

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه آزاد اسلامی  
واحد تهران مرکزی  
دانشکده مدیریت، گروه مدیریت بازرگانی  
پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد (M.A)  
گرایش: مالی

عنوان:

بررسی عوامل تاثیر گذار بر حباب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

جناب آقای دکتر محمد حسن ابراهیمی

استاد مشاور:

جناب آقای دکتر میرفیض فلاح شمس

پژوهشگر:

شهناز آدرنگ

زمستان ۹۰



**ISLAMIC AZAD UNIVERSITY**

Central Tehran Branch

Faculty of Management , Business Management administration

**"M.A" Thesis**  
On " FINANCE"

**Subject:**

the exploration of affective factors on price bulb in Tehran  
exchange

**Advisor:**

Dr.M-HASAN EBRAHimi

**Reader:**

Dr.M-FEIZ FALLAH SHAMS

**BY:**

SHAHNAZ AZARANG

WINTER 2012

## سپاسگزاری:

با سپاس از درگاه خداوند متعال به واسطه لطف و عنایت بی‌نهایتش، بر خود می‌دانم از عزیزانی که در این پژوهش علمی یاری بخش من بوده‌اند قدردانی نمایم:

«جناب آقای دکتر محمد حسن ابراهیمی سرو علیا»، استاد محترم راهنما که هدایت این پژوهش را بر عهده داشتند و در عین مشغله بسیار، همواره با نظرات کارشناسانه خویش، سبب تکمیل و هرچه پر بارتر شدن پژوهش حاضر گردیدند.

«جناب آقای دکتر میرفیض فلاح شمس»، استاد محترم مشاور که با رهنمودهای خویش باعث تقویت هرچه بیشتر این تحقیق گردیدند.

همچنین از کلیه اساتید گران قدر و دوستان بزرگووارم که در طول اجرای تحقیق مرا یاری نموده‌اند کمال تشکر و قدردانی را دارم.

## تقدیم به پدر و مادر مهربانم

ای پدر اکنون حاصل دستان خسته ام رمز موفقیتیم شد

به خودم تبریک می گویم که تو را دارم و دنیا با همه بزرگیش مثل تو را ندارد....

وتوای مادر ای روح مهربان هستی ام عمری خستگی ها را به جان خریدی

تاکنون توانستی طعم خوش پیروزی را به من بچشانی....

## فهرست مطالب

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
	<b>فصل اول: کلیات تحقیق</b>
۲	۱-۱- مقدمه .....
۲	۲-۱- مساله اصلی تحقیق .....
۴	۳-۱- اهداف تحقیق .....
۴	۴-۱- اهمیت موضوع تحقیق .....
۴	۵-۱- سوالات تحقیق .....
۵	۶-۱- فرضیه های تحقیق .....
۵	۷-۱- واژه ها و اصطلاحات بکاررفته .....
۶	۸-۱- نوع روش تحقیق .....
۷	۹-۱- مدل تحقیق .....
۷	۱۰-۱- قلمرو مکانی تحقیق .....
۷	۱۱-۱- قلمرو زمانی تحقیق .....
۷	۱۲-۱- جامعه و حجم نمونه .....
۸	۱۳-۱- روشهای گردآوری اطلاعات .....
۸	۱۴-۱- محدودیتهای تحقیق .....
	<b>فصل دوم: ادبیات موضوع</b>
	<b>گفتار اول: حباب و ابعاد</b>
۱۰	۱-۲- مقدمه .....
۱۰	۲-۲- اساس حباب .....
۱۰	۳-۲- فرایند حباب .....
۱۱	۴-۲- تعاریف حباب .....
۱۲	۵-۲- انواع حباب .....
۱۳	۱-۵-۲- حباب های عقلایی و شبه عقلایی .....
۱۳	۲-۵-۲- حبابهای ذاتی .....
۱۴	۳-۵-۲- حبابهای ناشی از رفتار .....
۱۴	۴-۵-۲- حبابهای اطلاعاتی .....
۱۵	۶-۲- حباب بورس بازانه .....
۱۶	۷-۲- تمایز حباب و نوسانات عادی بازار .....
۱۷	۸-۲- حبابهای مهم جهان .....
	<b>گفتار دوم: حباب و مالی رفتار</b>
۲۱	۱-۲-۲- انتظارات و حباب .....

۲۲	انتظارات عقلایی
۲۳	نحوه شکل گیری حباب در چارچوب نظریه های رفتاری
۲۷	نظریه های مالی رفتاری و کاربرد آنان در تحلیل تکنیکی
۳۰	تحلیل تکنیکی و بنیادی
۳۱	معایب تحلیل تکنیکی
۳۲	معایب تحلیل بنیادی
۳۲	نظریه انتظار

#### گفتار سوم: حباب و بازار سرمایه

۳۵	حباب قیمت و بازار سرمایه
۳۶	همزیستی انتظارات عقلایی و حباب در بازار سرمایه
۳۷	کارایی بازار
۳۸	کارایی ضعیف
۳۸	کارایی نیمه قوی
۳۸	تعریف شفافیت
۳۹	نسبت P/E
۳۹	نقدشوندگی
۴۰	شناوری سهم
۴۰	رابطه بین شناوری و نقدینگی
۴۱	اندازه شرکت
۴۱	تاریخچه بورس دنیا و ایران
۴۲	بورس ایران
۴۳	مروری بر تحقیقات گذشته (پیشینه تحقیق)
۴۳	تحقیقات انجام گرفته در ایران

#### فصل سوم : کلیات تحقیق

۴۶	مقدمه
۴۲	روش شناختی و رویکرد مطالعاتی تحقیق
۴۶	روش تحقیق
۴۷	ساختار الگوی لاجستیک و پروبیت
۴۸	فرضیات تحقیق
۴۸	سوالات تحقیق
۴۹	دوره زمانی تحقیق
۴۹	قلمرو مکانی تحقیق
۴۹	جامعه آماری و حجم نمونه
۴۹	ابزار جمع آوری اطلاعات

۴۹	..... ۱۱-۳ تجزیه و تحلیل اطلاعات
۵۰	..... ۱-۱۱-۳ آزمونهای حساب
	فصل چهارم: تجزیه تحلیل داده ها
۵۴	..... ۱-۴ مقدمه
۵۴	..... ۲-۴ آزمون مانایی
۵۵	..... ۳-۴ آزمون تسلسل
۵۶	..... ۴-۴ ضرایب کشیدگی و چولگی
۵۸	..... ۵-۴ نتایج مدل لاجیت
۵۸	..... ۶-۴ کارایی مدل لاجیت
۵۸	..... ۷-۴ کارایی مدل لاجیت و پروبیت
۶۰	..... ۸-۴ نتایج آزمون فرضیه ها

#### فصل پنجم : نتیجه گیری و پیشنهادهای تحقیق

۶۳	..... ۱-۵ مقدمه
۶۳	..... ۲-۵ خلاصه آزمون نتایج فرضیه ها
۶۴	..... ۳-۵ نتیجه گیری نهایی
۶۴	..... ۴-۵ پیشنهادهای حاصل از تحقیق
۶۴	..... ۵-۵ پیشنهاد پژوهش برای محققین آینده
۶۶	..... پیوست ها و ضمائم
۷۵	..... فهرست منابع و ماخذ
۸۱	..... چکیده (لاتین)



## فهرست جداول

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
١٩	جدول ٢-١-.....
٥٥	جدول ٤-١-.....
٥٦	جدول ٤-٢-.....
٥٧	جدول ٤-٣-.....
٥٧	جدول ٤-٤-.....
٥٨	جدول ٤-٥-.....
٥٩	جدول ٤-٦-.....
٥٩	جدول ٤-٧-.....
٦٠	جدول ٤-٨-.....

## فهرست نمودارها

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
۱۴ .....	نمودار ۲-۱ - .....
۳۳ .....	نمودار ۲-۲ - .....

فصل اول  
کلیات تحقیق

## ۱-۱- مقدمه

بورس اوراق بهادار به عنوان یک بازار متشکل و رسمی، مهمترین متولی جذب و سامان دادن صحیح منابع مالی سرگردان است و با جمع‌آوری نقدینگی جامعه و فروش سهام شرکت‌ها، ضمن به حرکت در آوردن چرخ‌های اقتصاد جامعه از طریق تأمین سرمایه‌های مورد نیاز پروژه‌ها، کاهش دخالت دولت در اقتصاد و نیز افزایش درآمدهای مالیاتی، منافع اقتصادی چشمگیری به ارمغان می‌آورد و در کنار آن، اثرات تورمی ناشی از وجود نقدینگی در جامعه را نیز از بین می‌برد. در بورس، انواع اوراق بهادار مانند سهام شرکت‌ها، اوراق قرضه و اوراق مشارکت مؤسسات دولتی یا خصوصی، تحت قوانین و مقررات خاصی دادوستد می‌شود.

یکی از عوامل مخرب و نابود کننده بازار سرمایه، تشکیل حبابهای قیمتی انفجاری در بورس اوراق بهادار است نوسانات شدید قیمت در بازار سرمایه، از دیر باز مسئله‌ای بوده که سبب زیان عده‌ای از عاملین بازار شده است. این نوسانها عموماً فضایی نامطلوبی در بازار ایجاد می‌کنند که تا مدتها باعث کاهش اطمینان خریداران شده و می‌تواند علتی برای انتقال بحران از بخش مالی به بخش واقعی اقتصاد باشد. افزایش شدید قیمت و در نهایت کاهش یکباره آن گاهی چنان باعث بدبینی به بازار سهام شده است که دانیل دوفو در قرن هجدهم میلادی، معامله سهام را «یک حقه» نامید که «اساس آن تقلب است و سرمنشاء آن فریب» است از آن زمان مدت زیادی می‌گذرد و همواره سعی شده آن دوران تکرار نشود؛ اما نوسان قیمت در بازارهای سرمایه همچنان ادامه دارد و صدمات زیادی به سرمایه‌گذاران زده است. از اینرو اقتصاددانان در حوزه مالی بر آن شدند با استفاده از الگوهای بنیادی، به تحلیل و پیش‌بینی رفتار قیمت در بازار سرمایه بپردازند. اما تحقیقات دو دهه اخیر حاکی از این بود که نوسانات قیمت در بازار سهام بیشتر از میزانی است که بتوان آن را با الگوهای بنیادی توضیح داد «شیلر» (۱۹۸۱) نشان داد در یک قرن گذشته قیمت‌های سهام در ایالات متحده بین پنج تا سیزده بار پرنوسان‌تر از آن است. که بتوان آن را به اطلاعات جدید در مورد سودهای پرداختی در آینده نسبت داد. «لی روی و پرتز» (۱۹۸۱) نیز در حالت کلی این موضوع را تأیید کردند. به همین دلیل روشهایی برای تعدیل و تکمیل الگوها بنیادی بوجود آمد تا بتوان به کمک آنها نوسانهای بیش از حد قیمت را توضیح داد. (صمدی، ۱۳۸۸، فصلنامه بورس)

## ۱-۲- بیان مسأله تحقیق

بحران مالی که اکثر اندیشمندان و اقتصاددانان را به خود مشغول کرده به عنوان حباب قیمت مطرح است عاملی است که به روند شاخصهای بورس اثر کرده و آن را از وضعیت عادی خارج می‌سازد و نهایتاً افزایش شاخصها و قیمت سهام را نه براساس اطلاعات منتشر شده در بازار و تبعیت از اصول بنیادین بلکه براساس انتظارات سرمایه‌گذاران از سودآوری شرکتها، رفتارهای تقلیدی، و عواملی از این دست باعث می‌گردد. این امر افت و خیزهای شدیدی را در بازار سرمایه ایجاد کرده و سبب خروج سرمایه‌گذاران از بازار و لطمه بر اقتصاد می‌شود. با ورود مفهوم حباب به بورس و به دنبال آن بحران‌های مالی ناشی از تشکیل حباب ما در این

تحقیق بر آنیم تا نوسانات غیر عادی قیمت را که جزء ذات بازار نیست و از شکل عادی نوسانات فاصله گرفته است و عواملی که اثر گذار بر آن هستند را مورد بررسی قرار داده.

### ۳-۱- اهداف تحقیق

بدیهی است سرمایه گذاری زمانی می تواند به صورت فراگیر در کشور انجام پذیرد که بستر مناسب آن وجود داشته باشد. برای ایجاد بستر مناسب سرمایه گذاری در بورس، دو نکته حائز اهمیت است اول این که از طریق اعمال سیاست های ثبات اقتصادی نوسانهایی و تکانهایی اقتصادی کاهش یابد و بدین ترتیب، سرمایه گذاران بتوانند در یک فضای نسبتاً امن اقتصادی و بدون نگرانی از تکانهایی شدید غیر قابل انتظار، اقدام به سرمایه گذاری کنند.

دوم آنکه وضعیتی فراهم شود که دستیابی به اطلاعات و تحلیل آن برای تمام سرمایه گذاران به آسانی امکان پذیر باشد. حباب قیمتی باعث می گردد این ثبات اقتصادی از بین برود و بورس دیگر بستر مناسبی برای سرمایه گذاری نباشد.

هدف اصلی این تحقیق بررسی عوامل تاثیر گذار بر حباب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران است.

### ۴-۱- اهمیت و ضرورت موضوع تحقیق

در شرایطی که سرمایه گذاران در بازارهای قابل مبادله مانند سهام تصمیمات خود را برای خرید و فروش سهام را به جای بازده آن بر مبنای وضعیت قیمتتها در آینده نزدیک پی ریزی می کنند. دیگر مدل‌های علمی ارزش گذاری دارایی ها مانند مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای، از تحلیل رفتار شناسی عاملان بازار بورس عاجز می ماند، چرا که مدلها آمده اند تا قدرت تحلیل و پیوند متغیرها نشان دهند و به عاملان بازار قدرت پیش بینی اعطا کنند، در چنین جوی در بازار که باید مطابق معمول میزان عرضه و تقاضا تعیین کننده قیمت باشند و برای سفارش های خرید و فروش، بازار را به یک قیمت تعادلی برساند، جو حباب ساز بازار بورس باعث می شود که نرخ بازده یا بازگشت سهام به جای آن که قیمت مذکور را تعیین کند خود به وسیله آن تعیین می شود. در چنین شرایطی که بازار سهام مثل هر بازار دیگر از محور اصلی خود خارج می شود و نمی تواند به وظایف اصلی خود که تخصیص کارایی منابع است بپردازد، و تبعات وخیمی قابل انتظار است. یکی از این ابعاد مصیبت بار آن است که خریدارانی که می بایست به کمک علائم بازار؛ به تفکیک شرکت‌های با عملکرد ضعیف از شرکت‌های واقعاً موفق که برای سرمایه گذاری مناسب هستند بپردازند در انتخاب خود دچار گمراهی می شوند. به این مفهوم که در شرایط حباب، ارزش گذاری شرکتها بر مبنای عملکرد واقعی آنها انجام نمی شود و قیمتتها دیگر به عنوان یک نماگر عملکرد آنها نمی تواند نشان دهد و راهنمایی صادق برای تخصیص سرمایه ها و هدایت آنها برای حصول در جایی که بیشترین کارایی را دارند دیگر به حساب نمی آید. (مولایی نژاد، ۱۳۸۸، ص ۴)

### ۵-۱- سوالات تحقیق

آیا حباب قیمت در بورس رخ داده است.

آیا بین شفافیت اطلاعات و حباب قیمت سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

آیا بین نقدشوندگی و بروز حساب قیمت رابطه وجود دارد.  
آیا بین نسبت  $p/E$  و بروز حساب قیمت رابطه وجود دارد.  
آیا بین شناوری سهم شرکت و بروز حساب قیمت رابطه وجود دارد.  
آیا بین اندازه شرکت و حساب قیمت رابطه وجود دارد.

#### ۶-۱ - فرضیه تحقیق

فرضیه اصلی اول : بین حساب قیمت و بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: پیش بینی حساب قیمت یک شرکت، براساس اندازه ی شرکت (سرمایه ی شرکت)، نقدشوندگی سهم، نسبت  $p/E$ ، وضعیت شفافیت اطلاعاتی و وضعیت شناوری (ترکیب سهام داری) شرکت با استفاده مدل لاجیت و پروبیت امکانپذیر خواهد بود.  
فرضیه فرعی اول: بین شفافیت اطلاعات و حساب قیمت سهام رابطه معنی داری وجود دارد.  
فرضیه فرعی دوم: بین نقدشوندگی و بروز حساب قیمت رابطه وجود دارد.  
فرضیه فرعی سوم: بین نسبت  $p/E$  و بروز حساب قیمت رابطه وجود دارد.  
فرضیه فرعی چهارم: بین شناوری سهم شرکت و بروز حساب قیمت رابطه وجود دارد.  
فرضیه فرعی پنجم: بین اندازه شرکت و حساب قیمت رابطه وجود دارد.

#### ۷-۱- تعاریف متغیرها و اطلاعات بکار رفته در تحقیق

**حساب قیمت:** حساب وضعیتی اطلاق می شود که در آن ارزش بازاری یک دارائی نسبت به ارزش فعلی جریان سود بیشتر شود و همچنین آنرا یک شوک افزایش در قیمت دارائیهای مالی تاجایی که از نظر اقتصادی فاقد توجیه باشد، تعریف می کنند.

**سهام:** سهم به معنای بخشی از دارایی های یک شرکت یا کارخانه است. دارنده سهم به همان نسبتی که سهام در اختیار دارد در مالکیت شرکت یا بنگاه تولیدی شریک است.

**ارزش ذاتی:** ارزش واقعی سهم به مبنای جریان نقدآتی و عوامل بنیادین نسبت  $(P/E)$ : نشان دهنده انتظارات بازار از چشم انداز وضعیت رشد سود آوری آتی شرکت می باشد که از تقسیم قیمت جاری سهام شرکت در بازار، بر سود خالص پیش بینی شده هر سهم حاصل می گردد.

**سرعت گردش معاملات (نقدشوندگی):** قدرت نقدشوندگی و تبدیل سهم به پول در بازار که با عواملی مثل تعداد خریداران، دفعات خرید، روزهای معامله، تعداد سهم مورد معامله، حجم معاملات و ارزش سهم سنجیده می شود. رتبه نقدشوندگی از عدد ۱ تا تعداد شرکتهای حاضر در بازار ادامه دارد و با بزرگتر شدن رتبه نقدشوندگی احتمال بروز مشکل در زمان فروش را بیان می کند.

**شفافیت اطلاعات:** نشان دهنده حجم و غنای اطلاعات منتشر شده توسط بورس اوراق بهادار در ارتباط با شرکتهای می باشد. مقیاس این متغیر به صورت رتبه‌بندی است و برای محاسبه آن شرکتهای بر اساس میزان و کیفیت اطلاعات رسمی منتشر شده رتبه بندی میشوند. رتبه بندی مذکور برای همه شرکتهای توسط سازمان بورس اوراق بهادار انجام شده که در این تحقیق از این رتبه بندی برای طراحی الگو استفاده خواهد شد.

**اندازه شرکت:** اندازه شرکت با جمع دارایی ها و جمع فروش و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت ارتباط مستقیمی دارد و بر اساس ارزش کل بازاری شرکت تعیین شده می باشد و برای اندازه گیری آن تعداد سهام شرکت مورد بررسی، ضرب در قیمت جاری سهام در بازار می گردد.

**شناوری سهم:** میزان توزیع سهام میان سرمایه گذاران فردی و گروهی در بازار مفهومی بنام Free Float که به فارسی آنرا سهم شناور آزاد تعریف می کنیم، مقدار سهمی است که انتظار می رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد. یعنی در صورت اخذ قیمت مناسب، آن را برای فروش ارائه می کنند. برای محاسبه سهام شناور آزاد باید ترکیب سهامداران بررسی گردد و سهامداران راهبردی مشخص گردند. (سهامدار راهبردی، سهامدارانی هستند که در کوتاه مدت قصد واگذاری سهام خود را نداشته و معمولاً میخوانند برای اعمال مدیریت خود این سهام را حفظ نمایند.) با این فرض، در محاسبه سهام شناور آزاد تعداد سهام متعلق به دارندگان سهام راهبردی از تعداد کل سهام موجود کسر می شود.

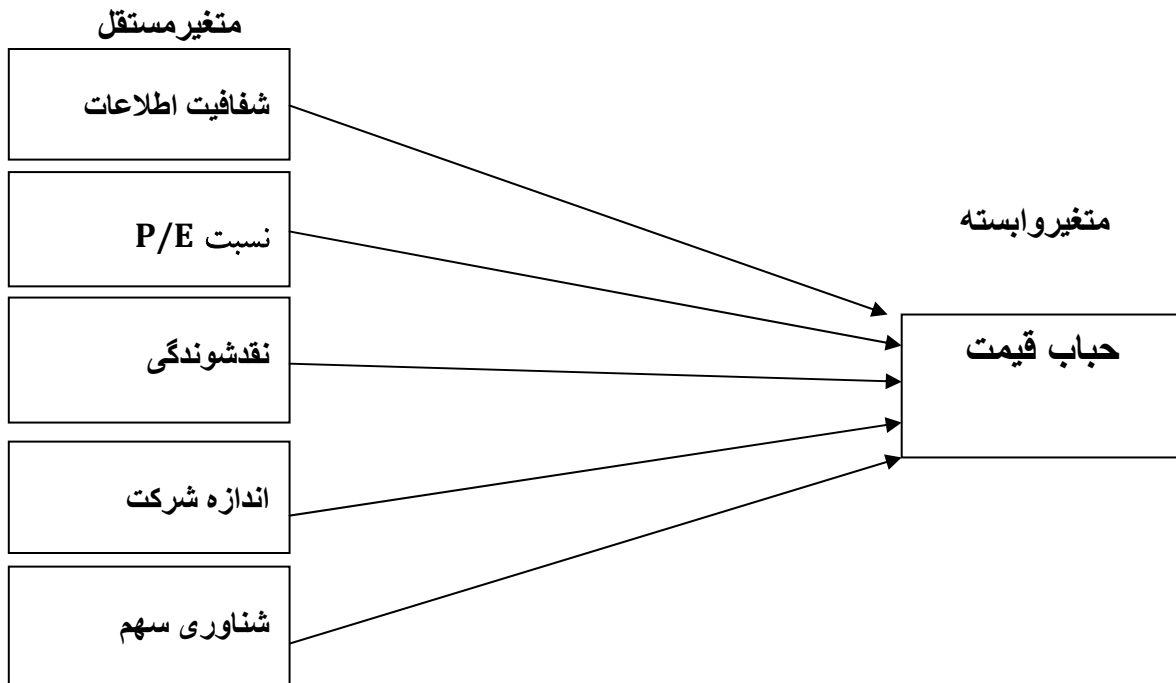
#### ۸-۱- روش تحقیق

روش انجام این پژوهش از روش کتابخانه ای و اسنادی است؛ در بخش کتابخانه ای از طریق مراجعه به کتب، مقالات و منابع موجود در کتابخانه ها، سازمان بورس اوراق بهادار تهران و جستجو در شبکه جهانی اینترنت و همچنین مطالعه و بررسی پایان نامه ها و رساله های کارشناسی ارشد و دکتری، مطالب مرتبط با موضوع تحقیق گرد آوری و استفاده خواهد شد. داده های مرتبط به موضوع پژوهش از منابع رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای ره آوردنویین و تدبیر پرداز استخراج شده است سپس داده ها به منظور انجام آزمون های مورد نظر آماده سازی می گردند.

در مرحله بعد، دسته بندی شرکت ها به دو گروه حسابدار و بدون حساب با انجام آزمونهای آماری ( چولگی، کشیدگی و تسلسل ) انجام و اطلاعات به دست آمده به همراه داده های مرحله اول به عنوان ورودی مدلهای تحقیق، در نظر گرفته خواهد شد.

مدل مورد استفاده در این تحقیق مدل لوجستیک و پروبیت میباشد. برای اجرای مدل لوجستیک و پروبیت از نرم افزار Eviews و spss19 استفاده شده است و برای انجام آزمونهای حساب از نرم افزار spss19 استفاده شده است.

## ۹-۱- مدل تحلیلی تحقیق



### ۱۰-۱- قلمرو مکانی تحقیق

قلمرو تحقیق حاضر شرکت های مورد مطالعه ایرانی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

### ۱۱-۱- دوره زمانی تحقیق

دوره زمانی سال ۸۳ تا ۸۸ می باشد.

### ۱۲-۱- جامعه آماری و حجم نمونه

يك جامعه آماری عبارت است از مجموعه ای از افراد یا واحدها که دارای حداقل يك صفت مشترك باشند. صفت مشترك صفتي است که بین همه عناصر جامعه آماری مشترك و متمایز کننده جامعه آماری از سایر جوامع باشد. (آذر، مومنی، ۱۳۸۸، ص ۲۰۲)

جامعه آماری در این تحقیق شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۳-۱۳۸۸) میباشد

شرکتهای که دارای شرایط زیر باشند به عنوان حجم نمونه انتخاب شده اند

- ۱- حداقل از ابتدای سال 1383 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
- ۲- اطلاعات مورد نیاز جهت متغیرها تحقیق در مورد آن شرکتهای، در طول دوره تحقیق در دسترس باشد.
- ۳- معاملات سهام شرکتهای طی سالهای مورد مطالعه وقفه معاملاتی نداشته باشد.



۴- سال مالی شرکت مختوم به 29 اسفند ماه باشد و شرکت در دوره مورد مطالعه سال خود را تغییر نداده باشد.

### ۱-۱۳- ابزارهای گردآوری داده ها(اطلاعات)

روش جمع آوری اطلاعات به صورت اسنادی و کتابخانه ای است در روش اسنادی اطلاعات مربوط به بازدهی های روزانه شرکت های بورس اوراق بهادار از سایت مدیریت پژوهش و توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، (نرم افزار رهاورد نوین) نرم افزار رسمی کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران (نرم افزار تدبیر پرداز ) اخذ شده است. جهت گردآوری اطلاعات در زمینه مبانی نظری و ادبیات تحقیق موضوع، از منابع کتابخانه ای، مقالات، کتابهای مورد نیاز استفاده گردیده است و نیز از شبکه جهانی اطلاعات (Internet) و از طریق اسناد، مدارك و اطلاعیه های منتشر شده از شرکت ها از طریق بورس اوراق بهادار تهران اخذ شده است.

### ۱-۱۴- محدودیتهای تحقیق

- لحاظ نشدن قیمت های بعضی از روزها در شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس
- داده های مورد استفاده در این تحقیق، ارقام بازدهی سهام شرکت ها می باشد که در محاسبه آن متغیرهای نقش دارند که تعاریف این متغیرها به بازدهی های مختلف ختم می شود. در این پژوهش از بازدهی محاسبه شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است

فصل دوم  
ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق  
گفتار اول  
حباب و ابعاد آن

## ۱-۲- مقدمه

تثبیت اقتصادی یکی از وظایف اصلی دولت در حیطه اقتصادی می باشد. شاید بتوان ریشه اصلی نوسانات در سطح کلان اقتصادی را تورم و نوسانات سطح قیمت ها دانست یکی از عوامل به شدت تاثیر گذار در نوسان قیمت ها وجود حباب روی سطح قیمتها می باشد تشکیل انبساط و ترکیدن حباب های قیمتی منجر به نوسان شدید در سطح قیمت کالا و خدمات خواهد شد. توجه نکردن به وجود حباب قیمتی به عنوان یکی از ریشه های نوسانات اقتصادی دولت و بانک مرکزی را در رسیدن به وظیفه تثبیت ناکام خواهد گذاشت وجود حباب قیمتی در بازارهای مختلف و بطور کلی حباب در سطح قیمت ها یکی از نظریه های جدید در حیطه اقتصاد کلان بوده که به دلیل اختلال در فرآیند جاری اطلاعات صحیح در بازار پدید آمده و نادیده گرفتن این عامل قیمت هزینه هایی به اقتصاد ملی تحمیل خواهد کرد و از طرف دیگر شاید آن را به عنوان معضلی فراگیر چه برای اقتصادهای پیشرفته و چه اقتصادهای ضعیف معرفی کرد در واقع این پدیده با به دام انداختن بخش عظیمی از سرمایه ها در بورسهای جهان عاملی برای ایجاد رکورد و خروج سرمایه از بازار محسوب میشود رشد شاخص بورس و قیمت سهام از جمله عواملی هستند که برای تعیین رونق بازار سرمایه از آنها بهره گرفته می شود اما همیشه نمی توان این فاکتورها را شاخص بهبود سرمایه گذاران و رونق بازار دانست. حباب قیمت عاملی است که بر روند شاخصهای بورس اثر کرده و آن را از وضعیت عادی خارج می سازد. (اثنی عشری، سمیری، ۱۳۸۸، فصلنامه شماره ۴۹، ص ۵)

در تحقیق حاضر ما به بررسی عوامل تاثیر گذار بر حباب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران می پردازیم.

## ۲-۲- اساس حباب

اساس و جوهر حباب قیمت ها بر اساس واکنشی است که نسبت به افزایش قیمت ها صورت می گیرد به این ترتیب که افزایش قیمت ها منجر به افزایش اشتیاق سرمایه گذاران، افزایش تقاضا و در نتیجه افزایش دوباره قیمت ها می شود. افزایش تقاضا برای دارایی ها، نتیجه ذهنیت مردم از بازدهی بالایی اوراق در گذشته و خوش بینی آنها نسبت به دریافت بازده بالا در آینده است. همین بازخورد افزایش قیمت هاست که باعث بالا رفتن مجدد قیمتها بیش از میزان طبیعی می شود. به هر حال حباب، هیچ گاه ماندگار نیست. قیمت ها نمی توانند تا ابد رشد صعودی داشته باشند و زمانی که افزایش قیمتها به نقطه پایان برسد، تقاضای فزاینده نیز به پایان راه می رسد. اینجاست که بازخورد صعودی جای خود را به بازخورد نزولی می دهد. (واعظ، ترکی، ۱۳۸۷، فصلنامه شماره ۳، ص ۲۰۰)

## ۳-۲- فرایند حباب

سرمایه گذاران دارای تشخیص ناهمگنی در برآورد ذهنی از قیمت بنیادی هستند. اما با توجه به اینکه در بازار برای یک سهم تنها یک قیمت وجود دارد، این قیمت به نوعی برآیند عقاید مختلف در مورد قیمت بنیادی است. حال اگر اغلب سرمایه گذاران معتقد باشند قیمت جاری سهام از

قیمت بنیادی کمتر است، میل به خرید موجب افزایش قیمت سهام می شود و در صورتی که انتظارات بر عکس باشد، قیمت شروع به کاهش می کند. از طرفی سرمایه گذارانی هم که قیمت بنیادی را درست برآورد می کنند، توانایی بیشتری در کسب ثروت داشته و اغلب نقش زیادی در قیمت گذاری سهام دارا هستند. این فرایند اغلب باعث بهبود قیمت گذاری سهام در طول زمان شده و باعث می گردد که قیمت جاری در اطراف قیمت بنیادی نوسان کند. این نوسانات می تواند با اخلاص در اطلاعات و مقاومت بازار در برابر انتقال اطلاعات دارای دوره های متفاوت از نظر زمانی و اندازه باشند.<sup>۱</sup> بنابراین قیمت یک سهم در بازار بر اساس ذهنیت سرمایه گذاران در مورد آن، گاهی بیشتر و گاهی کمتر از قیمت بنیادی است. به همین دلیل در بازار روی یک سهم همواره در یک جهت حساب وجود نخواهد داشت. از طرفی اندازه و جهت این حساب نیز بر اساس وضع بازار و ذهنیت عاملین شرکت کننده در آن متغیر و تصادفی خواهد بود، به همین جهت حسابها را می توان بصورت یک فرایند تصادفی در نظر گرفت که بطور دائم در حال نوسان است. این تحلیل مبنای روش «وو»<sup>۲</sup> (۱۹۹۷) در تشخیص فرایند حساب و تلخیص آن از سری زمانی قیمت بورس سهام است. وو با استناد به این که حساب دارای یک فرایند در قالب یک الگوی پویای سری زمانی با نام فرم فضایی حالت است، این فرایند را به عنوان یک متغیر مشاهده نشده از قیمت سهام استخراج نمود. (صمدی، ۱۳۸۸، فصلنامه شماره ۴، ص ۲۸۴)

#### ۲-۴- تعاریف حساب

اگرچه از واژه ی حساب در بازارهای مالی زیاد استفاده شده است، اما تعریف مشترک از این پدیده در این حوزه به چشم نمی خورد. تعاریف موجود از حساب فقط در برخی ویژگی ها مشترک هستند. در این قسمت به ارائه ی چند تعریف که بیش تر مورد توجه واقع شده اند می پردازیم.

در ادبیات مالی، حساب وضعیتی اطلاق می شود که در آن ارزش بازاری یک دارائی نسبت به ارزش فعلی جریان سود بیشتر شود و همچنین آنرا یک شوک افزایش در قیمت دارائیهای مالی تا جایی که از نظر اقتصادی فاقد توجیه باشد، تعریف می کنند.

پیترگاربردر کتاب مشهور خود (اولین حساب بزرگ) حساب را این چنین تعریف می کند: آن قسمت از حرکت قیمت سهم بر اساس عواملی که ما آنها را بنیادین می نامیم قابل توجیه نیست.

کیندل برگر (۱۹۸۷)<sup>۳</sup> حساب را به صورت زیر تعریف می کند « افزایش سریع در قیمت یک یا طیفی از داراییها در یک فرایند پیوسته، که افزایش قیمت اولیه، انتظار افزایش قیمت آتی را ایجاد کرده، باعث جذب خریداران جدید به بازار می شود. سوداگران معمولاً از سود حاصل از خرید و فروش استفاده می برند تا از مصرف کالا. افزایش قیمت با معکوس شدن. انتظارات سقوط کرده و معمولاً باعث بروز بحران های مالی می شود» در مطالعات انجام شده، بر جنبه های ویژه ای از تعریف بالا به شرح زیر تمرکز شده است:

<sup>۱</sup> -Qin (2005)

<sup>۲</sup> -wug(1997)

<sup>۳</sup> -kindle bergr(1987)