همکاران (۱۳۸۹) نیز به اثبات رسیده است. تاثیر مثبت قیمت نفت بر روی بازدهی بورس نیز به این شکل قابل تفسیر است: چون ایران جزو کشورهای صادرکننده نفت است و درآمدهای نفتی عمده‌ترین منبع درآمد دولت در اقتصاد محسوب می‌شود، افزایش قیمت‌های جهانی نفت از یکسو باعث افزایش درآمد دولت و افراد و سرمایه‌گذاران می‌شود که این ناشی از شکل‌گیری انتظارات خوش‌بینانه در مورد ایجاد رونق و افزایش فعالیت‌های اقتصادی است. در نتیجه تقاضا برای دارایی‌های مختلف از جمله سهام افزایش و قیمت سهام و بازدهی بورس افزایش می‌یابد و چون افزایش منابع تامین مالی دولت باعث گسترش سرمایه‌گذاری‌ها، رونق بخش خارجی اقتصاد و انتظار رشد اقتصادی می‌شود بنابراین اثر مثبت بر انتظار شرکت‌ها و در نتیجه اثر مثبت بر بازدهی بورس خواهد داشت. همچنین چون افزایش قیمت نفت و افزایش درآمدهای نفتی دولت باعث افزایش واردات مواد اولیه شرکت‌ها و انتقال تکنولوژی به داخل کشور می‌شود در نتیجه جریان وجوه نقدی عایدی‌های آتی بنگاه‌ها افزایش و سود آنها افزایش می‌یابد و این باعث افزایش بازدهی بورس می‌گردد که این تاثیر مثبت در کارهای سادرسکی (۱۹۹۹) و اسلاملوپیان و زارع (۱۳۸۵) نیز تایید شده است. تاثیر افزایش رشد حجم نقدینگی از کانال نرخ بهره و نرخ تورم می‌باشد اما از آن‌جا که در ایران نرخ بهره در عمل وجود ندارد و نرخ سود نیز توسط بانک مرکزی تعیین می‌شود می‌توان تغییرات در سطح قیمت‌ها را در نظر گرفت که چون با افزایش رشد حجم نقدینگی، این نقدینگی‌ها در بخش‌های مولد جامعه به کار گرفته نمی‌شود موجب افزایش تورم می‌شود که در کشورهای در حال توسعه نیز اغلب افزایش رشد حجم نقدینگی؛ نتیجه کسری بودجه دولت و تامین آن هست، بنابراین به دلیل شکل‌گیری انتظارات از جنبه روانی به دنبال افزایش تورم، مردم بیشتر به سمت دارایی‌هایی مثل زمین، مسکن و طلا گرایش پیدا می‌کنند و در نتیجه تقاضا برای سهام کاهش و قیمت سهام و بازدهی بورس کاهش می‌یابد که این تاثیر منفی در کار لاپودیز (۲۰۰۶) و پاشایی‌فام و امیدپور (۱۳۸۸) از کانال نرخ تورم و در کار اسلاملوپیان و زارع (۱۳۸۵) از کانال حجم پول تایید شده است. در رابطه با تاثیر مثبت سیاست مالی انبساطی؛ چون با اعمال سیاست مالی انبساطی در بازار کالا و خدمات، منحنی IS به سمت راست منتقل می‌شود و به دنبال آن نرخ بهره و درآمد ملی افزایش می‌یابد، در نتیجه سرمایه‌گذاری که تابعی معکوس از نرخ بهره و مستقیم از درآمد ملی است؛ تغییر می‌کند که با توجه به نتیجه حاصله از این پژوهش برآیند اثرات متضاد نرخ بهره و درآمد ملی در جهت اثر مستقیم درآمد ملی بوده و این باعث افزایش سرمایه‌گذاری مخصوصاً سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و افزایش تقاضا برای سهام و افزایش قیمت سهام و در نتیجه افزایش بازدهی بورس می‌گردد و این مطابق با کار پژوهشی سلیم و همکاران (۲۰۱۲) در کشور پاکستان می‌باشد. همچنین نتایج براساس ضریب جمله تصحیح خطا، حاکی از آن است که در هر دوره (هر فصل) حدود ۰/۶۳ از عدم تعادل کوتاه‌مدت، برای رسیدن به تعادل بلندمدت تعدیل می‌شود. بنابراین با توجه به یافته‌های پژوهش، در پاسخ به سؤال اصلی پژوهش مطرح شده می‌توان بیان نمود که سیاست مالی عاملی تاثیرگذار بر بازدهی بورس در ایران است و فرضیه‌های مطرح شده در پژوهش نیز مورد تایید علمی قرار می‌گیرد.

۱۱- پیشنهادهای سیاستی

با توجه به نوپا بودن بازار سهام و عدم شناخت اکثریت افراد با بازار سهام به عنوان منبع مهم گردش سرمایه در اقتصاد هر کشوری، پیشنهاد می‌شود سیاست‌گذاران در اعمال برنامه‌ریزی‌های کلان اقتصادی توجه خاصی به این بازار داشته باشند تا بتوان سرمایه‌های سرگردان مردم را به سمت این بازار سوق داد. تا هم با افزایش تقاضا برای سهام شرکت‌ها مقدمات افزایش تولیدات شرکت‌ها و در نهایت شاهد افزایش رشد اقتصادی شده و با انتقال پول‌های مازاد به این بازار، مانع از افزایش سطح قیمت‌ها و تورم شد.

با توجه به نبود آگاهی مردم از بازار سرمایه، درصد زیادی از مردم جامعه کوچک‌ترین اطلاعی از نحوه عملکرد بورس اوراق بهادار و دارایی‌های مالی ندارد. همچنین در بازار سرمایه ایران امکانات لازم برای انتخاب اوراق بهادار توسط سرمایه‌گذاران با سلیقه و ریسک‌های مختلف وجود ندارد. بنابراین فقط گروه‌های خاصی تمایل به سرمایه‌گذاری در این بازار دارند. پیشنهاد می‌شود با گسترش حجم بازار سرمایه کشور از طریق ایجاد زمینه‌های مشارکت هر چه بیشتر مردم به وسیله گسترش فیزیکی و الکترونیکی بازار سهام به تعریف و طراحی ابزارهای متنوع سرمایه‌گذاری در بازار بورس اوراق بهادار و تسريع در امر خصوصی‌سازی پیش از پیش توجه شود و راه‌اندازی بورس بین‌المللی مد نظر قرار گیرد. همچنین در جهت ایجاد شفافیت بیشتر در این بازار چه در سطح مدیریتی و چه از بعد سازوکارهای اطلاع‌رسانی بازار تلاش‌هایی انجام پذیرد.

۱۲- پیشنهاد برای تحقیقات آتی

الف. تخمین رابطه مورد بررسی برای دوره بعد از سال ۱۳۸۷ پس از اعلام آمارهای جدید توسط بانک مرکزی به دلیل توجه زیاد به بازار سرمایه در سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱.
ب. تفکیک اثرات عوامل اقتصادی و غیر اقتصادی بر بازدهی بورس.
ج. تخمین رابطه مورد بررسی با روش‌های دیگر اقتصادسنجی نظیر روش VAR و جوهانسن - جوسیلیوس.

منابع و مآخذ

۱. ابونوری اسمعیل، سعید کریمی پتانلار و محمدرضا مردانی (۱۳۸۷). «اثر سیاست مالی بر متغیرهای کلان اقتصاد ایران: رهیافتی از روش خودرگرسیون برداری» پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۳، صص ۱۴۳-۱۱۷.
۲. اسلاملوپیان کریم و هاشم زارع (۱۳۸۵). «بررسی تاثیر متغیرهای کلان و دارایی‌های جایگزین بر قیمت سهام در ایران: یک الگوی خود همبسته با وقفه‌های توزیعی» پژوهش‌های اقتصادی ایران، شماره ۲۹، صص ۴۶-۱۷.
۳. آل‌عمران سیدعلی (۱۳۹۰). «بررسی تاثیر بی‌ثباتی سیاست پولی بر روی بازدهی کل بورس در ایران» پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.
۴. آل‌عمران سیدعلی و رویا آل‌عمران (۱۳۹۱). «بررسی روند نوسانی بورس اوراق بهادار تهران» فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۴، صص ۱۳۲-۱۱۹.
۵. برومند شهرزاد، میرحسین موسوی و علی شهابی (۱۳۹۱). «بررسی اثرات آزادسازی‌های مالی بر بازار سهام در اقتصاد ایران» فصلنامه راهبرد، شماره ۶۴، صص ۲۶-۷.

۶. بیگدلی ایمان‌الله (۱۳۸۳). «آثار مالیات بر نقل و انتقال سهام در بازار اوراق بهادار تهران» پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۲، صص ۱۷۳-۱۲۷.
۷. پاشایی‌فام رامین و رضا امیدپور (۱۳۸۸) «بررسی تاثیر نرخ تورم بر بازده واقعی سهام در اقتصاد ایران» فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۵۰، صص ۹۳-۱۱۳.
۸. سجادی سیدحسین، حسن فرازمند و هاشم علی صوفی (۱۳۸۹) «بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران» پژوهشنامه علوم اقتصادی، شماره ۲، صص ۱۵۰-۱۲۳.
۹. کميجانی اکبر و اسماعیل نادری (۱۳۹۱) «مقایسه قابلیت‌های مدل‌های مبتنی بر حافظه بلندمدت و مدل‌های شبکه عصبی پویا در پیش‌بینی بازدهی بورس اوراق بهادار تهران» فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۵، صص ۱۱۵-۱۳۰.
۱۰. موسوی سیدنعمت‌الله، حمید محمدی و سیدمحمد رضا اکبری (۱۳۸۹). «بررسی اثرات سیاست مالی بر ارزش افزوده بخش‌های کشاورزی و صنعت در ایران» تحقیقات اقتصاد کشاورزی، شماره ۴، صص ۱۳۴-۱۲۱.
۱۱. نوفرستی محمد (۱۳۷۸). ریشه واحد و همجعی در اقتصاد سنتی، چاپ دوم، تهران: موسسه خدمات فرهنگی رسا.
۱۲. هیبتی فرشاد و محبوبه بهفر «تبیین اثر روزهای هفته در بازدهی بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از پانل دیتا» فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، شماره اول، صص ۱۲-۱.
13. Adam, A.M. & Tweneboah, G. (2008). " Foreign Direct Investment and Stock Market Development: China Evidence " MRPA Paper, <http://mprpa.ub.unimuenchen.de/11985/1/FDI.pdf>
14. Barro, R.(1997). " Unnticipated Money Growth and Unemployment in United states " American Economic Review, vol 76,no 2, pp101-115.
15. Basistha, A & Kurou, A. (2008). " Macroeconomic Sycles and the Stock Markets rection to Monetary Policy " Journal of Banking & Finance, 32. pp 2606-2616.
16. Dater, V. & Naik, N. & Radcliffe, R. (1998). " Liquidity and Stock Returns: A Alternative Test " Journal of Financial Market, 1, 203-219.
17. Fisher, D.M & Jonas, M.E. (1999). " Understanding Effects of A Shock to Government Purchases " Federal Reserve of Chicago, working papers series Research Department.
18. Friedman, Milton (1981). " Deficit and Inflation " Newsweek, Feb23.p44.
19. Jansen, D.W & Wang, Z.Q & Yang, J. (2008). " Fiscal policy and asset Markets " asemiparametrics,147, 141-150.
20. King, R & Plosser, C. (1985). " Money, deficits and inflation ", Carnegie Rochester conference series on public policy22.147-196.
21. Laopodis, N.t. (2006). " Fiscal Policy, Monetary Policy, and the Stock Market ".
22. Lim, K & Brooks, R.D & Kim, J.h. (2008). " Financial Crisis and Stock Market efficiency: emprical evidence from asian countries " International review of financial analysis, 17, 571-591.
23. Loungani, P & Swagel, p. (2001). " Source of Inflation in Developing countries " International Monetary Fund, Washington IMF working paper (02).198.
24. Luis, A.V.Catao & Marco, E.Terrones. (2005). " Fiscal Deficis and inflation " Journal of Monetary Economics 52, pp529-554.
25. Piontkuisky, R & Bakun, A & Kryshko, M and Sytnyk, T. (2007). " The Impact of Budget Deficit on Inflation in Ukraine Research Report commissioned by Intas.

26. Sadrosky, P. (1999). " Oil Price Shocks and Stock Market Activity " *Energy Economics*, 21, 449-469.
27. Saleem, F. & Yasir, M. & Shehzad, F. & Ahmed, K. & Sehrish, S. (2012). " Budget Deficit and Stock Prices: Evidence from Pakistan and India " *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, 5, 176-185.
28. Tavares, J. & Valkanov, R. (2003). " Fiscal Policy and Asset Returns " *Journal of Monetary Economics*, 1-34.

پی نوشت:

- 1- Millton Fridman
- 2- Luis & Marco
- 3- Keynes
- 4- King & Plosser
- 5- Loungani & Swagel
- 6- Piontkivsky
- 7- Friedman
- 8- Barro
- 9- Fisher & Jonas
- 10- Saleem
- 11- Jansen
- 12- Lim
- 13- Basistha & Kurou
- 14- Adam & Tweneboah
- 15- Lapodis
- 16- Tavares & Valkanov
- 17- Sadrosky
- 18- Dater

۱۹- جهت بررسی پایداری متغیرها از نرم افزار Eviews و برای برآورد مدل‌های کوتاه‌مدت، بلندمدت و تصحیح خطا از نرم‌افزار Microfit استفاده شده است.

- 20- Auto-Regressive Distributed Lag
- 21- Banerjee, Dolado & Master
- 22- Akaike Information Criterion
- 23- Schwarz Bayesian Criterion
- 24- Hannan-Quinn Criterion
- 25- Adjusted-coefficient of determination

۲۶- برای استخراج متغیر کسری بودجه، کل درآمدهای دولت (درآمد مالیاتی + درآمد نفتی + سایر درآمدهای دولت) از کل پرداخت‌های دولت (پرداخت‌های عمرانی + پرداخت‌های جاری) کسر شده است.

- 27- Augmented Dickey-Fuller Test