

به نام او
دانشگاه الزهراء (س)
دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد

پایان نامه
جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد
رشته حسابداری

عنوان

**اثر تغییرات نرخ سود تضمین شده ، نرخ تورم و قیمت طلا بر
بازار سهام**

استاد راهنما
دکتر شهناز مشایخ

استاد مشاور
دکتر ویدا مجتهدزاده

دانشجو
حدیثه حاجی مرادخانی
خرداد ۸۸

تقدیم به

بی نظیر یاران زندگی :

پدر و مادر عزیزم

شکر خدا که هر چه طلب کردم از خدا
بر متتـهای همت خود کامران شدم

با تقدیر و تشکر بی پایان از:

استاد محترم راهنما ، سرکار خانم دکتر شهناز مشایخ

و

استاد محترم مشاور، سرکار خانم دکتر ویدا مجتهد زاده

به خاطر راهنمایی های ارزنده و صبر و برد باری شان در مسیر تحقیق

و با سپاس فراوان از اساتید محترم :

سرکار خانم دکتر رضوان حجازی

و

سرکار خانم دکتر بیتا مشایخی از دانشگاه تهران

به خاطر قبول زحمت داوری این پایان نامه

و تقدیر و تشکر ویژه از استاد مهربان و فرهیخته آقای دکتر سید حسین علوی طبری

به خاطر محبت ها و راهنمایی های پدران شان

که در تمام دوران تحصیلی اینجانب ، روشنایی بخش مسیرم بوده است.

چکیده

سرمایه گذاران همواره به دنبال کسب حداکثر بازدهی ممکن از سرمایه گذاری خویش اند لذا همواره در جستجوی اطلاعاتی هستند که بتواند آنها را در تصمیم گیری برای تخصیص وجوه و انتخاب بازار مناسب سرمایه گذاری کمک کند. از طرفی مسئولین و سیاست گذاران اقتصادی نیز برای اتخاذ تصمیمات مناسب و غنی ساختن بازار سرمایه کشور به عنوان یک رکن با اهمیت اقتصادی، نیازمند تحلیل و بررسی اطلاعات می باشند. اطلاعات اقتصادی از جمله اطلاعات با اهمیت و اثرگذاری است که فهم اثر آن بر بازار سرمایه همواره مورد توجه محققان، سرمایه گذاران و دولت مردان قرار گرفته است.

ما در این تحقیق به بررسی رابطه بین برخی متغیرهای اقتصادی و بورس اوراق بهادار تهران پرداختیم. متغیرهای نرخ تورم، نرخ سود تضمین شده و نرخ رشد قیمت طلا به عنوان متغیر مستقل و متغیرهای بازده بازار سهام (نرخ رشد شاخص قیمت و بازده نقدی سهام) و نرخ رشد حجم معاملات به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شدند. ضمناً نرخ سود تضمین شده را با دو متغیر نرخ بازده اوراق مشارکت و نرخ سود سپرده های سرمایه گذاری یک ساله بانک های دولتی نشان دادیم دوره زمانی این تحقیق فروردین ماه ۱۳۷۷ الی اسفندماه ۱۳۸۶ می باشد.

پرسش های اصلی این پژوهش این بود که آیا بین نرخ تورم و بازده و رشد حجم معاملات در بازار سهام ایران رابطه معناداری وجود دارد و سرمایه گذاری در این بازار می تواند یک سپر در مقابل تورم باشد؟ آیا بین متغیرهای بازار پول و بازار سرمایه در ایران رابطه معناداری وجود دارد؟ آیا بین بازدهی حاصل از سرمایه گذاری در بازار طلا با بازدهی و رشد حجم معاملات بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد و آیا بازار پول و طلا، بازاری جانشین برای بازار سهام به حساب می آیند؟.

در راستای پاسخ به پرسش های پژوهش، شش فرضیه طراحی و سپس بر پایه یک مدل قیمت گذاری آربیتراژ، الگو سازی شده و مورد آزمون قرار گرفتند. برای آزمون فرضیه ها از دو روش

برآورد یک رگرسیون ساده چند متغیره با برآورد کننده OLS و نیز از روش های اقتصادسنجی نظیر برآورد رگرسیون همگرایی با آزمون یوهانسن استفاده کردیم.

نتایج حاصل از روش یوهانسن نشان داد که تورم در بلندمدت رابطه معنادار و مثبتی با متغیرهای بورس اوراق بهادار تهران دارد و افزایش آن منجر به افزایش بازدهی و رشد حجم معاملات سهام می شود. هرچند از تیر ۱۳۸۴ به بعد سرمایه گذاری در سهام یک سپر تورمی نبوده است اما تا پیش از آن سهام یک سپر در مقابل تورم محسوب می شود. برای آزمون فرضیه دوم و پنجم یعنی رابطه بازار پول و سرمایه زمانی که از نرخ سود سپرده های یک ساله بانکی استفاده شد، رابطه معنادار و معکوسی ملاحظه گردید بدین معنا که افزایش نرخ سود بانکی از طریق جذب سرمایه ها، موجب کاهش بازدهی و رشد حجم معاملات سهام می شود لذا این دو بازار را می توان در بلندمدت بازارهای رقیب و مکمل یکدیگر محسوب نمود. اما زمانی که از نرخ سود اوراق مشارکت بعنوان نماینده بازار پول استفاده شد، رابطه معنادار و مثبتی به دست آمد که نشان داد اوراق مشارکت یک فرصت سرمایه گذاری رقیب برای سهام نیست و افزایش نرخ بازده آن نه تنها اثر منفی بر بازار سهام ندارد بلکه برعکس اثر مثبت داشته است. در خصوص رابطه بازده طلا و بازدهی و رشد حجم معاملات سهام نتایج به دست آمده از الگوی تصحیح خطای برداری، نشان داد در کوتاه مدت بازار طلا یک بازار جانشین برای بازار سهام محسوب می شود و بازده طلا در کوتاه مدت در توضیح رفتار بازار سهام نقش آفرینی می کند، هر چند در بلندمدت این رابطه معنادار نبوده است.

فهرست مطالب

شماره	عنوان
صفحه	
۲	مقدمه
۲	مساله پژوهش
۸	پرسش های پژوهش
۸	اهداف پژوهش و ضرورت آن
۹	فرضیه های پژوهش
۹	تعاریف عملیاتی پاره ای از واژه های استفاده شده در تحقیق
۱۱	نهادها یا سازمان هایی که می توانند از یافته های این پژوهش بهره گیرند
۱۱	اطلاعات مربوط به روش شناسی پژوهش
۱۲	ساختار پژوهش
	فصل ۲) مروری بر ادبیات و پیشینه تحقیق
۱۴	مقدمه
۱۴	بخش اول : ادبیات تحقیق
۱۶	تعریف و اهمیت بازارهای مالی و کارکرد اقتصادی آنها
۱۷	طبقه بندی بازارهای مالی
۱۷	• بازار پول و سرمایه
۱۹	• بازار اولیه و بازار ثانویه
۱۹	نظریه فازهای توسعه یافتگی مالی
۲۰	• سیستم بانکی در مقابل بازار سهام در ایران
۲۱	نظریه بازار کارا
۲۲	• کارایی اطلاعاتی
۲۳	• کارایی تخصیصی
۲۳	• کارایی عملیاتی
۲۳	رابطه اقتصاد و بازار سهام
۲۵	مفهوم ریسک و بازده و تئوری پرتفولیو
۲۷	مدل های تک عاملی و چند عاملی
۲۹	ریسک تورم
۲۹	• تعریف تورم و شاخص های سنجش آن
۳۰	• آثار تورم
۳۱	• اثر تورم بر بازار سهام و تئوری اساسی فیشر
۳۱	• فرضیه فیشر و رابطه تورم با بازده سهام

۳۳	ریسک نرخ بهره (نرخ سود تضمین شده)
۳۴	• تعریف نرخ سود تضمین شده
۳۵	• اثر تغییرات نرخ بهره (نرخ سود تضمین شده) بر بازارهای مالی
۳۶	بازارهای جانشین
۳۸	رابطه طلا و بازار سهام
۴۰	بازار سهام و شاخص های ارزیابی
	بخش دوم : پیشینه تحقیق
۴۳	الف (تحقیقات انجام شده در سایر کشورها
۴۳	مطالعه جرد و ساتم
۴۴	مطالعه ادو آردو و همکاران
۴۴	مطالعه سخارا و راجسواری
۴۵	مطالعه ناصح و استراس
۴۶	مطالعه گاپتا و همکاران
۴۷	مطالعه عمران و پوینتن
۴۷	مطالعه اسلام و وطناپالاجی کول
۴۸	مطالعه وانگ بانگیو و شرما
۴۸	مطالعه انگستد و تانگارد
۴۹	مطالعه گازی اوقلو و بولوت
۴۹	مطالعه تساروماتیس
۵۰	مطالعه سادورسکی
۵۰	مطالعه شمس الدین و هیلر
۵۱	مطالعه ایچ و کوکامن
۵۱	مطالعه سانمز
۵۲	مطالعه انوکی و توئن بوآه
۵۲	مطالعه باری شوسکی
۵۳	مطالعه فاگر و وار ارلاچ
	ب (تحقیقات انجام شده در ایران
۵۳	تحقیق جواد جوادى
۵۴	تحقیق علیرضا بادکوبه ای هزاوه
۵۴	تحقیق لطفی مزرعه شاهی
۵۵	تحقیق محمد برازنده
۵۵	تحقیق محمود یحیی زاده فر
۵۶	تحقیق احمد عزیزی
۵۶	تحقیق محمد حسن جنانی
۵۷	تحقیق داوود رزاقی
۵۷	تحقیق احمد سلیمی افشار
۵۷	تحقیق محمد رضا ملک محمدی

۵۸	تحقیق لیدا ادیب
۵۸	تحقیق بروسکه صادق وزیری
۵۸	تحقیق نازیلا غفاری
۵۹	تحقیق محمد اصولیان
۵۹	تحقیق حسین امیر رحیمی
۵۹	تحقیق مصطفی بیاتی
۶۰	تحقیق مرتضی دباغ عالی نسب
۶۲	تحقیق غلامرضا بیدگلی و مهدی بیگدلو
۶۲	جدول خلاصه تحقیقات انجام شده در سایر کشورها
۶۵	جدول خلاصه تحقیقات انجام شده در ایران
۶۷	خلاصه فصل
	فصل ۳ (روش تحقیق
۶۹	مقدمه
۶۹	روش تحقیق
۷۰	تعاریف عملیاتی متغیرهای تحقیق جامعه و نمونه
	• متغیرهای مستقل
	• متغیرهای وابسته
۷۳	جامعه و نمونه
۷۴	دوره زمانی تحقیق
۷۴	روش گردآوری اطلاعات
۷۴	پرسش های تحقیق
۷۴	فرضیه های تحقیق
۷۵	روش تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیات
	الف) روش اول : بر آورد رگرسیون ساده چند متغیره با روش حداقل مربعات معمولی
۷۷	• آزمون ایستایی (مانایی) متغیرها با آزمون ریشه واحد (دیکی فولر تعمیم یافته)
۷۸	ب) روش دوم : برآورد رگرسیون همگرایی (هم انباشته) با روش یوهانسن
۷۸	• مقدمه و دلایل استفاده
۸۰	• مفهوم همگرایی (همجمعی یا هم انباشتگی)
۸۱	• آزمون همگرایی یوهانسن
۸۲	• آزمون اثر (λ_{trace})
۸۳	• آزمون حداکثر مقدار ویژه (λ_{max})
۸۳	• الگوی خود توضیح برداری (VAR)
۸۴	• تعیین طول وقفه بهینه
۸۵	• الگوی تصحیح خطای برداری VECM
۸۵	خلاصه فصل

فصل چهارم) تخمین مدل ها و آزمون فرضیه ها

۸۷	مقدمه
۸۷	معرفی روش ها
۸۷	معرفی متغیرها و مدل ها در روش اول
۸۸	آزمون ایستایی متغیرها بر اساس آزمون ریشه واحد
۸۹	برآورد معادلات رگرسیون با روش حداقل مربعات معمولی
۹۰	• فرضیه اول
۹۱	• فرضیه دوم
۹۲	• فرضیه سوم
۹۲	• فرضیه چهارم
۹۴	• فرضیه پنجم
۹۴	• فرضیه ششم
۹۵	خلاصه نتایج روش حداقل مربعات معمولی
۹۶	استفاده از روش یوهانسن برای آزمون فرضیه ها
۹۸	آزمون مرتبه جمعی بودن متغیرهای الگو
۹۹	برآورد معادله رگرسیون همگرایی با روش یوهانسن و آزمون فرضیه ها
۱۰۰	• فرضیه اول
۱۰۰	• فرضیه دوم
۱۰۱	• فرضیه سوم
۱۰۱	• فرضیه چهارم
۱۰۱	• فرضیه پنجم
۱۰۲	• فرضیه ششم
۱۰۳	برآورد الگوی تصحیح خطای برداری
۱۰۳	• برآورد الگوی تصحیح خطای برداری معادله ۵
۱۰۴	• برآورد الگوی تصحیح خطای برداری معادله ۶
۱۰۵	خلاصه فصل
	فصل پنجم (خلاصه تحقیق و نتیجه گیری
۱۰۷	مقدمه
۱۰۷	خلاصه تحقیق
۱۰۸	تحلیل نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه ها
۱۰۸	• فرضیه اول
۱۰۹	• فرضیه دوم
۱۱۰	• فرضیه سوم
۱۱۲	• فرضیه چهارم
۱۱۲	• فرضیه پنجم
۱۱۳	• فرضیه ششم
۱۱۴	نتیجه گیری کلی
۱۱۵	محدودیت های تحقیق

۱۱۶	پیشنهاد برای پژوهش های آینده
۱۱۶	یسنهادهای اجرایی
۱۱۷	خلاصه فصل
۱۱۹	فهرست منابع و مواخذ
۱۲۵	ضمائم تحقیق
۱۲۶	ضمیمه شماره ضمیمه شماره یک - آزمون مانایی متغیرها در روش اول
۱۲۹	ضمیمه شماره دو- برآورد ۴ معادله رگرسیونی روش اول با برآورد کننده حداقل مربعات معمولی
۱۳۱	ضمیمه شماره سه - آزمون مانایی متغیرها مربوط به روش دوم
۱۴۳	ضمیمه شماره چهار-الف- آزمون تعیین تعداد وقفه های بهینه در الگو
۱۴۳	ضمیمه شماره چهار-ب- آزمون تعیین تعداد وقفه های بهینه در الگو
۱۴۷	پنج -الف و پنج -ب - تعیین تعداد بردارهای همگرایی (روابط بلند مدت بین متغیرها)
۱۶۰	ضمیمه شماره شش-الف - برآورد بردار همگرایی مقید مربوط به معادله (۵)
۱۶۱	ضمیمه شماره شش-ب - برآورد بردار همگرایی نا مقید مربوط به معادله (۶)
۱۶۳	ضمیمه شماره هفت -الف- برآورد بردار همگرایی مقید مربوط به معادله (۵)
۱۶۴	ضمیمه شماره هفت -ب - برآورد بردار همگرایی مقید مربوط به معادله (۶)
۱۶۶	ضمیمه شماره هشت -الف - برآورد الگوی تصحیح خطای برداری مربوط به معادله (۵)
۱۶۷	ضمیمه شماره هشت -ب - برآورد الگوی تصحیح خطای برداری مربوط به معادله (۶)
۱۶۸	ضمیمه شماره نه - آزمون سپر تورمی بودن سهام
	چکیده انگلیسی

فصل اول

کلیات یا طرح تحقیق

مقدمه

سرمایه گذاران همواره در پی کاهش خطر و افزایش بازدهی متناسب با قبول خطر هستند و در این راستا شناسایی عوامل موثر بر بازدهی اوراق بهادار تاثیر بسزایی در تحلیل عمیق تر و اتخاذ تصمیمات مناسب توسط آنها دارد. از طرفی یک بازار سرمایه پویا، بخش مهمی از سیستم مالی هر کشور است که نقش مهمی را در هدایت پس اندازها به سوی اهداف سود آور دارا است. تحقیق و بررسی در خصوص اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده بازار سهام و حجم معاملات آن در راستای فهم چارچوب های علمی حاکم بر روابط متغیرها و بازار بورس، بسیار کمک کننده است و می تواند در تصحیح سیاست ها، مکانیزم ها و روش های مورد عمل، مورد استفاده قرار گیرد. با توجه به اینکه برخی تحقیقات گذشته، عدم کارایی بورس اوراق بهادار ایران را نشان داده است پس در چنین بازاری که قیمت گذاری سهام نیز احتمالا قیمت های صحیح و درست خود نیست، سرمایه گذاران نیازمند تحلیل ها و بررسی های بیشتری در خصوص اثر متغیرهای اقتصادی بر بازار سهام هستند چراکه نقش اطلاعات خصوصا اطلاعات اقتصادی در عملکرد بازار غیر قابل انکار است. به ویژه اینکه نرخ تورم در ایران بالا است و سرمایه گذاران مایلند بدانند آیا سرمایه گذاری در بورس سهام می تواند یک سپر تورمی باشد. نرخ سود تضمین شده نیز در ایران بر اساس مکانیزم اقتصاد بازار عمل نمی کند و قیمت طلا سپر محکمی در برابر تورم شده است لذا فهم این نکته مهم است که بازار بورس اوراق بهادار ایران چه رابطه ای با تغییرات این متغیرهای اقتصادی دارد؟

مساله پژوهش

از دیدگاه نظریه های اقتصاد کلان، انباشت سرمایه فیزیکی، شرط لازم و نه کافی برای توسعه اقتصاد ملی است و میزان پیشرفت اقتصادی جامعه با میزان سرمایه گذاری انجام شده در آن رابطه ای همسو و متناسب دارد. یکی از مشکلات اساسی کشورهای در حال توسعه، اندک بودن نرخ پس انداز و به تبع آن کمبود منابع مالی جهت سرمایه گذاری در طرح های توسعه ای و ایجاد

می باشد. **بازارهای مالی** وظیفه جمع آوری پس اندازها و نقدینگی بخش خصوصی و نیز تامین مالی شرکت ها و پروژه های سرمایه گذاری را برعهده دارند در واقع وظیفه بازار مالی هدایت منابع پس اندازی به سمت مصارف مولد اقتصادی است (دباغ ، ۱۳۸۴).

انواع بازارهای موجود در یک اقتصاد ، عبارتند از : بازار مالی ، بازار کالا و بازار کار. این بازارها بر هم اثر متقابل دارند. به طوری که رشد و توسعه یک بازار می تواند منجر به رشد یا اخلال در بازار های دیگر شود. به عنوان مثال ، تورم به عنوان شاخصی از بازار کالا برهمه بازارها اثر می گذارد.

بازار مالی خود به دو بازار پول و سرمایه تقسیم می شود:

بازار پول ، بازاری است برای داد و ستد پول و دیگر دارایی های مالی جانشین نزدیک به آن که سررسید کمتر از یک سال دارند یا به عبارتی بازار پول ، بازار اعتبارات کوتاه مدت است که در آن منابع مالی برای مدت کمتر از یک سال وام داده می شود ، مهم ترین وظیفه این بازار تامین نقدینگی مورد نیاز بنگاه ها است. متصدی این بازار ، بانک ها و موسسات مالی هستند و برای آن سیاست های پولی تدوین می شود. مسایلی چون کنترل حجم گردش پول و حجم نقدینگی ، کنترل سرعت گردش پول و تامین مالی پولی از دغدغه های این بازار است.

بازار سرمایه ، بازار اعتبارات میان مدت و بلند مدت است ، به عبارت دیگر در این بازار منابع مالی با سررسیدهای بیشتر از یک سال به متقاضیان اعطا می شود و ابزارهای مالی مورد استفاده در آن انواع مختلف سهام ، اوراق قرضه و سایر انواع اوراق بهادار بلند مدت می باشد. بازار سرمایه از قدرت ، انسجام و سازمان یافتگی بیشتری برخوردار است و تنوع ابزارهای مالی آن نیز بیشتر است.

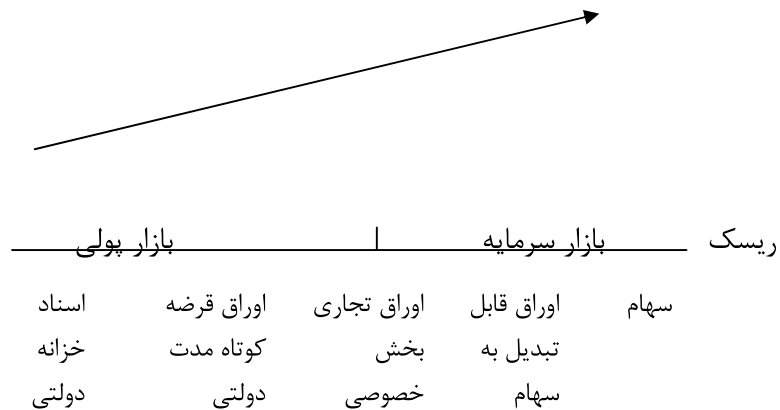
همسنگی بازارهای پول و سرمایه در کشور های توسعه یافته نمایانگر آن است که بازار سرمایه در تامین نیازهای مالی فعالیت های اقتصادی از درجه اهمیت بالاتری برخوردار است. ارکان اساسی بازارهای سرمایه بر دو بخش اصلی استوار است : بخش بانکی و بازارهای اوراق بهادار. بازارهای اوراق بهادار در مقایسه با بخش بانکی با سهولت بیشتری می تواند منابع مالی

را به واحد های مورد نیاز تخصیص دهند. این دو بخش از بازارهای سرمایه نه به عنوان رقیب بلکه در واقع مکمل یکدیگر در جهت تامین مالی بنگاه های تولیدی عمل می کنند و از آنجایی که بازار اوراق بهادار در چارچوب مکانیزم بازار عمل می کند ، می تواند در امر تخصیص بهینه منابع مالی از سیستم بانکی کارا تر باشد (دوانی ، ۱۳۸۴).

بازارهای مالی: ۱- بازار پولی ۲ - بازار سرمایه (شامل بخش بانکی و بخش بازارهای اوراق بهادار) در ایران بازار اوراق بهادار کم و بیش در بورس اوراق بهادار تهران می گنجد که پیشینه تاسیس آن به سال ۱۳۴۶ باز می گردد و متأسفانه هنوز در عمل جایگاه واقعی و شایسته خود را در اقتصاد ملی به دست نیاورده است.

علاوه بر مباحث مربوط به تقابل بازار پول و سرمایه ، به نظر می رسد که پیگیری سیاست های پولی در اقتصاد ایران ، کند شدن رشد بازار سرمایه را در پی داشته است و چیرگی نقش بانک ها در تامین منابع مالی اقتصاد ملی واضح است. در واقع سپرده های بانکی و اوراق مشارکت در سنجش با اوراق بهادار ایمنی بالاتری دارند و سود قطعی سپرد های سرمایه گذاری نزد شعب بانکی نیز کم و بیش بالا است (همان ماخذ).

لازم به ذکر است از دیدگاه اقتصادی و مدیریت مالی نباید بازارهای پول و سرمایه را به صورت مجزا از هم بررسی کرد. مدل CAPM ، رابطه بین دو بازار پولی و مالی را باتوجه به ریسک و بازده به خوبی تشریح می کند. سرمایه گذار با قبول ریسک بالاتر ، بازده بالاتری را انتظار دارد. در مورد اکثر بازارهای پولی در بلند مدت ، انتظار بازده پائین تری نسبت به ابزارهای بازار سرمایه وجود دارد (امام وردی ، ۱۳۷۷).



با توجه به مطالب پیش گفته انتظار داریم هر یک از این بازارها بر یکدیگر اثرگذار باشند. یعنی بازار پول و سرمایه بر هم و همچنین سیستم بانکی و بازار بورس اوراق بهادار نیز به عنوان اجزای بازار سرمایه بر یکدیگر اثر خواهند داشت. بر اساس تئوری پرتفولیو، افراد همواره در سبد دارایی های خود ترکیبات مختلفی از وجه نقد، سهام، سپرده های بانکی، اوراق قرضه، طلا و ارز را نگهداری می کنند. بنابراین هر یک از این بازارها را می توانیم به عنوان بازار جانشینی برای جذب سرمایه گذاری افراد در نظر بگیریم.

به عنوان یک مثال ساده می توانیم انتظار داشته باشیم که افزایش نرخ بهره و یا نرخ بازدهی اوراق قرضه، افراد را تشویق کند که دارایی خود را بیشتر به صورت اوراق قرضه یا سپرده بانکی و کمتر به صورت پول نگه دارند یعنی تقاضای پول کاهش پیدا می کند و برعکس زمانی که نرخ های بهره کاهش می یابد، انتظار مان این است که مردم بخشی از دارایی خود را به پول انتقال دهند (برانسون، ۱۳۸۷). یک چنین رابطه ای میان همه انواع دارایی صدق می کند، در اینجا توجه ما بر سرمایه گذاری در بازار بورس اوراق بهادار است.

و اما اکنون از جنبه دیگری به موضوع نگاه می کنیم:

فاما^۱ اولین کسی بود که نظریه بازار کارا را مطرح کرد. بدین معنی که قیمت اوراق بهادار منعکس کننده تمام اطلاعاتی است که بدون هیچ گونه تعصب یا یکسونگری در بازار وجود دارد و بازار هیچ اطلاعات با اهمیت و اثرگذاری را نادیده نمی گیرد. اطلاعات حسابداری و اطلاعات اقتصادی ، از مهم ترین اجزای اطلاعاتی بازار هستند. چندین عامل عمومی اقتصادی باعث می شوند که سطح قیمت اوراق بهادار تعیین شود و از آن جمله نرخ رایج بهره و نرخ تورم و انتظارات مردم درباره شرایط کلی اقتصاد است (هندریکسون ، ۱۳۸۵).

بحث در باره کارایی بازار سهام برای تحقیق حاضر ، از این جهت ضروری است که فرض اساسی این مطالعه این است که قیمت سهام ، حاوی اطلاعات اقتصادی دریافت شده توسط بازار می باشد. اطلاعات مذکور بر روی قیمت ها اثر می گذارد و شرایط مختلف اقتصادی موجب نوسانات متفاوت قیمت سهام می گردد. همچنین اثر اطلاعات حسابداری نیز در شرایط مختلف اقتصادی متفاوت خواهد بود (عزیززی ، ۱۳۷۸). واکنش بازار به اطلاعات را به دو شکل می سنجند : ۱- اثر آن بر حجم معاملات و ۲- اثر آن بر قیمت و متعاقبا بازده سهام.

در هر سیستم اقتصادی ، حالت ها یا رویدادهایی وجود دارد که بر بازده همه سهام های موجود در بازار اثر می گذارند. نرخ بهره ، نرخ ارز ، سطح فعالیت اقتصادی و ... از این قبیل هستند که اینها را عوامل کلان بازار^۲ یا عوامل موجود در کل سیستم اقتصادی^۳ می نامیم. علاوه بر وجود عوامل مشترک در کل سیستم اقتصادی ، عوامل خاص شرکت^۴ هم وجود دارد که فقط بر بازده همان شرکت اثر می گذارند ، نظیر توان مدیریت شرکت ، اعتصاب کارکنان ، سیاست تقسیم سود و غیره (Scott , ۲۰۰۳). بازار سهام از هر دو عامل تاثیر می پذیرد لکن تمرکز این تحقیق بر برخی عوامل کلان است یعنی نرخ تورم ، قیمت طلا و نرخ بهره (نرخ سود تضمین شده).

^۱ Fama

^۲ Market-wide

^۳ Economic-wide

^۴ Firm -specific

در اقتصاد های رقابتی ، تورم هزینه تولید شرکت ها را افزایش ، جریان های نقدی آتی آنها را کاهش می دهد و منجر به کاهش درآمد های آنها می گردد. البته می توان این گونه نیز استدلال کرد که قیمت های سهام ممکن است به تغییرات سطوح قیمت (تورم) واکنش مثبت نشان دهند ، در صورتی که از عملیات حفاظتی (هجینگ) استفاده شود. شرکت ها از طریق عملیات هجینگ سعی می کنند از خود در برابر تورم محافظت کنند. و آیا سرمایه گذاری در سهام می تواند یک سپر حمایتی مناسب در برابر تورم باشد؟

افزایش نرخ های بهره ، بازده مورد انتظار را افزایش می دهد که این امر به نوبه خود اثر معکوس بر ارزش دارایی ها می گذارد. نرخ بهره اسمی به عنوان هزینه فرصت از دست رفته ، در نظر گرفته می شود و بر تصمیمات سرمایه گذاران در نگهداری دارایی ها اثر خواهد گذاشت. این افزایش در هزینه فرصت ، سرمایه گذاران را تحریک خواهد کرد که در سبد سرمایه گذاری خود سایر دارایی ها (نظیر سپرده گذاری در بانک یا اوراق مشارکت) را جانشین سهام کنند. بنابراین از دیدگاه پرتفولیو افزایش در نرخ های بهره اثر منفی بر قیمت های سهام خواهد داشت. از سوی دیگر افزایش در نرخ بهره می تواند منجر به رکود و کاهش سوددهی شرکت گردد. احتمالاً با افزایش هزینه های تامین مالی که ناشی از افزایش یافتن هزینه های بهره است ، سوددهی شرکت کاهش پیدا خواهد کرد (Wongbangpo & Sharma , ۲۰۰۲).

در هردو حالت افزایش تورم و افزایش نرخ های بهره اگر سهام داران برای سرمایه گذاری ، جذب بازارها و کالاهای جانشین دیگری گردند تبعاً "حجم معاملات در بازار سهام نیز کاهش پیدا خواهد کرد.

طلا یک سرمایه گذاری جذاب و تقریباً بدون ریسک قلمداد می شود و با توجه به افزایش قیمت جهانی آن ، بازده خوبی را نصیب سرمایه گذار می کند. بنابراین انتظار داریم هنگامی که بورس اوراق بهادار در حال رکود و شاخص قیمت در حال کاهش است ، بخشی از وجوه به سوی

سرمایه گذاری در طلا به عنوان کالای جانشین سرازیر گردد. لذا منطقاً انتظار می رود رابطه معکوسی بین قیمت سهام و حجم معاملات در بازار سهام و قیمت طلا وجود داشته باشد (Faugere & Var Erlach , ۲۰۰۵).

در این تحقیق ، علاوه بر تئوری پرتفولیو که جانشینی بین دارائی های مالی از قبیل پول ، سهام ، ارز ، سپرده بانکی ، طلا و غیره را در سطح خرد ، مطرح می کند و مبتنی بر مبانی مدیریت مالی است ، از تئوری اساسی فیشر نیز الهام خواهیم گرفت که رابطه بین قیمت سهام با متغیرهای کلان اقتصادی را در قالب روابط اقتصاد کلان ، به دست می دهد. ایده اولیه رابطه بین تورم و بازار سهام ، منسوب به اروینگ فیشر^۱ (۱۹۳۰) است. وی بیان کرد که نرخ بهره اسمی مورد انتظار روی دارایی های مالی ، باید رابطه ای یک به یک با تورم مورد انتظار داشته باشد یا به عبارتی نرخ بازده مورد انتظار دارایی ها ، رابطه ای مستقیم با تورم مورد انتظار دارد که بسط آن به بازار سهام به این معنا است که بازده سهام با تورم واقعی هم جهت و سر مایه گذاری در سهام ، یک سپر تورمی است. در اواسط دهه ۱۹۷۰ سر مایه گذاران چنین تفکری را حداقل در دوره های کوتاه مدت و میان مدت مغایر با واقعیت دیدند یعنی قیمت سهام تحت تاثیر منفی تورم قرار داشت و فرضیه فیشر توسط محققان زیادی رد شد (بیاتی ، ۱۳۸۴).

پرسش های پژوهش

با توجه به مساله پژوهش ، پرسش های زیر مطرح می شوند :

پرسش هایی که در تحقیق حاضر به دنبال پاسخگویی به آنها هستیم بدین شرح می باشند:

۱- آیا بین نرخ تورم فعالیت بازار سهام در ایران رابطه معناداری وجود دارد و آیا سرمایه گذاری

در سهام می تواند یک سپر تورمی برای سرمایه گذاران باشد؟

۲- آیا بین بازار پول و نرخ سود تضمین شده آن با بازار سرمایه ، رابطه معناداری وجود دارد؟ آیا

این بازار ، جانشین بازار سهام محسوب می شود؟

۳- آیا نرخ رشد قیمت طلا (بازده سرمایه گذاری در طلا) به عنوان یک فرصت سرمایه گذاری

جانشین سهام ، رابطه معناداری با بازار سهام دارد؟

اهداف پژوهش و ضرورت آن

هدف از انجام این تحقیق ، بررسی رابطه بین بازده بازار سهام (نرخ رشد شاخص قیمت و

بازده نقدی سهام) و نرخ رشد حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران با برخی متغیرهای

اقتصادی نظیر نرخ تورم (به عنوان یک متغیر پولی با اهمیت) ، نرخ رشد قیمت طلا (بازده طلا) و

نرخ سود تضمین شده ، طی سال های ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۶ می باشد تا به درک بهینگی و کارایی بازار

سرمایه و اقتصاد کمک نماید.

توسعه بازار سرمایه ، نقش مهمی در رشد درآمد ملی کشور و رفاه عمومی جامعه دارد.

بنابراین بررسی عوامل کلان موثر بر سرمایه گذاری اعم از اقتصادی ، سیاسی ، اجتماعی- فرهنگی و

غیره ، امکان تصمیم گیری مناسب و درک بهتر سرمایه گذار از بازار سهام را فراهم می کند.

(اصولیان ، ۱۳۸۴) و نیز به دست اندر کاران و تصمیم گیران اقتصادی در ترسیم بهینه سیاست های

پولی و مالی و ملاحظه نتایج سیاست های اعمال شده طی سال های اخیر یاری می رساند.

فرضیه های پژوهش

بر اساس پرسش های پژوهش در این تحقیق ، فرضیه های زیر ، مورد آزمون قرار خواهند گرفت :

فرضیه ۱- بین نرخ تورم و بازده بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲- بین نرخ سود تضمین شده و بازده بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳- بین نرخ رشد قیمت طلا (بازده طلا) و بازده بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد .

فرضیه ۴- بین نرخ تورم و نرخ رشد حجم معاملات بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد

فرضیه ۵- بین نرخ سود تضمین شده و نرخ رشد حجم معاملات بازارسهم رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۶- بین نرخ رشد قیمت طلا (بازده طلا) و نرخ رشد حجم معاملات بازارسهم رابطه معناداری وجود دارد.

تعاریف عملیاتی پاره ای از واژه های استفاده شده در تحقیق

تورم:

تورم عبارت است از افزایش سطح قیمت ها در طول زمان. اگر قیمت تولیدات و خدمات (بدون اینکه کیفیت آنها بهبود یابد) افزایش پیدا کند ، نظام اقتصادی با پدیده تورم دست به گریبان می شود. معمولاً شاخص های تعیین کننده نرخ تورم نشان دهنده تغییراتی است که در قیمت ها رخ می دهند و مساله تغییرات کیفی به ندرت مطرح می شود(نوو ، ۱۳۸۷). برای محاسبه تورم ، چندین شاخص وجود دارد که در این تحقیق از نرخ رشد ماهانه شاخص قیمت مصرف کننده استفاده خواهد شد.

شاخص قیمت مصرف کننده:

شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی (CPI) یکی از مهم ترین شاخص های قیمتی به عنوان نمایی برای سنجش نرخ تورم و قدرت خرید پول داخلی هرکشوری باشد(سایت اینترنتی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران^۱).

نرخ سود تضمین شده (نرخ بهره):

نرخ سود تضمین شده اعلامی توسط شورای پول و اعتبار و بانک مرکزی می باشد که در این تحقیق ، به دلیل متفاوت بودن نرخ سود سپرده های بانکی ، برای سنجش آن از نرخ سود اوراق