

دانشکده علوم اقتصادی
گروه مدیریت مالی

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی

بررسی تاثیر سیاست های پولی بانک مرکزی بر بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

دکتر شهاب الدین شمس

استاد مشاور:

دکتر محمد رضا منجذب

پژوهشگر:

رضا ترابی

اردیبهشت ۸۹

اظهارنامه دانشجوی

موضوع پایان نامه : بررسی تاثیر سیاست های پولی بانک مرکزی بر بورس اوراق بهادار تهران

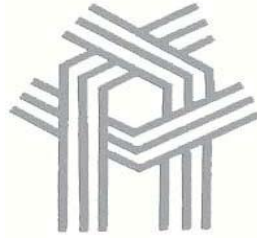
استاد راهنما : دکتر شهاب الدین شمس

اینجانب رضا ترابی دانشجوی دوره کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی دانشکده علوم اقتصادی به شماره دانشجویی ۸۵۲۵۱۱۰۰۴ گواهی می نمایم که تحقیقات ارائه شده در این پایان نامه توسط شخص اینجانب انجام شده و صحت و اصالت مطالب نگارش شده مورد تأیید می باشد و در موارد استفاده از کار دیگر محققان به مرجع مورد استفاده اشاره شده است. به علاوه گواهی می نمایم که مطالب مندرج در پایان نامه تاکنون برای دریافت هیچ نوع مدرک یا امتیازی توسط اینجانب یا فرد دیگری ارائه نشده است و در تدوین متن پایان نامه چارچوب مصوب دانشکده را به طور کامل رعایت کرده ام.

امضاء دانشجو:

۱۳۸۹/۳/۱۶

کلیه حقوق مادی و معنوی مترتب بر نتایج مطالعات، ابتکارات و نوآوری‌های ناشی از تحقیق، همچنین چاپ و تکثیر، نسخه‌برداری، ترجمه و اقتباس از این پایان‌نامه کارشناسی ارشد، برای دانشکده علوم اقتصادی محفوظ است. نقل مطالب با ذکر منبع بلامانع است.



دانشکده علوم اقتصادی
گروه مدیریت مالی

رساله کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی آقای رضا ترابی تحت عنوان:

بررسی تأثیر سیاست های پولی بانک مرکزی بر بورس اوراق بهادار تهران

در تاریخ ۱۳۸۹/۲/۲۹ توسط هیأت داوران زیر بررسی و به تصویب نهایی رسید.

<u>امضاء</u>	<u>رتبه علمی</u>	<u>نام و نام خانوادگی</u>	<u>اعضای هیأت داوران</u>
	استادیار	دکتر شهاب الدین شمس	۱. استاد راهنما
	استادیار	دکتر محمد رضا منجذب	۲. استاد مشاور
	استادیار	دکتر محمد خدایی	۳. استاد داور

امضای نماینده تحصیلات تکمیلی

تشکر و قدردانی :

" بنام آنکه آگاه است بر هر آنچه که پنهان و آشکار است "

سپاس خدایی را که ضمیر انسانها را به نور ایمان و چراغ علم، منور گردانید و اندیشه و تفکر را جوهر وجودمان قرار داد، سلاح خرد را عطا فرمود تا همواره با بهره‌گیری از آن، رشد و توسعه و ارتقا در زندگی و معنویات محقق گردد. شکوفایی علم در برهوت جان ما از اوست. شکر نعمات ذات اقدس حق بر هر امری لازم و ضروری است. ذات پاک و بی‌نیاز معبودی که به قلم، قداست و به انسان، کرامت بخشید و او را به زیور علم و دانش بیاراست .

پس از آن به مصداق آیه شریفه " من لم یشکر المخلوق لم یشکر الخالق " بر خود واجب می‌دانم، سپاس بیکران خود را نثار اساتید و معلمانی نمایم که از خرمن علمشان خوشه‌ها چیدم. آنان که راهم را روشن نمودند تا توان پیمودن بیابم، به خصوص :

از استاد گرامی جناب آقای دکتر "شهاب الدین شمس" که همواره در طول مدت تحصیل و در تمام مراحل تهیه و تنظیم پایان نامه به عنوان استاد راهنما با نظرات راهگشای خود اینجانب را مورد لطف و عنایت خویش قرار دادند، تشکر و قدردانی می‌نمایم .

مراتب قدردانی ویژه خود از استاد معظم و فرهیخته جناب آقای دکتر "محمد رضا منجذب" که در زمان تهیه و تنظیم پایان نامه به عنوان استاد مشاور از راهنماییهای عالمانه و مشفقانه ایشان بهره‌مند بوده‌ام و همچنین از جناب "دکتر محمد خدایی" که زحمت داوری رساله را بر عهده داشته‌اند، ابراز می‌دارم. در انتها از مدیریت و مسئولین محترم تحصیلات تکمیلی (جناب دکتر ناصر فرشاد گهر و آقای نوری) که در طول مدت تحصیل در مقطع کارشناسی ارشد به نحوی یاری‌رسان اینجانب بوده‌اند، کمال تشکر و امتنان را دارم .

در نهایت سپاسگزارم از آنان که در حیاتم وامدار و شرمنده‌انام : پدر بزرگوار و مادر فداکارم .

" و من ...التوفیق "

تقدیم به : " روح جاویدان و همیشه سبز برادرم "

و

" فرشتگان مهربانی که در آغوش پر مهر و صمیمی شان بالیدم . "

همانانی که با تاول دستانشان

در روزهای ناامیدی و یاس

امید به آینده و عشق به زندگی را

بر سینه ام حک نمودند و با عرق جبینشان

غبار سختی و مشکلات را از زندگیم زدودند.

تقدیم به : " برادران و خواهران مهربانم "

همانانی که در سالهای تحصیل و دوری و غربت

بار سنگین زندگی مرا

به همراه پدر و مادرم بر دوش می کشیدند .

و در نهایت به :

همسرم که صبـورانه یاری ام کرد .

چکیده:

در این پایان‌نامه، به بررسی و تجزیه و تحلیل شرایط اقتصادی ایران و چگونگی روابط بلندمدت میان متغیرهای مرتبط با بازار پول و بازار سرمایه پرداخته شده است. فرضیه اصلی، تاثیر متغیرهای سیاست پولی بر فعالیت بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. متغیرهای مرتبط با سیاست پولی، سه متغیر حجم اوراق مشارکت منتشره، حجم نقدینگی و نرخ بهره در نظر گرفته شدند، که با توجه به نتایج حاصل از تحقیقات انجام شده در داخل و خارج از کشور در حوزه‌های اقتصادی، متغیرهای مناسبی جهت توضیح و چگونگی عملکرد سیاستهای پولی کشور، می‌باشند. به منظور سنجش فعالیت بورس اوراق بهادار تهران نیز، از دو متغیر حجم معاملات و شاخص قیمت و بازده نقدی، استفاده گردید که در مجموع متغیرهای مناسبی جهت توضیح فعالیتهای بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. در بخش متدولوژی، با مقدمات اقتصاد سنجی و استنتاج آماری آشنا شده و در بخش دیدگاههای نظری درباره موضوع، پایه نظری مدل را با استفاده از دو نظریه پورتفولیو و فیشر بنا نهادیم و پس از تصریح مدل، جهت برآورد اقتصاد سنجی معادلات از روش خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی استفاده شده و به بررسی رابطه بین متغیرهای سیاست پولی و بورس اوراق بهادار تهران، با روش نماگرهای اقتصادی مربوطه پرداخته و هر فرضیه بطور جداگانه آزمون گردید. نتایج حاصله مبین وجود رابطه مثبت بین حجم نقدینگی و نرخ بهره با حجم معاملات بازار بورس و رابطه معکوس با اوراق مشارکت منتشره می‌باشد، و در خصوص ارتباط متغیرهای مستقل با شاخص قیمت بازار (بازده بازار) نیز روابط معناداری به اثبات نرسید.

کلمات کلیدی: بورس اوراق بهادار تهران، مدل خودرگرسیونی با وقفه‌های توزیعی، اوراق مشارکت، اقتصاد سنجی،

حجم معاملات، نقدینگی، تئوری پرتفولیو، تئوری فیشر.

فهرست مطالب

فصل اول: کلیات تحقیق :

- ۱-۱-۱- مساله تحقیق ۲
- ۲-۱- تشریح و بیان موضوع ۴
- ۳-۱- ضرورت انجام تحقیق ۷
- ۴-۱- فرضیه های تحقیق ۸
- ۵-۱- اهداف اساسی از انجام تحقیق ۹
- ۶-۱- طرح کلی تحقیق ۱۱
- ۷-۱- روش تحقیق ۱۲
- ۸-۱- روشهای گرد آوری اطلاعات ۱۳
- ۸-۱-۱- قلمرو تحقیق ۱۳
- ۹-۱- جامعه آماری ۱۳
- ۱۰-۱- روشهای مورد نظر برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیات ۱۴
- ۱۱-۱- تعریف واژه ها و اصطلاحات تخصص ۱۴

فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق :

- ۱-۲- مقدمه ۱۷
- ۲-۲- سیاست پولی و اهداف آن ۱۷
- ۳-۲- اهداف میانی سیاست پولی ۱۹
- ۴-۲- بازار پول غیر رسمی و تاثیر آن بر اهداف سیاست پولی ۲۳
- ۵-۲- اهداف و ابزارهای سیاست پولی در ایران ۲۵
- ۶-۲- نقدینگی ۲۷
- ۷-۲- کابوسی بنام نرخ سود بانکی ۳۲
- ۸-۲- علل پیدایش بورس اوراق بهادار ۳۴
- ۹-۲- سابقه بازار سرمایه در ایران ۳۵
- ۱۰-۲- تاریخچه ایجاد بورس اوراق بهادار (۳ مرحله) ۳۶
- ۱۱-۲- اهمیت بازار سرمایه در توسعه اقتصادی ۳۹
- ۱۲-۲- اهمیت بازار سرمایه در مقایسه با بازار پول ۴۲
- ۱۳-۲- اوراق مشارکت بانک مرکزی ۴۴

۴۵.....	۱۴-۲- ارزشیابی اوراق بهادار
۴۶.....	۱۵-۲- تئوری بازار کارا
۴۷.....	۱۶-۲- شاخص قیمت سهام
۴۹.....	۱-۱۶-۲- شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران
۵۰.....	۱۷-۲- مقایسه عملکرد بازار سرمایه با متغیرهای کلان اقتصادی
۵۱.....	۱۸-۲- سوابق مربوط به پژوهش
۷۰.....	۱۹-۲- مبانی نظری پژوهش
۷۲.....	۱-۱۹-۲- نظریه پرتفولیو
۷۲.....	۱-۱-۱۹-۲- بیان ریاضی مدل <i>CAPM</i>
۷۵.....	۲-۱۹-۲- نظریه اساسی فیشر
۷۷.....	۲۰-۲- تصریح مدل
۷۸.....	۲۱-۲- خلاصه و نتیجه گیریهای نظری

فصل سوم : روش تحقیق :

۸۲.....	۱-۳- مقدمه :
۸۲.....	۲-۳- جامعه آماری :
۸۲.....	۳-۳- روش شناسی اقتصاد سنجی
۸۲.....	۴-۳- تحلیل رگرسیونی
۸۳.....	۳-۵- بررسی مانایی سریهای زمانی
۸۴.....	۳-۵-۱- آزمون ریشه واحد: (آزمونی برای ایستا بودن)
۸۵.....	۳-۶- فروض کلاسیک تحلیل رگرسیون چند متغیره
۸۷.....	۳-۷- همبستگی پیاپی
۸۹.....	۳-۸- آزمون معنی دار بودن کلی رگرسیون
۹۰.....	۳-۹- مشکلات ناشی از نقض فروض کلاسیک
۹۰.....	۳-۹-۱- هم خطی
۹۰.....	۳-۱۰- متغیرهای تحقیق
۹۰.....	۳-۱۰-۱- متغیرهای مستقل (توضیحی)
۹۱.....	۳-۱۰-۲- متغیرهای وابسته
۹۱.....	۳-۱۱- فرضیات تحقیق و روش آزمون فرضیات تحقیق

فصل چهارم : تحلیل داده ها و آزمون فرضیات :

- ۹۴-۱-۴- مراحل انجام تحقیق
- ۹۴-۲-۴- بررسی روند متغیرهای تحقیق
- ۹۵-۱-۲-۴- روند حجم معاملات بورس اوراق بهادار تهران
- ۹۶-۲-۲-۴- روند شاخص قیمت و بازده نقدی
- ۹۶-۳-۲-۴- روند مقدار اوراق مشارکت منتشره
- ۹۷-۴-۲-۴- روند نرخ سود بانکی
- ۹۸-۵-۲-۴- روند حجم نقدینگی در بازار پول
- ۹۹-۳-۴- بررسی آزمون مانایی
- ۱۰۱-۴-۴- برآورد الگو

فصل پنجم : خلاصه ، نتیجه گیری و پیشنهادها :

- ۱۱۳-۱-۵- خلاصه
- ۱۱۴-۲-۵- دلایل توجیه پذیری تکرار تحقیق
- ۱۱۴-۲-۶- نتیجه گیری
- ۱۱۶-۳-۵- پیشنهادها
- ۱۱۷-۴-۵- محدودیت‌های تحقیق

منابع، ماخذ :

- ۱۱۹- منابع فارسی
- ۱۲۴- منابع لاتین

پیوستهای آماری :

- ۱۳۰- پیوست ها

فهرست جدول‌ها و شکل‌ها :

۲۱.....	رژیمهای نرخ ارز و کنترل پذیری اهداف نهایی سیاست پولی
۴۳.....	ابزارهای بازار پول در ایالات متحده آمریکا
۴۳.....	ابزارهای بازار سرمایه در ایالات متحده آمریکا
۹۵.....	روند حجم معاملات
۹۶.....	روند شاخص قیمت و بازده نقدی
۹۷.....	روند اوراق مشارکت
۹۸.....	روند نرخ سود بانکی
۹۹.....	روند حجم نقدینگی
۱۰۰.....	جدول بررسی آزمون مانایی متغیرها

پیشگفتار :

در سالهای اخیر، کتب و مقالات زیادی در حوزه اقتصاد، بازارهای پولی و مالی، و علی الخصوص روابط میان آنها توسط اساتید و دانشجویان ترجمه و تالیف گردیده است. بازارهای مالی یکی از بازارهای تاثیرگذار و اساسی اقتصاد هر کشوری می باشد. یکی از اجزای مهم بازارهای مالی، بورس اوراق بهادار می باشد. بورس اوراق بهادار از سویی مرکز جمع آوری پس اندازها و نقدینگی بخش خصوصی به منظور تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری بلند مدت است و از سویی دیگر، مرجع رسمی است که دارندگان پس اندازهای راكد می توانند محل نسبتاً مناسب سرمایه گذاری را جستجو و وجوه خود را برای سرمایه گذاری در شرکت بكار گیرند. قیمت و حجم مبادلات سهام در بازار اوراق بهادار حساسیت نسبتاً زیادی را به اخبار و رویدادهای اقتصادی از خود نشان می دهد.

ركود و رونق بورس ها نه تنها اقتصاد ملی، بلکه اقتصاد جهانی را نیز تحت تاثیر قرار می دهد. به عنوان مثال، بحران بزرگ دهه ۱۹۳۰ که اغلب کشورهای سرمایه داری را با ركود و بیکاری بی سابقه ای مواجه ساخت، از بورس اوراق بهادار نیویورک شروع شد.

این رساله دارای دو ویژگی عمده می باشد که علیرغم تعدد کتب و مقالات موجود، تاکنون به این نکات توجه نشده است. اول، انجام تعدیلات بر حجم معاملات بورس اوراق بهادار تهران که شامل جداسازی: معاملات عمده و بلوکی، عرضه های اولیه، رد دیون دولت و ... می باشد. دوم، استفاده از حجم اوراق مشارکت منتشره به عنوان یکی از متغیرهای تحقیق می باشد که تاکنون انجام نپذیرفته است. در انجام تحقیق از داده ها و سربهای زمانی موجود در وب سایت بانک مرکزی و بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. رساله شامل شش فصل می باشد که در فصل اول چارچوب انجام تحقیق مشخص شده است. در فصل دوم، ضمن اشاره به ادبیات و مبانی نظری و ریاضی مدلهای مورد استفاده، گریزی نیز بر تحقیقات مرتبط شده است. در فصل سوم، به توضیحات مبسوط پیرامون چگونگی و نوع روش تحقیق مورد استفاده شده است. در فصل چهارم، ضمن انجام و رعایت پیش فرضها و اصول کلاسیک اقتصاد سنجی، به برآورد مدل و تخمین ضرایب پرداخته شده است. در فصل پنجم سعی شده است تا با توجه به ضرایب بدست آمده در مدلها، پیشنهادهای کاربردی ارائه گردد. در انتها نیز، به آرایه منابع و ماخذ و ضمائم آماری پرداخته شده است.

در پایان، بار دیگر از تمامی عزیزانی که در جمع آوری داده ها و تدوین رساله حاضر، بنده را مورد عنایت قرار داده اند، تشکر و قدردانی می نمایم.

فصل اول

کلیات تحقیق

1-1- مساله تحقیق :

بازارهای مالی یکی از بازارهای تاثیرگذار و اساسی اقتصاد هر کشوری می‌باشد. یکی از اجزای مهم بازارهای مالی، بورس اوراق بهادار می‌باشد. بورس اوراق بهادار از سویی مرکز جمع‌آوری پس‌اندازها¹ و نقدینگی² بخش خصوصی به منظور تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلند مدت است و از سویی دیگر، مرجع رسمی است که دارندگان پس‌اندازهای راكد می‌توانند محل نسبتاً مناسب سرمایه‌گذاری را جستجو و وجوه خود را برای سرمایه‌گذاری در شرکت بکار گیرند. (صمدی، و همکاران، 1386)

رکود و رونق بورس‌ها نه تنها اقتصاد ملی، بلکه اقتصاد جهانی³ را نیز تحت تاثیر قرار می‌دهد. به عنوان مثال، بحران بزرگ دهه 1930 که اغلب کشورهای سرمایه‌داری را با رکود و بیکاری بی‌سابقه‌ای مواجه ساخت، از بورس اوراق بهادار نیویورک⁴ شروع شد. همچنین بحران سال 1997 که کشورهای جنوب شرق آسیا را فراگرفت و بر اقتصاد جهانی و از جمله اقتصاد ایران از طریق کاهش تقاضای کشورهای مزبور برای نفت خام و سقوط قیمت نفت تاثیر گذاشت، از بازارهای مالی کشورهای مزبور شروع شد. (ختایی، محمود و رویا سیفی پور، 1385) ملاحظه می‌شود که بین تحولات بورس و رکود و رونق اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد. متقابلاً سیاست‌گذاری‌های کلان اقتصادی و ویژه سیاست‌های پولی و ارزی نیز بورس اوراق بهادار را تحت تاثیر قرار می‌دهد. تبیین چنین رابطه‌ای می‌تواند سیاست‌گذاران را در جهت‌گیری‌های سیاست‌های پولی و ارزی کمک کرده و اثر این سیاست‌ها را بر بورس اوراق بهادار مشخص کند. (تفضلی، فریدون، 1386)

به عقیده صاحب‌نظران از دلایل عمده توسعه‌نیافتگی کشورهای در حال توسعه، پائین بودن سطح سرمایه‌گذاری در این کشورهاست. انجام این مهم به عهده‌ی بازارهای پول و سرمایه است که تقریباً در تمامی کشورهای در حال توسعه از جمله ایران بصورت منسجم و کارآمد وجود ندارد و عملاً نمی‌تواند نقش قابل ملاحظه‌ای در تجهیز و هدایت وجوه موجود در اقتصاد کشور ایفا نماید. (محرابیان، آزاده، 1381) بی‌تردید این مهم را نمی‌توان به انجام رساند مگر اینکه بازارهای پول⁵ و

1. *saving*

2. *liquidity*

3. *universal economic*

4. *NYSE*

5. *money market*

سرمایه⁶ و امکانات مرتبط با آنها گسترش یابد. یکپارچه سازی بازار سرمایه از شرایط اصلی رشد و تعادل اقتصادی است. در واقع با تخفیف درجه سرکوب مالی، نرخ بازدهی پس اندازهای داخلی افزایش یافته و لذا

امکانات گسترده تری برای سرمایه گذاری فراهم خواهد شد. مساله خود تأمینی مالی⁷ شرکتهای بزرگ تولیدی در کشورهای در حال توسعه نشانه بارز و آشکاری از روشهای متداول سرکوب مالی است. (درخشان، مسعود، 1384) توجه به بورس و رونق بخشیدن به آن از طریق اتخاذ سیاستهای پولی موثر و بالنده از ضروریات حیات سالم اقتصادی است. (هاشمی دیزج، عبدالرحیم، 1386)

نقدینگی موجود در جامعه هر ساله از روندی صعودی و افزایشی برخوردار بوده است که عامل اصلی آن رشد پایه پولی می باشد. (مصلحی، فریبا، 1385) یکپارچه سازی بازار سرمایه می تواند به دستاوردهایی چون افزایش امکانات تولیدی، طراحی تکنولوژیهای مناسب تر، تخصیص کاراتر منابع در بازار عوامل تولید، بهبود در توزیع نا عادلانه درآمد و افزایش حجم پس انداز و سرمایه گذاری برسد. (درخشان، مسعود، 1384) رفته رفته افراد بجای سپرده کردن وجوه خود نزد بانکها و انتظار دریافت سودای نه چندان کافی که حتی در مواردی پوشش دهنده ی نرخ تورم⁸ موجود در جامعه نیز نمی باشد به سمت سرمایه گذاری در بازارهای مالی و بازارهای اوراق بهادار سوق پیدا کرده اند. (ماجدی، علی و حسن گلریز، 1376)

مک کینون - شاو بر این باورند که نرخ سود⁹ مهمترین عامل در هدایت منابع مالی از سپرده گذاران به سرمایه - گذاری در بهترین و کاراترین پروژه ها می باشد. (درخشان، مسعود، 1384) آنچه در این میان از اهمیت قابل ملاحظه ای برخوردار است، نحوه اجرای سیاست پولی و نظارت دقیق و همه جانبه بانک مرکزی بر فعالیتهای بورس اوراق بهادار به منظور حمایت از سرمایه گذاران و محدود کردن ریسکی است که سرمایه گذاران در بازار سرمایه متحمل می شوند. (اعلاباف صباغی، مرتضی، 1381)

6. capital market

7. financing

8. inflation rate

9. interest rate

در ایران دو نوع بازار پول وجود دارد: یکی بازار پول رسمی¹⁰ و دیگری بازار پول غیر رسمی¹¹ که در آن نرخ سود بالاتر است و بانک مرکزی بر این بازار کنترل کمتری دارد. (رحیمی بروجردی، علیرضا، 1386) بازار رسمی پول در سیستم بانکی کشور در جریان است و تنها در این بازار، آمار و اطلاعات مستند وجود دارد.

الگوی اقتصادسنجی برای استخراج تابع عکس العمل بانک مرکزی ایران که برداشت خاصی از قاعده تیلور¹² با توجه به شرایط پولی ایران است، نشان می‌دهد که اعمال سیاستهای پولی در ایران بیشتر متأثر از تغییر درآمدهای ارزی حاصل از

افزایش قیمت‌های نفت و هزینه‌های مصرفی دولت است. (ختایی، محمود و رویا سیفی‌پور، 1385) لازم به ذکر است که سیاستهای پولی بیشترین تاثیر خود را در بخش اسمی اقتصاد (سطح قیمت‌ها) نشان می‌دهد. (مصلحی، فریبا، 1385)

نتایج مطالعات انجام شده در ایران حاکی از آنست که کارایی سیاستهای پولی در ادوار مختلف بر حسب اثرگذاری بر تورم و رشد اقتصادی متفاوت است، در نتیجه نقش رشد پولی در شکل‌گیری تورم نسبت به رشد اقتصادی بیشتر است. (ابریشمی، حمید و محسن مهرآرا، 1377)

غالب ابزارهای مورد استفاده توسط بانک مرکزی محدود و سنتی¹³ می‌باشند، در حالیکه با گسترش بازارهای مالی، ابزارهای پولی جدیدی نیز معرفی شده است، مانند بازار شبانه، اسناد خزانه¹⁴، موافقتنامه مخصوص خرید و فروش مجدد و مجموعه این سیاستها در عین حال که غیرمستقیم عمل می‌کنند، اثر قطعی، آنی و دقیق‌تری را به جهت اهداف سیاست پولی بر اقتصاد دارد. به عنوان مثال یکی از ابزارهای نوین عمده، بازار پول شبانه می‌باشد که در کوتاهترین سررسید یک روز کاری می‌تواند با توجه به نیاز وافر بازارهای مالی، اقدام به تزریق منابع مالی و یا گردآوری منابع مالی مازاد بر نیازهای اقتصادی بازار بکند تا حجم نقدینگی متناسب با نیاز بازار و اهداف سیاستهای اقتصادی گردد. (ختایی، محمود و رویا سیفی‌پور، 1385)

در نهایت می‌توان اظهار داشت به علت درجه تاثیرپذیری بالایی که بورس اوراق بهادار نسبت به سیاستهای اتخاذی بانک مرکزی از خود نشان می‌دهد، در این تحقیق، محقق مساله خود را شناسایی سیاستهای مذکور و آگاهی از دوره زمانی و

10. formal market

11. informal market

12. taylor norm

13. traditional

14. treasury bill

میزان تاثیر گذاری این عوامل بر متغیرهای اساسی بورس اوراق بهادار که به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده‌اند، قرار داده است تا از این طریق ضمن سنجش میزان وابستگی بین متغیرهای مذکور، به ارائه راهکارهای مناسبی در این خصوص بپردازد.

1-2- تشریح و بیان موضوع :

قیمت¹⁵ و حجم مبادلات¹⁶ سهام در بازار اوراق بهادار حساسیت نسبتاً زیادی را به اخبار و رویدادهای اقتصادی از خود نشان می‌دهد و برخی از این رویدادها تأثیرات نسبتاً بیشتری را بر قیمت سهام اعمال می‌نمایند. حجم مبادلات در

بازار سهام، با نوسانات قیمت اوراق بهادار در بازار تغییر می‌یابند و بین تغییرات شاخص قیمت¹⁷ و تغییرات قیمت اوراق بهادار در بازار رابطه مستقیمی وجود دارد. (قالمق، کریم، 1383) معمولاً بازدهی سرمایه گذار تحت تأثیر دو دسته از عوامل قرار دارد. گروه اول، عوامل مدیریتی¹⁸ و درونی¹⁹ می‌باشند که معمولاً تحت کنترل مدیر می‌باشند و می‌توان این گروه را در دسته ریسکهای غیرسیستماتیک²⁰ قرار داد، زیرا با توجه به کار آمدی و عملکرد مدیران، قابلیت کاهش و حتی حذف شدن را دارند. گروه دوم که عوامل محیطی²¹ و بیرونی نامیده می‌شوند و مدیریت توانایی اعمال کنترل بر روی آنها را نداشته و خارج از حیطه قدرت وی می‌باشند. این گروه را می‌توان در دسته ریسکهای سیستماتیک قرار داد، زیرا ریسکهای سیستماتیک²² از جانب محیط بر شرکتها اعمال می‌شود و شرکتها توانایی مهار و یا نادیده گرفتن آنها را ندارند و بایستی پذیرای نتایج حاصل از این نوع فعالیتهای محیطی بر روند فعالیت شرکت و یا سازمان خود باشند. (جهانخانی، علی و علی پارسائیان، 1376)

15. price

16. transaction volume

17. TEPiX

18. managerial factors

19. internal factors

20. un systematic

21. environmental factors

22. systematic risk

از مهمترین عوامل محیطی که تاثیر گذاری فوق العاده‌ای را بر فعالیت بورس اوراق بهادار دارند، می‌توان به سیاست‌های پولی²³ اتخاذ شده از سوی بانک مرکزی و سیاست‌های مالی²⁴ اتخاذ شده توسط دولت اشاره نمود. (مشبکی، اصغر، 1375) بنابراین کسب بازدهی و تغییرات قیمت سهام در بازار منحصراً منعکس کننده‌ی تصمیمات مدیریت نمی‌باشد، بلکه تابعی است از شرایط محیطی و تصمیمات مدیریت. به هر سیاستی که باعث تغییر حجم پول گردد، سیاست پولی اطلاق می‌گردد. (نظری، محسن، 1386) ابزارهای سیاست پولی یا مستقیم‌اند و یا غیرمستقیم. ابزارهای مستقیم بطور مستقیم بر اعتبارات اعطایی توسط بانکها عمل می‌کنند، در حالیکه ابزارهای غیرمستقیم از طریق نفوذ بر نقدینگی بانکها و بنابراین توان بالقوه‌شان مبنی بر اعطای امتیاز، بطور غیرمستقیم عمل می‌نمایند. همچنین گفته می‌شود که ابزارهای مستقیم به تعیین و یا محدود کردن قیمتها، نرخ سود و یا کمیته‌ها (مثلاً اعتبار) می‌پردازد. در حالیکه ابزارهای غیرمستقیم بوسیله تاثیر بر شرایط عرضه²⁵ و تقاضا²⁶ عمل می‌کنند. برخی اعتقاد دارند که ابزارهای مستقیم به شکل قوانین و مقررات‌اند ولی ابزار غیر مستقیم از طریق بازار عمل می‌کنند. در کل می‌توان گفت که ابزارهای مستقیم به ترازنامه

بانکهای تجاری مربوط می‌شوند، در حالیکه ابزارهای غیرمستقیم به ترازنامه بانک مرکزی مربوط می‌شوند. (رحیمی بروجردی، علیرضا، 1386)

از نگاه دیگر، ابزارهای سیاست پولی به دو نوع کمی و کیفی تقسیم می‌شوند. سیاستهای کمی پول شامل: نرخ ذخیره قانونی، نرخ تنزیل مجدد و عملیات بازار آزاد. ابزارهای کیفی سیاست پولی شامل: تعیین اولویتها و سقف اعتبارات بخشهای اقتصادی، ترغیب اخلاقی، تعیین شرایط وامهای اقساطی و رهنی و وجود نرخهای ترجیحی می‌باشد. (هاشمی دیزج، عبدالرحیم، 1386)

نظرات طرفداران سیاست مالی (کینزینها) و طرفداران سیاست پولی (کلاسیک ها) :

الف) کینز و کینزگرایان: اساساً طرفدار سیاست مالی می‌باشند. به نظر آنان شرایط کساد بزرگ ثابت کرده است که کاهش نرخ سود و افزایش حجم پول تاثیر چندانی بر توسعه سرمایه گذاری و فعالیتهای اقتصادی ندارد و تعادل اقتصادی

23. monetary policy

24. financial policy

25. supply

26. demand

در سطح بسیار پائین تقاضای کل و در شرایط بیکاری زیاد همچنان ادامه می‌یابد. بنابراین سیاست پولی از کارآیی لازم برخوردار نیست. بعکس هزینه‌های دولت²⁷ و مالیات²⁸ می‌تواند با تاثیر شدید در سطح تقاضای کل و بویژه افزایش تقاضا در رشته‌هایی اشتغال را نظیر ساختمان، راهها، اسکله‌ها، پلها، سدها، بناها و نظایر آن درآمد و تولید ملی را بسیار افزایش داده و بیکاری را به سرعت کاهش دهد. (منتظر ظهور، محمود، 1376)

ب) کلاسیک‌های جدید و طرفداران مکتب پولی: که دخالت دولت در اقتصاد را جزء در حدود حفظ نظم و امنیت جامعه و حداقل اجتناب ناپذیر آن مفید نمی‌دانند، بهترین راه مقابله با نوساناتی چون تورم و کساد را سیاست پولی می‌دانند که آنهم اساساً به تغییر حجم پول به صورتی متناسب با سطح فعالیت اقتصادی خلاصه میشود. به طور مثال کاهش حجم پول یا کاهش رشد عرضه پول باعث افزایش نرخ سود و کاهش سطح تقاضای کل گردیده در صورت مداومت به تدریج تورم²⁹ را مهار می‌سازد. (هاشمی دیزج، عبدالرحیم، 1386)

طرفداران سیاست پولی متقابلاً برای سیاستهای مالی تاثیر چندانی قایل نیستند. زیرا بنا به تحلیل آنها اگر دولت هزینه‌های خود را افزایش دهد به معنای آن است که برای تامین مالی آن با بخش خصوصی به رقابت برخاسته، اوراق قرضه³⁰ با سود بیشتر منتشر کرده یا با شرایط سخت‌تری وام³¹ دریافت کرده است. افزایش تقاضای دولت

باعث شرایط دشوارتر استفاده از تسهیلات مالی برای بخش خصوصی و اثر دفع ازدحامی می‌گردد که طرفداران سیاست پولی مقدار آن را تقریباً معادل سرمایه‌گذاری دولت دانسته و نتیجه می‌گیرند که در تقاضای کل افزایشی به وجود نمی‌آید. (قالمق، کریم، 1383) بانک مرکزی از دو جهت بر سیاستهای پولی تاثیر گذار می‌باشد:

الف) از طریق تاثیر بر شرایط بازار پولی به مثابه انتشار دهنده‌ی پول؛

ب) از طریق قدرت تعدیلی و تنظیمی خود؛ (رحیمی بروجردی، علیرضا، 1386)

به دلیل تاثیرات عمده‌ای که شکوفایی بورس اوراق بهادار³² هر کشوری، در توسعه اقتصادی³³ آن کشور و جذب سرمایه‌های داخلی و خارجی دارد و همچنین از آنجائیکه سیر صعودی بورس اوراق بهادار در ایران و تمامی کشورها و

27. governmental cost

28. tax

29. inflation

30. bond

31. loan