

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه اصفهان

دانشکده علوم اداری و اقتصاد

گروه اقتصاد

پایان نامه‌ی دکتری رشته‌ی علوم اقتصادی گرایش اقتصاد بین الملل

تحلیل حساب‌های شاخص قیمت سهام

در بورس اوراق بهادار تهران (۸۷-۱۳۷۶)

استاد راهنما

دکتر سعید صمدی

استاد مشاور

دکتر محمد واعظ

پژوهشگر

محمد رضا قاسمی

تیر ماه ۱۳۸۹

کلیه حقوق مادی مترتب بر نتایج این مطالعه، ابتکارات و نوآوری های ناشی از تحقیق موضوع این پایان نامه متعلق به دانشگاه اصفهان است.



دانشگاه اصفهان
دانشکده علوم اداری و اقتصاد
گروه اقتصاد

پایان نامه دکتری رشته‌ی علوم اقتصادی گرایش اقتصاد بین الملل آقای محمد رضا قاسمی

تحت عنوان

**تحلیل حساب‌های شاخص قیمت سهام
در بورس اوراق بهادار تهران (۸۷-۱۳۷۶)**

در تاریخ ۱۳۸۹/۴/۲۳ توسط هیأت داوران زیر تحلیل و با درجه عالی به تصویب نهایی رسید.

امضا
امضا
امضا
امضا
امضا
امضا

- ۱- استاد راهنمای پایان‌نامه دکتر سعید صمدی با مرتبه‌ی علمی استاد یار
- ۲- استاد مشاور پایان‌نامه دکتر محمد واعظ بزرانی با مرتبه‌ی علمی استاد یار
- ۳- استاد داور داخل گروه دکتر رحمان خوش اخلاق با مرتبه‌ی علمی استاد
- ۴- استاد داور داخل گروه دکتر سید عباس هاشمی با مرتبه‌ی علمی استاد یار
- ۵- استاد داور خارج از گروه دکتر غلامرضا کشاورزحداد با مرتبه‌ی علمی دانشیار
- ۶- استاد داور خارج از گروه دکتر محسن دستگیر با مرتبه‌ی علمی استاد



تقدیم به خانواده‌ام

سپاسگذاری

به نام خالق زیبایی ها

«من علّمتی حرفاً، فقد صیرنی عبداً / هر کس به

من یک حرف بیاموزد، مرا بنده خود ساخته

است.»

بدینوسیله بر خود لازم می دانم از زحمات بی

دریغ استادان ارجمند جناب آقای دکتر سعید

صمدی و جناب آقای دکتر محمد واعظ که با

راهنمایی های عالمانه ی خود بر غنای علمی این

رساله افزوده تشکر و قدردانی نمایم.

چکیده

نئوکلاسیک‌ها انحراف قیمت جاری از قیمت بنیادی در بازار دارائی‌ها را بوجود حباب، که از نظر آنها از یک فرایند تصادفی پیروی می‌کند، نسبت دادند. آنها حباب را ناشی از خطای قیمت‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران دانسته و علت آن را به مفاهیمی نظیر وفور عدم عقلانیت، جهل عقلائی و عقلانیت محدود سرمایه‌گذاران نسبت می‌دهند. اما عده‌ای دیگر از اقتصاددانان با استناد به تئوری‌های روانشناسی اجتماعی و در قالب مکتب پست کینزی وجود حباب در قیمت دارائی را ناشی از عدم توانائی و ضعف نئوکلاسیک‌ها در مورد شناسائی رفتار اقتصادی انسان‌ها نسبت دادند.

در این رساله شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۷ با استفاده از داده‌های فصلی و با به کارگیری فرم فضای حالت الگوسازی می‌شود. سپس با بکارگیری فیلتر کالمن، حباب قیمت از این الگو استخراج شده است. در ادامه رابطه حباب به دست آمده در بورس تهران، با نوسانات خارج از چارچوب سایر بازارهای عمده دارائی در کشور (طلا، مسکن و پول) و برخی از تئوری‌های اقتصاد رفتاری مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

نتایج تحلیل‌های انجام شده نشان داده است در کوتاه مدت حباب قیمت در بورس تهران توسط رفتارهای رمه‌ای و پیروی سرمایه‌گذاران از مد و عوامل روانی قابل توجیح است. در صورتی که در بلندمدت حباب شاخص قیمت بورس با نوسانات خارج از چارچوب سایر بازارهای دارائی مرتبط می‌باشد. از دیگر نتایج به دست آمده از تحلیل بلندمدت که از آزمون یوهانسن و یوسیلیوس به دست می‌آید این موضوع است که عامل اصلی ایجاد حباب در بورس، حجم نقدینگی خارج از قاعده از پیش تعیین شده بوده و بازارهای دارائی نسبت به یکدیگر دارای رفتار الاکلنگی می‌باشند.

واژه‌های کلیدی: بورس، حباب قیمت، اقتصاد رفتاری، فضای حالت، فیلتر کالمن

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
	فصل اول: کلیات
۱-۱-۱	مقدمه
۲-۱-۲	تعریف مفاهیم
۲-۲-۱	دارائی
۲-۲-۲	ارزش بنیادی دارائی
۳-۲-۱	حباب قیمت دارائی
۲-۱-۲	شرح و بیان مساله پژوهشی
۳-۱-۳	اهمیت و ارزش تحقیق
۴-۱-۴	کاربرد نتایج تحقیق
۵-۱-۵	اهداف تحقیق
۶-۱-۶	فرضیه‌ها
۷-۱-۷	روش تحقیق
۸-۱-۸	داده‌های آماری
۹-۱-۹	چارچوب کلی رساله
	فصل دوم: مبانی نظری و ادبیات موضوع
۱۳-۱-۲	مقدمه
۱۴-۲-۲	تحلیل قیمت در بازار - دیدگاه اقتصادی
۱۴-۲-۲-۱	الگوهای فنی
۱۵-۲-۲-۲	الگوهای گشت (گام) تصادفی
۱۷-۳-۲-۲	الگوهای بنیادی
۲۰-۳-۲	حباب قیمت در الگوی قیمت‌گذاری دارائی نئوکلاسیک
۲۲-۳-۱	حباب‌های منفجر شونده (حباب‌های عقلانی تصادفی)
۲۳-۴-۲	انواع حباب‌های سفته‌بازی و علل شکل‌گیری آنها از دیدگاه اقتصاد رفتاری

عنوان	صفحه
۱-۴-۲- حباب عقلانی.....	۲۴
۲-۴-۲- حباب تقریباً عقلانی.....	۲۶
۳-۴-۲- حباب‌های ذاتی.....	۲۷
۴-۴-۲- حباب‌های اطلاعاتی.....	۲۹
۵-۴-۲- مُدها و حباب‌های سفته‌بازی.....	۳۱
۶-۴-۲- نظریه باز خورد و حباب‌های سفته‌بازی.....	۳۲
۷-۴-۲- روانشناسی اعداد، تجمع قیمت‌ها و حباب‌های سفته‌بازی.....	۳۳
۸-۴-۲- نظریه چشم انداز و حباب‌های سفته‌بازی.....	۳۵
۹-۴-۲- تفکر گروهی و حباب‌های سفته‌بازی.....	۳۷
۱-۹-۴-۲- اجتماع و رفتارهای جمعی.....	۳۸
۱۰-۴-۲- سایر علل ذکر شده برای ایجاد و تداوم حباب در چارچوب نظریه رفتار مالی.....	۴۱
۵-۲- آزمون‌های کشف حباب در بازارهای دارائی.....	۴۶
۱-۵-۲- آزمون‌های حدود واریانس.....	۴۶
۲-۵-۲- آزمون دو مرحله‌ای وست.....	۴۸
۳-۵-۲- آزمون‌های مبتنی بر همجمعی و همگرایی.....	۴۹
۴-۵-۲- آزمون تبدیل (تغییر) رژیم.....	۵۱
۵-۵-۲- آزمون و تعیین اندازه حباب.....	۵۳
۱-۵-۵-۲- درآمدی بر فضای حالت و مزایای آن.....	۵۳
۲-۵-۵-۲- شکل فضای حالت.....	۵۴
۳-۵-۵-۲- کالمن فیلتر و تخمین حباب.....	۵۶
۶-۲- نظریه مارکویتز.....	۵۸
۷-۲- خلاصه و جمع‌بندی.....	۶۰

فصل سوم: پیشینه تحقیق

۱-۳- مقدمه.....	۶۲
-----------------	----

عنوان	صفحه
۲-۳- سابقه حساب‌های عمده قیمتی در بازارها دارائی	۶۳
۱-۲-۳- جنون خرید پیاز گل لاله (۱۶۳۷ - ۱۶۳۴ هلند)	۶۳
۲-۲-۳- حساب دریای جنوب بریتانیا (سال ۱۷۱۱)	۶۵
۳-۲-۳- جنون دارایی‌های غیر منقول در ایالت فلوریدای آمریکا ۱۹۲۶	۶۶
۴-۲-۳- رکود بزرگ ۱۹۲۹، ایالات متحده	۶۷
۵-۲-۳- حساب قیمت دارائی‌های ژاپن ۱۹۹۰-۱۹۸۶	۶۸
۶-۲-۳- حساب مسکن در آمریکا ۲۰۰۱-۲۰۰۷	۶۹
۳-۳- پیشینه پژوهش‌های انجام شده	۷۰
۱-۳-۳- مطالعات انجام شده در زمینه کشف حساب	۷۰
۲-۳-۳- مطالعات انجام شده در زمینه متغیرهای اثرگذار بر شاخص	۷۴
۴-۳- خلاصه و جمع‌بندی	۸۱

فصل چهارم: روش تحقیق

۱-۴- مقدمه	۸۲
۲-۴- بازارهای دارائی در کشور	۸۳
۱-۲-۴- نوسانات در قیمت مسکن	۸۳
۲-۲-۴- طلا	۸۶
۳-۲-۴- اهداف ، قاعده پولی و نوسانات عرضه پول در ایران	۸۸
۳-۴- متغیرهای کیفی موثر بر حساب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس تئوری رفتاری	۹۱
۶-۴- خلاصه و نتیجه‌گیری	۹۳

فصل پنجم: تصریح و تخمین مدل

۱-۵- مقدمه	۹۴
۲-۵- تصریح مدل	۹۵
۳-۵- تخمین مدل	۹۸
۴-۵- تحلیل ارتباط بلندمدت نوسانات در بازارهای دارائی	۱۰۱

عنوان	صفحه
۱-۴-۵- تعیین بردارهای هم انباشتگی بین متغیرها.....	۱۰۲
۵-۵- تجزیه واریانس و توابع عکس العمل تحریک.....	۱۰۶
۶-۵- تاثیر متغیرهای کیفی بر حساب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران.....	۱۱۰
۷-۵- تحلیل فرایند حساب و نوسانات آن در شاخص قیمت بورس سهام.....	۱۱۱
۸-۵- خلاصه و جمع بندی.....	۱۱۵

فصل ششم: نتیجه گیری و پیشنهادات

۱-۶- مقدمه.....	۱۱۷
۲-۶- تحلیل نتایج.....	۱۱۸
۱-۲-۶- تحلیل بردار هم انباشتگی (شناسائی ارتباطات بلندمدت).....	۱۱۸
۲-۲-۶- تحلیل ارتباطات کوتاه مدت حساب با سایر بازارهای دارئی.....	۱۱۹
۳-۲-۶- تحلیل تاثیر متغیرهای کیفی بر شکل گیری حساب.....	۱۲۱
۳-۶- نتایج حاصل از آزمون فرضیات.....	۱۲۲
۴-۶- محدودیت های تحقیق.....	۱۲۳
۵-۶- پیشنهادات کاربردی.....	۱۲۴
۱-۵-۶- نتایج و پیشنهادات کوتاه مدت.....	۱۲۴
۲-۵-۶- نتایج و پیشنهادات بلندمدت.....	۱۲۵
۶-۶- پیشنهادات توسعه ای.....	۱۲۵
منابع و ماخذ.....	۱۲۷

فهرست شکل‌ها

عنوان	صفحه
شکل (۱-۲): ارتباط انواع کارائی بازار با یکدیگر.....	۱۶
شکل (۱-۴): قیمت بلندمدت، قیمت جاری و حباب قیمت در بخش مسکن	۸۵
شکل (۲-۴): قیمت‌های جاری، ذاتی و حباب قیمت تمام سکه بهار آزادی در بازار طلای تهران.....	۸۸
شکل (۳-۴): حجم نقدینگی بر اساس عملکرد و اهداف برنامه و حجم نوسانات خارج از چارچوب آن.....	۹۱
شکل (۱-۵): روند تغییرات حباب قیمت، شاخص قیمت و شاخص بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران.....	۱۰۰
شکل (۲-۵): نوسانات در بازارهای پول، طلا و مسکن و حباب قیمت در شاخص بورس اوراق بهادار تهران.....	۱۰۲
شکل (۳-۵): عکس‌العمل حباب بورس (BUBBOURS) نسبت به نوسانات غیر متعارف در قیمت مسکن (BUBMASKAN) و حجم نقدینگی (BUBPOL).....	۱۱۰
شکل (۴-۵): رفتار حباب قیمت در شاخص بورس سهام.....	۱۱۳
شکل (۵-۵): قدر مطلق سهم حباب قیمت در شاخص بورس سهام بر حسب درصد.....	۱۱۳

فهرست جدول‌ها

صفحه	عنوان
۸۵	جدول (۱-۴): نتایج حاصل از روند زدائی قیمت مسکن در کشور- (هزار ریال).....
۸۷	جدول (۲-۴): نتایج حاصل از محاسبه حباب قیمت سکه طلا در کشور.....
۹۰	جدول (۳-۴): مقایسه نرخ رشد و حجم نقدینگی کشور طی سال‌های ۸۶-۱۳۷۴.....
۹۹	جدول (۱-۵): نتایج حاصل از برآورد مدل فضای حالت.....
۱۰۰	جدول (۲-۵): نتایج حاصل از تخمین فیلتر کالمن از جزء حباب عقلانی.....
۱۰۱	جدول (۳-۵): نتایج حاصل از تخمین حباب عقلانی.....
۱۰۴	جدول (۴-۵): نتایج حاصل از برآورد تعداد بردارهای هم انباشتگی و پارامترهای آن.....
۱۰۶	جدول (۵-۵): نتایج حاصل از تخمین بردار تصحیح خطا.....
	جدول (۶-۵): نتایج حاصل از تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی حباب قیمت در بورس
۱۰۷	(BUBBOURS).....
۱۰۹	جدول (۷-۵): نتایج حاصل از تحلیل توابع عکس‌العمل تحریک.....
۱۱۱	جدول (۸-۵): نتایج حاصل از برآورد رگرسیون کوتاه مدت حباب در شاخص قیمت بورس.....
۱۱۵	جدول (۹-۵): اندازه قدر مطلق سهم حباب در شاخص قیمت بورس سهام.....

فصل اول

کلیات

۱-۱- مقدمه

بورس (بازار سرمایه) با کارکردهائی نظیر تولید اطلاعات در مورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نظارت بر سرمایه‌گذاری‌های انجام شده، توزیع ریسک، تجمع پس‌اندازها و تسهیل مبادلات موجب کاهش هزینه‌های مبادلاتی، بهبود تخصیص بهینه منابع، افزایش بهره‌وری و در نهایت رشد اقتصادی می‌شود.

لیکن بورس و بازار سهام همان‌طور که می‌تواند نقشی این‌چنینی در رشد و تخصیص منابع داشته باشد، در مواردی می‌تواند به مرکزی برای ایجاد بحران در یک کشور بدل شود.

وجود بحران در اقتصاد که بازار سهام می‌تواند محملی برای آن باشد با نشانه‌هایی در این بازار همراه است. از نشانه‌های واضح برای تشخیص یک بحران قریب‌الوقوع در اقتصاد وجود حباب در قیمت‌های شکل گرفته در بازار سهام است. به نظر اقتصاددانان قیمت دارائی‌ها زمانی به حالت حبابی در می‌آیند که قیمت جاری دارائی از ارزش فعلی درآمدهای آتی آنها که در زمان سررسید دریافت می‌شود متفاوت باشد. اگر حباب وجود داشته باشد، ریسک سقوط در قیمت دارائی نیز وجود خواهد داشت. ریسک سقوط، با افزایش زمان استقرار حباب افزایش می‌یابد و هرچه اندازه حباب بزرگتر باشد در هنگام تخلیه حباب، سرمایه‌گذاران زیان بیشتری متحمل می‌شوند.

به دلیل همین کارکرد دوگانه بورس، که هم می‌تواند به عنوان عاملی برای رشد و هم مرکزی برای ایجاد و انتقال بحران‌های اقتصادی مطرح باشد، از جنبه‌های مختلفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. در این رساله نحوه تشکیل حباب‌ها در بورس موضوع اصلی پژوهش می‌باشد.

در فصل حاضر که شامل کلیات پژوهش است ابتدا مساله اصلی، که همان چگونگی تشکیل حباب در بورس و ارتباط آن با رفتارهای اجتماعی و سایر بازارهای دارائی می‌باشد به طور خلاصه ارائه می‌شود. سپس اهمیت شناسائی حباب در بورس و کاربردهای حاصل از تشخیص آن در سطح خرد و کلان در بخش‌های اهمیت تحقیق و کاربرد نتایج، بیان می‌شود. در قسمت اهداف تحقیق، هدف‌های اصلی انجام این پژوهش تدوین می‌گردد، سپس با استناد به این اهداف فرضیه‌های اصلی تحقیق شکل می‌گیرند. سرانجام این فصل با شرح مختصری از روش تحقیق و معرفی جامعه آماری و متغیرهای اصلی به پایان می‌رسد.

۱-۲- تعریف مفاهیم

قبل از ورود به بحث اولیه لازم است مفاهیمی که به تناوب در این متن از آنها استفاده می‌شود، با استناد به منابع معتبر تعریف گردند. به ترتیب درک مشترک برای ادامه مباحث به دست می‌آید.

۱-۲-۱- دارائی

در اقتصاد و حسابداری، دارائی هر چیز با ارزشی است که در مالکیت یک شخص یا شرکت قرار گیرد (سیگل، دابر و شیم ۲۰۰۵)^۱. در این تعریف منظور از «در مالکیت قرار گرفتن» این است که مالک دارائی بتواند بر روی آن اعمال مالکیت کند. از نظر داوونز و گودمن (۲۰۰۳)^۲، یک دارائی باید دارای سه مشخصه ذیل باشد:

۱- کسب منفعت احتمالی آتی، این مشخصه تنها مواردی را در چارچوب دارائی قرار می‌دهد که بتواند برای صاحب خود در آینده منفعی را به همراه داشته باشد. منافع احتمالی به صورت مستقیم، تابع جریان نقدی حاصل از نگهداری آن دارائی است. این جریان نقدی نیز به نوبه خود وابسته به جریانانات نقدی سایر دارائی‌ها است.

۲- قدرت کنترل دسترسی به منافع، این قید تضمین می‌کند که تنها چیزی در حکم دارائی یک شخص یا یک شرکت است که مالک آن بتواند منفعت حاصل از نگهداری دارائی را تنها در انحصار خود درآورد و امکان بهره‌گیری مجانی از آن را نفی کند.

۳- امکان خرید و فروش، این مشخصه چیزی را دارائی می‌داند که مالک آن امکان خرید و فروش آن را داشته باشد.

دارائی‌ها در دو دسته اصلی، دارائی‌های قابل لمس و غیر قابل لمس تقسیم‌بندی می‌شوند. دارائی‌های قابل لمس به نوبه خود در دو گروه کوچکتر دارائی‌های مالی و دارائی‌های ثابت قسمت می‌شوند. دارائی مالی شامل اوراق قرضه، سهام، پول نقد و امثالهم و دارائی ثابت شامل ساختمان و تجهیزات است. دارائی‌های غیر قابل لمس دارای منابع غیر فیزیکی هستند. این دارائی‌ها، حقوقی هستند که برای یک بنگاه به واسطه ایجاد مزیت یا بازار فروش، ایجاد ارزش می‌کنند. مثال مناسب از این دارائی‌ها شامل حق کپی رایت، علائم تجاری، حق انحصار، حق اختراع و نرم افزارهای رایانه ای می‌باشد.

با این تفاسیر، در کشور ما به واسطه شرایط خاص خود و وجود انحصارات بزرگ، شمول دارائی‌ها گاهی وسیع‌تر از کشورهای با اقتصاد پیشرفته می‌باشد. برای مثال در دوره‌ای حتی اتومبیل یا تلفن همراه نیز در دایره دارائی‌ها قرار می‌گرفتند که به مرور با ایجاد رقابت از شمول دارائی خارج شدند. اما در حال حاضر با چارچوب ارائه شده می‌توان دارائی‌های متفاوتی را در کشور شناسائی کرد، مانند ساختمان، املاک و مستغلات، مسکن، طلا، ارز، سهام، اوراق قرضه و پول. در این رساله و به واسطه درجه اهمیت به دست آمده از مطالعات قبل و در نظر گرفتن محدودیت‌های تحقیق، از میان انواع دارائی‌های رقیب سهام تنها مسکن، طلا و پول به عنوان دارائی‌هایی در نظر گرفته می‌شوند که می‌توانند به عنوان رقیب و دارائی جانشین برای سهام در نظر گرفته شوند. بنابراین کالاهای بادوامی که گاهی به دلیل ضعف بنیان‌های اقتصادی، دارائی تلقی می‌شوند از دایره بحث این پژوهش خارج می‌باشند.

۱-۲-۲- ارزش بنیادی دارائی

ارزش بنیادی یک دارائی برابر است با ارزش فعلی مورد انتظار پاداش‌هایی که از نگهداری آن دارائی به دست می‌آید (کوکران^۱ ۲۰۰۱).

۱-۲-۳- حساب قیمت دارائی

در واقع هنگامی که قیمت یک دارائی با قیمت بنیادی آن، تفاوت داشته باشد، بحث حساب در بازار مطرح می‌شود. حساب، به عنوان بخشی از قیمت دارائی است که با اصول تصریح شده در الگوهای بنیادی قابل تعریف نیست. یک حساب مالی زمانی اتفاق خواهد افتاد که قیمت یک دارائی مانند سهام یا دارائی واقعی به طور ناگهانی به دلایل غیر عقلانی (از دید بنیادگرایان) افزایش می‌یابد و سپس سقوط می‌کند (زونگی و دیگران^۱ ۲۰۰۰).

باتیز و باتیز^۲ (۱۹۹۴) حساب را این چنین تعریف می‌کنند: وضعیتی که قیمت سهام به طور یک جا از مسیر منطقی آن - همان ارزش ذاتی بلندمدت - منحرف می‌شود. تصور اشتباه در مورد قیمت آینده سهام بتدریج به افزایش حساب قیمتی سهام منجر می‌شود و در آخر نیز درک می‌شود که این احساس یا تصور اشتباه، نادرست بوده و بالاخره حساب می‌ترکد.

وایت^۳ (۱۹۹۰) حساب را این چنین تعریف می‌کند: «حساب عقلانی منعکس کننده این عقیده یا بازخورد است، که قیمت یک دارائی وابسته به متغیرهایی غیر از قیمت پایه است». وجود حساب موجب اختلاف بین قیمت دارائی و ارزش بنیادی آن می‌شود. تعاریف دیگری نیز از حساب، به شرح زیر مطرح می‌باشد.

حساب قیمت به عنوان یک نوسان در قیمت دارائی مطرح است که بواسطه مبانی بنیادی قابل توضیح نمی‌باشد (گاربر^۴ ۱۹۹۰). حساب همین طور می‌تواند به عنوان یک افزایش سریع در قیمت دارائی طی یک فرایند پیوسته مطرح باشد (کیندبگر^۵ ۱۹۷۸). حساب‌های سفته‌بازی عقلانی، تلاشی برای توجیح رفتار سرمایه‌گذارانی است که رفتاری غیر عقلانی از خود بروز می‌دهند، شبیه زمانی که تحت تاثیر رفتارهای جمعی می‌باشند (کاسبرستون^۶ ۱۹۹۶).

۱-۳- شرح و بیان مساله پژوهشی

از نشانه‌های بحران قریب‌الوقوع در اقتصاد یک کشور، وجود حساب در بازار درائی‌های مالی آن کشور می‌باشد. وجود حساب در بورس یا هر بازار دارائی دیگر نشانه‌ای از تمرکز بیش از حد سرمایه و تخصیص غیر بهینه پس‌اندازها در آن بازار می‌باشد. بنابراین هر لحظه امکان دارد سرمایه‌گذاران به این موضوع پی برده و به

1 - Zhongyin & Others

۲ - Batiz & Batiz

۳ - White

4 - Garber

5 - Kindlerbeger

6 - Cuthbertson

خارج شدن از این بازار تمایل یابد. همین تمایل جمعی است که می‌تواند به یک‌باره باعث سقوط یک بازار شده و ایجاد بحران نماید.

بررسی سابقه بحران‌های اقتصادی نشان می‌دهد این بحران‌ها معمولاً با یک تکانه در متغیرهای کلان اقتصادی خاص یا اتخاذ یک سیاست یا رفتار گروهی غیر معمول، آغاز گشته و خود را به سایر بازارهای به هم پیوسته اقتصاد آن کشور و کشورهای طرف تجاری رسانده‌اند. سرایت کردن^۱ بحران به این ایده باز می‌گردد که بحران‌های مالی و پولی می‌تواند از یک موسسه به موسسه دیگر، از یک بانک به بانک دیگر و یا از یک کشور به کشور دیگر منتقل شود. هنگامی که شکست یک موسسه مالی خاص ثبات بسیاری از موسسات دیگر را تهدید می‌کند به آن ریسک سیستمی^۲ گفته می‌شود.

بحران وال استریت (۱۹۲۹)، بحران مالی در جنوب شرق آسیا (۱۹۹۷) و بحران در بورس نیویورک (سپتامبر ۲۰۰۷) که در پی افزایش نرخ بهره توسط بانک مرکزی در آمریکا به وقوع پیوست، نشان داد بحران در بازارهای مالی و سرمایه یک کشور قدرت انتقال به سایر بازارهای همان کشور و کشورهای طرف تجاری آن را دارد.

تجزیه و تحلیل بحران‌های مالی حاکی از حساسیت بالای بازارهای سرمایه نسبت به تصمیمات اقتصادی دولت‌ها و رفتار اقتصادی کارگزاران در بورس دارد و این امر نشان می‌دهد همان‌گونه که بازارهای دارایی بر یکدیگر و کل اقتصاد اثر دارند از رفتارهای خارج از چارچوب کلاسیک بازار نیز متأثر گشته و ارتباط قوی با آن دارند.

بنابراین در زمینه‌سازی و بسط بحران‌های مالی که نشانه بالقوه آن وجود حباب در این بازارها است، چند عامل اصلی نقش ایفا می‌کنند. تغییر در متغیرهای سیاستی اقتصادی، تغییر در باور عمومی به واسطه همین تغییر سیاست و نوسانات خارج از چارچوب سایر بازارهای دارایی را می‌توان از عوامل ایجاد حباب و افزایش احتمال سقوط و به تبع آن ایجاد بحران نام برد.

به همین دلیل در این رساله سعی می‌شود با تشخیص امکان وجود حباب به روشی ساده ایجاد یک بحران قریب‌الوقوع را پیش‌بینی نمود. ثانیاً بررسی نمود حباب‌ها چگونه شکل می‌گیرند و به چه میزان تحت تاثیر تغییرات خارج از چارچوب در سایر بازارهای دارایی هستند. در این پژوهش نقش رفتارهای اجتماعی و تاثیر امنیت روانی نیز در شکل‌گیری حباب مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

1 - Contagion

2 - Systemic Risk

۱-۴- اهمیت و ارزش تحقیق

بورس محلی برای تجمیع پس اندازهای کوچک و تجهیز سرمایه برای بنگاه‌ها می‌باشد، اما صاحبان این پس اندازها در عرضه سرمایه‌های اندک خود همواره به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت می‌باشند. پس زمانی اقدام به خرید یا فروش یک سهم می‌کنند که انتظار افزایش سود یا کاهش زیان رداشته باشند.

عمدتاً معیار تصمیم‌گیری سهامداران کوچک در مورد خرید یا فروش سهام در کوتاه‌مدت، قیمت سهام است، نه نرخ بازده آن^۱، یعنی در این بازار عمده سرمایه‌گذاران به آخرین اخبار در مورد وضعیت قیمت‌ها و تحلیل‌های مربوط به پیش‌بینی نوسانات آتی قیمت چشم دوخته‌اند. البته همگی از این موضوع اطلاع دارند که رشد قیمت‌ها تنها بخشی از بازدهی اوراق بهادار است. با این وجود چون تحلیل قیمت‌ها با سهولت بیشتری انجام پذیرفته و قابل درک‌تر برای عامه می‌باشد، لذا محوریت قیمت در تصمیم‌گیری، متداول‌تر است (یزدان پناه، ۱۳۸۵).

اما برخی مواقع، رفتاری در بازار رخ می‌دهد و خرید یا فروش‌هایی انجام می‌گیرد که با مبانی بنیادی حاکم بر قیمت‌گذاری در بازار سهام منطبق نمی‌باشد. در این حالت حرکت گروهی سرمایه‌گذاران می‌تواند قیمت سهام را به طور محسوسی تحت تاثیر قرار دهد و باعث می‌شود قیمت جاری از قیمت بلندمدت به طور معنی‌داری فاصله بگیرد که به این پدیده حباب قیمت در بورس می‌گویند. اما سرانجام این حباب محکوم به تخلیه، از بین رفته و موجب زیان سرمایه‌گذاران جزء و کل گشته و باعث ایجاد بحران می‌گردد. از طرفی در شرایط وجود حباب در بازار، بازده سهام به جای آنکه قیمت را تعیین کند خود تحت تاثیر قیمت قرار می‌گیرد. در چنین شرایطی بازار از وظیفه اصلی خارج شده و نمی‌تواند به کارکرد اصلی خود که تخصیص کارای منابع است بپردازد. این موضوع باعث این وضعیت می‌شود که خریدارانی که می‌بایست به کمک علائم بازار به تفکیک شرکت‌های با عملکرد ضعیف از شرکت‌های واقعاً موفق بپردازند، در انتخاب خود دچار گمراهی و خطا شده و قیمت‌ها دیگر به عنوان یک نماگر در بازار عمل نکرده و سرمایه‌ها به سمتی هدایت می‌شوند که کارایی لازم را ندارند (یزدان پناه ۱۳۸۵). لذا در سطح خرد تشخیص وضع حبابی در بازار و عوامل مؤثر بر تشکیل و اندازه حباب، از نظر شرکت‌کنندگان در بازار از اهمیت به‌سزایی برخوردار است.

وجود حباب در بازارهای مختلف سرمایه، باعث انحراف پس اندازها در تخصیص بهینه خود در بازارهای دارایی می‌شود. به همین دلیل در سطح کلان انحراف پس اندازها، کارایی سرمایه‌گذاری و کل اقتصاد را دچار

اخلال می‌کند. به علاوه با توجه به اینکه حباب‌ها در واقع نوعی عدم تعادل بوده و در بلندمدت پایدار نیستند و تخلیه آنها در هر زمان دور از ذهن نیست، لذا در سطح کلان باید آماده زیان افراد، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و در نهایت بنگاه‌های تولیدی بود. این بحران با توجه به پیوستگی بازارها و اثر پروانه‌ای^۱ در اقتصاد می‌تواند تمامی بازارهای اقتصادی را درنور دیده و کل اقتصاد را به مخاطره اندازد. در هر صورت در سطح کلان نیز، مانند سطح خرد، تجزیه و تحلیل حباب قیمت در بورس برای برنامه‌ریزان و دولت‌هایی که به دنبال ثبات اقتصادی هستند حائز اهمیت می‌باشد.

به طور خلاصه، اهمیت کشف حباب قیمت در بورس و ارتباط آن با عدم تعادل در سایر بازارهای دارایی عبارتند از:

- ۱- وجود حباب قیمت در بازار را می‌توان انحراف پس‌اندازها در سطح کلان از تخصیص بهینه خود در فرصت‌های سودآور دانست و هر چه یک حباب بزرگتر باشد این انحراف شدیدتر خواهد بود. به عبارت دیگر زمانی بازارهای دارایی به طور هم‌زمان در تعادل هستند که نرخ بازدهی در آنها (با لحاظ کردن پاداش ریسک) برابر باشد و زمانی که در یک بازار حباب در قیمت وجود داشته باشد می‌توان نتیجه گرفت که لاقبل یک بازار دیگر دچار عدم تعادل است.
- ۲- با توجه به اینکه حباب در قیمت یک عدم تعادل است، همواره احتمال تخلیه (ترکیدن)^۲ آن وجود دارد که این امر می‌تواند اولاً باعث زیان بنگاه‌های تولیدی و به دنبال آن شرکت‌های سرمایه‌گذاری و افراد حقیقی شرکت‌کننده در بورس گردیده و ابعاد بحران توسعه یابد و از طرفی می‌تواند ثبات کل اقتصاد را برهم زند.
- ۳- ایجاد ثبات در بازار و جلوگیری از نوسانات شدید قیمت به عنوان یکی از اهداف دولت‌ها مطرح است، لذا شناخت و نحوه تاثیرپذیری بازار از رفتار و سیاست‌های اتخاذ شده از سوی دولت می‌تواند مطلوب نظر برنامه‌ریزان اقتصادی دولت باشد.

1 - Butterfly Effect

۱- با توجه به اینکه طبق قانون در بورس اوراق بهادار تهران امکان تغییرات ناگهانی از شاخص در کوتاه مدت گرفته شده است به نظر واژه "تخلیه حباب" مناسبتر از "ترکیدن حباب" است.