

تبیین گزارشگری سیاست‌های پولی و مالی در بخش عمومی ۲۵ سال اخیر و تأثیر آن بر بازار سرمایه ایران

* مهدی یعقوبی^۱، علیرضا مرادی^۲، بابک جمشیدینوید^۳، مهرداد قنبری^۳

۱. گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران.
۲. استادیار، گروه اقتصاد، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران.
۳. استادیار، گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران.

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۲/۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۱۰/۱۶

Explaining the Reporting of Monetary and Financial Policies in the Public Sector of the Last 25 years and Its Impact on Iran's Capital Market

* M. Yaghoubi¹, A. Moradi², B. Jamshidinavid³, M. Ghanbari³

1. Department of Accounting, Kermanshah Branch, Islamic Azad University, Kermanshah, Iran.
2. Assistant Professor, Department of Economics, Kermanshah Branch, Islamic Azad University, Kermanshah, Iran.
3. Assistant Professor, Department of Accounting, Kermanshah Branch, Islamic Azad University, Kermanshah, Iran.

Received: 2018/1/6

Accepted: 2018/2/24

Abstract

The capital market is considered as one of the most important markets in the economy of each country due to the accumulation of small funds for implementation of large investment projects. The purpose of this research is analyzing the impact of the monetary and fiscal policies on Iran's capital market in the Construction, Reform, Justice and Hope in a long-term of 25-year period. The number of observations of this research was 100 observations. In this research, the most important capital market indices were included total index and number the of companies accepted in Tehran Stock Exchange as a dependent variable and in the sector of monetary and financial policies the monetary and financial variables were converted from nominal to real by using the general index of prices in all observations. In this research, out of 360 models, 2 final models were extracted and analyzed. In analyzing the data to determine the effect of the independent variable on the dependent variable multiple Regression was used, as well as to compare the different governments the Wald test was used and to test the root of the Dickey Fuller test, that means the total stock index is different in the governments of Iran, and there is no significant difference between the variables of the number of companies

Keywords: Reform, Government Construction, Monetary and Financial Policies, Stock Index, Justice and Justice and Hope.

چکیده

بازار سرمایه به دلیل جمع‌آوری وجوه اندک جهت اجرای طرح‌های بزرگ سرمایه‌گذاری از مهمترین بازارها در اقتصاد هر کشوری به شمار می‌آید. هدف این پژوهش تحلیل تأثیرپذیری بازار سرمایه ایران از سیاست‌های پولی و مالی دولت‌های سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید در یک دوره بلندمدت ۲۵ ساله می‌باشد. تعداد مشاهدات این پژوهش ۱۰۰ مشاهده بوده و در این پژوهش شاخص‌های بازار سرمایه شامل شاخص کل و تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای پولی و مالی به عنوان متغیر مستقل با استفاده از شاخص عمومی قیمت‌ها در کل مشاهدات از اسمی به حقیقی تبدیل شد. در این پژوهش از میان ۳۶۰ مدل طراحی و اجرا شده ۱۳ مدل نهایی استخراج و تجزیه و تحلیل شد. در تجزیه و تحلیل داده‌ها برای مشخص کردن تأثیر متغیر مستقل بر وابسته از رگرسیون چندمتغیره و همچنین برای مقایسه دولت‌های مختلف از آزمون والد و برای آزمون ریشه واحد از آزمون دیکی فولر استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که شاخص کل بورس در دولت‌های ایران متفاوت بوده و همچنین تغییرات در تعداد شرکت‌ها معنادار نمی‌باشد.

واژه‌های کلیدی: اصلاحات، دولت‌های سازندگی، سیاست‌های پولی و مالی، شاخص سهام، عدالت و تدبیر و امید.

طبقه‌بندی موضوعی: M40

مقدمه

بازار سرمایه به دلیل جمع‌آوری وجوه‌اندک جهت اجرای طرح‌های بزرگ سرمایه‌گذاری از مهمترین بازارها در اقتصاد هر کشوری به شمار می‌آید. درجه توسعه‌یافتگی و رونق بازار سرمایه به سبب نقش اساسی که در گردآوری منابع موجود در اقتصاد ملی و هدایت آن به سمت فعالیت‌های اقتصادی بلندمدت دارد، به خودی خود اهمیت زیادی در توسعه اقتصادی یک کشور می‌تواند داشته باشد (ابونوری و مشرفی، ۱۳۸۵).

اقتصاددانان از بازار سرمایه به عنوان موتور محرکه توسعه اقتصادی تأمین‌کننده منابع مالی بلندمدت یاد می‌کنند. در شرایط کنونی و با توجه به پویایی اقتصاد و تحولات سریع بازارهای جهانی، بازار سرمایه هر کشور به عنوان پیش شرط ضروری استفاده از تمام ظرفیت‌ها و دستیابی به اشتغال کامل بیش از پیش مورد توجه قرار گرفته است (صالح‌آبادی، ۱۳۹۲).

اعتقاد بر این است که قیمت‌ها در بازار سرمایه و همچنین شاخص قیمت کل بورس اوراق بهادار متأثر از برخی متغیرهای کلان اقتصادی مانند نرخ بهره، ارز، تورم و رخدادهای سیاسی مانند انتخابات علی‌الخصوص شیوه سیاست‌گذاری دولت‌ها (بی شک و همکاران، ۱۳۹۴؛ زمردیان و همکاران، ۱۳۹۴؛ نوژاد و همکاران، ۱۳۹۲؛ مرادی، ۱۳۹۲؛ چاتزیان تونیو و همکاران^۱، ۲۰۱۳) می‌باشد که بازار سرمایه ایران نیز از این حیث مستثنی نیست.

از اجزای اصلی و مهم هر برنامه، بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی در سطح ملی و نیز در بخش‌های مختلف اقتصادی است. سیاست‌های پولی و مالی از مهمترین ابزارهای کلان اقتصادی بوده و آگاهی از چگونگی تأثیر این متغیرها، گامی مهم در برنامه‌ریزی و توسعه ملی و منطقه‌ای دارد. در تئوری‌های اقتصاد کلان به‌طور ضمنی سؤالاتی درباره نقش سیاست‌های اقتصادی در رشد و ثبات وجود دارد. دو ابزار مهم اقتصاد کلان عبارتند از: سیاست‌های مالی و سیاست‌های پولی. در ادبیات اقتصادی کشورهای پیشرفته، نقش سیاست‌های پولی و مالی با ملایم کردن چرخه‌های اقتصادی همراه است (برانسون^۲، ۱۳۸۲).

دستیابی به رشد اقتصادی در فهرست اهداف سیاست‌های اقتصادی، جایگاه ویژه‌ای دارد و در واقع مهمترین هدف سیاست‌های اقتصادی، رشد می‌باشد. ابزارهایی که دولت را جهت نیل بر این هدف یاری

می‌کنند، تحت دو مقوله سیاست‌های پولی و مالی تقسیم می‌شوند. هدف این مقاله مقایسه نقش و سیاست‌های پولی و مالی و درآمدی در دولت‌های مختلف به منظور مشخص شدن میزان تفاوت در هر دولت و رژیم متفاوت در دوره‌های ریاست جمهوری می‌باشد. هر دولت با توجه به سیاست‌ها و اهداف خود با تعیین و اجرای مقررات خاصی سعی در دستیابی به برنامه‌های خود را دارد اما میزان تأثیر متغیرهای اقتصادی در فرآیند اجرایی بسیار متفاوت می‌باشد. شاید همه دولت‌ها سعی در کنترل حجم نقدینگی داشته باشند اما با توجه به اجرای سیاست‌های متفاوت نگاه آن‌ها در مسیر اجرای برنامه‌ها تغییر نماید و در اجرای اهداف به کنترل حجم نقدینگی توجه نکنند. همه دولت‌ها سعی در کاهش و حذف کسر بودجه داشته‌اند اما به جهت نوع و روش مدیریتی هر یک از دولت‌ها تقریباً در دام کسر بودجه گرفتار شده‌اند. پس در این پژوهش و مقاله حاضر هدف در بعد اول، بررسی مقایسه‌ای سیاست‌های پولی و مالی و درآمدی در دولت‌های مختلف و در صورت تفاوت، میزان تفاوت در هر یک از دولت‌ها به صورت جداگانه می‌باشد. بررسی نقش و تأثیر سیاست‌های پولی و مالی دولت در کل اقتصاد ایران ملموس و برای همگان محرز است اما در این مقاله میزان تأثیر این سیاست‌ها بر بازار سرمایه ایران و اثرات متغیرهای کلان اقتصادی، بر شاخص‌های کلان بورسی بررسی می‌شود.

بازار سرمایه، کارآمدترین بستر سرمایه‌گذاری و تأمین مالی بنگاه و خانوار در عرصه اقتصاد ملی به شمار می‌آید. از منظر توسعه اقتصادی نیز طراحی یک اقتصاد پیشرو نیازمند بازار سرمایه‌ای کارآ و موفق است. بازار سرمایه آینه تمام‌نمایی از رویدادهای اقتصاد ملی است و حرکات تجمعی آن حاصل انعکاس اخبار و اطلاعات منتشرشده یا حتی محرمانه‌ای است که چشم‌اندازهای سودآوری بنگاه‌ها را متأثر می‌سازد. یکی از وظایف دولت، ارائه برنامه‌هایی است که با اثرگذاری بر متغیرهای کلان اقتصادی بتواند به بازار سرمایه رونق بخشد. اهمیت ثبات در سیاست‌های دولت (اعم از سیاست‌های پولی و مالی) برای کشورهای در حال توسعه و از جمله ایران دو چندان است، چرا که این کشورها دارای بازارهای مالی نامنظمی بوده و تغییر در سیاست‌های دولت می‌تواند متغیرهای کلان اقتصادی و از این رو بازارهای مالی و به‌خصوص بازار سرمایه این کشورها را با مشکلات متعددی مواجه سازد (زمردیان و همکاران، ۱۳۹۴).

مبانی نظری

سیاست‌های پولی توسط مقامات پولی کشور (رئیس بانک

1. Chatziantoniou et al
2. Beranson

میزان تأثیر سیاست‌های پولی و مالی و درآمدی دولت‌ها بر بازار سرمایه به چه میزانی است؟

سیاست‌های پولی

سیاست‌های پولی مجموعه اقداماتی است که بانک‌های مرکزی (مقام مسئول سیاست پولی) به منظور کنترل فعالیت‌های اقتصادی جامعه به کار می‌برد. این سیاست‌ها، بر عرضه پول و نرخ بهره اثر می‌گذارند و از این طریق بسیاری از اهداف اقتصادی؛ مانند افزایش اشتغال، ثبات قیمت‌ها، حل مشکل رکود و ... را متأثر می‌سازند. همچنین اگر منجر به افزایش عرضه پول شوند، حالت انبساطی خواهند داشت در غیر این صورت انقباضی خواهند بود. سیاست پولی از طریق تغییر در حجم پول، تغییر در رشد حجم پول و نرخ بهره و یا شرایط اعطای تسهیلات پولی انجام می‌گیرد (توتونچیان، ۱۳۷۵).

سیاست‌هایی که توسط بانک مرکزی در جهت کنترل نقدینگی اعمال می‌شود سیاست‌های پولی نامیده می‌شود. بانک سعی می‌کند از طریق اعمال این سیاست‌ها بر الگوی مصرف خانوار و تولید بنگاه‌ها و در نهایت تورم تأثیر بگذارد. ابزارهای سیاست پولی عبارتند از:

الف) ذخایر قانونی: بانک مرکزی با دخالت در میزان عرضه پول و اعتبار توسط بانک‌ها، می‌تواند بر عرضه پول و در نهایت در نرخ بهره تأثیر بگذارد. مضاف بر این‌که، بانک‌ها علاوه بر ذخیره قانونی همواره درصدی از سپرده‌ها را در حساب‌های خود نزد بانک مرکزی نگهداری می‌نمایند.

ب) عملیات بازار باز: در این حالت بانک مرکزی می‌تواند با خرید و فروش اوراق قرضه در بازار بر حجم اعتبارات و در نهایت بر میزان نرخ بهره تأثیر بگذارد.

ج) نرخ تنزیل مجدد: نرخ تنزیل مجدد، نرخ است که بانک‌های تجاری باید برای دریافت اعتبارات از بانک مرکزی به این بانک بپردازند. بانک مرکزی اعتبارات یاد شده را از طریق تنزیل مجدد اوراق بهادار به بانک‌ها اعطا می‌نماید.

نکته قابل توجه در ارتباط با سیاست‌های پولی این است که ابزارهای این سیاست صرفاً می‌توانند بر روی بخش عرضه پول و اعتبار تأثیر بگذارند. قابل ذکر است که در ایران معمولاً از ابزارهای سیاست پولی مستقیم از قبیل تعیین نرخ سود و تخصیص بخشی اعتبارات استفاده می‌گردد. این امر باعث

مرکزی و شورای پول و اعتبار) تصویب و به اجرا گذاشته می‌شود. هدف از اجرای این سیاست‌ها تنظیم شرایط اقتصادی است به گونه‌ای که نرخ تورم و بیکاری در جامعه حداقل گردد. مقامات پولی با استفاده از این ابزار حجم پول، نقدینگی و در نهایت تورم را کنترل می‌نمایند. اجرای یک سیاست پولی انبساطی موجب افزایش نقدینگی شده، بخشی از این نقدینگی جذب بازار بورس اوراق بهادار می‌شود و از این طریق بازار بورس اوراق بهادار از اعمال سیاست مالی-پولی تأثیر می‌پذیرد (نونژاد و همکاران، ۱۳۹۱).

سیاست پولی همواره یکی از متغیرهای تأثیرگذار بر شاخص قیمت در بورس‌های معتبر دنیاست. همچنین بین نرخ رشد نقدینگی (به عنوان نماینده سیاست پولی) و تورم با بازده شاخص‌های بازار سهام رابطه مثبت وجود دارد (مرادی، ۱۳۹۲).

از طرفی تغییرات پیش‌بینی نشده در سیاست پولی شاخص قیمت بورس اوراق بهادار را به میزان بیشتری از تغییرات پیش‌بینی نشده در سیاست مالی کاهش می‌دهد. همچنین دو متغیر تورم و حجم نقدینگی در کوتاه‌مدت و بلندمدت بر بورس اوراق بهادار اثر مثبت می‌گذارند (زمردیان، ۱۳۹۴).

افزایش در دو متغیر بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی و بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها، هردو نشانه‌ای از افزایش حجم نقدینگی در اقتصاد می‌باشد. افزایش در هر دو متغیر به منزله سیاست پولی انبساطی است که باعث افزایش شاخص قیمتی سهام می‌شود. اگر سیاست پولی انبساطی باشد، باعث کاهش نرخ تنزیل شده و در نتیجه قیمت سهام و فعالیت‌های اقتصادی آینده نیز افزایش می‌یابد و برعکس (یونیدیس و کونتونیکاس^۳، ۲۰۰۸).

دوره‌های تصدی ریاست جمهوری در ایران بعد از جنگ ۸ ساله ایران و عراق^۴ به چهار دوره سازندگی (۱۳۶۸ تا ۱۳۷۵)، دوره اصلاحات (۱۳۷۶ تا ۱۳۸۳)، دوره عدالت (۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱) و دوره دولت تدبیر و امید (۱۳۹۲ تاکنون) تقسیم می‌شود.

مقاله حاضر در صدد است تا با انتخاب دوره‌های ریاست جمهوری در ایران (دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید) بین سال‌های ۱۳۷۰ تا ۱۳۹۵ اثرپذیری بازار سرمایه ایران را از اتخاذ و اجرای سیاست‌های پولی و مالی بررسی و میزان اثرپذیری را مورد مقایسه قرار دهد و مشخص نماید که

3. Ionnidis and Kontonikas

۴. بورس تهران از سال ۵۷ تا پایان جنگ فعالیت چندانی نداشت (رهنمای رودپشتی).

سیاست توزیع درآمدی

در این پژوهش جهت بررسی سیاست توزیع درآمدی از ضریب جینی استفاده شده است. این ضریب یکی از مهمترین شاخص‌های اقتصادی است که می‌تواند جهت سنجش میزان کارایی سیاست توزیع درآمدی به کار برده شود.

ضریب جینی

در فرهنگ اقتصادی توزیع درآمد به مکانیزم‌هایی اطلاق می‌شود که به وسیله آن درآمد ملی بین افراد و گروه‌هایی که به نحوی در فعالیت‌های اقتصادی شرکت دارند، توزیع می‌شود. به عبارت دیگر، توزیع درآمد چگونگی سهم‌بری افراد یک جامعه از درآمد ملی و درجه نابرابری موجود بین درآمد افراد آن جامعه را توصیف می‌کند (عباسیان، ۱۳۹۳).

نرخ تورم

تورم از نظر علم اقتصاد به معنی افزایش سطح عمومی قیمت‌ها در طول یک زمان مشخص است. نرخ تورم برابر است با تغییر در یک شاخص قیمت که معمولاً شاخص قیمت مصرف کننده است (کمیحانی و بهرامی‌راد، ۱۳۸۷).

شاخص کل قیمت سهام

مهمترین عامل بررسی عملکرد بورس اوراق بهادار تهران شاخص کل می‌باشد. شاخصی که در سال ۱۳۶۹ بر روی پایه ۱۰۰ واحد قرار گرفت و طی سال‌های فعالیت بازار سهام، این متغیر نوسان‌های زیادی را تجربه کرد. افزایش یا کاهش‌های شدید، از خصیصه‌های این نماگر مهم بورس به شمار می‌رود که واکنش‌های سرمایه‌گذاران را نیز با نوسان‌های خود همراه کرده است. سال پایه برای محاسبه شاخص کل، سال ۶۹ است که در زمان مدیریت رجایی سلماسی برقرار شد و تا پایان همان سال بر روی رقم ۱۸۹ واحد بسته شد. در پایان سال ۷۰ مجموع شاخص به ۴۷۲ واحد رسید و پس از یک سال رقم ۴۳۵ واحد برای شاخص کل ثبت شد.

بورس تهران از فروردین ماه ۱۳۶۹ اقدام به محاسبه و انتشار شاخص قیمت خود با نام تپیکس (TEPIX)^۵ نموده است. این شاخص ۵۲ شرکت که در آن زمان کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را شامل می‌شدند، در بر می‌گرفت.

شاخص قیمت و بازده نقدی یا همان شاخص درآمد کل با نماد TEDPIX^۶ از فروردین ۱۳۷۷ در بورس تهران محاسبه و منتشر شده است. تغییرات این شاخص نشانگر بازده

گرفته است تا تغییر در نرخ ذخیره قانونی هیچ‌گونه تأثیری بر روی تغییرات نرخ سود نداشته باشد. در ارتباط با استفاده از ابزار بازار باز نیز در حال حاضر بانک مرکزی از طریق انتشار اوراق مشارکت از این ابزار استفاده می‌نماید.

سیاست‌های مالی

سیاست مالی به سیاستی می‌گویند که می‌خواهد از طریق تغییر و کنترل در حجم پول و تغییر در سطح و ساختار نرخ بهره و یا سایر شرایط اعطای اعتبار و تسهیلات مالی به اهداف معین اقتصادی نایل گردد. هدف از سیاست‌های مالی در کشورهای صنعتی پیشرفته و کشورهای رو به توسعه تا حدودی متفاوت است. در کشورهای صنعتی هدف‌های مذکور به طور عمده برطرف ساختن تورم، رفع کساد و رسیدن به اشتغال کامل می‌باشد، در حالی که برای کشورهای رو به توسعه، هدف عمده سیاست‌های مالی را رشد اقتصادی و افزایش درآمدهای دولتی و عرضه کل تشکیل می‌دهد. سیاست مالی یکی از نقاط تلاقی سیاست و اقتصاد است، زیرا سیاست نقش بسیار مهمی در تعیین هدف یا هدف‌های سیاست مالی دارد. زمانی که دولت گریبان‌گیر مسائل اجتماعی و پیامدهای سیاسی ناشی از آن مسائل باشد راهی را انتخاب می‌کند که به حل یا تخفیف آن‌ها منتهی گردد (فراهانی، ۱۳۸۸: ۳۱۵).

سیاست مالی عبارت است از استفاده از مخارج و فعالیت‌های درآمدزای دولت برای رسیدن به اهداف خاص. مثلاً برای تحقق اهدافی همچون اشتغال کامل و تثبیت قیمت‌ها دولت می‌تواند تصمیم‌های مربوط میزان و منبع درآمد خود را تغییر دهد. هنگامی که دولت بیش از حجم مخارجش مالیات می‌گیرد، باعث تقلیل جریان درآمدی و در نتیجه باعث کاهش تقاضای کل می‌شود و زمانی که بیش از درآمدهای مالیاتی خود خرج می‌کند درآمد ملی و در اثر آن تقاضای کل را ازدیاد می‌بخشد.

کسر بودجه یا مازاد بودجه از ابزارهای سیاست مالی دولت برای تنظیم ثبات و رشد اقتصادی به شمار می‌روند. برخی ابزارهای سیاست مالی خودکار و بدون دخالت مسئولان عمل می‌کنند. مثلاً مالیات تصاعدی یک تنظیم کننده خودکار است که، به هنگام کاهش درآمدهای شخصی و کسب و کار، درآمدهای دولت را تقلیل می‌دهد و از این راه در جهت جبران سیر نزولی مصارف مختلف، که لازمه دوران کاهش درآمدهاست، عمل می‌کند. از سوی دیگر در دوره گسترش و انبساط اقتصادی، مالیات‌ها می‌توانند سریعاً افزایش یابند و در نتیجه از فشارهای تورمی بکاهند.

5. Tehran Exchange Price Index

6. Tehran Exchange Divident Price Index

این که دخالت دولت و اندازه فعالیت‌های آن، نقش تعیین کننده‌ای در وضعیت اقتصاد دارد، از این رو، یکی از وظایف اصلی دولت، ایجاد کار برای همه به منظور رسیدن به سطح اشتغال کامل است.

دهمده و جفره (۱۳۹۵)، ارتباط حجم و اندازه دولت و ارتباط این شاخص‌ها با متغیرهای کلان اقتصادی و وضعیت اندازه دولت در میان کشورهای دی هشت^۷ و عضو سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه و ارتباط آن با درجه باز بودن تجاری با استفاده از داده‌های تابلویی طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲ را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش، از شاخص شدت تجاری به عنوان یکی از زیر شاخه‌های باز بودن تجاری استفاده شده و با توجه به نتایج آزمون‌های ریشه واحد و نامانا بودن متغیرها بر اساس آماره‌های مورد بررسی، آزمون هم‌انباشتگی جهت اطمینان از رابطه بلندمدت متغیرها صورت گرفته و داده‌ها بر اساس مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات وزنی تخمین زده شده است. نتایج نشان داد که ارتباط مثبت و معناداری به میزان تقریباً ۱۲ درصد میان اندازه دولت و درجه باز بودن اقتصاد در میان کشورهای دی هشت وجود دارد و این ارتباط برای کشورهای عضو OECD معنادار نبوده ولی نتایج ارتباط اندازه دولت با اندازه کشور (کل جمعیت) برای هر دو گروه کشور مثبت به دست آمده است. بنابراین با توجه به نتایج، لازم است با اعمال سیاست‌های مختلف تجاری جهت رفع موانع تجاری می‌توان در جهت تقویت شاخص‌های حکمرانی خوب گام برداشت.

موسوی جهرمی و رستمی (۱۳۹۴)، به بررسی اثرات تکانه‌های سیاست‌های پولی بر شاخص کل قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. پژوهش آن‌ها با استفاده از داده‌های سری زمانی اقتصاد ایران طی دوره ۱۳۷۰ تا ۱۳۸۹ با به کارگیری تکنیک‌های اقتصادسنجی بوده است. برای بررسی اثرات تکانه‌های سیاست‌های پولی، در مرحله اول با استفاده از فیلتر هودریک-پرسکات، تکانه‌ها را به صورت تکانه‌های پیش‌بینی شده و نشده سیاست پولی و تکانه‌های مثبت و منفی سیاست پولی تجزیه نمودند. در مرحله بعد آن‌ها را بر روی شاخص کل قیمت سهام رگرسیون کرده و نتایج برآورد، نشان‌دهنده اثرات نامتقارن تکانه‌های حجم نقدینگی بر شاخص کل قیمت سهام می‌باشد.

سلمانی بی‌شک و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی تأثیر شوک‌های سیاست پولی و مالی بر بازار سهام ایران پرداختند. برای تخمین مدل از الگوی خودرگرسیون ساختاری و داده‌های فصلی بهار ۱۳۷۰ تا زمستان ۱۳۸۹

کل بورس است و از تغییرات قیمت و بازده نقدی پرداختی، متأثر می‌شود. این شاخص کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را در بردارد و شیوه وزن‌دهی و محاسبه آن همانند شاخص کل قیمت (TEPIX) است و تنها تفاوت میان آن دو در شیوه تعدیل آن‌هاست. شاخص قیمت و بازدهی نقدی بورس تهران با فرمول زیر محاسبه می‌شود (دوانی، ۱۳۸۴: ۱۱۸).

شاخصی که در سال ۱۳۶۹ بر روی پایه ۱۰۰ واحد قرار گرفت و طی سال‌های فعالیت بازار سهام، این متغیر نوسان‌های زیادی را تجربه کرد. شاخص مزبور با استفاده از فرمول زیر محاسبه می‌گردد:

$$TEPIX_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it} Q_{it}}{D_t} \times 100 \quad (۱) \text{ فرمول}$$

Pit = قیمت شرکت i ام در زمان t،

qit = تعداد سهام منتشر شرکت i ام در زمان t،

Dt = عدد پایه در زمان t که در زمان مبدأ برابر

$\sqrt{p_0} \times q_0$ بوده است،

Pio = قیمت شرکت i ام در زمان مبدأ،

qio = تعداد سهام منتشر شرکت i ام در زمان مبدأ n

(راعی، ۱۳۹۲: ۸۹).

تغییر در تعداد شرکت‌ها

این متغیر با ضریب تغییرات شرکت‌های وارد شده و خارج شده بورس به دست می‌آید که یک عدد صحیح و مثبت می‌باشد (سایت بانک مرکزی).

پیشینه پژوهش

ابراهیمی و فرنقی (۱۳۹۵)، در پژوهشی با استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی ارتباط میان سیاست‌های پولی و مالی و نقدینگی بازار سهام مورد بررسی قرار دادند. بدین منظور، با استفاده از مدل‌های SVAR و مارکف سوئیچینگ و با به کارگیری داده‌های بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۷۶-۱۳۹۳ شمسی، به بررسی عوامل اثرگذار بر نقدینگی بازار سهام پرداختند. براساس نتایج به دست آمده از مدل SVAR شوک سیاست پولی انبساطی اثر مثبتی بر نقدینگی بازار سهام دارد ولی سیاست مالی نمی‌تواند اثر مثبتی بر نقدینگی بازار سهام داشته باشد.

حسین‌پور و زراء نژاد (۱۳۹۵)، به موضوع مربوط به گسترش حجم و اندازه دولت و پیامدهای این امر برای متغیرهای کلان اقتصادی پرداختند. در پژوهش آن‌ها با بیان

استفاده شده است. نتایج حاصل از تخمین مدل بیانگر این است که در کوتاه مدت شوک مخارج دولت تأثیر مثبت و در بلندمدت اثر منفی بر رشد شاخص قیمت سهام دارد.

ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی به تأثیر سیاست‌های پولی و مالی بر بازده سهام پرداختند و همچنین به منظور انجام این پژوهش از داده‌های سری زمانی فصلی و جهت انجام آزمون‌ها و تحلیل نتایج از تکنیک‌های مختلف اقتصادسنجی مدل‌های آماری (VAR) و (ARDL) و نیز نرم‌افزارهای مناسب از جمله Eviews و Microfit استفاده نمودند. متغیر وابسته پژوهش، بازده بازار سهام است که برای اندازه‌گیری آن از تغییرات شاخص کل قیمت سهام در بورس اوراق بهادار (TEPIX) استفاده شد.

ستوده‌نیا و عابدی (۱۳۹۲)، در پژوهشی تأثیر سیاست‌های پولی و مالی در تثبیت مالی ایران و خروج از بحران‌های اقتصادی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج به کمک روش الگوی خودبازگشتی با وقفه‌های توزیع شده، رابطه بلندمدت و کوتاه‌مدت بین متغیرهای مدل را محاسبه نموده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که:

- نقدینگی، اثر معنادار و مثبتی بر روی بی‌ثباتی مالی در ایران می‌گذارد.

- درآمدهای حاصل از فروش نفت و گاز، اثر افزایشی بر روی بی‌ثباتی مالی در ایران دارد، یعنی به دنبال افزایش درآمدهای نفتی، ثبات مالی در ایران کاهش می‌یابد.

- تورم، اثر معنادار و مثبتی بر روی بی‌ثباتی مالی در ایران می‌گذارد. یعنی کاهش تورم منجر به افزایش ثبات مالی و خروج از بحران اقتصادی در ایران می‌گردد.

- با افزایش مخارج جاری دولت، بی‌ثباتی مالی در ایران افزایش و به عبارت دیگر، ثبات مالی کاهش می‌یابد.

- درآمدهای مالیاتی اثر منفی و معنادار بر روی بی‌ثباتی مالی ایران می‌گذارند. یعنی افزایش درآمدهای مالیاتی ایران منجر به ثبات مالی و خروج از بحران اقتصادی در ایران می‌گردد.

- شاخص سیاست پولی اثر منفی و معنادار بر روی بی‌ثباتی مالی ایران دارد.

شهبازی و همکاران (۱۳۹۲)، در پژوهشی به بررسی تجربی رابطه بین سیاست‌های پولی و مالی و بازدهی سهام در ایران با استفاده از داده‌های فصلی دوره زمانی بهار ۱۳۷۸ تا زمستان ۱۳۸۷ پرداختند. نتایج بیانگر این است که به دلیل تأثیر با وقفه مخارج دولت و مالیات‌ها بر بازدهی جاری سهام، فرضیه کارایی بازار سهام ایران نسبت به سیاست‌های مالی پذیرفته نمی‌شود. این بدین مفهوم است که فعالان بازار سهام

توجهی بر اطلاعات موجود در زمینه سیاست‌های مالی ندارند، حال آن‌که این اطلاعات می‌توانند در تعیین بازدهی سهام نقش معناداری داشته باشند. همچنین، با توجه به نتایج مدل برآورد شده مقادیر جاری عرضه پول اثر منفی معناداری بر بازدهی جاری سهام دارد ولی وقفه‌های این متغیر تأثیری بر بازدهی جاری سهام ندارند. بنابراین، می‌توان گفت که فرضیه کارایی بازار سهام نسبت به سیاست‌های پولی پذیرفته می‌شود. نتایج مؤید این است که بر خلاف سیاست‌های مالی فعالان بازار سهام به سیاست‌های پولی به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر بازدهی سهام می‌نگرند و تغییرات این سیاست‌ها را در محاسبات خود لحاظ می‌کنند.

بشیری و همکاران^۸ (۲۰۱۶)، در مطالعه‌ای سیاست پولی بهینه رمزی و نوسانات بازار سهام را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج حاصل از مطالعه آن‌ها بیانگر آن است که اول اعمال سیاست پولی بهینه رمزی توسط سیاست‌گذاران پولی در مقایسه با قاعده سیاستی با لحاظ رشد حجم پول تابع زیان بانک مرکزی را کاهش می‌دهد. دوم شوک انتظارات درونی، بیش‌تر نوسانات بازار سهام و بخش قابل توجهی از تغییرات در مقادیر واقعی را توضیح می‌دهد و منجر به حرکت هم‌جهت بین قیمت سهام و اقتصاد واقعی می‌شود و توضیح‌دهنده معناداری برای وقوع چرخه‌های تجاری در ایران است.

میاو و وانگ^۹ (۲۰۱۵)، در مقاله‌ای تحت عنوان "حباب‌ها و محدودیت اعتبار" تئوری حباب قیمت سهام ناشی از اعتبار را در یک اقتصاد تولیدی با عوامل با عمر نامحدود مطالعه نمودند. بنگاه‌ها با فرصت‌های سرمایه‌گذاری تصادفی، محدودیت اعتباری درون‌زا و همچنین محدودیت تعهد جهت بازپرداخت بدهی مواجه می‌باشند. محدودیت اعتبار از محدودیت انگیزشی در قراردادهای بهینه حاصل می‌شود که تضمین می‌کند بنگاه‌ها در تعادل بازپرداخت بدهی‌ها را نکول نمی‌کنند. در این مطالعه حباب قیمت سهام از طریق مکانیسم حلقه بازخورد مثبت پدیدار می‌شود، که حباب منجر به کنترل بیشتر نقدینگی شده و کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق کاهش محدودیت انگیزشی و سپس افزایش ظرفیت وام‌گیری، بهبود می‌بخشد.

سینق^{۱۰} (۲۰۱۳)، در پژوهش خود رابطه بین سیاست‌های پولی و مالی بر بازار سهام لهستان را با استفاده از روش GARCH و داده‌های فصلی ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۲ مورد بررسی قرار داده و از متغیرهای شاخص قیمت سهام در لهستان،

8. Bashiri et al

9. Miao & Wang

به طوری که شوک درآمد دولت نوسانات قیمت سهام را در دو کشور مذکور افزایش می‌دهد. در آلمان و آمریکا شوک سیاست مالی تأثیر ناچیزی بر قیمت‌های سهام دارد.

در پیشینه پژوهش به پژوهش‌هایی که در زمینه سیاست‌های پولی و مالی و درآمدی و همچنین در ارتباط با شاخص‌های کلان بازار سرمایه انجام شده بود پرداخته شد. نتایج حاصل نیز بیان گردید اما نکته قابل ذکر این که در پژوهش‌های صورت گرفته داخلی مقایسه این سیاست‌ها در دولت‌های مختلف انجام نشده است و از این بابت این پژوهش دارای نوآوری است.

روش‌شناسی پژوهش

فرضیه‌های پژوهش

(۱) بین تأثیر سیاست پولی دولت بر شاخص کل قیمت سهام در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.

(۲) بین تأثیر سیاست سود بانکی دولت بر شاخص کل قیمت سهام در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.

(۳) بین تأثیر سیاست مالی دولت بر شاخص کل قیمت سهام در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.

(۴) بین تأثیر سیاست پولی دولت بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.

(۵) بین تأثیر سیاست سود بانکی دولت بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.

(۶) بین تأثیر سیاست مالی دولت بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.

مدل برآوردی

با توجه به ایجاد ۱۸۰ مدل و اجرای این مدل‌ها به منظور آزمون فرضیه و با قرار دادن متغیرهای مختلف در نهایت، مدل خروجی زیر استخراج و بقیه مدل‌ها به علت عدم معناداری و نداشتن شرایط مدل بهینه حذف شدند (جدول ۱ و ۲).

نسبت کسری بودجه دولت به GDP (ابزار سیاست مالی)، نرخ بهره، نسبت نقدینگی به GDP تولید واقعی، نرخ ارز مؤثر اسمی، نرخ تورم، شاخص بازار سهام آلمان و شاخص بازار سهام آمریکا استفاده کرده است. نتایج پژوهش حاکی از این است که سیاست مالی هیچ تأثیر معناداری بر شاخص سهام ندارد. سیاست پولی انقباضی با افزایش نرخ بهره، دارای تأثیر منفی بر شاخص سهام است.

آکینکوئو^{۱۱} (۲۰۱۳)، عکس‌العمل بازار سرمایه نیجریه نسبت به شوک سیاست‌های پولی و مالی برای دوره زمانی ۲۰۱۲-۱۹۸۱ را مورد بررسی قرار داد. نتایج حاصل از مطالعه فوق نشان می‌دهد که میان مخارج دولت و عملکرد بازار سهام ارتباط معکوس، ولی میان گسترش نقدینگی و عملکرد بازار سهام ارتباط مستقیم وجود دارد.

چتری آنتونیو و همکاران^{۱۲} (۲۰۱۳)، آثار سیاست پولی و مالی بر عملکرد بازار سهام در سه کشور آلمان، انگلستان و ایالات متحده را با استفاده از مدل خود همبستگی برداری (VAR) بررسی نمودند. نتایج حاصل از مطالعه فوق نشان می‌دهد که ارتباط متقابل میان سیاست پولی و مالی در توضیح توسعه بازارهای مالی بسیار مهم است و سیاست‌های فوق به طور مستقیم و یا غیرمستقیم، بر بازار سهام مؤثر هستند. لذا سرمایه‌گذاران و فعالان اقتصادی حاضر در بازار سرمایه بایستی این سیاست‌ها را به طور هم‌زمان مورد توجه قرار دهند.

آگنلو و سوزا^{۱۳} (۲۰۱۲)، با استفاده از روش پانل دیتا اثر سیاست‌های مالی بر قیمت‌های دارایی را در ده کشور صنعتی (آلمان، ایتالیا، اسپانیا، آمریکا، بلژیک، فنلاند، فرانسه، بریتانیا، پرتغال و نیوزلند) در محدوده زمانی ۱۹۷۰ تا ۲۰۰۷ مطالعه کرده و نتیجه گرفتند که شوک مثبت سیاست مالی اثر منفی بر قیمت سهام دارد و تغییرات سهام می‌تواند به تثبیت مخارج عمومی توسط دولت کمک کند.

افانسو و سوزا^{۱۴} (۲۰۱۱)، در مقاله‌ای با عنوان "سیاست‌های مالی چه تأثیری بر بازارهای دارایی دارد؟" با استفاده از روش سیستم معادلات هم‌زمان در چهارچوب بیزین (B)-SVAR و داده‌های فصلی ۱۹۷۰ تا ۲۰۰۷ مربوط به کشورهای ایتالیا، آلمان، انگلستان و آمریکا دریافتند که شوک مخارج دولت اثر منفی و شوک درآمد دولت اثر مثبت بر قیمت‌های سهام دارد. در کل شوک‌های سیاست مالی نقش مهمی در بازارهای دارایی انگلیس و ایتالیا بازی می‌کند

10.Hsing

11.Akinkuotu

12.Chatziantoniou

با توجه به سطح معناداری کوچکتر از ۰/۰۵ و همچنین با افزایش سطح آزمون، مقدار آماره افزایش یافته و می‌توان ادعا نمود این مدل فاقد ریشه واحد می‌باشد. بنابراین فرض صفر رد می‌شود و متغیرها مانا هستند.

این فرضیه با استفاده از آزمون روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم و سوم نشان می‌دهد که سطح

معناداری آماره F، کوچکتر از ۵٪ می‌باشد، می‌توان گفت که مدل برای این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵٪، معنادار می‌باشد و با توجه به ضریب تعیین ۰/۹۸ مدل از اعتبار برخوردار است. آماره دوربین واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر استفاده می‌شود که اگر مقدار آماره دوربین واتسون در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ باشد فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار

جدول ۱. آزمون فرضیه اول و دوم و سوم

شاخص کل بورس				متغیر وابسته	
سطح معناداری	مقدار آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	نماد	متغیر
۰/۰۰۰۰	-۴/۷۳	۱۸۰۰۶	-۸۵۲۶۹	C	عرض از مبدأ دولت ۴
۰/۰۰۰۰	-۸/۲۸۹	۹۷۱۸	-۸۰۴۶۶	D۱	عرض از مبدأ دولت ۱
۰/۰۰۰۰	۵/۱۹۹	۰/۲۳۳	۱/۲۱۵	D۲	عرض از مبدأ دولت ۲
۰/۰۱۳۱	-۲/۵۳۹	۰/۴۱۰۴	-۱/۰۴۲	D۳	عرض از مبدأ دولت ۳
۰/۰۰۰۰	-۴/۳۰۱	۰/۲۴۵۶	-۱/۰۵۶	M۲	نقدینگی دولت ۴
۰/۰۰۰۰	-۷/۸۳۰	۴۹۲	-۳۸۵۳	M۲*D۲	نقدینگی دولت ۲
۰/۰۰۰۰	۷/۴۱۲	۵۸۲	۴۳۱۶	M۲*D۳	نقدینگی دولت ۳
۰/۰۰۰۵	۳/۶۲۷	۱۱۰۶	۴۰۱۲	BR	سود بانکی دولت ۴
۰/۰۰۰۰	۷/۳۷۶	۵۰۸	۳۷۵۳	BR*D۱	سود بانکی دولت ۱
۰/۰۰۰۲	۳/۸۸۳	۴/۲۹۳	۱۶/۶۷	BR*D۲	سود بانکی دولت ۲
۰/۰۰۴۴	-۲/۹۳۲	۵/۰۶۲	-۱۴/۸۴	BR*D۳	سود بانکی دولت ۳
۰/۰۰۰۴	-۳/۶۸۱	۴/۴۸۴	-۱۶/۵۱	BD	کسری بودجه دولت ۴
۰/۰۰۰۸	-۳/۴۷۶	۴/۴۴۳	-۱۵/۴۴	BD*D۱	کسری بودجه دولت ۱
۰/۰۰۰۰	-۵/۴۹۸	۲/۹۶۴	-۱۶/۳۰	BD*D۲	کسری بودجه دولت ۲
۰/۰۰۰۰	۴/۵۴۵	۳/۰۵۳۳	۱۳/۸۷	BD*D۳	کسری بودجه دولت ۳
۰/۰۰۰۰	۵/۲۶۲	۳/۳۱۱	۱۷/۴۲	TOTR	درآمد کل دولت ۴
۰/۰۰۰۰	۵/۳۹۲	۲/۹۷۵	۱۶/۰۴	TOTR*D۱	درآمد کل دولت ۱
۰/۰۰۰۰	۱۲/۲۳۱	۰/۰۷۱۶	۰/۸۷۶۵	TOTR*D۲	درآمد کل دولت ۲
۰/۰۰۰۰	-۴/۷۳۵	۱۸۰۰۶	-۸۵۲۶۹	TOTR*D۳	درآمد کل دولت ۳
۰/۰۰۰۰	-۸/۲۷۹	۹۷۱۸	-۸۰۴۶۶	TPX(-۱)	
۱۷/۴۱		آکائیک:	۰/۹۸۴		ضریب تعیین:
۱۷/۹۴		شوارترز:	۰/۹۸۱		ضریب تعیین تعدیل شده:
۱۷/۶۲		هنان کوئین:	۲۷۲/۱		مقدار آماره F:
۲/۳۸۶		دوربین واتسون:	۰/۰۰۰۰		سطح معناداری:

جدول ۲. آزمون ریشه واحد

سطح معناداری		مقدار آماره t		آزمون آماری ریشه واحد دیکی - فولر	
./۰۰۰۰		-۸/۷۲۷		سطح ۱٪	
		-۳/۵۹۱		سطح ۵٪	
		-۳/۰۳۹		سطح ۱۰٪	
		-۲/۷۹۴			
سطح معناداری	مقدار آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر	
./۰۰۰۰	-۸/۷۲۷	۰/۱۰۵	-۰/۹۱۶	GLSRESID(-۱)	

جدول ۵. آزمون والد کسری بودجه در دولت‌های مختلف

سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار آماره	آزمون آماری
./۰۰۰۰۲	(۷۹, ۴)	۶/۱۲۰	F آزمون
./۰۰۰۰۱	۴	۲۴/۴۸	آزمون خی دو

جدول ۶. آزمون والد درآمد کل دولت در دولت‌های مختلف

سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار آماره	آزمون آماری
./۰۰۰۰۰	(۷۹, ۴)	۷/۷۲۲	F آزمون
./۰۰۰۰۰	۴	۳۰/۸۹	آزمون خی دو

فرض برابری کسری بودجه در دولت‌های مختلف رد شده و نشان می‌دهد که اختلاف در کسری بودجه در دولت‌های مختلف اختلاف معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج جدول ۶ که نشان می‌دهد سطح معناداری آماره F و خی دو کوچک‌تر از ۵٪ می‌باشد، پس فرض برابری درآمد کل دولت در دولت‌های مختلف رد شده و نشان می‌دهد که اختلاف در درآمد کل دولت در دولت‌های مختلف اختلاف معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین تأثیر سیاست پولی دولت بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین تأثیر سیاست سود بانکی دولت بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.

فرضیه ششم: بین تأثیر سیاست مالی دولت بر تعداد

جدول ۳. آزمون والد حجم نقدینگی در دولت‌های مختلف

سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار آماره	آزمون آماری
./۰۰۰۰۰	(۷۹, ۳)	۱۱/۳۴	F آزمون
./۰۰۰۰۰	۳	۳۴/۰۲	آزمون خی دو

جدول ۴. آزمون والد سود بانکی در دولت‌های مختلف

سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار آماره	آزمون آماری
./۰۰۰۰۰	(۷۹, ۴)	۱۶/۰۷	F آزمون
./۰۰۰۰۰	۴	۶۴/۳۰	آزمون خی دو

آماره دوربین واتسون طبق جدول ۱، ۲/۳۸ بوده که مابین محدوده مدنظر است. این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خودهمبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. در این مدل برای رفع خودهمبستگی از متغیر TX(-۱) یک دوره قبل استفاده شده است.

با توجه به نتایج جدول ۳ که نشان می‌دهد سطح معناداری آماره F و خی دو کوچک‌تر از ۵٪ می‌باشد، پس فرض برابری حجم نقدینگی در دولت‌های دوم و سوم و چهارم رد شده و نشان می‌دهد که اختلاف در حجم نقدینگی در دولت‌های مختلف به جز دولت اول اختلاف معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج جدول ۴ که نشان می‌دهد سطح معناداری آماره F و خی دو کوچک‌تر از ۵٪ می‌باشد، پس فرض برابری سود بانکی در دولت‌های مختلف رد شده و نشان می‌دهد که اختلاف در سود بانکی در دولت‌های مختلف اختلاف معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج جدول ۵ که نشان می‌دهد سطح معناداری آماره F و خی دو کوچک‌تر از ۵٪ می‌باشد، پس

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.

نتایج برآورد مدل

همان‌طور که بر اساس جدول ۷ مشاهده می‌شود در این مدل

با وجود معناداری کل مدل و همچنین مناسب بودن آماره‌های دوربین واتسون، هنان کوئین، شوارترز، آکائیک و همچنین عدد به‌دست آمده از ضریب تعیین تعدیل شده، و در کل معنادار بودن کل مدل، اما هیچ کدام از متغیرهای مستقل معنادار نبوده و به این جهت فرضیه پژوهشی چهارم و پنجم و ششم مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. پس می‌توان ادعا کرد که:

جدول ۷. آزمون فرضیه سوم و چهارم و پنجم

تعداد شرکت‌ها				متغیر وابسته	
سطح معناداری	مقدار آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	نماد	متغیر
۰/۶۹۳	۰/۴۷۰۵	۷۲۰	۳۳۸/۷	C	عرض از مبدأ دولت ۴
۰/۵۸۹	-۰/۵۴۲۴	۷۲۵	-۳۹۳/۶	D _۱	عرض از مبدأ دولت ۱
۰/۵۶۳	-۰/۵۸۰۵	۷۲۶	-۴۲۱/۷	D _۲	عرض از مبدأ دولت ۲
۰/۴۹۰	-۰/۶۹۳۶	۷۲۲	-۵۰۱/۱	D _۳	عرض از مبدأ دولت ۳
۰/۶۹۳	۰/۳۹۵۱	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۳	M _۲	نقدینگی دولت ۴
۰/۵۱۰	۰/۶۶۱۷	۰/۰۰۳۷	۰/۰۰۲۴	M _۲ *D _۱	نقدینگی دولت ۱
۰/۱۸۴	۱/۳۴۰	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۱۸	M _۲ *D _۲	نقدینگی دولت ۲
۰/۵۸۰	۰/۵۵۵۱	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۰۵	M _۲ *D _۳	نقدینگی دولت ۳
۰/۷۱۰	۰/۳۷۲۴	۴/۳۲۸	۱/۶۱۲	BR	سود بانکی دولت ۴
۰/۸۲۵	-۰/۲۲۰۸	۴/۵۳۰	-۱/۰۰۰۴	BR*D _۱	سود بانکی دولت ۱
۰/۴۱۲	۰/۸۲۴۵	۵/۸۶۹	۴/۸۳۹	BR*D _۲	سود بانکی دولت ۲
۰/۵۴۹	-۰/۶۰۰۸	۴/۴۱۲	-۲/۶۵۱	BR*D _۳	سود بانکی دولت ۳
۰/۶۱۱	-۰/۵۱۰۰	۰/۰۱۲۴	-۰/۰۰۶۳	BD	کسری بودجه دولت ۴
۰/۸۸۷	-۰/۱۴۲۳	۰/۰۱۶۳	-۰/۰۰۲۳	BD*D _۱	کسری بودجه دولت ۱
۰/۷۷۶	۰/۲۸۵	۰/۱۳۰	۰/۰۰۳۷	BD*D _۲	کسری بودجه دولت ۲
۰/۳۰۷	۱/۰۲۷	۰/۰۱۲۵	۰/۰۱۲۹	BD*D _۳	کسری بودجه دولت ۳
۰/۸۸۲	۰/۱۴۸	۰/۰۰۸۸	۰/۰۰۱۳	TOTR	درآمد کل دولت ۴
۰/۵۶۵	۰/۵۷۷	۰/۰۱۲۱	۰/۰۰۷۰	TOTR*D _۱	درآمد کل دولت ۱
۰/۷۴۹	-۰/۳۲۱	۰/۰۱۰۱	-۰/۰۰۳۲	TOTR*D _۲	درآمد کل دولت ۲
۰/۹۶۳	-۰/۰۴۶	۰/۰۰۸۹	-۰/۰۰۰۴	TOTR*D _۳	درآمد کل دولت ۳
۰/۶۲۳۴	-۰/۴۹۳۰	۱۹۸۶	-۹۷۹	J	ضریب جینی دولت ۴
۰/۶۰۵۷	۰/۵۱۸۴	۱۹۹۴	۱۰۳۳	J*D _۱	ضریب جینی دولت ۱
۰/۶۴۴۷	۰/۴۶۲۹	۱۹۹۱	۹۲۱	J*D _۲	ضریب جینی دولت ۲
۰/۴۹۶۵	۰/۶۸۳۲	۱۹۹۰	۱۳۶۰	J*D _۳	ضریب جینی دولت ۳
۶/۱۵۳		آکائیک:	۰/۶۴۶		ضریب تعیین:
۶/۷۷۸		شوارترز:	۰/۵۳۹		ضریب تعیین تعدیل شده:
۶/۴۰۶		هنان کوئین:	۶/۰۳۴		مقدار آماره F:
۱/۶۴۳		دوربین واتسون:	۰/۰۰۰۰		سطح معناداری:

چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود ندارد. به بیان دیگر سیاست‌های پولی، مالی، سود بانکی و توزیع درآمدی دولت‌های مختلف در ۲۵ سال گذشته تأثیر معناداری بر تعداد شرکت‌ها نداشته است. به طوری که سیاست‌های هر دولت و نتایج حاصل با دولت‌های دیگر متفاوت نمی‌باشد.

بین نقدینگی، سود بانکی، کسری بودجه و درآمد کل دولت در هر ۴ دولت اختلاف معناداری وجود دارد. البته در مدل نقدینگی در دولت اول به علت عدم معناداری حذف شده است و دولت دوم و سوم و چهارم وجود دارد. بنابراین فرضیه تأثیر سیاست‌های پولی، مالی، سود بانکی و توزیع درآمدی دولت بر شاخص کل سهام در بازار سرمایه بین چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد، در سطح معناداری ۵٪ تأیید می‌شود. ضریب تغییرات نقدینگی در دولت اصلاحات و تدبیر منفی و در دولت عدالت منفی بوده و در دولت سازندگی معنادار نمی‌باشد. ضریب تغییرات سود بانکی در دولت عدالت منفی و در سایر دولت‌ها مثبت می‌باشد. ضریب تغییرات کسری بودجه در دولت عدالت مثبت و در سایر دولت‌ها منفی می‌باشد. ضریب تغییرات درآمد کل دولت در دولت عدالت منفی و در سایر دولت‌ها مثبت می‌باشد (جدول ۸).

پیشنهادات کاربردی

با توجه به نتیجه فرضیه‌های اول تا سوم و تعداد بسیار زیاد

- بین تأثیر سیاست پولی دولت بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود ندارد.

- بین تأثیر سیاست سود بانکی دولت بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود ندارد.

- بین تأثیر سیاست مالی دولت بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود ندارد.

بحث و نتیجه‌گیری

در دو مدل خروجی نرم‌افزار مشاهده می‌شود که در تأثیر سیاست‌های پولی، مالی، سود بانکی و توزیع درآمدی دولت بر شاخص کل بورس در بازار سرمایه بین چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد. به بیان دیگر سیاست‌های پولی، مالی، سود بانکی و توزیع درآمدی دولت‌های مختلف در ۲۵ سال گذشته تأثیر معناداری بر شاخص کل بورس داشته است. به طوری که سیاست‌های هر دولت و نتایج حاصل با دولت‌های دیگر متفاوت بوده است. همچنین در تأثیر سیاست‌های پولی، مالی، سود بانکی و توزیع درآمدی دولت بر تعداد شرکت‌ها در بازار سرمایه بین

جدول ۸. نتایج فرضیه‌های پژوهش

شماره فرضیه	عنوان فرضیه	نتیجه
فرضیه ۱	در تأثیر سیاست پولی دولت بر شاخص کل قیمت سهام بین چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.	فرضیه H ₀ رد می‌شود.
فرضیه ۲	بین تأثیر سیاست سود بانکی دولت بر شاخص کل قیمت سهام در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.	فرضیه H ₀ رد می‌شود.
فرضیه ۳	بین تأثیر سیاست مالی دولت بر شاخص کل قیمت سهام در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.	فرضیه H ₀ رد می‌شود.
فرضیه ۴	بین تأثیر سیاست پولی دولت بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.	فرضیه H ₀ رد نمی‌شود.
فرضیه ۵	بین تأثیر سیاست سود بانکی دولت بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.	فرضیه H ₀ رد نمی‌شود.
فرضیه ۶	بین تأثیر سیاست مالی دولت بر تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در چهار دوره سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید تفاوت معناداری وجود دارد.	فرضیه H ₀ رد نمی‌شود.

نقدینگی سیاست‌های خود را اجرا نمایند.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

در این پژوهش سعی شد مهمترین متغیرهای اقتصادی و بازار سرمایه در یک دوره بلندمدت ۲۵ ساله مورد بررسی قرار گیرد ولی در این خصوص می‌توان پژوهش‌های گسترده‌ای انجام داد. در این‌جا با توجه به شناخت موضوع و مشکلات موضوعاتی به شرح زیر پیشنهاد می‌گردد:

- ۱- تحلیل تأثیرپذیری بازار سرمایه ایران از رشد (رکود) اقتصادی در دوره بلند مدت ۲۵ سال گذشته با توجه به سیاست‌های اقتصادی دولت‌های مختلف،
- ۲- تحلیل تأثیرپذیری بازار سرمایه ایران از سیاست‌های پولی و مالی دولت‌های سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید با مقایسه دوره اول و دوم دولت‌ها،
- ۳- تحلیل تأثیرپذیری بازار سرمایه ایران از قیمت نفت خام و مسکن و طلا و سکه در دولت‌های سازندگی، اصلاحات، عدالت و تدبیر و امید.

منابع

- ابراهیمی، سجاد؛ فرنقی، الهام. (۱۳۹۵). "عوامل مؤثر بر نقدینگی سهام با تأکید بر سیاست‌های پولی و مالی"، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۷.
- ابراهیمی، فرشته؛ نظیری، محمدکاظم؛ جعفری سرشت، داود. (۱۳۹۳). "بررسی تأثیر سیاست‌های پولی و مالی بر بازده بورس اوراق بهادار تهران". پایان‌نامه کارشناسی /رشد، دانشگاه بوعلی سینا، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی.
- ابونوری، اسماعیل و مشرفی، گلاره. (۱۳۸۵). "اثر شاخص اقتصاد کلان بر شاخص قیمت سهام صنعت پتروشیمی ایران با استفاده از مدل ARDL". فصلنامه پژوهش‌نامه اقتصادی، ۲۱، ۲۲۸-۲۰۹.
- برانسون، اچ.و، (۱۳۸۲). *تئوری و سیاست‌های اقتصاد کلان (چاپ ششم)*. ترجمه عباس شاکری، تهران: نشرنی.
- بی شک، محمدرضا و همکاران. (۱۳۹۴). "تأثیر شوک‌های سیاست پولی و مالی بر بازار سهام ایران". فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی، ۲۲.
- توتونچیان، ایرج. (۱۳۷۵). *اقتصاد پول و بانکداری*. تهران: مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.
- حسین پور، عبدالکریم؛ زراءنژاد، منصور. (۱۳۹۵). "اثر اندازه دولت بر روی نرخ بیکاری در ایران". فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، ۱۶ (۱)،

مدل‌های برآوردی این فرضیه می‌توان بر نقش پررنگ دولت بر این شاخص تأکید نمود. با توجه به نتایج به‌دست آمده این فرضیه پیشنهاد می‌شود دولت‌های آینده در جهت تثبیت اقتصادی، کنترل نقدینگی، کنترل سود بانکی، درآمد و هزینه‌های دولت و از همه مهمتر نرخ ارز اقدام نموده تا شاخص بورس به عنوان نماد اقتصاد و بازار سرمایه کشور کمتر دست‌خوش تحولات شود. به دولت‌های آینده پیشنهاد می‌شود که ارزیابی عملکرد خود را تا حد قابل توجهی در شاخص بورس دیده و در زمانی که شاخص کل بورس حرکت نوسانی و یا کاهشی دارد با توجه به اهرم‌های موجود و مدل‌های برآوردی نقش خود را به نحو مؤثری نشان دهند. به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌شود این شاخص را بیشتر از سایر موارد در نظر داشته و به عنوان عامل مهمی که بیشتر از سایر عوامل و متغیرهای بازار سرمایه به عوامل اقتصادی و سیاست‌های پولی و مالی واکنش نشان می‌دهند توجه داشته باشند.

با توجه به نتایج فرضیه‌های پژوهش موارد زیر به متولیان امر بخش عمومی پیشنهاد می‌شود:

- ۱- نرخ ارز تک‌رقمی شود و دولت در این بخش به عنوان ناظر و نه عامل نقش خود را ایفا نماید.
- ۲- سیاست‌های سود بانکی بر اساس عرضه و تقاضا تعیین شود و دولت خود نرخ‌گذار و مجری نباشد.
- ۳- دولت زمینه تشکیل شرکت‌های سهامی عام را فراهم نماید و با سیاست‌های تشویقی در جهت سرمایه‌گذاری فعالان اقتصادی و کارآفرینان حرکت کرده تا شرکت‌های سهامی عام بتوانند با توجه به نقش بازار سرمایه در جهت توسعه خود اقدام نمایند.
- ۴- با توجه به این‌که در این پژوهش متغیرهای سیاست‌های پولی و مالی و سود بانکی مورد مطالعه قرار گرفت و در تفسیر نتایج فرضیه‌ها اشاره شد، یکی از مشکلات اقتصادی ایران بانک مرکزی می‌باشد که نهاد بانک مرکزی و شورای پول و اعتبار ترکیب دولتی دارند و در واقع مجری سیاست‌های دولت می‌باشند. به این جهت پیشنهاد می‌شود در ایران نیز مانند بیشتر کشورهای توسعه یافته بانک مرکزی از زیر بخش بودن وزارت اقتصاد و دولت خارج شده و زیر مجموعه قوه مقننه (مانند دیوان محاسبات) شود. با این کار استقلال بانک مرکزی رعایت شده و دولت‌ها به آسانی نمی‌توانند با سیاست‌های پولی و مالی و درآمدی و سود بانکی و با اعمال سلیقه بانک مرکزی را به عنوان ابزاری در اختیار داشته و با تغییر نرخ ارز و یا سود بانکی و از همه مهمتر

- ۱۹۱-۲۰۹. مالی تحلیل اوراق بهادار، ۶(۲۰).
- دوانی، غلامرضا، (۱۳۸۴). بورس، سهام (چاپ چهارم). تهران: نشر نخستین.
 - دهمرده، نظر؛ جفره، مریم. (۱۳۹۵). "بررسی مقایسه‌ای ارتباط اندازه دولت و باز بودن تجاری". فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، ۱۶(۴)، ۸۵-۱۰۵.
 - راعی، رضا؛ پویان‌فر، احمد. (۱۳۹۲). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
 - زمردیان، غلامرضا. (۱۳۹۴). "بررسی اثرپذیری بازار سرمایه ایران از عدم اطمینان سیاست توزیع درآمدی و توزیع درآمدی". مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۲۵.
 - زمردیان، غلامرضا؛ شعبان‌زاده، مهدی؛ نجفی شریعت‌زاده، ایرج. (۱۳۹۴). "بررسی اثرپذیری بازار سرمایه ایران از عدم اطمینان سیاست پولی و مالی". مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۲۵، ۸۱-۱۰۶.
 - ستوده‌نیا، سلمان؛ عابدی، فریبا (۱۳۹۲). "تأثیر سیاست‌های پولی و مالی در تثبیت مالی ایران". فصلنامه سیاست‌های راهبردی و کلان، ۱(۳)، ۱۱۵-۱۰۳.
 - شهبازی، کیومرث؛ رضایی، ابراهیم؛ عباسی، ابوالفضل. (۱۳۹۲). "سیاست‌های پولی و مالی و کارایی بازار سهام: شواهد تجربی در ایران". فصلنامه علمی پژوهشی دانش
 - صالح‌آبادی، علی. (۱۳۹۲). "بررسی عملکرد بازار سرمایه در دولت‌های نهم و دهم". فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، ۱(۲)، ۲۱۶-۲۰۳.
 - عباسیان، عزت‌اله؛ مرادپور اولادی، مهدی؛ عباسیون، وحید. (۱۳۸۷). "اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، سال دوازدهم، ۳۶، ۱۳۵-۱۵۲.
 - کمیجانی، اکبر؛ بهرامی راد، دومان. (۱۳۸۷). "آزمون رابطه بلندمدت بین نرخ سود تسهیلات بانکی و نرخ تورم". مجله تحقیقات اقتصادی، ۴۳(۱)، ۱-۲۴.
 - مرادی، سمیه؛ نجفی زاده، سید عباس. (۱۳۹۲). آذرماه. "اثر سیاست پولی بر بازده شاخص سهام (مطالعه موردی: ایران)". اولین همایش الکترونیکی ملی چشم انداز اقتصاد ایران.
 - مرادی، علیرضا. (۱۳۹۲). کاربرد *Eviews* در اقتصادسنجی. تهران: انتشارات جهاد دانشگاهی.
 - موسوی جهرمی، یگانه؛ رستمی، نسرین. (۱۳۹۴). "بررسی اثرات نامتقارن تکانه‌های سیاست‌های پولی بر شاخص کل قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱(۲۶).
 - نوژاد، مسعود و همکاران. (۱۳۹۱). "اثر سیاست‌های توزیع درآمدی بر شاخص قیمت سهام در ایران". فصلنامه علوم اقتصادی، ۶(۲۰).
 - Afonso, A., Sousa, R.M. (2011). "What Are The Effects of Fiscal Policy on Asset Markets?". *Economic Modelling*, 4, 1871-1890.
 - Agnello, L., Sousa, R. (2012). "Fiscal Policy and Asset Prices". *Journal of Econometrics*, 167, 414-435.
 - Akinkuotu, O.K. (2013). "Comparative Impact of Fiscal and Monetary Shocks on Stock Market Performance in Nigeria". *A post field report presented at the African Economic Research Consortium (AERC) bi-annual conference in Nairobi, Kenya*.
 - Chatziantoniou, L. (2013). "Stock Market Response to Monetary and Fiscal Policy Shocks: Multi Country Evidence". *Journal of Economic Modeling*, 30, 754-769.
 - Chatziantoniou, I., Duffy, D., Filis, G. (2013). "Stock Market Response to Monetary and Fiscal Policy Shocks: Multi-country Evidence". *Economic Modelling*, 30, 454-769.
 - Ioandis C. (2007). "The Impact of Monetary Policy on Stock Prices". *Journal of Policy Modeling*, 6(15).
 - Ioannidis, C., Kntonikas, A. (2007). "The Impact of Monetary Policy on Stock Prices". *Journal of Policy Modelling*, 30, 33-53.
 - Chatziantoniou, I. (2013). "Stock Market Response to Monetary and Fiscal Policy Shocks: Multi-Country Evidence". *Economic Modelling*, 30, 754-769.
 - Laopodis Nikiforos, T. (2009). "Fiscal

Policy and Stock Market Efficiency:
Evidence for the United States”.
Quarterly Review of Economics and

- Finance*, 49, 633-650.
- Wang, L. (2010). “The Effect of Government Policy on China’s Stock Market Gutenberg AG”. *Feldkirchstrasse*, 13.
 - [Http://www.rdis.ir/RD Files/Articles](http://www.rdis.ir/RD%20Files/Articles).
 - [Http://www.cbi.Ir](http://www.cbi.Ir).