



دانشکده ادبیات و علوم انسانی  
گروه مدیریت (مدیریت بازرگانی-گرایش مالی)

عنوان

**بررسی وجود حساب های ذاتی عقلایی در بازار سرمایه ایران  
( بورس اوراق بهادار تهران )**

از:

مهسا فرخنده

استاد راهنما:

دکتر محمدحسن قلی زاده

استاد مشاور:

دکتر اسماعیل رمضانپور

خرداد ۱۳۹۳

ماحصل آموخته‌هایم را تقدیم می‌کنم به

مقدس‌ترین و اثره‌ها در لغت نامه دلم پررو مادر عزیزم، آنان که مهر آسمانی شان آرام بخش آلام زمین‌نی ام است. مخصوصاً مادر مهربانم که زهرکیم را در یون ممر و عطفوت آن می‌دانم که هرچه آموختم در مکتب عشق شما آموختم و هرچه بگوختم قطره‌ای از دریای بی‌کران مهربانیتان را سپاس نتوانم بگویم. امروز هستی ام به امید شماست و فردا کلید باغ بهشتم رضای شما. ره آوردی کران سنگ تر از این ارزان نداشتم تا به خاک پایان نثار کنم، باشد که حاصل تلاشم نسیم کوزه‌خوار حسگیتان را برزید.

بوسه بردستان پر مهربان

مسافر خنده

ارده بهشت ۱۳۹۳

## مشکر و قدردانی

باشکر و سپاس از یگانه معبودی که با الطاف بی‌کرانش مریاری نمود. پروردگاری که مرا غرق در نعمت نموده است. هرگاه که با اخلاص از او مدد خواسته‌ام،

یاریکرم بوده است. نه قلم قادر به سپاس و ستایش اوست و نه کلام؛ زیرا که وصفش نه در عقل گنجد و نه در بیان.

باتقدیر و سپاس فراوان از اساتید کرامت‌دار، جناب آقای دکتر محمد حسن قلی‌زاده و جناب آقای دکتر اسماعیل رمضانپور اساتید راهنما و مشاور که همواره باروی

کشاده و صبر و شکیبایی راهنمایی‌های ارزشمند خود را در مراحل مختلف تحقیق در اختیار اینجانب گذاشتند و از پیچ‌کوششی در این راه کوتاهی نکردند از صمیم قلب

سپاسگزارم. همچنین از آقای دکتر محسن اکبری و دکتر مصطفی ابراهیم‌پور بخاطر راهنمایی‌های دلسوزانه و بی‌دریغشان که برای برایتویاری اینجانب در مسیر تحقیق

کشیده‌اند، نهایت تقدیر و تشکر را دارم و هرگز فراموش نخواهم کرد.

امید آنکه سطره‌های زندگیشان قرین موفقیت، سعادت، سلامت و شادکامی باشد.

مسافر خنده

اردیبهشت ۱۳۹۳

## فهرست مطالب

ک	چکیده فارسی	.....
ل	چکیده انگلیسی	.....

### فصل اول: کلیات پژوهش

۲	۱-۱ مقدمه	.....
۲	۲-۱ بیان مسأله پژوهش	.....
۵	۳-۱ ضرورت انجام پژوهش	.....
۶	۴-۱ اهداف پژوهش	.....
۶	۵-۱ فرضیات پژوهش	.....
۶	۶-۱ متغیرهای پژوهش	.....
۶	۱-۶-۱ متغیر وابسته	.....
۶	۲-۶-۱ متغیر مستقل	.....
۷	۳-۶-۱ متغیرهای کنترلی	.....
۷	۷-۱ قلمرو پژوهش	.....
۷	۱-۷-۱ قلمرو موضوعی	.....
۷	۲-۷-۱ قلمرو مکانی	.....
۷	۳-۷-۱ قلمرو زمانی	.....
۷	۸-۱ موانع و مشکلات پژوهش	.....
۷	۹-۱ تعریف واژگان و اصطلاحات کلیدی	.....
۹	۱۰-۱ خلاصه فصل	.....

### فصل دوم: ادبیات نظری و پیشینه پژوهش

۱۱	۱-۲ مقدمه	.....
۱۱	۲-۲ تعیین ارزش دارایی های مالی	.....

۳-۲	سیاست سود تقسیمی	۱۳
۴-۲	درآمد هر سهم	۱۴
۵-۲	بازده سهام	۱۵
۶-۲	فرضیه بازار کارا	۱۵
۷-۲	مفهوم حباب قیمتی	۱۷
۸-۲	پدیده حباب سفته بازی و انواع سفته بازان	۲۰
۹-۲	فرایند شکل گیری حباب و ویژگی های آن	۲۱
۱۰-۲	انواع حباب	۲۱
۱-۱۰-۲	حباب عقلایی	۲۲
۲-۱۰-۲	حباب های ذاتی	۲۳
۳-۱۰-۲	حباب غیر عقلایی	۲۴
۱۱-۲	تاریخچه حباب های قیمتی و بحران های مالی	۲۴
۱-۱۱-۲	حباب جنون گل لاله	۲۴
۲-۱۱-۲	حباب دریای جنوب	۲۵
۳-۱۱-۲	بحران بزرگ سال ۱۹۲۹	۲۶
۴-۱۱-۲	حباب دارایی در ژاپن در سال ۱۹۸۰	۲۶
۵-۱۱-۲	سقوط بازار سهام آمریکا در سال ۱۹۸۷	۲۸
۶-۱۱-۲	حباب دات کام آمریکا	۲۹
۷-۱۱-۲	گسترش بحران مالی و سقوط بورس ها در سپتامبر ۲۰۰۸	۲۹
۱۲-۲	حباب از دیدگاه روانشناسی	۳۱
۱-۱۲-۲	عقل و عوامل تشکیل دهنده حباب قیمت از منظر نظریه پردازان مالی رفتاری	۳۱
۱-۱-۱۲-۲	تصمیم گیری شهودی (روش های ابتکاری در تصمیم گیری)	۳۲
۲-۱-۱۲-۲	فراطمینان و خودفریبی	۳۴
۳-۱-۱۲-۲	تعاملات اجتماعی	۳۴
۲-۱۲-۲	عقل و عوامل تشکیل دهنده حباب قیمت از منظر نظریه پردازان مالی نوین	۳۵
۳-۱۲-۲	مقایسه دو دیدگاه	۳۶

۳۶	.....سیاست پولی و حباب های دارایی
۳۸	.....انتظارات و حباب
۳۸	.....انتظارات تطبیقی
۳۹	.....نظریه انتظارات عقلایی
۳۹	.....حباب های مربوط به آربیتراژ محدود
۴۰	.....اریسک بنیادی
۴۰	.....ریسک مدل
۴۱	.....هزینه های اجرا
۴۱	.....ریسک معامله گران اختلال زا
۴۱	.....رابطه آربیتراژ، قیمت مبنا و حباب
۴۳	.....حباب های عقلایی از دیدگاه نظری
۴۴	.....پیشینه پژوهش
۴۴	.....پژوهش های خارجی
۴۶	.....پژوهش های داخلی
۴۸	.....خلاصه فصل

### فصل سوم: روش شناسی پژوهش

۵۰	.....مقدمه
۵۰	.....جامعه آماری
۵۰	.....نمونه آماری
۵۱	.....اهداف پژوهش
۵۱	.....فرضیات پژوهش
۵۲	.....قلمرو پژوهش
۵۲	.....قلمرو موضوعی پژوهش
۵۲	.....قلمرو مکانی پژوهش
۵۲	.....قلمرو زمانی پژوهش

۵۲	..... ۷-۳ روش پژوهش
۵۲	..... ۸-۳ جمع آوری و طبقه بندی داده ها
۵۳	..... ۹-۳ متغیرهای پژوهش
۵۳	..... ۱-۹-۳ متغیر وابسته
۵۴	..... ۲-۹-۳ متغیر مستقل
۵۴	..... ۳-۹-۳ متغیر کنترلی
۵۴	..... ۱۰-۳ آزمون تشخیص حباب ذاتی عقلایی
۵۶	..... ۱۱-۳ مدل خود رگرسیون برداری (VAR)
۵۷	..... ۱۲-۳ مانایی متغیرها
۵۷	..... ۱-۱۲-۳ روش آزمون ریشه واحد
۵۸	..... ۱-۱۲-۳ آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (Augmented Dicky and Fuller)
۵۸	..... ۲-۱-۱۲-۳ آزمون فیلیپس پرون (Phillips & Perron)
۵۹	..... ۱۳-۳ برآورد روابط بلند مدت و کوتاه مدت
۵۹	..... ۱-۱۳-۳ مفهوم هم انباشتگی (COINTEGRATION)
۵۹	..... ۲-۱۳-۳ آزمون جوهانسون جولیوس (JOHANSEN & JUSELIUS TEST)
۶۰	..... ۱۴-۳ الگوی تصحیح خطا (ECM)
۶۰	..... ۱۵-۳ آزمون های علیت گرنجر کوتاه مدت، تجزیه های واریانس و توابع عکس العمل آنی
۶۰	..... ۱-۱۵-۳ آزمون علیت گرانجر (GRANGER CAUSALITY TEST)
۶۱	..... ۲-۱۵-۳ تجزیه واریانس خطای پیش بینی متغیرها
۶۲	..... ۳-۱۵-۳ توابع عکس العملی آنی
۶۲	..... ۱۶-۳ خلاصه فصل
<b>فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها</b>	
۶۴	..... ۱-۴ مقدمه
۶۴	..... ۲-۴ تخمین مدل حباب ذاتی عقلایی
۶۶	..... ۳-۴ آمار توصیفی



۶۷	۴-۴- متغیرهای الگو و خواص سری زمانی آن ها
۶۸	۴-۴-۱ آزمون ریشه واحد
۶۹	۴-۵- برآورد روابط بلند مدت و کوتاه مدت
۶۹	۴-۵-۱ تعیین طول وقفه بهینه
۷۰	۴-۵-۲ آزمون هم انباشتگی جوهانسون-جولیوس
۷۲	۴-۵-۳ مدل تصحیح خطای برداری (VECM)
۷۴	۴-۵-۴ آزمون های تشخیصی یا نیکویی برازش
۷۵	۴-۵-۵ آزمون های علیت گرنجر کوتاه مدت، تجزیه های واریانس و توابع عکس العمل آنی
۷۶	۴-۵-۱ آزمون های علیت گرنجر کوتاه مدت
۷۷	۴-۵-۲- تجزیه واریانس خطای پیش بینی متغیرها و توابع عکس العمل آنی
۸۰	۴-۵-۳ توابع عکس العمل آنی
۸۲	۴-۶ خلاصه فصل چهارم

### فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادها

۸۵	۵-۱ مقدمه
۸۵	۵-۲ خلاصه پژوهش
۸۶	۵-۳ سوالات پژوهش و نتایج آزمون ها
۸۸	۵-۴ پیشنهادهای کاربردی پژوهش برای متخصصان و سرمایه گذاران بازار سرمایه و سیاست گذاران و مدیران شرکت های بورس اوراق بهادار
۸۹	۵-۵ پیشنهادات برای پژوهش های آتی
۹۰	۵-۶ محدودیت های پژوهش
۹۲	منابع و مأخذ
۹۷	ضمائم و پیوست ها

## فهرست شکل ها

- شکل ۴-۱ توابع عکس‌العمل آنی ناشی از تکانه قیمتی در شرکت های فاقد حساب ذاتی. .... ۸۰
- شکل ۴-۲ توابع عکس‌العمل آنی ناشی از تکانه عایدات در شرکت های فاقد حساب ذاتی ..... ۸۱
- شکل ۴-۳ توابع عکس‌العمل آنی ناشی از تکانه بازده آتی در شرکت های فاقد حساب ذاتی ..... ۸۱
- شکل ۴-۴ توابع عکس‌العمل آنی ناشی از تکانه قیمتی در شرکت های دارای حساب ذاتی ..... ۸۱
- شکل ۴-۵ توابع عکس‌العمل آنی ناشی از تکانه عایدات در شرکت های دارای حساب ذاتی ..... ۸۲
- شکل ۴-۶ توابع عکس‌العمل آنی ناشی از تکانه بازده آتی در شرکت های دارای حساب ذاتی ..... ۸۲

## فهرست جدول ها

- ۱-۴ نتایج تخمین مدل حساب ذاتی عقلایی در شرکت های دارای حساب ذاتی ..... ۶۵
- ۲-۴ آمار توصیفی متغیرها برای شرکت های فاقد حساب ذاتی ..... ۶۶
- ۳-۴ آمار توصیفی متغیرها برای شرکت های دارای حساب ذاتی ..... ۶۷
- ۴-۴ آزمون های ریشه واحد در شرکت های فاقد حساب ذاتی ..... ۶۸
- ۵-۴ آزمون ریشه واحد در شرکت های دارای حساب ذاتی ..... ۶۹
- ۶-۴ تعداد وقفه های بهینه الگوی خودرگرسیون برداری ..... ۷۰
- ۷-۴ تعیین تعداد بردارهای هم انباشتگی در شرکت های فاقد حساب ذاتی ..... ۷۱
- ۸-۴ تعیین تعداد بردارهای هم انباشتگی در شرکت های دارای حساب ذاتی ..... ۷۲
- ۹-۴ بردارهای هم انباشته کننده قیمت و ضرایب تعدیل بردار در شرکت های فاقد حساب ذاتی ..... ۷۳
- ۱۰-۴ بردارهای هم انباشته کننده قیمت و ضرایب تعدیل در شرکت های دارای حساب ذاتی ..... ۷۴
- ۱۱-۴ آزمون های تشخیصی در شرکت های فاقد حساب ذاتی ..... ۷۵
- ۱۲-۴ آزمون های تشخیصی در شرکت های دارای حساب ذاتی ..... ۷۵
- ۱۳-۴ آزمون های علی کوتاه مدت ادواری در شرکت های فاقد حساب ذاتی ..... ۷۶
- ۱۴-۴ آزمون های علی کوتاه مدت ادواری در شرکت های دارای حساب ذاتی ..... ۷۷
- ۱۵-۴ تجزیه واریانس متغیرها در مدل VECM در شرکت های فاقد حساب ذاتی ..... ۷۸
- ۱۶-۴ تجزیه واریانس متغیرها در مدل VECM در شرکت های دارای حساب ذاتی ..... ۷۶

عنوان: بررسی وجود حساب های ذاتی عقلایی در بازار سرمایه ایران (بورس اوراق بهادار تهران)

از: مهسا فرخنده

از آنجایی که بازار سرمایه به عنوان یکی از ارکان بازار مالی نقش بسزایی در بسیج امکانات مالی و سرمایه ای به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارد، هرگونه اختلال و انحراف در قیمت ها و ناکارایی در این بازار، تاثیر عمده ای در تخصیص و تجهیز منابع مالی کشور خواهد گذاشت و مشکلاتی را در پی دارد. یکی از عواملی که ممکن است باعث ایجاد اختلال و انحراف شود حساب های قیمتی می باشند. اساس حساب، تصویری از پدیده ای را به ذهن متبادر می کند که پس از افزایش مستمر سقوط می کند. یک پیامد از این سقوط و فروپاشی بزرگ در بازار سهام، اثر مالی قابل توجه آن می باشد. از اینرو با توجه به ماهیت پویای حساب ها در بازار سرمایه و تحت تاثیر قرار دادن عملکرد سرمایه گذاران، شناسایی و توجه به حساب های قیمتی در بازار سرمایه از اهمیت قابل توجهی برای مدیریت ریسک پورتفولیوهای سرمایه گذاری برخوردار می باشد. حساب یک پدیده تجربی شناخته شده در بازارهای سهام می باشد، اما توافق نظر قطعی درباره مکانیزم شکل دهنده آن وجود ندارد. با توجه به اینکه نقش بورس اوراق بهادار در شکوفایی اقتصاد یک کشور بسیار حائز اهمیت می باشد، رسیدن به این موضوع که آیا افزایش های قیمت در بازار سهام ناشی از عوامل بنیادی است یا خیر، می تواند سیاست گذاران کشور را در تصمیم گیری برای هدایت این بازار به سمت صحیح کمک نماید. بنابراین در این پژوهش به بررسی وجود حساب های ذاتی عقلایی ناشی از عوامل بنیادی طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰، پرداخته شد. سپس در مرحله دوم به این مساله پرداخته شد که آیا عایدات می تواند بازده آتیرا با توجه به وجود حساب ذاتی پیش بینی کند که بدین منظور از مدل خود رگرسیون برداری (VAR) استفاده گردید. داده های موردنیاز تحقیق به صورت فصلی از طریق نرم افزار رهاورد نوین و تدبیر پرداز محاسبه و جمع آوری گردید که در مجموع تعداد ۴۵ شرکت طی دوره زمانی مورد نظر به عنوان نمونه پژوهش در نظر گرفته شد و با استفاده از نرم افزار Eviews7 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها نشان می دهد، تعداد ۱۲ شرکت دارای حساب ذاتی ناشی از تغییرات عوامل بنیادی همچون سود تقسیمی می باشند. همچنین نتایج حاکی از آن است که در شرکت هایی که حساب ذاتی وجود ندارد، عایدات می تواند بازده آتی را پیش بینی نماید.

#### کلید واژه ها

انتظارات عقلایی، فرضیه بازار کارا، عوامل بنیادی، حساب ذاتی عقلایی، مدل خود رگرسیون برداری.

## **Abstract**

**Title: Investigating Of Rational Intrinsic Bubbles in the Iran's Capital Market (Tehran Stock Exchange (TSE))**

**By: Mahsa Farkhondeh**

Since the capital market as a one of the elements of financial market plays an important role in mobilization of financial and investment facilities in order to economic development, any interruption or deviation in prices and deficiency in this market will have major effect on financial resources allocation of a country and can lead to some difficulties. One of these factors that can cause deviation and interruption is price bubble. Bubble reflects an image of phenomena in which crashes after increasing continuously. One of the consequences of this crash and collapsing in capital market is its considerable financial impact. So according to the dynamic nature of bubbles and their impact on investor's performance, identification these price bubbles and paying attention to them has remarkable importance for the risk management of portfolio investment. Bubble is a known empirical phenomena in stocks market, but there is not a definite consensus about its forming mechanism. Considering the important role of stock market in economic development, finding this fact that whether price increases is due to fundamental elements or not can help a country's policy makers to direct the capital market to right direction. Therefore, this study investigates the existence of a certain type of rational bubbles due to the fundamental elements which called rational intrinsic bubble during 1383 to 1390. Then in second phase this matter will be examine that if the earnings can predict future return regarding to intrinsic bubbles so for this purpose Vector Auto Regression model has been applied. Required data have been collected seasonally and calculated by using Tadir pardazesh and Rahavard novin software, 45 companies selected as research samples and data has been analyzed by using Eviews7. The analyzing results indicate that there are intrinsic bubbles in 12 companies which is due to changing of fundamental elements such as dividend. Also results indicate that in companies in which there is not any intrinsic bubbles, earning can predict future returns.

**Keyword:** Rational Expectations, Efficiency Market Hypothesis, Fundamentals, Intrinsic bubble, Vector Auto Regressive (VAR)

فصل اول

کلیات پژوهش



## ۱-۱ مقدمه

پدیده حباب قیمت یکی از مباحث جذاب و در عین حال بحث برانگیز در اکثر بازارها از جمله مستغلات، اوراق بهادار و غیره می باشد. اما نمود این پدیده از بین تمامی بازارها در بازار سهام بیشتر مشهود است و آن به دلیل اهمیت و نقش برجسته ای است که این بازار در اقتصاد کشور ایفا می کند. بورس اوراق بهادار به عنوان بخشی از بازار سرمایه، نقش بسیار مهمی در هدایت پس انداز به بخش های تولیدی در همه کشورها ایفاء می نماید. بورس آئینه اقتصاد کشور است ولی امروزه در اقتصاد بسیاری از کشورهای در حال توسعه وضعیت متغیرهای کلان اقتصادی با صعود شاخص های بورس هم خوانی ندارد. یکی از عوامل به وجود آورنده این مسایل نوسانات قیمت دارایی و به خصوص، تشکیل حباب قیمت سهام است.

بورس اوراق بهادار تهران بعد از بازگشایی در سال ۱۳۶۸ در دوره فعالیت خود دچار فراز و نشیب هایی بوده است، که این فراز و نشیب ها عموماً ذات بازار تلقی شده و نشان دهنده اتفاقات رخ داده در بازار می باشد. اما گاهی بازار واکنش های شدیدی خارج از انتظار بروز می دهد. در پاسخ به این سوال که علت این رونق و رکود در بورس اوراق بهادار چه می تواند باشد؟ می توان گفت که بر اساس مطالعات علمی انجام شده، اصولاً نوسانات قیمت سهام به دلایل مختلفی می تواند ایجاد شود. به طور کلی، نوسانات قیمت سهام شامل نوسان در جز بنیادی سهام به اضافه نوسانات حبابی خواهد بود.

با توجه به اینکه نقش بورس اوراق بهادار در شکوفایی اقتصادی یک کشور بسیار حائز اهمیت می باشد، رسیدن به این موضوع که آیا افزایش های قیمت در بازار سهام ناشی از عوامل مبنایی است یا خیر، می تواند سیاست گذاران کشور را در تصمیم گیری برای هدایت این بازار به سمت صحیح کمک نماید.

در این پژوهش وجود نوع خاصی از حباب های عقلایی به نام حباب ذاتی عقلایی مورد بررسی قرار می گیرد. ارزیابی این امر از بررسی رابطه غیر خطی بین سود تقسیمی و قیمت سهام صورت می گیرد که این امر در توضیح نوسانات قیمت سهام از اهمیت ویژه ای برخوردار است.

## ۱-۲ بیان مساله پژوهش

نظریه ها و تجربه های جهانی حاکی از آن است که میان توسعه بخش مالی و توسعه اقتصادی رابطه نزدیکی وجود دارد. بازارهای مالی دارای نقش کلیدی در تجهیز و هدایت وجوه در اقتصاد به سمت بخش های تولیدی و صنعتی و به تبع آن بهبود رشد اقتصادی هستند. توسعه اقتصادی مستلزم انباشت سرمایه است. بازار سرمایه به عنوان یکی از ارکان بازار مالی نقش بسزایی در بسیج امکانات مالی و سرمایه ای به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارد و هم اکنون در بسیاری از کشورها نقش تامین مالی اعتبارات مورد نیاز بنگاههای اقتصادی را نیز بر عهده دارد (صنوبر ۱۳۸۶). از اینرو وجود اختلال و انحراف در این بازارها، تاثیر عمده ای در تخصیص و تجهیز منابع مالی کشور خواهد گذاشت. یکی از عواملی که ممکن است باعث ایجاد اختلال و انحراف شود حباب های قیمتی می باشند. بر پایه فرضیه بازار کارا<sup>۱</sup> (EHM) قیمت های مشاهده شده در بازار اوراق

1. Efficient Market Hypothesis

بهادار باید بدرستی توازن بین "ریسک وبازده" را انعکاس دهند(راعی، ۱۳۸۳)، طوری که قیمت های مشاهده شده باید با ارزش ذاتی شان مطابقت داشته باشد(Naoui,2011).

موضوع حساب های قیمتی از لحاظ تاریخی برای اولین بار در اوایل قرن هفدهم و از لحاظ علمی نخستین بار در بحران بازار سهام ایالات متحده از اکتبر ۱۹۲۹ تا ژوئن ۱۹۳۲، مطرح شد و اقتصاد دانان، به ویژه طرفداران مکتب انتظارات عقلایی همواره تحولات این موضوع جدید در حیطه اقتصاد کلان را مطالعه و پیگیری نموده اند که از مشهورترین آنها می توان به فلود و گاربر (۱۹۸۴)، شیلر (۱۹۸۱)، اوانز (۱۹۸۶)، وو (۱۹۸۷)، وست (۱۹۸۷)، هارداویلاز (۱۹۸۸)، دیبا و گروسمن (۱۹۸۸)، فرورت و ايسفلد (۱۹۹۱)، لارسن (۱۹۹۷)، انگستد (۲۰۰۴) و وایت (۲۰۰۴) اشاره نمود (Ivana Kubicova, ۲۰۱۱).

از هنگام مطرح شدن اصطلاح حساب در بازار سرمایه ایران در سال ۱۳۸۲، هر نوع افزایش سریع قیمت ها را به اشتباه حساب فرض می کنند. در حالیکه این چنین نیست. چون حساب زمانی رخ می دهد که سفته بازی در ابزارهای مالی خاصی مثلاً سهام باعث شود قیمت افزایش یابد و این اقدام به سفته بازی بیشتری منجر می شود. در این شرایط قیمت بازار به سطح کاملاً غیر منطقی می رسد. حساب معمولاً با کاهش یکباره قیمت روبرو می شود که از آن به سقوط بازار تعبیر می کنند(دلیریان، ۱۳۸۹).

سایه حساب با تحت تاثیر قرار دادن شفافیت بازار، رشد سرسام آور و بدون توجیه اقتصادی را در پی خواهد داشت. ممکن است سود شرکت به دلایل اقتصادی بالا رود و یا مدیران و سهامداران عمده برای منطقی جلوه دادن اوراق بهادار و شارژ مجدد رشد قیمت، سود سهام را به هر دلیلی بالا ببرند و در این زمان تنها اخبار خوب، قدرت ورود به بازار را دارند و افراد در مواجهه با اخبار خوب و دچار عکس العمل بیش از حد می شوند و باعث می شود که چند درصد رشد در سود هر سهم (EPS)، قیمت سهام را بسیار بیشتر از حالت معمول بالا می برد. در این حالت است که بازار بورس اوراق بهادار کارکرد خود را برای تخصیص بهینه منابع و تعیین قیمت از دست داده است(زاهد مهر، ۱۳۸۶).

بر پایه بکارگیری فرض اساسی نظریه انتظارات عقلایی مبنی بر تعدیل و بهینه نمودن انتظارات در زمان گذشته و حال، حساب های قیمتی به ترتیب به دو گروه حساب عقلایی و حساب غیر عقلایی دسته بندی می شوند. وقتی شخصی سهام بدون سودی را خریداری می کند تا در سالهای بعد با قیمت بیشتری به فروش رساند و سود ببرد، این نوع طرز تفکر باعث می شود تقاضای آن سهم و در نتیجه قیمت سهم بالا رود که به چنین حرکتی در قیمت سهام حساب قیمتی عقلایی گفته می شود. این نوع حساب بطور مداوم شروع به انبساط کرده و بالاخره زمانی خواهد ترکید و تمامی برنامه ریزی ها و پیش بینی ها را بر هم خواهد زد(معدلت ۱۳۸۱). حساب های عقلایی متأثر از بروز وقایع خارجی، شایعات و پیش بینی های خود انجام مبتنی بر افزایش قیمت سهام در آینده بوجود می آید (Kubicova, 2011). حساب قیمت کالا ممکن است به این دلیل پدید آید که سفته بازان غیرعقلایی، با افزایش ارزش یک کالا بر این باور باشند که چون قیمت آن کالا قبلاً رشد داشته، بنابراین افزایش گذشته آن در آینده هم به طور پیوسته ادامه خواهد داشت که در ادبیات اقتصادی به این پیش بینی، پیش بینی خودانجام و به حسابی که سفته بازان در این حالت ایجاد می کنند، حساب غیر عقلایی یا مد مالی گفته می شود. این نوع حساب ها هیچ ارتباطی با عوامل بنیادی ندارند. این نوع پیش بینی نیز به افزایش تقاضا برای آن کالا منجر شده و در نتیجه به افزایش بیشتر قیمت آن کالا در آینده می انجامد. در این



حالت، بازار دارای افراد با افق فکری محدود بوده و مردم تفاوت ارزش بازاری با ارزش ذاتی را تشخیص نمی دهند و به تشکیل حباب در بازار کمک خواهند کرد. در حباب های قیمتی غیرعقلایی، افراد درباره منافع آتی کالاها و قیمت آن ها انتظارات عقلایی ندارند. زمانی که با حباب های قیمتی غیرعقلایی روبرو هستیم سرمایه گذاری بر اساس اطلاعات ریسک و بازده صورت نگرفته و بازار به وسیله واکنش تصادفی و روانشناسانه هدایت خواهد شد (معدلت و ۱۳۸۱). اما فوروت و آبسفلد برای اولین بار در سال ۱۹۹۱ نشان دادند که رفتارهای گمراه کننده قیمت سهام در آمریکا ممکن است بوسیله وجود نوع خاصی از حباب های عقلایی توضیح داده شود. آنها این حباب ها را حباب های ذاتی عقلایی نامیدند چرا که نوسانات موجود در قیمت سهام از عوامل بنیادی اقتصادی همچون سود نقدی سهام نشأت می گرفت (Froot & Obstfeld., 1991). ما و کاناس مطرح کردند که وجود یک رابطه غیر خطی بین قیمت سهام و سود تقسیمی به عنوان وجود حباب های ذاتی در بلند مدت تفسیر می شود و این امر در توضیح نوسانات قیمت سهام از اهمیت ویژه ای برخوردار است (Ma & Kanas, 2004).

شیلر (۱۹۸۱) و لروی و پورتر (۱۹۸۱) با مطالعه بازار آمریکا و استفاده از روش کران واریانس نشان دادند که قیمت های موجود در بازار نوسانات بیش از حدی را در مقایسه با تغییرات ارزش های بنیادی نشان می دهند. عقیده نهفته در پشت این مفهوم این بود که مدل های مالی قیمت گذاری دارایی (مدل ارزش حال) کارایی لازم را در توضیح نوسانات قیمت سهام ندارند. در واقع این ضعف بنظر میرسد ناشی از عدم توانایی مدل ها در توضیح نوسانات موجود در قیمت های سهام باشد. زمانیکه تغییرات قیمت سهام تحت تاثیر نوسانات مولفه های بنیادی قیمت قرار می گیرد، مدل های مالی قیمت گذاری سنتی کارایی لازم را در توضیح نوسانات قیمت سهام ندارند. به عنوان نمونه عامل نرخ تنزیل ثابت در مدل ارزش حال با روند گام تصادفی<sup>۱</sup> برای سود تقسیمی به نسبت ثابت قیمت/ سود تقسیمی اشاره میکند، درحالیکه سری های مشاهده شده نوسانات زیادی را در طول زمان نشان می دهند (Leroy and Porter, 1981, Shiler 1981). بنابراین چنین راه حل هایی که عقلایی اند و تنها وابسته به تغییرات در عوامل بنیادی می باشند نه عوامل خارجی (همچون زمان) به اصطلاح حباب ذاتی عقلایی نامیده می شوند. در مدل خطی ارزش حال با سود تقسیمی، حباب های ذاتی به توابع غیر خطی سود تقسیمی تغییر شکل داده می شود و ماهیت غیر خطی راه حل های حباب منجر به ایجاد نسبتهای سود تقسیمی ناپایدار خواهد شد و به آنها اجازه خواهد داد تا قیمت های سهام را در مواجهه با تغییرات سود تقسیمی تحت تاثیر قرار دهند. در واقع بدان وسیله با افزایش ارزش سود تقسیمی مولفه قیمت سهام بزرگتر خواهد شد. بدین ترتیب این به عنوان یکی از ویژگی های ناموفق مدل ارزش حال توسط محققان مطرح شده است (Prasad, 2007). با توجه به اهمیت مطالب گفته شده، مطالعات فراوانی به منظور شناسایی حباب های قیمتی دارایی در بازار های سرمایه ایران انجام شده است. یکی از این جنبه ها که در بازار سرمایه ایران مورد غفلت قرار گرفته بررسی امکان وجود حباب های ذاتی عقلایی در سطح قیمت ها است. در این پژوهش بررسی می شود که آیا وجود حباب های ذاتی عقلایی می تواند علت افزایش سطح قیمت ها در بازار سرمایه ایران می باشد؟ بدین منظور لازم است به بررسی رابطه غیر خطی بلند مدت بین سود تقسیمی و قیمت سهام پرداخته شود.

## ۳-۱ ضرورت انجام پژوهش

اهمیت روز افزون بازار دارایی‌های مالی در اقتصاد یک کشور، بررسی مداوم این بازار را ضروری می‌سازد. یکی از اجزای مهم بازارهای مالی بازار سهام و بورس است که نحوه فعالیت آن به صورت شفاف و سالم بسیار حائز اهمیت است، حال اگر بورس به صورت درست و کارآ عمل نکند باعث به وجود آمدن انحرافات شدید قیمتی در این بازار به نحو چشم گیری خواهد شد. در این زمینه توجه به نوسانات قیمت اوراق بهادار اهمیت اساسی دارد (گداری، ۱۳۸۵). بنا بر فرضیه بازارکارا (EMH) قیمت های مشاهده شده سهام باید بدرستی همه اطلاعات موجود در بازار را انعکاس دهد. از این جنبه همه قیمت های مشاهده شده باید با ارزش ذاتیشان مطابقت داشته باشند. در صورت عدم رعایت این فرض مشکلات زیادی در روند سرمایه گذاری توسط سرمایه گذاران ایجاد خواهد شد. در چنین شرایطی که بازار سهام مثل هر بازاری از محور اصلی خود خارج می شود و نمی تواند به وظایف اصلی خود که تخصیص کارای منابع است بپردازد. بنابراین در این وضعیت ارزش گذاری سهام شرکت ها بر مبنای عملکرد واقعی آنها انجام نمی شود و قیمت ها بعنوان یک نماگر درست عمل نخواهد کرد و راهنمای صادقی برای تخصیص سرمایه ها و هدایت آنها برای حضور در جایی که بیشترین کارایی را دارد دیگر به حساب نمی آید (Naoui, 2011).

یکی از عوامل مخرب و نابود کننده بازار سرمایه تشکیل حساب های قیمتی انفجاری سهام می باشد، لذا نظر به اهمیت استراتژیک مالی و اقتصادی این بازار، یکی از مقولات نظری مهم در ادبیات اقتصاد و مدیریت مالی مدل سازی آماری در تشخیص و ارزیابی وجود حساب های قیمتی در بورس اوراق بهادار است (سلطانی، ۱۳۸۵). در این پژوهش به بررسی وجود و شناسایی نوع خاصی از حساب های عقلایی بنام حساب ذاتی عقلایی پرداخته شده است. این نوع از حساب ها بر رابطه غیر خطی بین سود تقسیمی و قیمت سهام دلالت دارند که پیش بینی می کند تغییرات در عوامل بنیادی، انحرافات پایدار و ثابتی را در پی خواهد داشت. از اینرو حساب های ذاتی باعث می شوند که قیمت دارایی واکنش بیش از حدی را در مواجهه با تغییرات عوامل بنیادی نشان دهد. شناخت این نوع حساب ها می تواند در توضیح و توجیه سیر بلند مدت قیمت های سهام نقش ارزنده ای را ایفا کند (Froot & Obstfeld, 1991). همچنین همان طوری که توسط تری و مارش و رابرت هم مطرح گردید، به دلیل اختیار و کنترل تقریباً کامل مدیران روی انتخاب خطی مشی های تقسیم سود، توجه و شناسایی حساب های ذاتی عقلایی می تواند مدیران را در اتخاذ صحیح سیاست های تقسیم سود و جلوگیری از مضرات ناشی از ایجاد این حساب یاری رساند (Marsh & Robert, 1986). بنابراین توجه به این امر از طرفی می تواند به عنوان یک راهنمای مناسب مدیران در اتخاذ تصمیمات سیاست های تقسیم سود عمل نماید و از طرف دیگر منجر به تخصیص صحیح سرمایه گذاران به منابع صحیح، کارا و سودآور شود. از اینرو با توجه به ماهیت دینامیک حساب ها در بازار سرمایه و تحت تاثیر قرار دادن عملکرد سرمایه گذاران، شناسایی و توجه به حساب های ذاتی عقلایی در بازار سرمایه ایران (بازار بورس اوراق بهادار تهران) ناشی از تغییرات عوامل بنیادی از اهمیت قابل توجهی برخوردار می باشد، چرا که تشخیص این امر و اعمال کنترل های لازم توسط سیاستگذاران اقتصادی و اتخاذ سیاست های حمایتی توسط مقامات سیاستگذار و تشکیل سبد سهام بوسیله سهامداران در چنین مواقعی می تواند از ضرر و زیان بیشتر و

عواقب بعدی و ناگوار ناشی از انفجار آنها تا حد زیادی در امان بود و شدت افت بازار تعدیل کرد. بدین ترتیب توجه به این امر می تواند امکان برنامه ریزی استراتژیک، کنترل و سیاستگذاری صحیح تر و به تبع آن ایجاد یک بازار سرمایه کارا را در کشور فراهم خواهد آورد.

#### ۴-۱ اهداف پژوهش

۱. هدف از این پژوهش در ابتدا بررسی وجود نوع خاصی از حساب های عقلایی بنام حساب های ذاتی عقلایی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ناشی از تغییرات عوامل بنیادی از قبیل سود تقسیمی (نه عوامل خارجی) و اعمال کنترل های لازم در جهت مهار می باشد. بدین ترتیب می توان با اتخاذ صحیح سیاست های تقسیم سود از مضرات ایجاد این حساب جلوگیری بعمل آورد. تشخیص این امر می تواند نقش ارزنده ای را در اتخاذ تصمیمات صحیح مدیران در مورد سیاست های تقسیم سود و ایجاد یک بازار سرمایه کارا ایفا نماید.
۲. در هر نوع سرمایه گذاری، سرمایه گذار به دنبال کسب بازده از سرمایه گذاری است و سعی دارد که از مقدار بازده آتی سهام شرکت ها اطلاعاتی کسب کند. از طرفی درآمد هر سهم یکی از روش هایی است که محتوای اطلاعاتی زیادی از وضعیت درونی شرکت را ارائه می دهد. بنابراین هدف دیگر از این پژوهش به تعیین و بررسی قابلیت پیش بینی تغییر عایدات در بازده آتی با توجه به وجود حساب ذاتی عقلایی می باشد.

#### ۵-۱ فرضیات پژوهش

- ۱) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سال های ۱۳۸۳-۱۳۹۰ حساب ذاتی عقلایی وجود دارد.
- ۲) عایدات در شرکت های فاقد حساب ذاتی عقلایی، می تواند بازده آتی را پیش بینی نماید.

#### ۶-۱ متغیرهای پژوهش

##### ۱-۶-۱ متغیر وابسته

متغیری است که مشاهده یا اندازه گیری می شود تا تاثیر متغیر مستقل بر آن معلوم و مشخص شود (دلاور، ۱۳۷۴، ص ۷۲). در این پژوهش قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس به عنوان متغیر وابسته به کار رفته است.

##### ۲-۶-۱ متغیر مستقل

آن متغیری است که محقق تاثیر آن را بر سایر متغیرها مورد سنجش قرار می دهد (دلاور، ۱۳۷۴). در این پژوهش سود تقسیمی هر شرکت در نظر گرفته شده است. از آنجا که در این پژوهش داده ها به صورت فصلی می باشد، سود تقسیمی هر سهم از حاصلضرب درصد سود تقسیمی و درآمد تحقق یافته هر سهم سه ماهه، شش ماهه، نه ماهه و دوازده ماهه محاسبه گردید است.

### ۱-۶-۳ متغیر های کنترلی

عواملی هستند که بدون تغییر باقی می ماند و قویا بر روی سایر مقادیر اثر می گذارند. این متغیر ها تاثیر نسبی متغیر های مستقل را ثابت نگه می دارند<sup>۱</sup>. به منظور بررسی فرضیه دوم برای بازده آتی سه متغیر کنترل در نظر گرفته شده است که در این پژوهش شاخص قیمت مصرف کننده، سود تقسیمی واقعی و نرخ بهره بدون ریسک که در واقع همان نرخ اوراق مشارکت دولتی در نظر گرفته شده است.

### ۱-۷-۱ قلمرو پژوهش

#### ۱-۷-۱-۱ قلمرو موضوعی

طبق مطالب بیان شده قلمرو موضوعی این پژوهش بررسی وجود حباب ذاتی عقلایی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد.

#### ۱-۷-۱-۲ قلمرو مکانی

قلمرو مکانی پژوهش، بازار بورس اوراق بهادار تهران و به طور شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد.

#### ۱-۷-۱-۳ قلمرو زمانی

قلمرو زمانی پژوهش ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ در نظر گرفته شده است.

### ۱-۸ موانع و مشکلات پژوهش

کمبود منابع فارسی موجود در بانک اطلاعاتی  
عدم ارائه دقیق برخی اطلاعات و گزارشات مالی شرکت ها  
عدم همکاری مناسب شرکت ها در ارائه اطلاعات  
عدم وجود پایگاه داده ای دقیق برای جمع آوری داد های سود تقسیمی

### ۱-۹ تعریف واژگان و اصطلاحات کلیدی

**حباب (Bubble):** در ادبیات اقتصادی انحراف قیمت دارایی ها از قیمت تعادلی بلند مدت آنها را حباب می گویند. هرگونه انحراف قیمت سهام از مقدار واقعی آن منجر به تشکیل حباب می گردد. در صورتی که بتوان قیمت روز سهام را ترکیب زدایی نمود هر گونه تفاوت قیمت از ارزش فعلی مجموع سود های قابل انتظار در یک دوره نا محدود قابل تصور، نشان دهنده وجود جزء حبابی در قیمت روز سهام خواهد بود (Palgrave s Dictionary).

<sup>۱</sup><http://Wikipedia.com>