

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص قیمت سهام بورس اوراق

بهادار تهران

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران

اشاره

در بازارهای سرمایه، نوسانهای گسترده در همه حال موجب ورود و خروج انبوهی از سرمایه می‌گردد. در کشورهای در حال توسعه، ضربه‌های وارد شده بر اقتصاد به دلیل ضربه‌های بازار بورس، در مقایسه با کشورهای توسعه‌یافته، عمق بیشتری دارد. زیرا نگرانی از افت ارزش سرمایه با نگرورزیهای ناشی از بی‌ثباتی‌های مشهود در اقتصاد همراه می‌شود. به این دلیل به نظر می‌رسد که باید به گونه‌ای نوسانهای قیمت را در بورس در محدوده‌ای قابل انتظار نگاه داشت. نگاه اجمالی به آمارهای فعالیت بورس اوراق بهادار تهران بیانگر این نکته است که از نیمه دوم سال ۱۳۷۸، حجم معاملات سهام از رشد قابل ملاحظه‌ای برخوردار شده است. استمرار این روند در عین مطلوبیت می‌تواند نگران‌کننده باشد. با این اوصاف شناسایی عوامل رونق کنونی بورس، چگونگی تداوم بخشیدن به آن و جلوگیری از سقوط نابهنگام بازار سهام از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. گزارش پیش‌رو بر مبنای تحلیل وضعیت اقتصادی کشور و آزمون همجمعی رابطه بلندمدت میان متغیرهای پولی و واقعی و شاخص قیمت سهام به یافته‌های قابل تأملی دست یافته است. رابطه بلندمدت میان متغیرهای واقعی و پولی و شاخص قیمت سهام وجود دارد. همچنین در بلندمدت متغیرهای پولی از متغیر واقعی تولید ناخالص داخلی دور می‌شوند. این نتیجه‌گویی این واقعیت است که در صورت تداوم روند فعلی رشد پایدار اقتصادی محقق نخواهد شد. بررسی روابط کوتاه‌مدت نیز نشان می‌دهد که در بازار سرمایه کشور، سرمایه‌گذاری در سهام و نگرورزی در بازار ارز جایگزین هم هستند. با توجه به پیش‌بینی وضعیت اقتصادی کشور در سال ۱۳۷۹ و نیز روند آتی شاخص قیمت سهام پیشنهاد می‌شود اقداماتی در جهت تقویت ابزارهای کنترلی کوتاه‌مدت و بلندمدت در مواجهه با بروز اختلال در بازار سرمایه صورت گیرد. نظر به اهمیت دو عامل زمان و سرعت در امر تصمیم‌گیری در بازار سهام، تفویض اختیار بیشتر به دبیر کل بورس می‌تواند قبل از وقوع بحران، فرصت کافی را برای تصمیم‌گیری در اختیار مقامات بازار سرمایه قرار دهد. در بلندمدت نیز اقداماتی از قبیل توسعه و گسترش بازار متشکل سرمایه از طریق پذیرش شرکت‌های جدید در بورس، ایجاد تالارهای فرعی، ایجاد بازار خارج از بورس OTC که زمینه افزایش عرضه سهام و مشارکت هر چه بیشتر مردم را در بازار سرمایه فراهم می‌کند توصیه می‌شود.

فهرست مطالب

- ۱- مقدمه ۱
- ۲- ارزیابی وضع اقتصادی کشور ۲
- ۳- بررسی کمی رابطه بلندمدت بین شاخص قیمت سهام و متغیرهای کلان اقتصاد ۶
- ۴- چشم‌انداز آتی روند متغیرهای پولی و واقعی ۱۴
- ۵- پیوستها ۱۷

پیوست ۱- داده‌های آماری

پیوست ۲- نمودارها

پیوست ۳- خروجیهای کامپیوتری

۱- مقدمه

در بازارهای سرمایه، نوسانهای گسترده در همه حال موجب ورود و خروج انبوهی از سرمایه می‌گردد. تحمل این حرکت سرمایه حتی در اقتصادهای توسعه‌یافته که در آنها روابط ساختاری به نسبت منظمی برقرار است، دشوار به نظر می‌رسد. در کشورهای در حال توسعه، ضربه‌های وارد شده بر اقتصاد به دلیل ضربه‌های بازار بورس، در مقایسه با کشورهای توسعه‌یافته، عمق بیشتری دارد. زیرا نگرانی از افت ارزش سرمایه با نگرورزیهای ناشی از بی‌ثباتی‌های مشهود در اقتصاد همراه می‌شود. به این دلیل به نظر می‌رسد که باید به گونه‌ای نوسانهای قیمت را در بورس در محدوده‌ای قابل انتظار نگاه داشت.

نگاه اجمالی به آمارهای فعالیت بورس اوراق بهادار تهران بیانگر این نکته است که از نیمه دوم سال ۱۳۷۸، حجم معاملات سهام از رشد قابل ملاحظه‌ای برخوردار شده است. استمرار این روند در عین مطلوبیت می‌تواند نگران‌کننده باشد. این روند مطلوب است از این نظر که بورس اوراق بهادار به عنوان مهمترین نماد بازار سرمایه ایران در مسیر یافتن جایگاه واقعی خود در اقتصاد کشور است و نگران‌کننده از این دیدگاه که رونق موجود نه تنها دوام نداشته بلکه با رکود تدریجی یا ناگهانی مواجه شود و بار دیگر وضعیت سالهای ۷۵-۱۳۷۴ بورس تهران تکرار شود. با این اوصاف شناسایی عوامل رونق کنونی بورس، چگونگی تداوم بخشیدن به آن و جلوگیری از سقوط نابهنگام بازار سهام از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

از این دیدگاه پرسشهای اساسی که مطرح می‌شود این است که چشم‌انداز رونق اخیر فعالیت بورس اوراق بهادار تهران و تداوم افزایش قیمتهای سهام به ویژه از چند ماهه گذشته تاکنون چگونه است؟ آیا ادامه وضع موجود منجر به سقوط قیمتها خواهد شد؟ آیا امکان پیشگیری وجود دارد؟ و بالاخره در صورت وقوع چه تمهیداتی می‌توان بکار گرفت؟

در این گزارش ابتدا وضع اقتصاد با مراجعه به متغیرهای کلان ارزیابی می‌شود. سپس با مراجعه به فن ارزیابی رابطه‌های علت و معلولی، برای شناسایی روابط علت و معلولی بین متغیرهای اصلی تلاش می‌شود. در پایان چشم‌انداز آتی اقتصاد کشور با مراجعه به روندهای مشهود در متغیرهای مورد بررسی، ارزیابی می‌شود. به این ترتیب برای سیاستگذارها چارچوبهایی ارائه می‌گردد.

۲- ارزیابی وضع اقتصادی کشور

برای ارزیابی و بررسی عملکرد هر نظام اقتصادی چند شاخص اساسی مورد توجه قرار می‌گیرد. یکی از این شاخصها، تولید ناخالص داخلی حقیقی است که در واقع نشان‌دهنده نتیجه کلی فعالیت اقتصادی کشور است. تولید ناخالص داخلی شاخصی است که از طریق آن می‌توان نسبت به روند رونق و رکود و رشد و تنزل کل اقتصاد آگاه شد. اما نکته قابل توجه در بررسی تولید ناخالص داخلی، تأثیر بخشهای مختلف اقتصادی در تولید کل کشور است. به بیان دیگر سهم بخشهای مختلف، کشاورزی، صنعت، نفت، ساختمان، معدن، آب و برق و گاز و خدمات در ایجاد تولید ملی اهمیت دارد. نکته مهم دیگر مصارف تولید ناخالص داخلی است. در واقع توان رشد هر نظام اقتصادی را تقسیم تولید ملی به سرمایه‌گذاری و مصرف تعیین می‌کند. در این میان، جزء سرمایه‌گذاری بخش خصوصی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از آنجا که سرمایه‌گذاری در هر دوره باعث افزایش تولید در دوره‌های بعد می‌شود، می‌توان دریافت که راه رسیدن به یک رشد درونزای پایدار رفع موانعی است که بر تولید و سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارند. زیرا این دو متغیر به مرور زمان یکدیگر را تقویت می‌کنند. عوامل کمی متعددی بر سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند از آن جمله نرخ تورم، نرخ ارز، ابهام در مورد حقوق مالکیت، عدم اطمینان در محیط اقتصادی، اجتماعی و سیاسی و...

بر همین اساس، در این گزارش برای بررسی وضعیت اقتصاد کلان کشور متغیرهای فوق‌الذکر مورد تحلیل و بررسی قرار می‌گیرند. سپس به بررسی تأثیر شاخصهای کلان اقتصادی بر فعالیت بورس اوراق بهادار پرداخته می‌شود. سالهای مورد بررسی مقاطع ۷۵-۱۳۷۰ و ۷۸-۱۳۷۶ را دربرمی‌گیرد که در آن بورس با رکود و رونقهای قابل توجه روبرو بوده است. این مقاطع، سالهای اجرای برنامه اول و دوم توسعه اقتصادی اجتماعی و فرهنگی کشور را پوشش می‌دهد. از آنجا که میزان تحقق اهداف برنامه خود معیار عملکرد اقتصاد کلان می‌تواند باشد، وضعیت اقتصاد کشور در قالب برنامه‌های توسعه مورد مطالعه قرار می‌گیرد.

طی برنامه اول توسعه، تولید حقیقی با نرخ متوسط سالانه $\frac{7}{3}$ درصد افزایش یافت. به رغم آنکه برخی از بخشهای اقتصادی مانند آب، برق و گاز و... بیش از اهداف برنامه رشد یافتند، رشد بخشهای صنعت و معدن و ساختمان به ترتیب $\frac{6}{3}\%$ و $\frac{9}{2}\%$ کمتر از اهداف تعیین شده در برنامه بود. رشدهای تحقق یافته نیز در طول سالهای برنامه متفاوت بودند. به طوری که در سالهای ۷۰-۱۳۶۹ نرخهای رشد تحقق یافته از اهداف تعیین شده فزونی گرفت. به گونه‌ای که در این سالها، تشکیل سرمایه ثابت ناخالص به قیمتهای جاری به ترتیب با نرخهای $\frac{13}{3}\%$ و $\frac{40}{9}\%$ افزایش یافت. اما در دو سال آخر اجرای برنامه اول میزان رشد نسبت به آنچه در برنامه تعیین شده بود به میزان قابل توجهی کاهش یافت. به گونه‌ای که سرمایه‌گذاری حقیقی $\frac{7}{1}\%$ در سال ۱۳۷۱ و $\frac{2}{7}$ درصد در سال ۱۳۷۲ افزایش یافت. بنابراین می‌توان گفت که طی سالهای ۷۰-۱۳۶۹ وضعیت اقتصادی کشور براساس شاخص رشد اقتصادی و تشکیل سرمایه ثابت در مقایسه با سالهای ۷۲-۱۳۷۱ از وضعیت مطلوبتری برخوردار بوده است و نشان می‌دهد که رفته‌رفته وضعیت اقتصاد کشور روند نامطلوبی به خود می‌گرفت. در بورس اوراق بهادار نیز سرمایه‌گذاری وضعیت مشابهی داشت. بدیهی است مشکلات گریبان‌گیر اقتصاد به ویژه بخش صنعت شرکتهای

فعال در بورس را نیز شامل شد. به طوریکه رشد ارزش سهام مبادله شده در سال ۱۳۷۰ نسبت به سال قبل، ۶۳۹ درصد افزایش یافت. در حالیکه این نسبت در سال ۱۳۷۱ به ۲۶/۳۹- درصد رسید.

جدول ۱- ارزش و درصد رشد سهام مبادله شده سالهای ۷۱-۱۳۶۹

سال	درصد رشد	ارزش سهام مبادله شده (میلیارد ریال)
۱۳۶۹	—	۶۴/۷
۱۳۷۰	۶۳۹	۴۷۸/۳
۱۳۷۱	۲۶/۳۹-	۳۵۲/۱

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار تهران

طی همین مدت، واردات کالا و خدمات از ۱۳/۵ میلیارد دلار در سال ۱۳۶۸، به ۲۵ میلیارد دلار در سال ۱۳۷۰ رسید. این امر مشکلات بزرگی را برای دولت در بازپرداخت بدهی به وجود آورد. در اردیبهشت ماه سال ۱۳۷۲، بانک مرکزی اقدام به اجرای مرحله جدیدی از سیاست یکسان سازی نرخ ارز در اقتصاد کشور نمود. این امر منجر به گسترش بحران ارزی در اواخر آبانماه ۱۳۷۲ شد و در دیماه ۱۳۷۳ بحران شدت یافت.

به این ترتیب بحران ارزی تمامی بخشهای اقتصاد از جمله بخش صنعت و به تبع آن شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را بشدت تحت تأثیر قرار داد. در واقع این بحران ارزی (رونق بازار سیاه ارز) از دو جهت تأثیر منفی بر فعالیت بورس اوراق بهادار داشت. با فعال شدن بازار سیاه ارز، بازده سرمایه گذاری و عملیات نگرورزی در بازار ارز افزایش یافت و در نتیجه سرمایه ها به سمت بازار ارز (اقتصاد زیرزمینی) سوق یافت. از سوی دیگر صنایع فعال در بورس همانند دیگر صنایع در تأمین ارز مورد نیاز واحدهای تولیدی خود با مشکلات عدیده ای روبرو شدند که این امر بر سودآوری شرکتهای تأثیر منفی گذاشته و در نتیجه بازده سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار در مقایسه با بازار ارز کاهش یافت. بدیهی است نتیجه چنین رویدادی خروج ناگهانی سرمایه از بازار سهام را در پی داشت. بدین ترتیب سرمایه از بازار سهام بطرف گزینه های دیگر سرمایه گذاری اعم از اقتصاد زیرزمینی یا واقعی مانند زمین، مسکن، طلا، ارز، کالاهای بادوام انتقال یافت.

سرانجام به منظور مقابله با بحران، دولت تصمیم به اجرای سیاست تثبیت اقتصادی از خرداد ماه ۱۳۷۴ گرفت. جدول زیر آمار مربوط به نرخهای رشد بهای ارز در بازار آزاد و شاخص قیمت سهام را به صورت فصلی از سال ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۵ ارائه می کند.

جدول ۲- نرخ رشد شاخص قیمت سهام و بهای ارز ۱۳۷۵-۱۳۷۲

سال	نرخ رشد شاخص قیمت سهام	نرخ رشد قیمت ارز در بازار آزاد
۱۳۷۲/۱	-۴/۸۹۵۴	۷/۳۳۱۱
۱۳۷۲/۲	-۵/۵۵۸۲	-۴/۹۲۲۶
۱۳۷۲/۳	-۱/۳۳۰۶	۱۷/۷۷۴۲
۱۳۷۲/۴	۴/۶۴۲۱	۲۶/۳۰۸۰
۱۳۷۳/۱	۶/۱۴۶۲	۱۳/۱۹۷۳
۱۳۷۳/۲	۵/۱۳۶۶	-۶/۲۸۹۱
۱۳۷۳/۳	۲۴/۹۸۳۳	۷/۹۶۷۰
۱۳۷۳/۴	۲۳/۳۸۳۱	۴۷/۵۸۲۷
۱۳۷۴/۱	۲۹/۳۰۵۹	۲۶/۶۰۸۴
۱۳۷۴/۲	۱۲/۸۶۳۳	-۲۲/۴۵۰۱
۱۳۷۴/۳	۲۱/۶۱۰۴	-۰/۵۶۶۹۴
۱۳۷۴/۴	۲۵/۷۲۲۲	۳/۴۳۱۱
۱۳۷۵/۱	۲۹/۱۰۸۰	۲/۴۰۷۵
۱۳۷۵/۲	۶/۶۹۸۷	۱/۲۴۰۹
۱۳۷۵/۳	-۶/۶۹۹۸	۹/۱۱۶۶
۱۳۷۵/۴	-۲/۷۴۱۸	۱/۱۷۵۱

مأخذ: - گزارش آماری ماهانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران

- نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

همانگونه که ملاحظه می‌شود با شروع بحران ارزی در سال ۱۳۷۲ نرخ ارز در بازار آزاد ۱۷/۸ درصد رشد یافت. در همین زمان بازار سهام شاهد رشد شاخص قیمت سهام به میزان ۱/۳- درصد است. روند فزاینده رشد نرخ ارز تا فصل اول سال ۱۳۷۴ همچنان ادامه داشت. با اعلام سیاست تثبیت اقتصادی و غیرمجاز شمردن معاملات آزاد ارز، در فصل دوم سال ۱۳۷۴، نرخ ارز با افت ۲۲/۵ درصد روبرو می‌شود. اما نرخ رشد شاخص قیمت سهام ۱۲/۵+ می‌شود. با تغییر سیاست ارزی در سال ۱۳۷۵ مجدداً بازار ارز از رونق و بازار بورس اوراق بهادار با رکود مواجه می‌شود. نمودارهای ۱، ۲ و ۳، بوضوح روند تغییرات این دو نرخ را نشان می‌دهند. همانگونه که ملاحظه می‌شود، در مقابل رشد نرخ ارز، شاخص قیمت سهام به طور قابل ملاحظه‌ای کاهش یافته، و از رشد ۲۹/۱ درصد در فصل اول سال ۱۳۷۵ به رشد منفی ۶/۷٪ در فصل سوم سال ۱۳۷۵ می‌رسد. این روند نزولی تا نیمه دوم سال ۱۳۷۷ همچنان ادامه داشت.

از بعد متغیرهای پولی، عدم تناسب عرضه و تقاضای پول که متناسب با حجم فعالیتهای اقتصادی نبود، سبب کاهش نسبت نقدینگی بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی اسمی شده بود؛ در نتیجه نرخهای بهره در بازار غیررسمی افزایش یافت. از سوی دیگر، افزایش نرخ ارز با توجه به وابستگی قابل توجه صنایع کشور به ارز بتدریج مشکلاتی را برای اقتصاد کشور پدید آورد و زمینه برای رکود اقتصادی تا حدودی فراهم شد.

با بروز بحران نفتی و کاهش درآمدهای ارزی در سال ۱۳۷۷، وضعیت نامطلوب اقتصاد کشور که همچنان ادامه داشت، تعمیق شد و بورس اوراق بهادار نیز متأثر از وضعیت اقتصاد کشور همچنان شاهد کاهش شاخص قیمت سهام در سال ۱۳۷۷ بود. در سال ۱۳۷۸، اقتصاد کشور با پشت سر گذاشتن بحران نفتی کاهش قیمت نفت، وارد دوره جدیدی از رونق اقتصادی ناشی از افزایش درآمدهای نفتی و تزریق آن به اقتصاد شد. بدیهی است، رونق اقتصادی مزبور، بخشهای مختلف اقتصاد بویژه بخش صنعت را که بشدت متأثر از ارز و سیاستهای ارزی است، تحت تأثیر قرار داد. در نتیجه شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار جان تازه‌ای یافتند. تأمین نیازهای ارزی و رونق اقتصادی در بخشهای مختلف، بازده سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار را نیز افزایش داده است. بگونه‌ای که از آغاز سال ۱۳۷۸ بتدریج شاخص قیمت سهام و حجم دادوستد از رشد مثبت و فزاینده‌ای برخوردار بوده، و این روند در دو ماهه نخست سال ۱۳۷۹ نیز شدت بیشتری یافته است.

جدول ۳- شاخص قیمت سهام و حجم دادوستد فروردین و اردیبهشت ۱۳۷۹

ماه	شاخص قیمت سهام	حجم دادوستد سهام
فروردین	۲۲۸۳/۶۷	۱۴۴۶۴۷/۱۰
اردیبهشت	۲۳۴۶/۴۸	۴۲۳،۵۱۴

مأخذ: سازمان بورس اوراق بهادار تهران

در این گزارش از میان عوامل مختلف، تأثیر سیاستهای ارزی و عامل نرخ ارز بر شاخص قیمت سهام مورد بررسی اجمالی قرار گرفت. بدیهی است در اقتصاد گزینه‌های مختلفی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد که در مواردی مکمل یا رقیب یکدیگرند. بگونه‌ای که تمرکز سرمایه‌گذاری در یک گزینه می‌تواند سرمایه‌گذاریهای دیگر را تحت تأثیر قرار دهد.

در اقتصاد ایران به دلیل کم بودن گزینه‌های سالم سرمایه‌گذاری، عمدتاً تمرکز سرمایه‌گذاری بر روی چند گزینه به ویژه گزینه‌های غیراقتصادی (طلا، ارز، تلفن همراه، کالاهای بادوام و...) قرار دارد. بنابراین هرگاه به عللی بازده ریسک سرمایه‌گذاری در یکی از این گزینه‌ها تغییر کند، می‌تواند بشدت سایر گزینه‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد. شواهد کلی در اقتصاد ایران حاکی از این است که سرمایه‌گذاری عمدتاً (به دلیل نرخ بالای تورم، پایین بودن نرخ بهره بانکی، فقدان امنیت نسبی سرمایه‌گذاری و...) در بخش زیرزمینی اقتصاد تمرکز دارد و بویژه با توجه به خصوصیت سیالی آن، بسرعت نسبت به تغییرات ریسک و بازده در سایر گزینه‌های سرمایه‌گذاری واکنش نشان

می‌دهد. بدیهی است این خود عاملی است که سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار را می‌تواند بشدت تحت تأثیر قرار دهد. بر همین اساس است که در مقاطعی که دولت به اقداماتی از قبیل پیش‌فروش سکه، تلفن همراه، خودرو و... (به منظور جذب نقدینگی، کاهش تورم، تأمین کسر بودجه و...) دست زده است، با ایجاد رانتهایی در خرید و فروش آنها، زمینه را برای جلب سرمایه‌ها (حداقل در کوتاه‌مدت) از سرمایه‌گذارانی واقعی و سالم (بورس) به سوی اینگونه گزینه‌ها فراهم کرده است. بدیهی است که این امر زمینه گسترش هر چه بیشتر اقتصاد زیرزمینی را هموار می‌سازد.

۳- بررسی کمی رابطه بلندمدت بین شاخص قیمت سهام و متغیرهای کلان اقتصاد

هرگونه تصمیم‌گیری یا جهت‌گیری در مورد برنامه‌ریزی آتی هر نهاد، مستلزم آگاهی یافتن از وضعیت موجود است، و طبیعی است که پیش‌بینیهای لازم نیز باید با توجه به وضعیت موجود انجام شود. برای تحقق این امر استفاده از اطلاعات سری زمانی متغیرهای مختلف ضروری است تا بتوان روابط پایدار بین متغیرهای اقتصادی را آزمون کرده و نتایج را مورد ارزیابی قرار داد.

در این گزارش، با بکارگیری روشهای اقتصادسنجی تلاش می‌شود تا رابطه بین شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران و برخی متغیرهای کلان اقتصادی مانند تولید ناخالص داخلی (GDP)، نرخ ارز (ER)، شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI)، نرخ تورم (INF)، ارزش افزوده بخش صنعت (VIND)، میزان سرمایه‌گذاری پروانه‌های بهره‌برداری واحدهای صنعتی (IIND)، پروانه‌های صادره ساختمانی در کل مناطق شهری کشور (STR) مورد آزمون تجربی قرار گیرد.

هدف از انجام آزمون تجربی آن است که به این پرسش پاسخ داده شود که آیا رابطه تعادلی بلندمدت بین شاخص قیمت سهام و متغیرهای کلان اقتصادی کشور وجود دارد یا خیر و در صورت وجود چنین روابط بلندمدتی پویاییهای کوتاه‌مدت چگونه تبیین می‌شود.

برای این منظور از روش تحلیل همجمعی در الگوی خودتوضیح برداری^(۱) استفاده می‌شود. الگوی خودتوضیح برداری الگویی است که در آن رفتار چند متغیر سری زمانی و ارتباطات متقابل بین این متغیرها بررسی می‌شود. در این الگو بدون آنکه متغیرها از قبل به عنوان برون‌زا یا درون‌زا در نظر گرفته شوند، مدل برآورد می‌شود.

بدنبال انتقاد سیمز^(۲) از مسئله شناسایی سیستم معادلات همزمان، الگوی VAR معرفی شد. تحلیل همجمعی در قالب الگوی خود توضیح برداری این امکان را فراهم می‌آورد تا بردارهای همجمعی (روابط بلندمدت) را از روی ضرایب الگوی خودتوضیح برداری بدست آوریم.

در این روش ابتدا باید:

آزمون شود که متغیرهای موجود در الگو جمعی از چه مرتبه‌ای هستند، گام بعدی تعیین تعداد وقفه‌های مناسب

1- Cointegration Vector Autoregressive

2- Sims

در الگوی VAR به منظور پایا نمودن جملات خطای مربوط به الگوی تصحیح خطای برداری^(۱) است. تعیین تعداد بردارهای همجمعی بین متغیرهای الگو، همچنین تشخیص وجود روند در متغیرها و در نتیجه لزوم وارد کردن متغیرهای قطعی نظیر عرض از مبدأ و روند زمانی در بردارهای همجمعی مراحل بعدی این تحلیل است. در پایان به منظور شناسایی روابط تعادلی بلندمدت قیدهای خطی بر روابط همجمعی اعمال می‌شود.

در چارچوب هدف گزارش حاضر و نیز با توجه به مدل مورد استفاده به منظور انجام آزمون تجربی، متغیرهای زیر مورد استفاده قرار گرفته‌اند:

- شاخص قیمت سهام (Tepix)

- تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت سال ۱۳۶۱ (GDP)

- شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی (CPI)

- نرخ ارز در بازار موازی ارز (er)

- تعداد مجوزهای صادره ساختمانی در کلیه مناطق شهری (STR)

- ارزش افزوده بخش صنعت و معدن به قیمت ثابت سال ۶۱ (Vind)

- میزان سرمایه‌گذاری پروانه‌های بهره‌برداری واحدهای صنعتی (iind)

در این تحلیل متغیرها گاه در حالت سطح و گاه به صورت لگاریتمی وارد مدل شده‌اند. در پاره‌ای از موارد نرخ رشد متغیرهای فوق مد نظر قرار گرفته است. داده‌های جمع‌آوری شده به صورت فصلی هستند و دوره زمانی ابتدای سال ۱۳۷۰ تا پایان سال ۱۳۷۸ را دربرمی‌گیرند. دوره مورد مطالعه با توجه به آنکه شاخص قیمت سهام بر مبنای پایه جدید از سال ۱۳۷۰ محاسبه می‌شود، انتخاب شده است.

به منظور آزمون رابطه بلندمدت بین شاخص قیمت سهام و متغیرهای کلان اقتصادی چنانچه پیش از این نیز اشاره گردید، در مرحله اول تعیین مرتبه جمعی متغیرها ضروری است. برای این منظور، آزمون ریشه واحد^(۲) بر روی تک تک متغیرهای مدل در حالت سطح و لگاریتمی با استفاده از نرم‌افزار Microfit4 انجام شد. نتایج بدست آمده با در نظر گرفتن عرض از مبدأ و بدون لحاظ کردن روند زمانی t ، و نیز با لحاظ کردن روند زمانی در رابطه رگرسیون در جداول پیوست ۳ ملاحظه می‌شود. لازم به ذکر است تعداد وقفه‌های بهینه در انجام آزمون دیکی - فولر^(۳) تعمیم یافته با استفاده از حداکثر مقدار ضابطه‌های آکائیک (AIC)، شوارتز - بیزین (SBC) و حنان - کویین (HQC) تعیین می‌شود.

آزمونهای انجام شده نشان می‌دهند، تمامی متغیرها در حالت سطح جمعی^(۴) از مرتبه ۱ یا $I(1)$ هستند به بیان

۱- الگوی تصحیح خطای برداری، رفتار کوتاه‌مدت Y_t (بردار مشتمل از متغیرهای موجود در الگو) را در ارتباط با تغییرات سایر متغیرهای الگو و نیز

Vector Error Correction Model

انحراف از رابطه تعادلی بلندمدت تعیین می‌کند.

2- Unit root

3- Augmented Dickey - Fuller test

4- Integrated

دیگر متغیرهای مورد نظر در الگو در حالت سطح ایستا نبوده^(۱) و با یک بار تفاضل‌گیری ایستا می‌شوند. آزمونهای دیکی فولر تعمیم یافته بر روی متغیرها به صورت لگاریتمی نیز $I(1)$ بودن تمامی متغیرها بجز LGDP و Liind را تایید می‌کنند. دو متغیر یاد شده جمعی از مرتبه صفر یا $I(0)$ بوده یعنی ایستا می‌باشند.

آزمونهای ریشه واحد بر روی نرخ رشد متغیرها نشان می‌دهد نرخ رشد میزان سرمایه‌گذاری پروانه بهره‌برداری واحدهای صنعتی، نرخ رشد قیمت ارز در بازار آزاد، و نرخ رشد تولید ناخالص داخلی ایستا هستند و سایر متغیرها با یک بار تفاضل‌گیری ایستا می‌شوند.

سؤال اصلی و مورد نظر این است که "آیا بین شاخص قیمت سهام و متغیرهای پولی و واقعی اقتصاد رابطه بلندمدت و معنی‌داری وجود دارد؟" برای یافتن پاسخ سؤال فوق، با توجه به مدل مورد استفاده در تحلیل، در قالب روش جوهانسون و با استفاده از آزمون اثر و نیز آزمون حداکثر مقدار ویژه رابطه و یا روابط بلندمدت بین متغیرهای الگو در حالت‌های مختلف تعیین می‌شود. در هر حالت، ضمن تعیین تعداد بردارهای همجمعی بین متغیرهای در نظر گرفته شده، شکل الگوی مناسب VECM برای انجام آزمونهای فوق نیز تعیین می‌شوند. به طور خلاصه روابط بلندمدت بدست آمده به صورت نرمال شده بر روی متغیر Tepix در جدول شماره ۴ ملاحظه می‌شوند. اعداد داخل پرانتز انحراف معیار ضرایب برآورده شده است.

1- Stationary

جدول ۴- برآورد بردارهای همجمعی به روش جوهانسون

متغیرها	بردارهای همجمعی نرمال شده روی متغیر Tepix	
۱	$LTepix = ۲/۲۳ LCPI + ۱/۰۹ LEr - ۰/۱۴ t$ $(۰/۴۸) \quad (۰/۵۸) \quad (۰/۰۳)$ $LTepix = -۱۳/۰۵ LGDP + ۲/۷۵ LCPI$ $(۳/۶۱) \quad (۰/۴۵)$	LTepix, LGDP, LCPI, LEr
۲	$LTepix = ۰/۶۶ Ler + ۲/۲۷ LStr$ $(۰/۱۸) \quad (۰/۸۴)$	LTepix, Ler, LStr
۳	$LTepix = -۴/۰۳ + ۱/۷۶ Lvind$ $(۲/۲۸) \quad (۰/۳۷)$	LTepix, Lvind
۴	$Tepix = -۶۲۵/۳۹ + ۳/۴۳ Vind$ $(۳۰۲/۹۷) \quad (۰/۶۳)$	Tepix, Vind
۵	$Tepix = -۴۳۲۴/۵ + ۰/۱۸ Str$ $(۶۲۰/۷۳) \quad (۰/۰۲)$	Tepix, Str
۶	$LTepix = -۴۹/۶۵ + ۵/۴۹ LStr$ $(۴/۸۷) \quad (۰/۴۷)$	LTepix, LStr
۷	$Tepix = -۶۱/۶۶ Ger + ۶۰/۲۷ t$ $(۱۴/۸) \quad (۶/۷۹)$	LTepix, Ger
۸	$LTepix = -۱/۹۵ + ۱/۱۱ Ler$ $(۰/۶۳) \quad (۰/۰۸)$	LTepix, Ler
۹	$LTepix = -۶۱/۳۲ + ۸/۲۴ LGDP$ $(۷/۷۶) \quad (۰/۹۴)$	LTepix, LGDP
۱۰	$Tepix = ۴۰۷۱/۹ - ۵۲۳/۴ GCPI$ $(۱۱۸۹/۰) \quad (۲۰۷/۳۳)$	Tepix, GCPI
۱۱	$LTepix = ۳/۴۵ LCPI - ۰/۱۵ t$ $(۰/۴۳) \quad (۰/۰۳)$	LTepix, LCPI

از مجموع روابط همگرایی بدست آمده می توان نتیجه گرفت، در بلندمدت رابطه مستقیم و معنی داری بین شاخص قیمت سهام و متغیرهای پولی نظیر نرخ ارز و شاخص قیمت مصرف کننده وجود دارد. این روابط در حالتی که متغیرها به صورت سطح و لگاریتمی باشند تایید می شود. رابطه بلندمدت نرخ رشد شاخص قیمت مصرف کننده و نرخ رشد قیمت ارز با شاخص قیمت سهام، به صورت معکوس و معنی دار است. همچنین این روابط در سیستم های دومتغیره، سه متغیره و نیز چهار متغیره تایید می شود.

و اما نکته دیگر، نتیجه بدست آمده از مدل اول است. در این مدل علاوه بر متغیرهای پولی نظیر نرخ ارز و شاخص قیمت مصرف کننده، LGDP به عنوان یک متغیر واقعی در نظر گرفته شده است. آزمون حداکثر مقدار ویژه و آزمون اثر، وجود دو رابطه همگرایی بین این متغیرها را تایید می کند. به منظور جداسازی اثر متغیرهای پولی و واقعی بر شاخص قیمت سهام در این سیستم، در یکی از بردارهای بدست آمده صفر بودن ضریب متغیر LGDP را به صورت قید اعمال می کنیم.

بدین ترتیب رابطه بلندمدت مقید بدست آمده تأثیر متغیرهای پولی بر شاخص قیمت سهام را نشان می دهد و در این حالت هم رابطه مستقیم بین این متغیرها و شاخص قیمت سهام تایید می شود. در بردار دوم، متغیر LGDP نیز لحاظ شده و ملاحظه می شود این متغیر رابطه مستقیم با شاخص قیمت سهام ندارد. در این رابطه متغیر Ler نیز معنی دار نمی باشد که با اعمال فرض صفر بودن ضریب این متغیر آن را از رابطه حذف می نماییم.

بنابراین چنانچه سیستم به صورت چهار متغیره در نظر گرفته شود، تأثیر متغیر واقعی بر شاخص قیمت سهام همانند تأثیر متغیرهای پولی نبوده، و در بلندمدت رابطه بین شاخص قیمت سهام و GNP معکوس می باشد. در حالیکه رابطه بلندمدت بدست آمده بین شاخص قیمت سهام و تولید ناخالص داخلی بیانگر وجود رابطه مستقیم و معنی دار این دو متغیر است. این رابطه بین شاخص قیمت سهام و ارزش افزوده بخش صنعت و معدن در حالت سطح و لگاریتمی نیز مشاهده می شود.

براساس روش مورد استفاده، علاوه بر تعیین روابط همگرایی بلندمدت، بررسی پویایی های کوتاهمدت متغیر شاخص قیمت سهام نیز مورد توجه است. چنانچه قبلاً نیز عنوان شد، در قالب الگوی تصحیح خطای برداری این مسئله بررسی شده است. براساس این مدل می توان ملاحظه کرد، در کوتاهمدت تغییرات شاخص قیمت سهام، نسبت به عدم تعادل از رابطه تعادلی بلندمدت بدست آمده و نیز تغییرات سایر متغیرهای کلان به چه صورت واکنش نشان می دهد. روابط کوتاهمدت بدست آمده به صورت مدل تصحیح خطای برداری متناظر با روابط بلندمدت ارائه شده، در جدول ۵ به صورت زیر خلاصه می شود.

جدول ۵- الگوی تصحیح خطای برداری متناظر با روابط بلندمدت بدست آمده

الگوی تصحیح خطای برداری متناظر با روابط بلندمدت بدست آمده	مدل
$dLTepix = -9/94 + 0/46 dLTepix1 - 0/35 dLGDP1 - 0/96 dLCPT1 - 0/22 dLEr1$ $(-2/43) \quad (2/70) \quad (-1/01) \quad (-2/06) \quad (-1/87)$ $+ 0/14 dLTepix2 - 0/28 dLGDP2 - 0/71 dLCPI2 - 0/28 dLEr2 - 0/39 ecm1 (-1)$ $(1/1) \quad (-1/32) \quad (-1/49) \quad (-2/4) \quad (-6/2)$ $+ 0/05 ecm2 (-1)$ $(1/34)$	۱
$dLTepix = -4/64 + 0/6 dLTepix1 - 0/17 dLER1 - 0/28 dLStr1 + 0/05 dLTepix2 -$ $(-5/61) \quad (4/67) \quad (-1/86) \quad (-3/23) \quad (0/46)$ $0/24 dLER2 - 0/24 dLStr2 - 0/21 ecm1 (-1)$ $(-2/25) \quad (-3/45) \quad (-5/63)$	۲
$dLTepix = 0/79 dLTepix1 + 0/08 dLvind1 + 0/13 dLTepix2 + 0/06 dLvind2 -$ $(4/71) \quad (1/39) \quad (0/81) \quad (0/12)$ $0/03 ecm1 (-1)$ $(-1/27)$	۳
$dTepix = 0/8 dTepix1 + 0/25 dVind1 + 0/11 dTepix2 + 0/1 dVind2 - 0/05 ecm1 (-1)$ $(4/41) \quad (1/47) \quad (0/48) \quad (0/53) \quad (-1/34)$	۴
$dTepix = 0/87 dTepix1 - 0/06 dstr1 - 0/25 dTepix2 - 0/05 dstr2 - 0/12 ecm1 (-1)$ $(5/58) \quad (-2/46) \quad (-1/62) \quad (-3/53) \quad (-3/12)$	۵
$dLTepix = 0/74 dLTepix1 - 0/42 dLstr1 - 0/07 dLTepix2 - 0/32 dLstr2 -$ $(5/15) \quad (-2/87) \quad (-0/58) \quad (-3/5)$ $0/11 ecm1 (-1)$ $(-3/52)$	۶
$dTepix = 52/55 + 0/71 dTepix1 + 2/04 dGEr1 - 0/05 ecm1 (-1)$ $(1/97) \quad (5/03) \quad (1/25) \quad (-1/64)$	۷
$dLTepix = 0/5 dLTepix1 - 0/24 dLER1 + 0/21 dLTepix2 - 0/33 dLER2 -$ $(3/64) \quad (-2/36) \quad (1/73) \quad (-2/93)$ $0/19 ecm1 (-1)$ $(-5/15)$	۸
$dLTepix = 0/68 dLTepix1 - 0/4 dLGDP1 + 0/29 dLTepix2 - 0/26 dLGDP2 -$ $(4/51) \quad (-1/75) \quad (1/84) \quad (-1/64)$ $0/12 ecm1 (-1)$ $(-3/45)$	۹

ادله جدول ۵

مدل	الگوی تصحیح خطای برداری متناظر با روابط بلندمدت بدست آمده
۱۰	$dTepix = 0.76 dTepix1 - 1/8 dGCPI1 - 0.005 ecm1 (-1)$ $(4/87) \quad (-0/35) \quad (-0/37)$
۱۱	$dLTepix = -3/0.9 + 0.64 dLTepix1 - 1/0.6 dLCPI1 - 0/3 ecm1 (-1)$ $(-4/34) \quad (5/65) \quad (-2/57) \quad (-4/37)$

اعداد داخل پرانتز، آماره‌های t متناسب با ضرایب بدست آمده است.

با توجه به جدول ۵ نتایج زیر را از بررسی روابط کوتاه‌مدت می‌توان استخراج نمود:

- تغییرات شاخص قیمت سهام در کوتاه‌مدت با تغییرات متغیرهای پولی، نظیر شاخص قیمت مصرف کننده، نرخ ارز و پروانه‌های صادره ساختمان در کل مناطق شهری رابطه معکوس دارد.

- در کوتاه‌مدت تغییرات TEPIX عمدتاً از تغییرات وقفه‌های خودش متأثر می‌شود که این مسئله با توجه به ماهیت متغیر بدیهی به نظر می‌رسد.

- معنی دار بودن ضرایب پسماند روابط تعادلی بلندمدت نشان دهنده واکنش تغییرات متغیر TEPIX در کوتاه‌مدت نسبت به انحراف از مسیر تعادلی بلندمدت بدست آمده می‌باشد. ضمن این که ضریب برآورد شده نشان دهنده سرعت تعدیل TEPIX نسبت به این انحرافات است.

در اکثر مدل‌های ارائه شده در جدول ۵ ضریب پسماند معنی‌دار است بنابراین می‌توان گفت شاخص قیمت سهام در کوتاه‌مدت، به انحراف از تعادل بلندمدت متغیرهای پولی و واقعی نسبت به خود، واکنش نشان می‌دهد.

در پایان لازم به یادآوریست که برای هر مدل آزمون تعیین مرتبه VAR و آزمون جوهانسون برای تعیین بردارهای همجمعی و نیز شکل مناسب الگوی VECM، در پیوست ۳ تحت عنوان خروجیهای کامپیوتری ارائه شده است. نتایج بدست آمده از آزمون همجمعی مبنی بر وجود روابط بلندمدت میان متغیرهای شاخص قیمت سهام، شاخص قیمت مصرف کننده، نرخ ارز و تولید ناخالص داخلی را نیز می‌توان با روند متغیرهای فوق که استاندارد شده‌اند نیز نشان داد.

برای این منظور، نخست متغیرها استاندارد شدند. بدین صورت که مقدار هر یک از متغیرها در فصل اول سال ۱۳۷۰ به عنوان مبنا، ۱۰۰ قرار داده شد و باین ترتیب مقادیر آن متغیر در طول دوره بر همان پایه و مبنا محاسبه شد. پس از آن به منظور مقایسه روند آنها متغیرهای استاندارد شده را نسبت به مقدار استاندارد یکی از همان متغیرها استاندارد نمودیم.^(۱) به این ترتیب می‌توان روند حرکت متغیرهای استاندارد شده را نسبت به متغیری که مقدار آن در

۱- به عنوان مثال

$$ITepix = \frac{Tepix}{Tepix_{70Q1}} \times 100$$

$$I_2Tepix = \frac{ITepix}{ITepix}$$

$$I_3Tepix = \frac{ITepix}{IepI}$$

$$I_4Tepix = \frac{ITepix}{IER}$$

$$I_5Tepix = \frac{ITepix}{IGDP}$$

برای تمام متغیرهای دیگر نیز عیناً همین روش بکار گرفته شد.

طول دوره یک در نظر گرفته شده است را مشاهده کرد. بدیهی است هر قدر متغیرها به یک نزدیک شوند نشان‌دهنده آن است که متغیرها همگرا هستند. نمودار شماره ۴، روند فصلی شاخص قیمت سهام، نرخ ارز و قیمت مصرف‌کننده استاندارد شده را طی سالهای ۷۸-۱۳۷۰ نشان می‌دهد.

همانگونه که ملاحظه می‌شود نرخ ارز و شاخص قیمت مصرف‌کننده همجهت بوده و از روند سیکلی مشابهی نسبت به شاخص قیمت سهام برخوردار هستند. این نمودار به خوبی روابط بلندمدت بین آنها را نشان می‌دهد. نمودار شماره ۵، روند فصلی شاخص قیمت سهام و نرخ ارز استاندارد شده را نسبت به شاخص قیمت مصرف‌کننده استاندارد شده نشان می‌دهد. همانگونه که ملاحظه می‌شود، گرچه رابطه بلندمدتی بین متغیرهای فوق وجود دارد اما توجه به سیکل‌های شاخص قیمت سهام و نرخ ارز نیز حاوی نکات مهمی است. سیکل شاخص قیمت سهام و سیکل نرخ ارز برعکس یکدیگرند. به عبارت دیگر زمانی که شاخص قیمت سهام در حال افزایش است، نرخ ارز روند نزولی دارد و برعکس.

نمودار شماره ۶، روند شاخص قیمت سهام و قیمت مصرف‌کننده استاندارد شده را نسبت به شاخص استاندارد شده نرخ ارز، نشان می‌دهد. مشاهده می‌شود که سیکل شاخص قیمت مصرف‌کننده و شاخص قیمت سهام همجهت هستند.

نکته حائز اهمیت این است که رابطه بلندمدت بین این متغیرهای پولی وجود دارد گرچه در برخی مواقع از نرخ ارز استاندارد شده فاصله می‌گیرند اما مجدداً به سمت آن نزدیک می‌شوند.

نتایجی که از مقایسه سه نمودار شماره ۴ و ۵ و ۶ که در آنها روند متغیرهای پولی استاندارد شده نشان داده شده است حاکی از آن است که نتایج کمی بدست آمده از آزمون همجمعی تأیید می‌شود.

در مرحله بعدی برای نشان دادن رابطه متغیرهای پولی استاندارد شده (شاخص قیمت سهام، نرخ ارز و شاخص قیمت مصرف‌کننده) با متغیر واقعی تولید ناخالص داخلی GDP تمام شاخصهای فوق نسبت به GDP استاندارد می‌شوند.

نمودار شماره ۷ روند حرکت متغیرهای پولی را نسبت به GDP نشان می‌دهد. همانگونه که ملاحظه می‌شود، بخوبی رابطه بلندمدت بین متغیرهای پولی قابل مشاهده است. بدین ترتیب که شاخص قیمت مصرف‌کننده، قیمت سهام و نرخ ارز همجهت هستند، و سیکل‌های آنها نیز کم و بیش مشابه است.

اما نکته جالب توجه این است که متغیرهای پولی در بلندمدت از مسیر واقعی اقتصاد یعنی تولید ناخالص داخلی فاصله می‌گیرند؛ در حالی که در مسیر کوتاه‌مدت واکنش آنها مشابه است، به بیان دیگر آنها جایگزین هم می‌شوند. به این ترتیب می‌توان گفت همه متغیرهای پولی به تدریج حبابی‌تر می‌شوند. چون از بخش واقعی اقتصاد فاصله می‌گیرند. لذا در صورت تداوم وضع موجود اقتصاد از مسیر رشد پایدار اقتصادی دور می‌شود.

۴- چشم‌انداز آتی روند متغیرهای پولی و واقعی

تبیین وضع موجود روند متغیرهای پولی و واقعی اقتصاد کشور به ارائه چشم‌اندازی از روند آتی متغیرها کمک می‌نماید. در این تحقیق نیز تلاش می‌شود تا با استفاده از نتایج آزمون همجمعی، روند آتی متغیرها ترسیم شود، تا بتوان از آنها در سیاست‌گذاری‌ها و تدوین چارچوبهای سیاستی استفاده نمود. همانگونه که نتایج آزمون همجمعی نشان داد رابطه بلند مدتی میان متغیرهای پولی وجود دارد. نکته دیگر آن است که میان متغیر شاخص قیمت سهام و تولید نیز که یک متغیر واقعی است رابطه بلندمدت برقرار می‌باشد. در این میان این نتیجه جالب، مهم و قابل تأمل بدست می‌آید که همه متغیرهای پولی در بلندمدت از تولید ناخالص داخلی در حال دور شدن هستند. به بیان دیگر این نتیجه گویای این واقعیت است که ادامه روند فعلی، بیانگر آن است که رشد پایدار اقتصادی محقق نخواهد شد. گذشته از این، بنظر می‌رسد که این فاصله میان متغیرهای پولی و واقعی اقتصاد کشور ما در حال گسترش و تعمیق بوده و روند صعودی نیز دارد. مبنا و پایه این ادعا نخست نتایج بدست آمده از آزمون همجمعی است که در این گزارش به آن به تفصیل اشاره شد. دلیل دیگر، اتخاذ سیاستهای انبساطی پولی است که خود عاملی در جهت روند صعودی متغیرهای پولی است که نتیجه محتوم آن دور شدن آنها از متغیر واقعی است و سومین دلیل بهبود شرایط ارزی کشور و فراوان شدن ارز است که باعث می‌شود در گسترش بخش زیرزمینی اقتصاد حرکتی ایجاد شود.

لذا به عنوان توصیه‌های سیاستی می‌توان گفت که برای رسیدن به مسیر رشد پایدار باید در سیاست‌گذاری‌ها و تدوین چارچوبها به این نکات مهم و قابل تأمل توجه نمود.

- چشم‌انداز آتی روند شاخص قیمت سهام

از نیمه دوم سال ۱۳۷۷ تاکنون شاخص قیمت سهام و نیز حجم دادوستد روند افزایشی دارد. از جمله دلایل جلب اعتماد عمومی و گرایش سهامداران به بازار سهام عملکرد مطلوب بورس در زمینه قاعده‌مند شدن، افزایش میزان شفافیت بازار، ارتقای کیفی اطلاع‌رسانی،... است که به منطقی‌شدن رابطه بین قیمت، سود و نیز ریسک بازار انجامیده است.

از دیگر دلایل اقبال عمومی به بورس و بازار سهام عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس است که می‌توانند فعالیت بورس را تحت تأثیر قرار داده و انگیزه جذب یا دفع سرمایه را از این بازار فراهم کنند. از جمله آنها می‌توان به معیار عملکرد شرکت که همانا بازده سهام است اشاره کرد که در قالب نسبت $\frac{P}{E}$ و EPS می‌تواند خود را نشان دهد. بررسیهای اجمالی از نسبت $\frac{P}{E}$ و EPS شرکتهای نشان می‌دهد که به دلیل افزایش تولید و حاشیه سود در سال ۱۳۷۸، نسبت $\frac{P}{E}$ کاهش یافته است. وجود رابطه معقول و منطقی بین نسبت قیمت به درآمد هر سهم بیانگر سلامت نسبی بازار و برآورده شدن انتظارات سهامداران است. با لغو قوانین مربوط به تعزیرات حکومتی و اعمال کنترل شدید قیمت محصولات شرکتهای، انتظار می‌رود که EPSهایی که از طرف شرکتهای اعلام می‌شود به واقعیت نزدیکتر شود. بر این اساس با توجه به چشم‌انداز مطلوب روند قیمتهای نفت و نیز دیگر مؤلفه‌های اقتصادی از جمله افزایش تسهیلات و اعتبارات بانکی به بخش صنعت، تأمین ارز مورد نیاز صنایع، رشد مطلوب اقتصادی که برای صنعت در

قالب برنامه سوم برای سال ۱۳۷۹، ۵/۵ درصد برآورد شده - و با توجه به رشد ۴/۴ درصد صنعت در سال ۱۳۷۸ دور از دسترس نیست - و نیز پیش‌بینی رشد ۳/۴ درصد تولید ناخالص داخلی - به قیمت‌های ثابت ۱۰۰=۱۳۶۱ - برای سال ۱۳۷۹، انتظار می‌رود که بخش صنعت از وضع مطلوبی در سال ۱۳۷۹ در مقایسه با سال ۱۳۷۵ برخوردار باشد. بدیهی است همین چشم‌انداز نیز درباره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مورد انتظار است. اما به نکته مهمی باید توجه کرد و آن این است که معمولاً قبل از برگزاری مجامع عمومی، قیمت سهام افزایش می‌یابد. با توجه به آنکه اکثر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران در سال گذشته از نظر وضع اقتصادی وضع مطلوبی داشته‌اند و موفق به کسب EPSهای بیش از حد اعلام شده گردیده‌اند، لذا انتظار می‌رود تا تشکیل مجامع روند افزایشی قیمت سهام همچنان ادامه یابد. بدیهی است پس از تشکیل مجمع و پرداخت سود نقدی هر سهم انتظار می‌رود که قیمت‌های سهام روند نزولی یابند. اما نکته مهمتر این است که با توجه به آنکه بورس اوراق بهادار پس از سپری کردن وضعیت سال ۱۳۷۵، به ثبات نسبی رسیده است و از بازده بالاتری در سال گذشته نسبت به سایر سرمایه‌گذارها برخوردار بوده است و از آنجا که پیش‌بینی می‌شود ارز به عنوان جایگزین سرمایه‌گذاری در سهام از بازار نسبتاً با ثباتی برخوردار است و دیگر گزینه مناسبی برای نگرورزی نیست، انتظار می‌رود که همچنان هجوم به بازار سهام تداوم داشته باشد. گرچه این امر نوید حرکت سرمایه‌ها به سمت بازار متشکل سرمایه را می‌دهد، اما از آنجا که ابعاد بورس تهران در مقایسه با حجم عظیم سرمایه در اقتصاد زیرزمینی بسیار کوچک است، احتمال روند فزاینده قیمت‌های سهام نه تنها دور از انتظار نیست بلکه پیش‌بینی می‌شود تا پایان سال افزایش قابل ملاحظه‌ای نیز یابد. از اینرو ضمن خوشبینی نسبت به وضعیت اقتصادی سال ۱۳۷۹ کشور به ویژه در بخش صنعت، باید نسبت به افزایش احتمالی روند قیمت‌ها پس از برگزاری مجامع عمومی با احتیاط برخورد نمود و به علایم هشداردهنده بازار (روند افزایش قیمت‌های سهام پس از تشکیل مجامع) توجه نمود و در کوتاه‌مدت با اقدامات کنترلی و محدود نبض بازار را در اختیار گرفت. بدیهی است در صورتی که از ابزارهای کنترلی کوتاه‌مدت به موقع و به شیوه مناسبی استفاده شود می‌تواند پیش از وقوع بحران فرصت کافی را برای تصمیم‌گیران اقتصادی کشور در بازار سرمایه فراهم نماید و این کار زمانی عملی می‌شود که افراد مسئول بازار سرمایه از اختیارات لازم و کافی برخوردار باشند. در غیر اینصورت اگر تصمیم‌هایی که دو عامل زمان و سرعت در آن بسیار حیاتی است به موقع اتخاذ نشود می‌تواند صدمات جبران ناپذیری را بر بازار سرمایه وارد نماید. بنابراین پیشنهاد می‌شود که در ماده ۷ آیین‌نامه معاملات در بورس اوراق بهادار تهران در فصل اول، تغییراتی ایجاد شود تا با تفویض اختیارات بیشتر به دبیر کل بورس امکان استفاده کارآمدتر از ابزارهای کنترلی کوتاه‌مدت عملی شود. بدیهی است در بلندمدت نیاز به انجام اقدامات اساسی است که ذیلاً پیشنهاد می‌شود:

همانگونه که قبلاً نیز گفته شد چنانچه سرمایه‌ها از بخش زیرزمینی و فعالیتهای سوداگری بسمت بازار سهام سوق یابد و این کار به مرور و به تدریج صورت پذیرد، به سالم‌سازی اقتصاد ملی و رشد و توسعه پایدار خواهد انجامید. اما با توجه به ابعاد بسیار کوچک بورس تهران در مقایسه با حجم انبوه سرمایه در بخش زیرزمینی اقتصاد، پیشنهاد می‌شود که اولاً زمینه عرضه سهام از طریق پذیرش شرکت‌های جدید در بورس تهران فراهم شود. همچنین

می‌توان با ایجاد تالار فرعی در کنار تالار اصلی بورس تهران ضمن پذیرش شرکتهای جدید با شرایط سهل‌تر، عرضه سهام را افزایش و تقاضا برای آن را تأمین نمود. علاوه بر آن ایجاد بازارهای خارج از بورس (OTC) نیز می‌تواند به حرکت سرمایه‌ها به سمت بازار سرمایه و فعالیتهای تولیدی کمک کرده و باین طریق بازار سالم سرمایه در کشور رشد یابد.

در این راستا ایجاد سازوکارهایی برای ایمنی بازار در برابر خطرات احتمالی مانند صندوق تضمین بورس و بیمه سهام و توجه به راهکارهایی که به گسترش توزیع مالکیت سهام در بین سهامداران جزء بیانجامد نیز می‌تواند مدنظر قرار گیرد.

۵- پیوستها



داده‌های آماری

نمودارها



خروجیهای کامپیوتری