

صلى الله عليه وسلم



پایان نامه جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

رشته علوم اقتصادی

عنوان:

بررسی وجود حباب عقلایی در بازار سکه طلا در ایران

اساتید راهنما:

دکتر مسعود همایونی فر

دکتر مهدی خداپرست

استاد مشاور:

دکتر محمد علی فلاحی

نگارش:

فاطمه خانی

تابستان ۹۱

تقدیم به صبورتین

به دریای مهر

پدرم

تقدیم به مهربانترین

به اسطوره عشق

مادرم

تقدیم به عزیزترین

به دریای محبت

همسرم

تقدیر و تشکر ...

سپاسی ویژه

خدمت اساتید گرامی دکتر همایونی فر و دکتر خداپرست به جهت

راهنمایی‌های ارزنده ایشان و جناب دکتر فلاحی که بنده را در انجام این

پژوهش یاری رساندند.

و

تمامی اساتید و معلمانی که از ابتدای حروف الفبا تا بدین عرصه مرا در

یادگیری یاری نمودند.

چکیده:

طلا همواره به عنوان فلزی گرانبها مورد توجه بشر بوده است. دهه اخیر شاهد نوسانات شدید قیمتی در بازار طلا و سکه بوده است. هدف از این مطالعه بررسی وجود حباب انفجاری و تحلیل رونده در بازار سکه ایران است. در این تحقیق پدیده‌ی حباب قیمتی، معرفی چند حباب تاریخی، نقش انتظارات در شکل‌گیری حباب و معرفی عوامل موثر بر نوسانات قیمت طلا در جهان و ایران بررسی شده و در ادامه انواع آزمون‌های کشف این پدیده اقتصادی و راه‌های پیشگیری از ایجاد حباب قیمتی ارائه شده است. داده‌های مورد استفاده در این تحقیق، سری زمانی روزانه قیمت سکه تمام بهار آزادی، نرخ دلار بازار آزاد و قیمت اونس جهانی از ابتدای سال ۱۳۷۸ تا خرداد ماه ۱۳۹۰ است. قیمت اونس جهانی طلا و نرخ برابری دلار و ریال به عنوان عوامل موثر بر تغییرپذیری قیمت سکه در نظر گرفته شد. برای آزمون حباب انفجاری از روش هم‌جمعی انگل - گرنجر و برای آزمون حباب تحلیل رونده از آزمون بسط یافته پیل و تیلور استفاده شده است. بررسی سری‌های زمانی نشان دهنده عدم وجود حباب انفجاری و وجود حباب تحلیل رونده در بازه زمانی تحقیق است.

واژگان کلیدی: حباب انفجاری، حباب تحلیل رونده، قیمت سکه تمام بهار آزادی طلا، آزمون هم

جمعی

فهرست

عنوان صفحه

فصل اول ی

کلیات تحقیق ۱

۱-۱- مقدمه ۲

۲-۱- مساله اصلی تحقیق ۲

۳-۱- تشریح و بیان موضوع ۴

۴-۱- ضرورت انجام تحقیق ۵

۵-۱- فرضیه‌های تحقیق ۶

۶-۱- اهداف اساسی از انجام تحقیق ۷

۷-۱- نتایج مورد انتظار از انجام این تحقیق ۷

۸-۱- واژگان کلیدی ۸

فصل دوم.....	۱۱
ادبیات تحقیق.....	۱۱
۱-۲- مقدمه.....	۱۲
۲-۲- حساب چیست ؟.....	۱۲
۲-۳- معرفی چند حساب تاریخی.....	۱۵
۲-۳-۱- حساب گل‌های لاله‌ی هلند.....	۱۷
۲-۳-۲- حساب می‌سی‌سی‌پی و حساب دریای جنوب.....	۱۹
۲-۳-۳- حساب بازار دارایی ژاپن.....	۱۹
۲-۳-۴- حساب دات کام امریکا.....	۲۱
۲-۳-۵- حساب شرق آسیا در سال ۱۹۹۷.....	۲۲
۲-۳-۶- مشهورترین بحران‌های منتسب به حساب قیمت در بازارهای مالی جهان.....	۲۳
۲-۴- تئوری‌های حساب و انواع آن.....	۲۴
۲-۴-۱- فعالان بازار عقلایی- بازارهای عقلایی.....	۲۵
۲-۴-۲- فعالان بازار عقلایی- بازارهای غیر عقلایی.....	۲۵
۲-۴-۳- فعالان غیرعقلایی بازار- بازارهای عقلایی.....	۲۶
۲-۴-۴- فعالان غیر عقلایی بازار- بازارهای غیر عقلایی.....	۲۷
۲-۵- انتظارات و حساب.....	۲۸

- ۲۸ نظریه انتظارات تطبیقی..... ۱-۵-۲
- ۲۹ نظریه انتظارات عقلایی..... ۲-۵-۲
- ۳۰ حساب‌های عقلایی..... ۳-۵-۲
- ۳۲ پدیده حساب سفته بازی و انواع سفته بازان..... ۶-۲
- ۳۴ تاریخچه قیمت گذاری طلا..... ۷-۲
- ۳۶ دلایل نوسانات قیمت طلا در سطح جهان..... ۱-۷-۲
- ۳۶ کاهش ارزش دلار..... ۱-۱-۷-۲
- ۳۷ کاهش نرخ بهره بانکی..... ۲-۱-۷-۲
- ۳۷ افزایش جهانی قیمت نفت..... ۳-۱-۷-۲
- ۳۸ ذخایر ارزی کشورها..... ۴-۱-۷-۲
- ۳۸ صندوق بین‌المللی پول و فروش طلا..... ۵-۱-۷-۲
- ۳۹ عوامل نوسانات قیمت طلا در ایران..... ۲-۷-۲
- ۴۰ مروری بر مطالعات انجام شده..... ۸-۲
- ۴۰ مطالعات انجام شده روی حساب‌های قیمتی..... ۱-۸-۲
- ۴۴ مطالعات انجام شده روی نوسانات قیمت طلا..... ۲-۸-۲
- ۴۷ جمع‌بندی..... ۹-۲
- ۴۸ فصل سوم.....

۴۸	..... روش شناسی و معرفی داده‌ها
۴۹	..... ۱-۳- مقدمه
۴۹	..... ۲-۳- آزمون‌های تشخیص حساب
۵۰	..... ۱-۲-۳- آزمون‌های کران واریانس
۵۳	..... ۲-۲- آزمون دو مرحله ای وست
۵۶	..... ۳-۲-۳- آزمون‌های همجمعی
۶۰	..... ۴-۲-۳- حساب‌های ذاتی
۶۲	..... ۵-۲-۳- آزمون حساب‌های تحلیل رونده
۶۵	..... ۶-۲-۳- حساب‌ها به عنوان متغیرهای غیر قابل مشاهده
۶۶	..... ۷-۲-۳- معرفی داده
۶۸	..... ۸-۳- نحوه‌ی تعیین قیمت ذاتی سکه
۶۹	..... ۹-۳- جمع‌بندی
۷۰	..... فصل چهارم:
۷۰	..... برآورد مدل و نتایج
۷۱	..... ۱-۴- مقدمه
۷۱	..... ۲-۴- آزمون حساب‌های انفجاری
۷۳	..... ۳-۴- آزمون حساب‌های تحلیل رونده

۷۵ ۴-۴-جمع بندی

۷۷ فصل پنجم

۷۷ نتیجه گیری و پیشنهادها

۷۸ ۱-۵ مقدمه

۷۸ ۲-۵ خلاصه و نتیجه گیری

۷۹ ۳-۵ پیشنهادها

۷۹ ۱-۳-۵ پیشنهادهای کاربردی

۸۰ ۲-۳-۵ پیشنهادهای مطالعاتی

فصل اول

کلیات تحقیق

- مساله اصلی تحقیق
- تشریح و بیان موضوع
- ضرورت انجام تحقیق
- فرضیه های تحقیق
- اهداف اصلی از انجام تحقیق
- نتایج مورد انتظار از انجام تحقیق
- واژگان کلیدی

۱-۱- مقدمه

در این فصل به بیان مسأله اصلی تحقیق، تشریح و بیان موضوع، ضرورت انجام تحقیق می‌پردازیم. سپس در قسمت فرضیه‌های تحقیق، دو فرضیه‌ی که در این پایان‌نامه به آن پرداخته شده است، بیان می‌شود پس از آن به ترتیب اهداف اساسی انجام این تحقیق و روشی که این پژوهش با آن انجام خواهد گرفت، آورده می‌شود. در پایان نتایج مورد انتظار و واژگان کلیدی ذکر می‌شود.

۱-۲- مسأله اصلی تحقیق

بازار سکه و طلا یکی از اجزای اصلی بازارهای مالی و یکی از منابع مهم جذب سرمایه راکد است. از هنگام رواج اصطلاح حساب در بازار سرمایه ایران در سال ۱۳۸۲ هر نوع بالا رفتن سریع قیمت‌ها را حتی گاهاً به اشتباه حساب تعبیر می‌کنند، در حالی که این چنین نیست. چون حساب زمانی رخ می‌دهد که سفته بازی در بازار مالی باعث شود قیمت تا حدی افزایش یابد که این اقدام به سفته بازی بیشتر منجر شود. در این شرایط قیمت به سطح کاملاً غیرمنطقی می‌رسد و پیامد آن معمولاً، کاهش یکباره قیمت‌هاست که به سقوط بازار تعبیر می‌شود. بکار بردن واژه حساب از آن روست که قیمت‌ها همچون حساب صابون به نقطه‌ای می‌رسد که می‌ترکد و با شدت سقوط می‌کند.

بسیاری از کارشناسان و تحلیل‌گران سیاسی علل افزایش بهای طلا را بحران در برخی کشورهای عربی از جمله لیبی و نگرانی‌های ناشی از وضعیت اقتصادی ژاپن پس از وقوع سونامی و بحران هسته‌ای در این کشور و همچنین کاهش بی‌سابقه ارزش دلار در برابر واحد پول کشورهای اروپایی (یورو) اعلام کرده‌اند. این در حالی است که قیمت طلا در سطح جهان از دیدگاه اقتصادی با توجه به مقدار عرضه و تقاضا برای آن تعیین می‌شود.

صاحبان معادن طلا، بانک‌های مرکزی و فروشندگان طلای قراضه از بزرگترین عرضه کنندگان طلا به بازارهای جهانی هستند. جواهرسازان، صنعتگران، محترمان شمش طلا و سرمایه گذاران از متقاضیان اصلی طلا در بازار به شمار می‌روند. کاربردهای طلا، تولید جواهرآلات، سکه، پول و مصارف صنعتی است. علاوه بر عرضه و تقاضا، عوامل متعدد دیگر از قبیل بحران‌های اقتصادی، تشنجات سیاسی، بورس بازی، نرخ‌های ارز کلیدی و نرخ بهره آمریکا بر قیمت طلا تأثیر گذارند.

اقتصاد ایران روزهای کاری آغازین سال ۹۰ را با ۲ تحول عمده آغاز کرد. تحول نخست رشد شاخص‌های بورس و رکوردشکنی آن و تحول دوم افزایش قیمت طلا و سکه در بازارهای داخلی بود. بیشتر تحلیل‌گران علت هر دوی این تحولات را ابلاغ بسته سیاستی سیستم بانکی اعلام کردند که بر اساس آن نرخ سود سپرده‌های بانکی کاهش یافت و فاصله آن با نرخ تورم افزایش یافت، لذا سرمایه گذاران و صاحبان این سپرده‌ها به دنبال بازارهای جدید برای کسب سود بیشتر بودند و پس از بیرون کشیدن سپرده‌های خود به ۲ گروه تقسیم شدند. گروه اول که ریسک پذیرتر بودند جذب بازار سرمایه شدند که هم اکنون سهام شرکت‌ها به خاطر در پیش بودن فصل مجامع و تقسیم سود سال ۸۹ از رونق معاملاتی خوبی برخوردار است. اما گروه دوم که به اعتقاد اکثر کارشناسان از اکثریت برخوردارند، جذب بازار طلا و سکه طلا شدند. آنان با چند انگیزه اقدام به خرید انبوه سکه طلا کردند و مازاد تقاضا را در بازار ایجاد کردند.

انگیزه نخست همان کسب سود بیشتر برای سپرده‌های خارج شده از بانک‌ها بود. انگیزه دوم تبدیل بخشی از پس‌اندازهای نقدی مردم در بانک‌ها به سکه با هدف جلوگیری از کاهش ارزش پول ارزیابی می‌شود و انگیزه سوم اثرات جانبی هدفمندی یارانه‌ها و پرداخت یارانه نقدی و ورود نقدینگی حاصل از آن به بازار طلاست، در هر صورت این انگیزه‌ها باعث ایجاد مازاد تقاضا در بازار سکه شد و قیمت‌ها در

این بازار افزایش یافت و بانک مرکزی برای جلوگیری از این افزایش اقدام به عرضه روزانه سکه‌های طلا نمود. اما با عرضه مستقیم سکه توسط بانک مرکزی شاهد عدم تحقق اهداف بانک مرکزی در کنترل تغییرات قیمت سکه و مهار افزایش قیمت آن در بازار بوده‌ایم، این سوال مطرح می‌شود که چرا علی‌رغم تلاش‌های بانک مرکزی جهت کاهش قیمت سکه و طلا بانک مرکزی ناموفق عمل کرده است. اگر پیش‌بینی بانک مرکزی در افزایش قیمت‌ها ناشی از شرایط واقعی اقتصاد بوده است قانوناً با ورود بانک مرکزی به بازار می‌باید تقاضا واقعی کنترل شود پس چرا این اتفاق نیافتاده است این تحقیق در جهت پیدا کردن پاسخ برای این سوال است که آیا بازار سکه ایران گرفتار حباب عقلایی قیمتی شده است؟

۱-۳- تشریح و بیان موضوع

به اعتقاد نوریس^۱ "این بازارها نیستند که غیر عقلانی‌اند بلکه مردم هر وقت لازم بدانند به طور غیر-منطقی در بازارها تقاضا را افزایش می‌دهند و همین امر سبب پیدایش حباب‌هایی می‌شود که سرانجام منفجر خواهند شد".

ریمای^۲ بیان می‌دارد "مبانی نظری حباب‌های قیمتی در پیشینه‌ی مباحث اقتصادی در یکصد سال گذشته مطرح شده است".

افزایش سریع در قیمت یک دارایی یا گروهی از دارایی‌ها در فرآیندی پیوسته که افزایش ابتدایی قیمت، انتظارات را افزایش داده و موجب می‌شود خریداران جدید به بازار وارد شوند. این افراد، بورس بازاری هستند که تنها بدنبال کسب سود ناشی از افزایش قیمت دارایی بوده و به فکر درآمد ناشی از آن نمی‌باشند.

1. Noris
2. Rima

باشند. در این تحقیق برآنیم تا پس از معرفی حساب بصورت علمی به بررسی وجود حساب قیمتی در بازار سکه برای کشور ایران بپردازیم.

۱-۴- ضرورت انجام تحقیق

با رشد قیمت جهانی نفت و طلا و کاهش شاخص سهام در بازارهای آسیایی به اعتقاد فعالان بازار، حراج‌های پی در پی سکه و شمش طلا و عرضه ۱۵ هزار قطعه سکه به بازار از سوی بانک مرکزی نتوانسته اختلاف قیمت واقعی سکه و قیمت بازاری آن را تحت کنترل خود درآورد، که این امر ناشی از افزایش تقاضای بازار داخلی و هجوم صاحبان نقدینگی به بازار طلا جهت سرمایه گذاری بود.^۱

مسئولان اقتصادی در ماه‌های اول سال ۹۰ به مردم توصیه می‌کردند که در خرید سکه تأمل داشته باشند اما همزمان با عرضه سکه در شعب منتخب بانک ملی، اشتیاق خرید طلا در بین مردم از نوع عادی تا دلالتان افزایش قابل توجهی پیدا کرده و موجب این صعود حساب گونه که تناسبی با افزایش قیمت‌های جهانی ندارد، شده است و مسئولان سعی دارند تا با عرضه گسترده سکه از طریق شعب بانک کارگشایی، التهاب بازار را کنترل و قیمت‌ها را در سطحی منطقی تعدیل کنند.

اقدامات بانک مرکزی به منظور کنترل قیمت‌ها در بازار داخلی نتوانست موثر واقع شود زیرا که این اختلاف قیمت همچنان در بازار مشهود است و خروج سپرده‌های مردم از بانک‌ها و وجود سرمایه‌های سرگردان از مهم‌ترین دلایل این امر در بازار طلا در داخل کشور است. با وجود شوک‌های نفتی در

بازارهای جهانی، رشد نرخ تورم و اثرات جنگ‌های داخلی در خاورمیانه، بهای طلا احتمالاً تا پایان سال جاری روند افزایش خود را طی خواهد کرد.^۱

با این وصف اهمیت و ضرورت اجرای این تحقیق در این است که با بررسی روش‌های شناخت حساب‌ها، انتخاب روشی مناسب در شناخت حساب‌ها و تفکیک جز حسابی از جز ذاتی قیمت، امکان برنامه‌ریزی استراتژیک و کنترل و سیاست‌گذاری صحیح‌تر را در این بازار بوجود آورد. هر چند باید اذعان داشت به رغم تحقیقات و پژوهش‌های ارزشمندی که در جهان خصوصاً کشورهای صنعتی در مورد علل تشکیل حساب قیمتی سهام و یا دارایی‌های دیگر مانند املاک و... صورت گرفته است، لیکن در ایران سابقه‌ای برای موضوع مورد نظر، اگر بگوییم کاری انجام نشده است شاید بتوان گفت کار جدی و اساسی صورت نگرفته است. لازم به ذکر است ثبات و استحکام و امنیت بازار سرمایه و ارتقا دانش سرمایه‌گذاری اهمیت این تحقیق را بیش از پیش ضروری می‌نماید.

۱-۵- فرضیه‌های تحقیق

- ۱- حساب عقلایی انفجاری در بازار سکه وجود ندارد.
- ۲- حساب عقلایی تحلیل رونده در بازار سکه وجود دارد.

۱-۶- اهداف اساسی از انجام تحقیق

در این تحقیق آزمون‌های معرفی شده جهت تشخیص حساب‌های قیمتی در بازارهای مالی به همراه نقاط ضعف و قوتشان مورد بررسی قرار می‌گیرند. آزمون‌های زیادی از اوایل دهه ۱۹۸۰ برای شناسایی حساب‌های قیمتی معرفی شده‌اند با این حال، از میان آن‌ها تنها تعداد معدودی ساختار مناسبی دارند که آن‌ها نیز به نوبه‌ی خود فقط قادر به شناسایی رده خاصی از حساب هستند.

ثانیاً وجود حساب‌های انفجاری و تحلیل رونده در بازار سکه طلا ایران بطور تجربی با داده‌های روزانه‌ی سالهای ۱۳۸۷-۱۳۹۰ آزمون می‌شود. و برای رسیدن به این منظور از آزمون هم‌جمعی انگل گرنجر و هم‌جمعی بسط یافته پیل و تیلور استفاده می‌شود.

۱-۷- نتایج مورد انتظار از انجام این تحقیق

کمک به شناسایی بازار سکه و چگونگی برخورد با بازار و کمک به فعالان این حوزه تا بتوانند بدرستی تصمیم‌گیری نمایند، انتظار دیگر غنی‌سازی ادبیات علمی کشور در حوزه مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری است. و همچنین در اختیار قرار دادن ادبیات مناسب برای دانش‌آموختگان رشته‌های اقتصاد، مدیریت و حسابداری در حوزه بازار دارایی‌های مانند طلا، سکه و در تدوین سیاست‌گذاری و کنترل عوامل محیطی و انتظام بازار می‌تواند از نتایج این مطالعه باشد. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، وزارت امور اقتصادی و دارایی نیز از استفاده‌کنندگان نتایج تحقیق خواهند بود.

۸-۱- وازگان کلیدی

حباب: هر نوع پیروی نادرست قیمت از فعالیت‌های شدید سفته بازی و به بیانی دیگر انحراف زیاد قیمت دارایی از ارزش ذاتی دارایی است. مرز تفکیک حباب و هرگونه تغییر قیمت داشتن توجیه بنیادی و اقتصادی می‌باشد.

حباب عقلایی: با فرض رفتار و انتظارات عقلایی حباب پدید آمده به حباب عقلایی معروف است .

حباب انفجاری: حبابی که پس از شروع بطور پیوسته صعود می‌کند و درنهایت سقوط می‌کند .

حباب تحلیل رونده: حبابی که در حین صعود می‌تواند سقوط و دوباره صعود کند.

آریترائز: عمل خرید ارز و اوراق بهادار و نیز کالاها و دیگر دارایی‌ها در یک بازار و فروش همزمان آن در بازارهای دیگر با قیمتی بالاتر.

سفته بازی: قبول آگاهانه ریسک‌هایی که بیش از حد معمول خطر دارند به امید تحصیل سودی بیش از حد متوسط سود معاملات تجاری یا مالی. سفته بازی بیشتر با خرید و فروش اوراق بهادار، کالا، ارز به امید بدست آوردن سود حاصل از تغییر قیمت آن‌ها صورت می‌پذیرد. در سفته بازی نیاز به کالا یا ارز مطرح نیست و هدف اساس دست به دست کردن کالاها و ارزها به قیمت‌هایی است که تغییرات آنها می‌تواند به سود بینجامد. سفته باز با پذیرش ریسک از دست رفتن اصل سرمایه چشم به منفعتی سریع و کلان دارد.

ترازنامه: صورت‌حساب ثروت یک شرکت، سازمان، دولت یا فرد در تاریخ معین (معمولاً در آخرین روز سال مالی) است. این صورت‌حساب را نباید با صورت سود و زیان که نشان‌دهنده تغییرات ثروت