

تحلیل نقش مؤلفه‌های آزادسازی اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی کشورهای منا

با تأکید بر آزادسازی پولی و مالی

حسین شریفی رنانی^۱

مریم میرفتاح^۲

حسن ملا اسماعیلی^۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۱۱/۲۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱۰/۲۱

چکیده

هدف اصلی این مقاله، بررسی نقش مؤلفه‌های آزادسازی اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی برخی از کشورهای درحال توسعه منا با استفاده از رویکرد نوین خودرگرسیون برداری تابلویی (P-VAR) با تأکید بر آزادسازی پولی و مالی در دوره زمانی ۱۹۸۶ تا ۲۰۰۹ می‌باشد. نتایج نشان دهنده تأثیر معنادار هر یک از متغیرهای مورد بحث بر قیمت سهام در بورس می‌باشد. براساس نتایج تحقیق حاضر به سیاستگذاران اقتصادی کشور پیشنهاد می‌شود همت پایداری برای تعامل بورس کشور با دیگر بازارهای مالی بین‌المللی برقرار شود تا بازار سرمایه کشور بتواند به یک بازار تعالی در منطقه با ارائه سیاست‌های پویا نائل و به رشد مالی شرکت‌ها در بورس، اعتلای بازار مالی کشور و به تبع آن ارتقای اقتصادی کشور کمک نمایند.

کلیدواژه‌ها: آزادسازی اقتصادی، آزادسازی مالی، آزادسازی پولی، عملکرد بازارهای مالی، خودرگرسیون برداری

تابلویی (P-VAR)

طبقه‌بندی JEL: A10, A12, C01, E44

۱. استادیار گروه اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد خوراسگان (نویسنده مسئول)، h.sharifi@khuif.ac.ir

۲. دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه یزد، maryam.mirfatah@yahoo.com

۳. دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشکده آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران، hmesmaili@gmail.com

۱- مقدمه

بورس اوراق بهادار یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه است. مهم‌ترین وظیفه این بازار جذب سرمایه‌های پراکنده و تخصیص بهینه این منابع به واحدهایی است که هم در جهت توسعه است و هم منافع مورد انتظار سرمایه‌گذاران را تأمین می‌کند. واحدهای اقتصادی هم از جذب سرمایه‌های پراکنده اهداف متفاوتی را دنبال می‌کنند. هدف هر دو گروه دستیابی به منافع بیشتر و حداکثر کردن ثروت است. منافعی که عاید سرمایه‌گذاران می‌شود در قالب سود پرداختی، افزایش قیمت سهام و یا هر دو تجلی پیدا می‌کند. نوسانات قیمت سهام در تمامی بورس‌های اوراق بهادار امری عادی و روزمره است. قیمت سهام تحت تأثیر عوامل مختلفی اعم از درون‌سازمانی و برون‌سازمانی بوده و با هر کدام به نحوی دچار نوسان و تغییرات می‌شود (افشاری، ۱۳۸۲).

رکود و رونق بازار بورس نه تنها اقتصاد ملی بلکه اقتصاد جهانی را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. به عنوان مثال، بحران بزرگ دهه ۱۹۹۰ که اغلب کشورهای سرمایه‌داری را با رکود و بیکاری بی‌سابقه‌ای مواجه ساخت از بورس اوراق بهادار نیویورک شروع شد. همچنین، بحران سال ۱۹۹۷ که کشورهای جنوب شرقی آسیا را فرا گرفت و بر اقتصاد جهانی از طریق کاهش تقاضای کشورهای مزبور برای نفت خام و سقوط قیمت نفت تأثیر گذاشت، از بازارهای مالی کشورهای مزبور شروع شد. ملاحظه می‌شود که بین تحولات بورس و رکود و رونق اقتصادی رابطه معنی‌داری وجود دارد. متقابلاً سیاست‌گذاری‌های کلان اقتصادی و به ویژه سیاست‌های پولی و ارزی نیز بازار بورس را تحت تأثیر قرار می‌دهد. تبیین چنین رابطه‌ای می‌تواند به سیاست‌گذاران در جهت‌گیری‌های سیاست‌های پولی و ارزی کمک کند و اثر این سیاست‌ها بر بازار بورس را مشخص کند (کریم‌زاده، ۱۳۸۴).

بررسی عوامل تعیین‌کننده عملکرد بازارهای مالی در بورس اوراق بهادار می‌تواند سبب شناسایی متغیرهای تبیین‌کننده عملکرد بازارهای مالی و نهایتاً بهبود تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تخصیص بهینه منابع شود. در واقع با مشخص شدن عوامل تعیین‌کننده عملکرد بازارهای مالی ذهنیت سرمایه‌گذاران در خصوص عوامل مؤثر بر تغییرات عملکرد بازارهای مالی اصلاح خواهد شد و به دلیل اتخاذ سیاست‌های درست جذابیت‌های بازار سرمایه افزایش و بازار سرمایه توسعه خواهد یافت.

در ابتدای دهه ۱۹۹۰، صندوق بین‌المللی پول (IMF)^۱ موفق شد تعدادی از کشورهای در حال توسعه را قانع کند که کنترل‌های سرمایه را آسان و بازارهای مالی را آزاد کنند. IMF این

سیاست را بر پایه این مفروضات اساسی قرار داد که بازارهای خصوصی شده سرمایه‌گذاری و منابع را چه در تجارت و چه در امور مالی به نحو کاراتری اختصاص می‌دهند. با بازگشایی بازارهای مالی، کشورهای در حال توسعه می‌توانند سرمایه‌گذاری را توسعه دهند و متنوع سازند، بازارهای مالی را محکم‌تر ساخته و رشد اقتصادی را بیشتر کنند. با آزاد شدن محدودیت‌ها بر جریان‌های سرمایه و سرمایه‌گذاری خارجی، سرمایه‌گذاری بین‌المللی به سرعت در کشورهای توسعه‌یافته افزایش یافت (کدمی، ۲۰۰۵).

IMF متوجه شد یک ضرر ناگهانی در اطمینان سرمایه‌گذاران در نتیجه فساد سیستم‌های مالی کشورهای آسیایی شد و به گفته IMF سرمایه‌گذاران به سرعت سرمایه‌های خود را رها کردند چرا که متوجه شدند سرمایه‌گذاری در اقتصادهای آسیایی ناپایدار است. در نتیجه IMF حفظ اطمینان خاطر سرمایه‌گذاران را در اولویت قرار داد و به کشورهای آسیب‌دیده اصرار ورزیدند که دخالت دولت را از بازارهای مالی خود ریشه‌کن کرده و بازارهای مالی را شفاف‌تر سازند (کدمی، ۲۰۰۵).

ولی همه اقتصاددانان بحران مالی آسیا را به عنوان جواب منطقی و اساسی به فساد سیستم‌های مالی نمی‌دانستند. در حقیقت، پال کروگمن بیان می‌دارد چرا اکثر این اقتصاد با این سطوح توسعه همگی با هم و یکدفعه دچار این بحران شدند؟ علاوه بر این، چرا رشد کشورهای آسیایی بدون اینکه هیچ‌گونه بحران مالی رخ دهد برای دهه‌ها ادامه داشت؟ مطابق با کروگمن، آسیب‌پذیری ناگهانی کشورهای آسیایی ناشی از ترس منطقی سرمایه‌گذاران نیست بلکه ناشی از این حقیقت است که بدهی‌های جدید برخلاف قبلی‌ها بر حسب دلار بودند (کروگمن^۱، ۱۹۹۹، صفحه ۱۰۰). به بیان دیگر بازگشایی بازارهای سرمایه به روی سرمایه‌های خارجی راهنمای نوسانات بی‌سابقه مالی بود. در عواقب بحران مالی آسیا، چندین اقتصاددان معروف از جمله پال کروگمن، جوزف استیگلیتز و جاگدیش باگواتی^۲ IMF را جهت ترغیب کشورهای در حال توسعه به سمت آزادسازی سریع بازارهای مالی و عقب‌مانده این کشورها مورد انتقاد قرار دادند. نهایتاً بحران‌های مالی آسیایی یک نیاز اورژانسی به بحث و مناظره پیرامون آزادسازی بازارهای مالی را اضافه کرد. در نتیجه تعدادی از اقتصاددانان مطالعات قابل تأملی در رابطه با نوع و طبیعت بازارهای مالی و اثرات سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای در حال توسعه انجام داده‌اند (کدمی، ۲۰۰۵).

1. Krugman

2. Jagdish Baghwati

این تحقیق تلاش می‌کند که تا حدودی به این بحث کمک کند و بتواند بسیاری از سوالات را در رابطه با اثرات آزادسازی اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه روشن نماید.

هدف اصلی تحقیق حاضر، تحلیل خودرگرسیون برداری تابلویی (P-VAR) از نقش مولفه‌های آزادسازی اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی برخی از کشورهای در حال توسعه مناسبتاً با تأکید بر آزادسازی پولی و مالی است. در این مقاله بعد از مقدمه، مروری بر ادبیات موضوع ارائه می‌شود. در ادامه نیز ضمن تصریح الگوی مناسب اقتصادسنجی به بررسی نتایج تجربی پرداخته و نهایتاً جمع‌بندی و نتیجه‌گیری ارائه خواهد شد.

۲- ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

آزادی اقتصادی یکی از مصادیق آزادی است که خود، هدف است و افراد و واحدها در تلاشند که به آن دست پیدا کنند. پس از جنگ جهانی دوم، شک و شبهه‌های زیادی درباره آزادی اقتصادی و منافع ناشی از عملکرد آن به وجود آمد؛ اما پس از شکست سیستم‌های برنامه‌ریزی متمرکز و تجارب ملت‌ها در این زمینه مسلم شد که آزادی برای نظام اقتصادی نه تنها ضرر ندارد، بلکه منافع زیادی هم در بردارد و می‌تواند راهکارهای مناسبی را برای تصمیم‌گیری سیاستگذاران اقتصادی کشورهای مختلف باز نماید. از این رو اندازه‌گیری اینکه یک کشور چقدر از نظر اقتصادی آزاد به شمار می‌رود برای اقتصاددانان مورد توجه قرار گرفت (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۸۸).

تا قبل از دهه ۱۹۸۰ اغلب کشورهای رو به توسعه شاهد رقابت بین طرفداران نظام سرمایه‌داری و سوسیالیسم بوده‌اند. از دهه ۱۹۸۰ به این سو به ویژه بعد از برچیده شدن دیوار برلین در سال ۱۹۸۹ گرایش کشورها به آزادسازی اقتصادی افزایش یافته به طوری که حتی کشورهای سوسیالیستی نیز به نظام بازار روی آوردند. بررسی روند تغییرات شاخص‌های آزادی اقتصادی کشورها در دو دهه اخیر کم و بیش حکایت از یک جهت‌گیری عام به سمت آزادسازی اقتصادی در مناطق مختلف جهان دارد. با وجود این در برخی کشورها هنوز مجادله درباره مدیریت اقتصادی بر سر ادامه مکانیسم‌های بازار در مقابل نظارت‌ها جریان دارد. طرفداران اقتصاد بازار معتقدند شکوفا کردن بازارهای رقابتی، خصوصی کردن بنگاه‌های دولتی، تجارت آزاد، جذب سرمایه‌های خارجی و حذف مقررات زائد دولتی و انحرافات قیمتی موجبات بالا رفتن کارایی و رشد را فراهم خواهد آورد. در مقابل منتقدان آزادسازی اقتصادی پیامدهایی نظیر کاهش اقتدار دولت، افزایش نابرابری درآمدی و خروج سرمایه‌های ملی از کشور را مطرح می‌کنند (جعفری صمیمی و آذرمنند، ۱۳۸۴).

آزادسازی بازارهای مالی می‌تواند از جنبه‌های مختلف اثر مطلوبی بر اقتصاد داشته باشد. مطالعات متعددی نشان داده است که آزادسازی اثرات مثبتی از طریق کاهش هزینه‌های سرمایه، افزایش سودآوری و سرمایه‌گذاری افراد بر اقتصادهای در حال توسعه داشته است (لاپودیس^۱، ۲۰۰۴). اولین مبانی نظری ارتباط بین آزادسازی مالی، توسعه مالی و رشد اقتصادی مربوط به مطالعات مکینون^۲ (۱۹۷۳) و شاو^۳ (۱۹۷۳) است، تا جایی که به فرضیه مکینون-شاو معروف است. طرفداران آزادسازی مالی بیان می‌دارند که تحت یک سیستم سرکوب مالی، نرخ بهره از سطح رقابتی خود پایین‌تر نگه داشته می‌شود. این مسئله موجب کاهش پس‌انداز و سرمایه‌گذاری می‌شود و با ایجاد تفاوت بین نرخ‌های وام‌دهی و استقراض فضای کسب و کار را در تنگنا قرار می‌دهد (کیچن^۴، ۱۹۸۶).

آزادسازی اقتصادی شامل مجموعه اقداماتی به منظور برداشتن کنترل‌های دولتی از بازارهای مالی، کالاها و خدمات، کار و بخش خارجی و واگذاری آن به مکانیسم بازار است. عمده این اقدامات عبارتند از: برداشتن کنترل از بازارهای مالی، رهاسازی قیمت‌های تحت کنترل و واگذاری تعیین قیمت به نیروهای بازار، حذف یارانه‌ها و تعدیل قیمت‌های یارانه‌ای، گرایش به نظام ارزی شناور مستقل یا شناور نظارت‌شده، تغییر رسمی ارزش پول، آزاد شدن تجارت خارجی و برداشتن انواع تعرفه‌های تجاری و محدودیت‌های مقداری، استفاده از مشارکت سرمایه‌گذاران و استقراض خارجی و آزاد شدن نرخ سپرده‌های بانکی (آملی دیوا و جعفری صمیمی، ۱۳۸۹).

یکی از موارد بحث‌برانگیز در ادبیات توسعه اقتصادی مربوط به شایسته بودن آزادسازی بازار سهام در اقتصاد بازارهای ادغام‌شده است. چندین مطالعه تجربی نشان داده‌اند که آزادسازی از طریق کاهش هزینه دارایی، افزایش بازدهی و افزایش سرمایه‌گذاری فیزیکی خصوصی اثر مثبت بر این اقتصادها داشته است (به کارت و هاروی^۵، ۲۰۰۰ و به کارت و همکاران، ۲۰۰۵) اما، آزادسازی می‌تواند اقتصاد را در معرض سوداگری و آشفتگی اقتصادی یا سیاسی خارجی قرار دهد و بازارهای داخلی را در معرض نوسانات بیشتر قرار می‌دهد (سینگ^۶، ۱۹۹۷، آرسستیس و دمتریادز^۷، ۱۹۹۹).

-
1. Laopodis
 2. McKinnon
 3. Shaw
 4. Kitchen
 5. Bekaert and Harvey
 6. Singh
 7. Arestis and Demetriades

رابطه بین آزادسازی مالی و رشد اقتصادی برای سال‌های متمادی موضوع تحقیقاتی بوده است که اکثراً یک اثر مثبت و معناداری از آزادسازی مالی بر رشد اقتصادی گزارش می‌کنند (بونفیلیلی^۱، ۲۰۵۵). از زمانی که به سرمایه خارجی اجازه داده شد که در بازار دارایی کشور سرمایه‌گذاری شود، جدا از تأثیر آن بر بازدهی سهام، نوسانات بازدهی و واریانس ریسک نیز یک فاکتور مهم و تأثیرگذار بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاران است. سرمایه‌گذاران سبدهای سرمایه‌گذاری متفاوتی در بازارهای بین‌المللی ایجاد کردند. توازن‌های چندگانه ایجادشده اثر سرایتی جریان‌های خرید سرمایه شرکت‌های دیگر را تحریک کرده که خود می‌تواند ناشی از آزادسازی بازار دارایی کشور باشد. افزایش آزادسازی بازارهای سرمایه در کشورهای در حال توسعه، مطالعات قابل توجهی را در این خصوص که آیا سرمایه‌های وارده نوسانات بازدهی سهام را افزایش می‌دهد یا خیر، صورت داده است (وانگ، ۲۰۰۶). تأثیر آزادسازی مالی بر نوسانات بازار سهام یک موضوع کلیدی است که سیاستگذاران در اقتصاد بازارهای ادغام‌شده می‌بایست قبل از تصمیم‌گیری در مورد انجام هرگونه اصلاحات با آن مواجه شوند. زیرا نوسانات اضافی که می‌تواند انعکاسی از عدم وابستگی ارزش دارایی‌های بازار سهام از اصول اساسی و بنیادی باشد (شیلر^۲، ۱۹۸۱ و ۱۹۸۹) مفهوم متضادی برای تخصیص کارای منابع و بنابراین سرمایه‌گذاری دارد (به کارت و هاروی، ۱۹۹۷ و سینگ، ۱۹۹۷).

جوزف استیگلیتز^۳ اولین منتقد آزادسازی بازارهای مالی بیان می‌دارد که شواهد تجربی نشان می‌دهد هیچ ارتباطی بین آزادسازی بازار سرمایه و رشد اقتصادی وجود ندارد (استیگلیتز، ۲۰۰۲). در حقیقت دنی رودریک در مطالعات متناوب خود بر آزادسازی حساب سرمایه دقیقاً به همین نتیجه می‌رسد (رودریک، ۱۹۹۸). رودریک یک نمونه بیش از ۱۰۰ کشور را انتخاب کرده و سه نمودار پراکندگی با درجه باز بودن تجاری بر محور x و رشد، سرمایه‌گذاری و تورم به ترتیب بر محور y می‌سازد. نمودار پراکندگی هیچ رابطه توصیفی بین آزادسازی و متغیرهای وابسته مربوطه نشان نمی‌دهد. بنابراین رودریک نتیجه می‌گیرد که کنترل‌های سرمایه اساساً با عملکرد اقتصادی طولانی‌مدت ناهمبسته هستند. اما ایچنگرین بیان می‌دارد که رودریک این حقیقت را در نظر نگرفته است که متغیرهای حذف‌شده می‌توانند یک رابطه اتفافی معنادار را پنهان کنند (ایچنگرین، ۲۰۰۳). علاوه بر این ایچنگرین بیان می‌دارد که برتری تئوری

1. Bonfiglioli

2. Shiller

3. Jozef Stiglitz

اقتصادی بیانگر این موضوع است که بازارها منابع را کارتر از دولت تخصیص می‌دهند و بازارهای مالی نیز مستثنی نیستند. اگر مالی بین‌الملل چیزی بیشتر از تجارت بین‌الملل نباشد آنگاه مزیت‌های آزادسازی مالی شبیه آزادی سازی تجاری است. هرکس که تمایل به بحث درباره این دیدگاه دارد می‌بایست شواهد مسلم و غیرقابل بحث آماده کند چرا که علت قیاسی برای آزادسازی مالی بین‌الملل وجود ندارد (کدمی، ۲۰۰۵).

چرا آزادسازی مالی بر نوسانات بازار سهام تاثیرگذار است؟ از یک طرف، آزادسازی می‌تواند نوسانات بازار سهام را کاهش دهد اگر بتواند مجموعه جدیدی از تاجران بازارهای از قبل توسعه یافته را جذب نماید که تصمیمات و استراتژی‌های آنها بیشتر مبتنی بر آنالیز سرمایه‌گذاری منطقی و فاکتورهای ارزیابی اساسی باشد (تاچن و پیتز^۱، ۱۹۸۳). از طرف دیگر، آزادسازی همچنین می‌تواند سوداگران و سرمایه‌گذاران با افق‌های کوتاه‌مدت را جذب کند و کشور را در معرض عدم اطمینان‌های ناشی از خارج قرار دهد، و نهایتاً منجر به نوسانات بازار سهام، حباب‌های قیمت‌داری‌ها و آشفتگی مالی شود. (آلن و گاله، ۲۰۰۰، آرتیز و دمتریادز، ۱۹۹۹ و سینگ، ۲۰۰۳). امکان دیگر این است که اثرات رقابتی می‌توانند یکدیگر را خنثی کنند که در این حالت آزادسازی اثرات زیادی روی نوسانات ندارد. نتایج تجربی بر روی موضوع فوق مختلط است و بستگی به کشور و دوره‌های تحت مطالعه دارد (جایاسوریا^۲، ۲۰۰۵).

در تحقیقات داخلی صراحتاً در خصوص تحلیل خودرگرسیون برداری تابلویی (P-VAR) از نقش مؤلفه‌های آزادسازی اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی برخی از کشورهای در حال توسعه مطالعه‌ای انجام نگرفته است و اکثر مطالعات به بررسی سایر عوامل بر عملکرد بازارهای مالی پرداخته‌اند. به عنوان مثال پورحیدری (۱۳۸۹) در مقاله خود با موضوع بررسی عوامل تعیین‌کننده تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی ارتباط بین متغیرهای حسابداری با تغییرات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. متغیرهای مورد بررسی شامل بازده سود، درصد سرمایه‌گذاری مالکان، تغییرات در سودآوری، تغییرات در فرصت‌های رشد و تغییرات در نرخ تنزیل است. مدل بازده این مطالعه مبتنی بر مدل‌های چن و ژانگ^۳ است که در آن ارزش شرکت شامل ارزش‌داری‌های آن در حال حاضر به علاوه فرصت‌های رشد آتی است. نتایج آزمون مدل‌های پژوهش با توجه به پنج

1. Tauchen and Pitts

2. Jayasurya

3. Chen and Zhang

متغیر کلیدی ذکر شده و با استفاده از داده‌های تجمعی نشان داد، ارتباط معناداری بین چهار متغیر یعنی بازده سود، تغییر در سودآوری، درصد سرمایه‌گذاری مالکان و تغییر در نرخ تنزیل وجود دارد. مدل پژوهش بالغ بر ۳۰ درصد تغییرات بازده سهام را تبیین کرده است که بیشترین قدرت تبیین نیز مربوط به متغیرهای جریان نقدی است. استحکام مدل با توجه به داده‌های سالانه مورد بررسی قرار گرفته است.

برزگر و همکاران (۱۳۸۸) هدف تحقیق خود را تبیین مدل معادلات ساختاری عوامل مالی موثر بر شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌دانند، بر این اساس ضمن مروری جامع بر ادبیات موضوعی مربوط به شاخص قیمت سهام، از میان جامعه آماری ۵۰۰ عضوی مورد مطالعه، تعداد ۱۵۰ نفر از طریق روش‌های نمونه‌گیری گروه‌بندی و تصادفی انتخاب شده، سپس با جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز با استفاده از ابزارهای مراجعه به اسناد و مدارک، مصاحبه و به ویژه پرسشنامه با ضریب پایایی ۸۶ درصد در قالب روش پژوهش غیرآزمایشی پیمایشی، به استخراج مدل معادله هدف‌گذاری شده پژوهش با استفاده از مدل معادلات ساختاری (SME) و نرم‌افزار Lisrel پرداخته شده است. نتایج پژوهش نشان داده است که از ۱۰ متغیر عایدی هر سهم، نسبت قیمت بر درآمد، سیر تاریخی قیمت سهام، میزان دارایی‌ها، میزان بازدهی دارایی‌ها، نرخ هزینه سرمایه، تغییر سرمایه، آزادسازی مالی، سهام طلایی و افشای صورت‌های مالی تنها چهار عامل افشای صورت‌های مالی، آزادسازی مالی، میزان بازدهی دارایی‌ها و نسبت قیمت بر درآمد بر شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تأثیرگذار است. مستند به ضرایب مدل معادلات ساختاری، بیشترین اثرگذاری مستقیم بر روی شاخص قیمت سهام مربوط به متغیر آزادسازی مالی بوده و از این نظر دیگر متغیرها در درجات بعدی اهمیت قرار دارند.

صمدی و همکاران (۱۳۸۶) در مقاله‌ای با موضوع بررسی میزان اثرپذیری شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران از قیمت جهانی نفت و طلا (مدل‌سازی و پیش‌بینی) بیان می‌دارند که قیمت جهانی نفت به عنوان یک متغیر برون‌زای قدرتمند، بسیاری از متغیرهای اقتصاد کلان، از جمله شاخص قیمت سهام را می‌تواند تحت تأثیر قرار دهد. از سوی دیگر، قیمت جهانی طلا نیز به عنوان متغیری با اهمیت در بسیاری از تحولات پولی و مالی بین‌المللی است (اگرچه این نقش به مرور زمان تا حدودی تقلیل یافته است). در این تحقیق، تأثیر شاخص‌های قیمت جهانی طلا و نفت بر شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از داده‌های ماهانه، طی دوره ۲۰۰۶-۱۹۹۷ و مدل اقتصادسنجی گارچ ارزیابی شده است. بر این اساس پس از شناسایی و انتخاب روند مناسب

برای پیش‌بینی متغیر وابسته با استفاده از مدل فر و شیلر^۱ (۱۹۹۰) اثرپذیری شاخص کل قیمت سهام بورس تهران بررسی شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تأثیر شاخص قیمت جهانی طلا بر شاخص قیمت سهام بورس تهران نسبت به شاخص قیمت جهانی نفت بیشتر است.

کریم‌زاده (۱۳۸۴) در پژوهش خود هدف را بررسی رابطه بلندمدت شاخص قیمت سهام بورس تهران با متغیرهای کلان پولی با استفاده از نظریه پورتفولیو و تئوری اساسی فیشر ذکر شده است. برای رسیدن به این هدف دوره زمانی ۱۳۶۹:۱-۱۳۸۱:۱۲ را بررسی کرده است. متغیرهای منتخب عبارتند از: شاخص قیمت سهام بورس، نقدینگی، نرخ ارز حقیقی و نرخ سود واقعی بانکی که این متغیرها به صورت ماهانه هستند. در این پژوهش، از ۱۵۶ مشاهده استفاده می‌شود. به منظور برآورد مدل تصریح‌شده از روش خودرگرسیون برداری با وقفه‌های توزیعی (ARDL) استفاده می‌شود. نتایج بررسی حاکی از وجود یک بردار هم‌جمعی بین شاخص قیمت سهام بورس با متغیرهای کلان پولی است. نوع رابطه بلندمدت بین متغیرهای مدل به این شرح است که: شاخص قیمت سهام بورس با نقدینگی رابطه مثبت دارد و ارتباط این شاخص با نرخ ارز حقیقی و نرخ سود واقعی بانکی منفی است.

افشاری (۱۳۸۲)، در تحقیق خود با موضوع بررسی ساختاری قابلیت پیش‌بینی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران بیان می‌دارد که تغییرات قیمت سهام یکی از مهم‌ترین موضوعات مورد توجه هر سرمایه‌گذار است. سرمایه‌گذارانی که با اهداف بلندمدت نیز سرمایه‌گذاری می‌کنند به نوعی به قیمت سهام و تغییرات آن حساس هستند و از خود واکنش نشان می‌دهند. تغییرات قیمت یک منبع مهم اطلاعاتی و موثر در ارزیابی وضعیت بنگاه‌ها، ارزیابی تطبیقی با سایر واحدها، ارزیابی کارایی مدیران و از همه مهم‌تر موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران است. هدف این تحقیق بررسی امکان پیش‌بینی قیمت‌ها است. در صورتی که امکان پیش‌بینی قیمت وجود داشته باشد می‌توان به زیان عده‌ای بازده بیشتری به دست آورد. برای انجام این آزمون از یک روش غیرپارامتری به نام آزمون گردش استفاده می‌شود. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران قابل پیش‌بینی است.

عقیلی (۱۳۹۰) در مطالعه‌ای تحت عنوان اتخاذ سیاست پولی مناسب در مسیر آزادسازی مالی به این نتیجه رسید که دو ابزار نرخ ذخیره قانونی و نرخ سود تسهیلات بیش از سایر ابزارها مورد استفاده قرار گرفته است. از سوی دیگر تاکید دولت بر کاهش نرخ سود تسهیلات به منظور افزایش

سرمایه‌گذاری و تولید، بر اهمیت کاربرد آن افزوده است. اعمال سیاست‌های پولی در قالب مقررات شامل تعیین سقف نرخ بهره اسمی سپرده‌ها، سقف نرخ بهره وام‌ها و نرخ بالای ذخایر قانونی برای بانک‌های تجاری و تخصیص دستوری اعتبارات منجر به سرکوب مالی می‌شود.

در خصوص تحلیل خودرگرسیون برداری تابلویی (P-VAR) از نقش مولفه‌های آزادسازی اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی مطالعات خارجی بسیار محدود هستند. در یکی از آنها الشوبیری (۲۰۱۰) در پژوهش خود با عنوان *آنالیز عوامل تعیین‌کننده تغییرات قیمت سهام بازار: یک مطالعه تجربی از بانک‌های تجاری اردن* بیان می‌دارد که بنگاه‌های مالی یک بخش اساسی بازار دارایی داخلی را تشکیل داده‌اند. متعاقباً تعدادی مطالعه روش‌های شناختی و ذهنی مختلفی جهت مدل‌سازی بازده دارایی بنگاه‌های خدماتی مالی به کار برده‌اند. تغییر قیمت سهام در نتیجه تغییر فاکتورهای اقتصاد خرد و کلان به شدت توسط ادبیات موضوع حمایت می‌شود. نمونه تحت مطالعه شامل ۱۴ بانک تجاری بازار اوراق قرضه امان در کشور اردن شامل دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۸ است. آنالیز رگرسیون‌های ساده و چندگانه جهت یافتن روابط بین فاکتورهای اقتصاد خرد با قیمت سهام انجام شده است و رابطه بسیار مثبت معناداری بین قیمت بازاری سهام و خالص ارزش دارایی‌ها برای هر سهم، قیمت بازاری سهام، درصد سود تقسیم‌شده، خالص ارزش فعلی و رابطه معنادار منفی بر تورم و نرخ بهره وام‌دهی به دست آمد ولی این رابطه همیشه برقرار نبوده و در بعضی از سال‌های بازار اوراق قرضه امان در اردن معنادار نیست.

جیمز و کاروگلو^۱ (۲۰۰۹) در مقاله‌ای با موضوع آزادسازی مالی و نوسانات بازار سهام: مورد اندونزی روابط بین آزادسازی مالی و نوسانات بازار سهام را در اندونزی تحت بررسی قرار داده‌اند. با توجه به داده‌های سری زمانی شاخص ترکیبی جاکارتا (JCI)، وقفه‌هایی در نوسانات بازار سهام مشاهده می‌شود که همزمان با رویدادهای سیاسی مهم اتفاق افتاده است. یافته‌های اصلی عبارتند از: الف - یک کاهش قابل توجه در نوسانات پس از باز شدن رسمی بازار سهام جهت مشارکت خارجی، ب - یک افزایش قابل توجه نوسانات در سال، قبل از باز شدن بازار اصلاحاتی را به دنبال دارد که ورود نیازها و صدور جوازهای کارمزد خرید سهام را آسان می‌کند. ج - یک افزایش قابل توجه نوسانات در زمان بحران‌های آسیایی منجر به یک کاهش قابل توجه در سال‌های دوم و ششم پس از بحران شده است.

1. James and Karoglou

کدمی^۱ (۲۰۰۵) در تحقیقی تحت عنوان *آزادسازی در اقتصادهای ادغام‌شده: یک کاتالیزور جهت نوسانات بازار سهام*، تأثیر آزادسازی مالی بر نوسانات بازار سهام را در اقتصاد ۹ بازار ادغام‌شده بررسی می‌کند. یک مدل فراریت ساخته شده که شامل یک متغیر نماینده برای آزادسازی است. رگرسیون‌ها نشان‌دهنده نتایج مختلط برای روابط بین آزادسازی و فراریت هستند. در یک مورد، آزادسازی منجر به کاهش نوسانات می‌شود و در دو مورد آزادسازی موجب افزایش نوسانات شده است.

بالکه و ووهر^۲ (۲۰۰۶) در تحقیق خود با عنوان *محرک قیمت‌های سهام چیست؟ تشخیص عوامل تعیین‌کننده تغییرات قیمت سهام نشان می‌دهند که داده‌ها در تجزیه قیمت سهام با مشکل تشخیص مواجه هستند که در آن انتظارات رشد سود سهام تقسیم‌شده واقعی آتی یک عامل تعیین‌کننده ابتدایی تغییرات قیمت سهام است از آنجایی که انتظارات بازده‌های اضافه آتی یک عامل مقدماتی است. داده‌ها نمی‌توانند بین این تجزیه‌های خیلی متفاوت تشخیص قائل شوند زیرا تغییرات در نسبت قیمت به سود تقسیم‌شده خیلی ماندگار بوده در حالی که تغییرات نسبت به رشد سود تقسیم‌شده واقعی و بازده‌های اضافی هیچ کدام ماندگار نیستند، بیشتر اطلاعات دربرگیرنده تغییرات با فراوانی کم در رشد سود تقسیم‌شده و بازده‌های اضافی در قیمت‌های سهام هستند و نه در خود داده‌های زمانی. علاوه بر این نشان داده‌اند که این عدم توانایی در تشخیص منبع تغییرات قیمت سهام نه تنها ناشی از توان ناچیز و خصوصیات اندازه روش آماری‌شان است همچنین به نظر می‌رسد ناشی از وجود یک حساب منطقی است.*

ادواردز^۳ و همکاران (۲۰۰۳) در تحقیق خود دوره‌های بازار سهام، آزادسازی مالی و نوسانات دوره‌های بازارهای مالی در چهار کشور آمریکای لاتین و دو کشور آسیایی را بررسی می‌کنند. نمونه‌ها به دو زیردوره تقسیم شده است بدین منظور که بتوان دلایل تفاوت‌هایی که توسط فرآیندهای آزادسازی مالی در اوایل دهه ۱۹۹۰ رخ داده بیان کرد. نتایج نشان می‌دهند که دوره‌ها در کشورهای ادغام‌شده تمایل به مدت استمرار کوتاه‌تر و دامنه و نوسانات بیشتر نسبت به کشورهای توسعه‌یافته دارند. اما پس از آزادسازی مالی، بازارهای سهام آمریکای لاتین نسبت به بازارهای سهام کشورهای توسعه‌یافته رفتار مشابه‌تری داشته‌اند در حالی که کشورهای

1. Kedmey

2. Balke and Wohar

3. Edwards

آسیایی رفتار متفاوتی داشته‌اند. همگامی دوره‌ها در بازارها بخصوص کشورهای آمریکای لاتین پس از آزادسازی به صورت معناداری در طول زمان افزایش یافته است.

بین و کندلون (۲۰۰۷)^۱ در مطالعه خود دریافتند که آزادسازی مالی و تجاری اثر مثبتی بر بازار سهام دارد و باعث بهبود بازار سهام می‌شوند. لنوتا و همکاران (۲۰۱۲)^۲ نیز در تحقیق خود دریافتند که آزادسازی مالی برای کشورهای در حال توسعه باعث ایجاد محیط مساعدی جهت افزایش سرمایه‌گذاری از طریق کارایی اطلاعاتی می‌شود.

کامینسکی^۳ (۲۰۰۲) با مطالعه بازارهای مالی ۲۸ کشور توسعه‌یافته و در حال توسعه، اثرات آزادسازی بازارهای مالی را بر روی نوسانات این بازار بررسی کرده است. یکی از نتایج تحقیق این بود که آزادسازی بازارهای مالی در کوتاه‌مدت موجب نوسانات زیاد در بازار و در بلندمدت باعث ثبات بازارهای مالی می‌شود. همچنین با کنترل وضعیت اقتصادی (داخلی و خارجی) و تغییرات نرخ بهره اثرات کوتاه‌مدت آزادسازی مالی حتی بسیار مشخص‌تر شد. نهایتاً نتایج نشان می‌دهد که اثرات کوتاه‌مدت آزادسازی در کشورهای در حال توسعه و بازارهای توسعه‌یافته فرق دارد. شواهد حاکی از این است که در کوتاه‌مدت احتمال اینکه بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه به هنگام آزادسازی با بحران مالی روبه‌رو شود وجود دارد و در مقابل شواهدی وجود دارد که اثبات می‌کند حتی در کوتاه‌مدت نیز آزادسازی بازارهای مالی در کشورهای توسعه‌یافته تاثیر مثبت خواهد داشت.

هنری^۴ (۲۰۰۰) در مطالعه خود اثر آزادسازی بازارهای مالی بر قیمت سهام را بررسی کرده است. وی برای تفکیک اثر آزادسازی مالی از اثرات سایر متغیرها نظیر آزادسازی تجارت، خصوصی‌سازی، سیاست‌های تثبیت اقتصادی و مقررات‌زدایی بازار ارزهای خارجی بر قیمت سهام استفاده می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که بازار بورس به طور متوسط بازده ۴/۷ درصدی در ماه را طی هشت ماه بعد از آزادسازی اولیه در سهام تجربه کرد.

شمیلا^۵ (۲۰۰۲) نیز اثرات آزادسازی بازار سهام در ۱۵ کشور در حال توسعه را برای دوره ۱۹۸۴-۲۰۰۰ بررسی کرده است. وی متغیرهایی نظیر بازده سهام خارجی، رشد متغیرهای کلان اقتصادی (تورم، نرخ بهره، نرخ ارز واقعی) و واریانس مقید ریسک و متغیر روند را علاوه بر

1. Beine and Candelon

2. Lenuta and et al

3. Kaminsky

4. Henry

5. Shamila

متغیر آزادسازی در مدل خود وارد کرده است. وی دریافت که بازده سهام در تعدادی از کشورها بعد از آزادسازی کاهش یافته است و در تعدادی از کشورهای دیگر افزایش داشته است و کشورهایی که با کاهش بازده مواجه بودند دارای خصوصیات نظیر شفافیت کم بازار، حمایت ناکافی از سرمایه‌گذاران و محدودیت‌ها زیاد برای خروج از بازار بودند.

۱،۲- روش تحقیق و تصریح الگو

به دلیل مزایای عدیده موجود در روش داده‌های تابلویی و همچنین محدودیت‌های موجود در استفاده از مدل‌های سری زمانی در دوره‌های کوتاه‌مدت همچون محدودیت‌های آماری و عدم اطمینان از برون‌زاد بودن یک متغیر، می‌توان با به کارگیری روش خودرگرسیون برداری در قالب داده‌های تابلویی (Panel-VAR) این نگرانی را از بین برد. روش VAR مرسوم را در بر دارد با این تفاوت که داده‌ها از نوع ترکیبی (پانل) هستند.

در این مطالعه به منظور بررسی تاثیر شاخص‌های آزادی تجاری بر عملکرد بازارهای مالی در کشورهای منتخب منطقه منا از روش خودبازگشت برداری پانل^۱ استفاده می‌شود. صورت کلی معادله P-VAR در حالت دو متغیره به شکل زیر است:

$$\begin{aligned} y_{1it} &= \alpha_{10} + \alpha_{11} \alpha_{12} y_{1i,t-1} + e_{1it} \\ y_{2it} &= \alpha_{20} + \alpha_{21} \alpha_{22} y_{2i,t-1} + e_{2it} \\ e_{1it} &\sim N(0, \Sigma) \text{ where } \Sigma = \begin{pmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{12} \\ \sigma_{12} & \sigma_2^2 \end{pmatrix} \\ e_{2it} & \end{aligned} \quad (1)$$

$$\Rightarrow y_{it} = A_0 + A_1 y_{i,t-1} + e_{it}, e_{it} \sim N(0, \Sigma) \\ \text{where } A_0 = B^{-1} \Gamma_0, A_1 = B^{-1} \Gamma_1 \text{ and } e_{it} = B^{-1} \varepsilon_{it}$$

که معادله ۱ یک مدل استاندارد Panel VAR است. در پی مطالعات زیادی که دانشمندان چون فریدمن، مایکل والکر، اسلوتج و اسکالی انجام دادند و همچنان توسط دیگران مانند جی وارتنی، دی هان و جانسون پیگیری می‌شود؛ دو شاخص توسط مؤسسه فریزر و بنیاد هریتیج برای درجه آزادی اقتصادی تعریف شد. این شاخص‌ها زمینه‌های مشابهی را دربرمی‌گیرند، هرچند از نظر روش محاسبه و دامنه عدد نهایی متفاوتند. شاخص بنیاد هریتیج حاصل میانگین ساده ۱۰ زیرشاخص آزادی کسب و کار، آزادی تجارت، آزادی مالیاتی، اندازه دولت، آزادی پولی، آزادی سرمایه‌گذاری، آزادی مالی، حقوق مالکیت، آزادی نیروی کار و آزادی از فساد است. در شاخص آزادسازی اقتصادی هر ۱۰ عامل فوق از اهمیت و وزن یکسانی بر سطح آزادسازی اقتصادی هر کشور برخوردار هستند؛

به عبارت دیگر برای تعیین امتیاز یک کشور، هر ۱۰ عامل فوق ضریب اهمیت یکسانی دارند. بر اساس شاخص ارائه شده توسط بنیاد هریتیج و به منظور اندازه‌گیری آزادسازی اقتصادی در هر کشور، گروهی از محققان و صاحب نظران در زمینه مسائل اقتصادی سازمان‌ها و موسسات در کشورهای مختلف جهان وضعیت ۵۰ متغیر مختلف اقتصادی را مورد مطالعه قرار داده که در نهایت این متغیرها به ۱۰ عامل که به عوامل مهم آزادسازی اقتصادی معروف هستند، خلاصه می‌شوند (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۸۸ و آملی دیوا و جعفری صمیمی، ۱۳۸۹).

در این تحقیق تأکید بر سه شاخص آزادی تجاری، مالی و پولی است:

- شاخص آزادی تجاری^۱: این شاخص مربوط است به میزان تعرفه‌هایی که بر واردات کالاهای خارجی اعمال می‌شود. برای محاسبه این شاخص میزان محدودیت تعرفه‌ای و غیرتعرفه‌ای مد نظر است.

- شاخص آزادی مالی^۲: این شاخص کارایی و استقلال بخش‌های مالی کشورها را بر اساس پنج مولفه محاسبه می‌کند. مقررات دولتی حاکم بر خدمات مالی، میزان مداخله دولت در بخش مالی از طریق مالکیت مستقیم یا غیرمستقیم، میزان توسعه بازارهای مالی و سرمایه، مقدار تاثیر دولت در تخصیص اعتبارات و آزادی در رقابت خارجی هستند.

- آزادی پولی^۳: دو آفت برای بازارهای اقتصادی، دخالت و کنترل دولت در قیمت‌ها و نرخ تورم زیاد است. شاخص آزادی پولی دربرگیرنده این دو متغیر است. برای محاسبه این شاخص با استفاده از فرمول‌هایی میانگین تورم سه سال گذشته و میزان کنترل دولت بر قیمت‌ها محاسبه می‌شود. با توجه به مباحث نظری و با در نظر گرفتن مطالعات تجربی مطرح‌شده درخصوص بازارهای مالی و عوامل موثر بر آن الگوهای تجربی تحقیق براساس سه شاخص آزادسازی تجاری، آزادسازی مالی و آزادسازی پولی معرفی شده توسط بنیاد هریتیج به صورت زیر پیشنهاد می‌شوند:

الگوی اول شامل شاخص آزادی تجاری (tf):

$$\begin{aligned}lps_{it} &= b_{10} - b_{11}lps_{it-1} + b_{12}lm_{it-1} + b_{13}lex_{it-1} + b_{14}tf_{it-1} + v_{1it} \\lm_{it} &= b_{20} - b_{21}lps_{it-1} + b_{22}lm_{it-1} + b_{23}lex_{it-1} + b_{24}tf_{it-1} + v_{2it} \\lex_{it} &= b_{30} - b_{31}lps_{it-1} + b_{32}lm_{it-1} + b_{33}lex_{it-1} + b_{34}tf_{it-1} + v_{3it} \\tf_{it} &= b_{40} - b_{41}lps_{it-1} + b_{42}lm_{it-1} + b_{43}lex_{it-1} + b_{44}tf_{it-1} + v_{4it}\end{aligned}\quad (2)$$

1. Trade Freedom
2. Fiscal freedom
3. Monetary Freedom

به دلیل اینکه تمرکز این مطالعه بر روی اثر شاخص‌های آزادی تجاری بر عملکرد بازارهای مالی است تنها در مورد سطر اول معادله ۲ بحث می‌شود و برای الگوی دوم و سوم نیز همین ترتیب عمل می‌شود:

الگوی دوم شامل شاخص آزادی پولی (mf):

$$\begin{aligned}lps_{it} &= b_{10} - b_{11}lps_{it-1} + b_{12}lm_{it-1} + b_{13}mf_{it-1} + v_{1it} \\lm_{it} &= b_{20} - b_{21}lps_{it-1} + b_{22}lm_{it-1} + b_{23}mf_{it-1} + v_{2it} \\mf_{it} &= b_{30} - b_{31}lps_{it-1} + b_{32}lm_{it-1} + b_{33}mf_{it-1} + v_{3it} \\ff_{it} &= b_{40} - b_{41}lps_{it-1} + b_{42}lm_{it-1} + b_{43}mf_{it-1} + v_{4it}\end{aligned}\quad (3)$$

الگوی سوم شامل شاخص آزادی مالی (ff):

$$\begin{aligned}lps_{it} &= b_{10} - b_{11}lps_{it-1} + b_{12}lm_{it-1} + b_{13}lex_{it-1} + b_{14}ff_{it-1} + v_{1it} \\lm_{it} &= b_{20} - b_{21}lps_{it-1} + b_{22}lm_{it-1} + b_{23}lex_{it-1} + b_{24}ff_{it-1} + v_{2it} \\lex_{it} &= b_{30} - b_{31}lps_{it-1} + b_{32}lm_{it-1} + b_{33}lex_{it-1} + b_{34}ff_{it-1} + v_{3it} \\ff_{it} &= b_{40} - b_{41}lps_{it-1} + b_{42}lm_{it-1} + b_{43}lex_{it-1} + b_{44}ff_{it-1} + v_{4it}\end{aligned}\quad (4)$$

که متغیرهای مورد استفاده در معادلات بالا در جدول زیر معرفی شده‌اند:

جدول (۱) معرفی متغیرهای مورد استفاده در تحقیق

نماد متغیر	شرح	ماخذ جمع‌آوری داده
LPS	ارزش سهام	بانک جهانی ^۱
LM	حجم پول	
LEX	نرخ ارز	
TF	شاخص آزادسازی تجاری	
MF	شاخص آزادسازی پولی	
FF	شاخص آزادسازی مالی	

1. World Bank

۳- بررسی نتایج تجربی

۱,۳- آزمون ریشه واحد^۱

پیش از برآورد الگوها، لازم است پایایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین‌ها آزمون شود. زیرا ناپایایی متغیرها چه در مورد سری زمانی و چه داده‌های تابلویی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. اما برخلاف آنچه در مورد داده‌های سری زمانی مرسوم است، در مورد داده‌های تابلویی نمی‌توان برای آزمون پایایی از آزمون‌های دیکی فولر و دیکی فولر تعمیم یافته (ADF) بهره جست، بلکه لازم است به نحوی، پایایی جمعی متغیرها مورد آزمون قرار گیرد. برای این منظور از آزمون لوین لین چو مختص داده‌های تابلویی استفاده می‌شود که نتایج آن برای کلیه متغیرهای مدل در جدول (۲) آمده است.

جدول (۲) بررسی پایایی متغیرها بر اساس آزمون لوین لین چو

متغیرها	آماره آزمون	احتمال
LPS	-۲/۴۶۹۵	۰/۰۰۶۸
LM	-۱/۶۸۸۷	۰/۰۴۵۶
LEX	-۱/۵۲۱۹	۰/۰۶۴۰
TF	-۳/۸۳۵۹	۰/۰۰۰۱
MF	-۲/۴۹۳۴	۰/۰۰۶۳
FF	-۱/۶۴۰۹	۰/۰۵۰۴

ماخذ: یافته‌های تحقیق

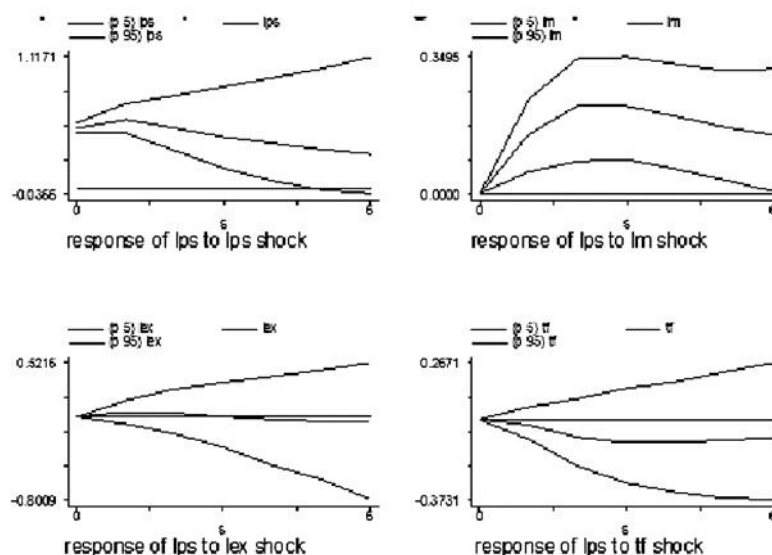
جدول فوق نتایج آزمون ریشه واحد جمعی را بر روی متغیرهای مورد استفاده در تخمین نشان می‌دهد. فرضیه صفر آزمون لوین لین چو بیانگر ناپایایی متغیرهاست. لذا چنانچه مقدار آماره محاسبه شده بزرگ‌تر از مقدار مربوط به سطح اطمینان رایج باشد، فرضیه صفر مبتنی بر ناپایایی رد خواهد شد. نتایج جدول (۱) و بررسی مقادیر آماره‌های محاسبه شده و احتمال پذیرش آنها نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر ناپایایی متغیرها رد می‌شود، یعنی کلیه متغیرهای مدل پایا هستند. با حصول اطمینان از پایایی متغیرها دیگر نیازی به انجام آزمون هم‌جمعی و هراس از کاذب بودن رگرسیون وجود نداشته و می‌توان به انجام برآورد مدل پرداخت.

1. Unit Root Test

۲,۳- تحلیل توابع عکس‌العمل آنی

در این بخش با استفاده از مدل خودبازگشت برداری پانل، و با تکیه بر اثرات ثابت^۱ به برآورد ضرایب پرداخته می‌شود. جهت تخمین از برنامه نوشته‌شده توسط لاو و زیچچینو^۲ تحت نرم‌افزار استاتا^۳ استفاده شده است. توابع عکس‌العمل آنی به صورت زیر به دست آمده است:

۱,۲,۳- تحلیل توابع عکس‌العمل آنی برای الگوی اول



نمودار

(۱) توابع عکس‌العمل آنی شاخص lf

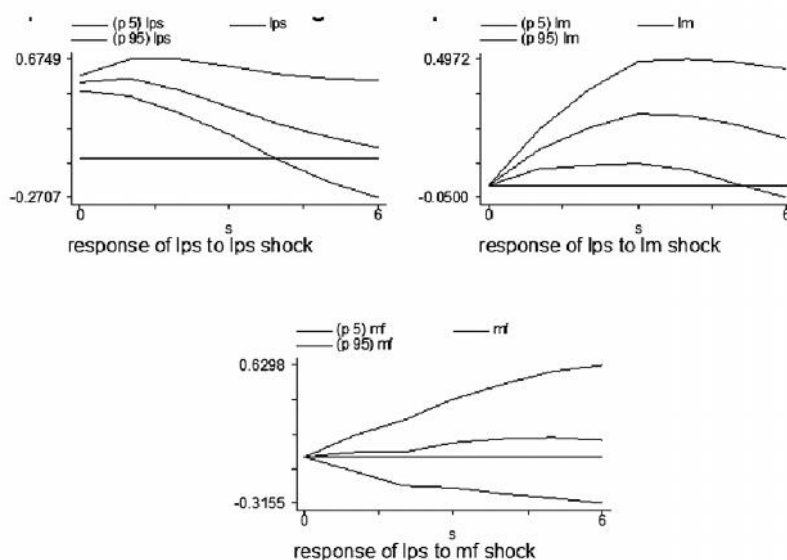
منبع: محاسبات تحقیق با استفاده از نرم‌افزار Stata11

از توابع عکس‌العمل آنی این نتیجه به دست می‌آید که واکنش LPS نسبت به LM مثبت است. دلیل این ارتباط مثبت را می‌توان ناشی از اثرات سرازیر شدن جریان پول به سمت بازارهای سهام دانست. به ترتیبی که حجم پول اگر به هر دلیلی به واسطه اتخاذ سیاست پولی انبساطی افزایش یابد، در مسیرهای تامین مالی قرار خواهد گرفت که یکی از این مسیرها، بازارهای مالی است. بنابراین با ورود بخشی از حجم پول افزایش یافته به بازارهای مالی، شرایط برای رونق این

1. Fixed effect
2. Love, Inessa, and Zicchino, lea (2006)
3. Stata

بازار و تقویت شاخص کل سهام فراهم خواهد شد. واکنش LPS نسبت به تکانه‌های ناشی از LEX محسوس نیست و این عامل نتوانسته است تاثیری بر شاخص سهام داشته باشد. علت اصلی این موضوع را می‌توان در عدم ارتباط مناسب بازارهای مالی کشورهای مورد مطالعه با بازارهای مالی بین‌المللی دانست. ارتباط مناسب بازارهای مالی با بازارهای مالی سایر کشورها (به ویژه کشورهای توسعه‌یافته) موجبات سرمایه‌گذاری خارجی در بازارهای مالی کشورهای مورد مطالعه را فراهم کرده و نقش نرخ ارز را در این بازارها پررنگ‌تر خواهد کرد. همچنین واکنش LPS نسبت به شاخص آزادی تجاری منفی است به ترتیبی که آزدسازی تجاری از طریق کاهش تعرفه‌های گمرکی در این کشورها احتمالاً شرایط را برای واردات بیشتر کالاها فراهم کرده که خود موجب تضعیف سازوکارهای تولیدی کشورها شده و نیاز تامین مالی از طریق بازارهای مالی را کاهش داده است. بنابراین این اتفاق موجب کاهش ارزش سهام در بازارهای مالی شده است. در مجموع در این الگو می‌توان گفت که اثر LM بر عملکرد بازار مالی در کشورهای منتخب بیشتر است و این عامل اصلی‌ترین عامل در نوسانات شاخص سهام بوده است.

۲،۲،۳- تحلیل توابع عکس‌العمل آنی برای الگوی دوم

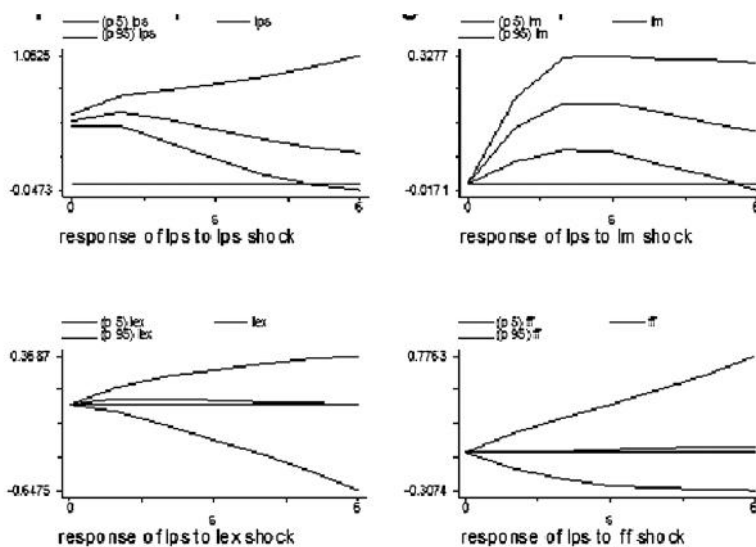


نمودار (۲) توابع عکس‌العمل آنی شاخص mf

منبع: محاسبات تحقیق با استفاده از نرم‌افزار Stata11

توابع عکس‌العمل آنی الگوی دوم نشان‌دهنده این است که واکنش LPS به LM و mf مثبت است. در این الگو نیز حجم پول موجبات افزایش قیمت سهام را فراهم آورده است ولی آزادسازی پولی باعث افزایش ارزش سهام در بازارهای مالی شده است.

۳,۲,۳- تحلیل توابع عکس‌العمل آنی برای الگوی سوم



نمودار ۳. توابع عکس‌العمل آنی شاخص ff
منبع: محاسبات تحقیق با استفاده از نرم‌افزار Stata11

آنچه از توابع عکس‌العمل آنی الگوی دوم برمی‌آید نشان‌دهنده این است که همانند دو الگوی قبلی واکنش LPS به LM مثبت است. همچنین واکنش LPS به LEX و شاخص آزادی مالی مثبت و ضعیف است.

۳,۳- تحلیل تجزیه واریانس

روش تجزیه واریانس، خطای پیش‌بینی قدرت نسبی زنجیره علیت گرنجر یا درجه برون‌زایی متغیرها در ماورای نمونه را اندازه‌گیری می‌کند. منظور از محاسبه شاخص تجزیه واریانس این است که مشخص شود به طور نسبی میزان سهم و اهمیت یک تکان ناشی از متغیر، در تغییرات خودش به تغییرات سایر متغیرها چقدر است.

۱،۳،۳- تحلیل تجزیه واریانس برای الگوی اول

جدول (۳) تجزیه واریانس شاخص tf

متغیرها	دوره	LPS	LM	LEX	TF
LPS	۱۰	۰/۸۲۵۰۴۷۲	۰/۱۳۱۲۶۰۲۶	۰/۰۱۱۶۰۰۸۹	۰/۰۳۲۰۹۱۶۴
LPS	۲۰	۰/۸۰۲۴۱۰۰۷	۰/۱۳۳۶۳۲۰۲	۰/۰۲۷۸۸۰۲۱	۰/۰۳۶۰۷۷۷
LPS	۳۰	۰/۷۹۶۲۶۰۵۹	۰/۱۳۳۴۳۰۸۲	۰/۰۳۳۴۹۵۶۷	۰/۰۳۶۸۱۲۹۲

ماخذ: محاسبات تحقیق با استفاده از نرم‌افزار Stata11

با توجه به نتایج تجزیه واریانس الگوی اول بیشترین سهم از تکانه ناشی از LPS را خودش به میزان ۸۲ درصد و بعد از آن شاخص LM به میزان ۱۳ درصد تشکیل می‌دهد، که نشان‌دهنده این است که اثر LM بر LPS در کشورهای منتخب منطقه مناسبت مثبت و محسوس است. سهم شاخص آزادی تجاری ۳ درصد و متغیر LEX، ۱ درصد است. نتایج برای ۱۰ سال دوم و سوم نیز به همین ترتیب است. در مجموع می‌توان گفت اثر شاخص آزادی تجاری بر LPS منفی و اندک است در صورتی که اثر LM مثبت و کاملاً محسوس است.

۲،۳،۳- تحلیل تجزیه واریانس برای الگوی دوم

جدول (۴) تجزیه واریانس شاخص mf

متغیرها	دوره	LPS	LM	MF
LPS	۱۰	۰/۷۰۳۷۷۵۱۷	۰/۲۴۳۲۲۰۵۱	۰/۰۵۳۰۰۴۳۲
LPS	۲۰	۰/۷۰۳۴۱۴۶	۰/۲۴۳۰۵۴۳۷	۰/۰۵۳۵۳۱۰۴
LPS	۳۰	۰/۷۰۳۴۰۹۲۷	۰/۲۴۳۰۵۴۶۲	۰/۰۵۳۵۳۶۱۱

ماخذ: محاسبات تحقیق با استفاده از نرم‌افزار Stata11

در دوره ۱۰ ساله اول سهم و اهمیت LM از تکانه LPS، ۲۴ درصد است که نشان‌دهنده اثرگذاری بالای LM بر LPS است، این مقدار برای ۱۰ سال دوم و سوم تغییر نمی‌کند. سهم LPS از خودش ۷۰ درصد است، همچنین سهم شاخص MF از LPS حدود ۵ درصد است که نشان‌دهنده اثرگذاری نسبتاً محسوس و مثبت (با توجه به توابع عکس‌العمل آنی) آزادی پولی بر LPS در کشورهای منتخب است. این مقدار برای ۱۰ سال دوم و سوم ثابت است.

۳,۳,۳- تحلیل تجزیه واریانس برای الگوی سوم

جدول (۵) تجزیه واریانس شاخص TF

متغیرها	دوره	LPS	LM	LEX	FF
LPS	۱۰	۰/۸۶۸۷۳۵۶۴	۰/۱۱۹۴۴۸۹۵	۰/۰۰۳۷۷۶۵۹	۰/۰۰۸۰۳۸۸۲
LPS	۲۰	۰/۸۵۶۴۴۷۰۹	۰/۱۲۳۷۷۶۰۱	۰/۰۰۴۹۹۹۷۸	۰/۰۱۵۷۷۷۱۲
LPS	۳۰	۰/۸۵۴۳۹۷۳۷	۰/۱۲۳۹۰۹۷۱	۰/۰۰۵۵۰۹۶۸	۰/۰۱۷۱۸۳۲۳

ماخذ: محاسبات تحقیق با استفاده از نرم‌افزار Stata11

سهام و اهمیت LPS از تکانه ناشی از خودش به میزان ۸۶ درصد است که این مقدار در ۱۰ سال دوم و سوم به ۸۵ درصد می‌رسد. سهم متغیر LEX از LPS ناچیز است و سهم شاخص آزادی مالی در دوره اول ناچیز و در دوره دوم و سوم به بالاتر از ۱/۵ درصد می‌رسد. در مجموع آزادسازی مالی اثر مثبت و ضعیف بر LPS دارد. در صورتی که سهم LM در LPS حدود ۱۲ درصد است.

۴- نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات

در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی، اولین و مهمترین عاملی که فراوری سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد عملکرد بازار مالی است، بنابراین آگاهی از عوامل موثر بر عملکرد این بازارها با اهمیت است. همچنین از آنجایی که افراد در سبد دارایی‌های خود ترکیبات متفاوتی از پول نقد، سپرده بانکی، سهام و ارز نگهداری می‌کنند و توجهی خاص به سیاست‌های پولی و مالی دارند تبیین میزان و چگونگی اثرگذاری بلندمدت هر یک از این سیاستها بر عملکرد بازارهای مالی مراد از این پژوهش بود. هدف اصلی این تحقیق، بررسی نقش مولفه‌های آزادسازی اقتصادی بر عملکرد بازارهای مالی برخی از کشورهای در حال توسعه منا با استفاده از رویکرد نوین خودرگرسیون برداری تابلویی (P-VAR) با تاکید بر آزادسازی پولی و مالی در دوره زمانی ۲۰۰۹-۱۹۸۶ است.

با انجام آزمون لوین لی چو مشخص شد که تمام متغیرها پایا هستند. با توجه به نتایج IRF در سه الگو مشخص شد که در الگوی اول واکنش LPS به LM مثبت است. دلیل این ارتباط مثبت را می‌توان ناشی از اثرات سرازیر شدن جریان پول به سمت بازارهای سهام دانست. واکنش LPS به تکانه‌های ناشی از LEX محسوس نیست و این عامل نتوانسته است تاثیری بر شاخص سهام داشته

باشد. همچنین واکنش LPS به شاخص آزادی تجاری منفی است به ترتیبی که آزادسازی تجاری شرایط را برای انتقال سرمایه‌ها به خارج از این کشورها فراهم آورده و موجب کاهش ارزش سهام در بازارهای مالی شده است. در مجموع می‌توان گفت اثر LM بر عملکرد بازار مالی در کشورهای منتخب بیشتر است و این عامل اصلی‌ترین عامل در نوسانات شاخص سهام بوده است. در الگوی دوم واکنش LPS به LM و mf مثبت است. در این الگو نیز حجم پول موجبات افزایش قیمت سهام را فراهم آورده ولی آزادسازی پولی باعث افزایش ارزش سهام در بازارهای مالی شده است. در الگوی سوم همانند دو الگوی قبلی واکنش LPS به LM مثبت است. همچنین واکنش LPS به LEX و شاخص آزادی مالی مثبت و ضعیف است. نتایج تجزیه واریانس خطای پیش‌بینی در الگوی بیانگر این است که اثر شاخص آزادی تجاری بر LPS منفی و اندک است در صورتی که اثر LM مثبت و کاملاً محسوس است و در الگوی دوم آزادی پولی بر LPS نسبتاً محسوس و مثبت (با توجه به توابع عکس‌العمل آنی) است.

با توجه به ساختار بازارهای مالی در این کشورها می‌توان گفت که سرکوب مالی (مانند وجود سقف نرخ بهره بانکی، عدم اجازه فعالیت بانک‌های خارجی، کنترل شدید حساب سرمایه و عدم اجازه خارجیان برای خرید و فروش سهام در بورس) در این بازارها شدید است. با عنایت به تجربه سایر کشورها و توصیه اکثر کارشناسان آزادسازی بازارهای مالی در این گونه کشورها که دارای ساختار مالی ناکارا و شکننده هستند امری است تدریجی که باید با احتیاط صورت گیرد. بنا بر توصیه کارشناسان در این گونه کشورها برای آزادسازی بازارهای مالی ابتدا باید بازار پول و نظام مالی داخلی اصلاح شده و با تقویت بازار داخلی اقدام به بازگشایی این بازارها به روی سرمایه‌گذاران خارجی کنند. چرا که با بازگشایی یکباره این بازارها به روی خارجیان باعث نوسانات شدید ورود و خروج سرمایه به کشور شده و احتمال ایجاد بحران مالی وجود خواهد داشت. برای آزادسازی بازار سرمایه این گونه کشورها بهتر است ابتدا با تاسیس صندوق کشوری و یا انتشار رسید سپرده مقدمات حضور سرمایه‌گذاران خارجی در این بازار را فراهم کرد و سپس با اعمال محدودیت‌هایی از قبیل حداقل دوره سرمایه‌گذاری یا حداکثر میزان مالکیت خارجیان در هر شرکت امکان داد و ستد مستقیم سهام را به آنها داد. البته باید متذکر شد که صرف اعلان بازگشایی بازار سرمایه به روی خارجیان منجر به ورود آنها به این بازار و تاثیر مثبت آن بر بازار سرمایه نمی‌شود و برای تشویق سرمایه‌گذاران خارجی برای حضور در این بازار باید زمینه‌های آن را از طریق شفافیت اطلاعات، رعایت استانداردهای جهانی، وضع قوانین حمایتی لازم از سرمایه‌گذاران، شرایط اقتصادی و سیاسی باثبات فراهم کرد.

فهرست منابع

منابع فارسی

- افشاری، حسین. (۱۳۸۲). بررسی ساختاری قابلیت پیش‌بینی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. *مجله دانشکده مدیریت دانشگاه تهران*، سال دهم شماره ۲۲، تابستان ۱۳۸۲، صص ۱۲۶-۱۰۳.
- آملی دیوا، کبری و جعفری صمیمی، احمد. (۱۳۸۹). تاثیر سیاست‌های مالیاتی بر کارایی دولت در شرایط آزادسازی اقتصادی مطالعه موردی: کشورهای عضو سازمان کنفرانس اسلامی. *پژوهشنامه مالیات*، ۸(۵۶): صص ۱۰۲-۸۱.
- برزگر، قدرت‌الله، پاکدین امیری، علیرضا و پاکدین امیری، مرتضی. (۱۳۸۸). تبیین مدل معادلات ساختاری عوامل مالی موثر بر شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، سال اول، شماره ۴، زمستان ۸۸، صص ۴۲-۲۶.
- پورحیدری، امید. (۱۳۸۹). بررسی عوامل تعیین‌کننده تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، دوره ۱۷، شماره ۶۰، صص ۴۰-۲۳.
- جعفری صمیمی، احمد و آذرمنند، حمید. (۱۳۸۴). بررسی رابطه بین آزادسازی اقتصادی و عملکرد اقتصاد کلان در کشورهای جهان (۲۰۰۱-۱۹۸۰)، *فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی*، شماره ۳۷، صص ۶۱-۴۱.
- جعفری صمیمی، احمد، محمودزاده، محمود و شادابی، لیلا. (۱۳۸۸). آزادسازی اقتصادی و تورم: یک تحلیل بین‌کشوری. *فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی*، ۳(۸): صص ۴۶-۲۷.
- صمدی، سعید، شیرانی فخر، زهره و داورزاده، مهتاب. (۱۳۸۶). بررسی میزان اثرپذیری شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران از قیمت جهانی نفت و طلا (مدل‌سازی و پیش‌بینی). *فصلنامه بررسی‌های اقتصادی*، دوره ۴، شماره ۲، صص ۵۱-۲۵.
- عقیلی، فاطمه. (۱۳۹۰). اتخاذ سیاست پولی مناسب در مسیر آزادسازی مالی، اداره تحقیقات و کنترل ریسک، بانک سپه.
- کریم‌زاده، مصطفی. (۱۳۸۴). بررسی رابطه بلندمدت شاخص قیمت سهام بورس با متغیرهای کلان پولی با استفاده از روش هم‌جمعی در اقتصاد ایران. *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، سال هشتم، شماره ۲۶، بهار ۱۳۸۵، صص ۵۴-۴۱.

منابع انگلیسی

- Allen, F. & Gale, D. (2000). Bubbles and Crises. *Economic Journal*, 110 (460), pp. 236-55.
- AL-Shubiri, Nafis, F. (2010). Analysis the Determinants of Market Stock Price Movements: An Empirical Study of Jordanian Commercial Banks. *International Journal of Business and Management*, Amman Arab University, College of Business, Department of Finance and Banking, Published by Canadian Center of Science and Education, vol.5, No. 10 pp. 137-147.
- Arestis, P. & Demetriades, P.O. (1999). Financial Liberalization: the experience of Developing Countries. *Eastern Economic Journal*, Vol 4, No 25, pp. 441-457.
- Balke Nathan S. & Wohar Mark E. (2006). What Drives Stock Prices? Identifying the Determinants of Stock Price Movement. *Southern Economic Journal*, NO. 73, pp. 55-78.
- Beine, M. & Candelon B. (2007). *Liberalization and Stock Market Co-Movement between Emerging Economies*. CESIFO Working, pp: 131.
- Bekaert, G & Harvey, C.R. (2000). Foreign Speculators and Emerging Equity Markets. *Journal of Finance*, No. 55, pp. 565-613.
- Bekaert, G., Harvey, C.R. & Lundblad, C. (2005). Does Financial Liberalization Spur Growth?. *Journal of Financial Economics*, No. 77, pp. 3-55.
- Bekaert, G., & Harvey, C.R. (1997). Emerging Equity Market Volatility. *Journal of Financial Economics*, 43 (1), pp. 29-77.
- Bonfiglioli, A. (2005). *How does financial liberalization affect economic growth?* Seminar Paper No.736. Institute for International Economic Studies, Stockholm.
- Chen P. & Zhang, G. (2007). How do accounting variables explain stock price movements? Theory and evidence. *Journal of accounting and economics*, 2007, 43, 219-244.

- Edwards, S., Gomez Biscarri, J. & Perez de Gracia, F. (2003). Stock Market Cycles, Financial Liberalization and Volatility, ELSEVIER. *Journal of International Money and Finance*, No. 22, pp. 925-955.
- Eichengreen, Barry. (2003). *Ch. 10: Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly? & Ch. 11: Taming Capital Flows*. Capital Flows and Crises. Massachusetts Institute of Technology: MIT Press, pp. 278-306.
- Henry, P. (2000). Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices. *Journal of Finance*, 55(2): 529-563.
- James, G. & Karoglou, M. (2009). *Financial Liberalization and Stock Market Volatility : The Case of Indonesia*. Department of Economics, Discussion paper series, Loughborough University, pp. 1-24.
- Jayasurya, S. (2005). Stock Market Liberalization and Volatility in the Presence of Favorable Characteristics and Institutions. *Emerging Markets Review*, 6, pp. 170-191.
- Kaminsky, Graciela Laura. (2002). *Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization*. Washington, DC: George Washington University.
- Kedmy, D. (2005). *Financial Liberalization in emerging Market Economies: A Catalyst for Stock Market Volatility?*. Carleton Economics Department, Economics Comps Papers, pp. 1-48.
- Kitchen, R.L. (1986). *Finance for the Developing Countries*. New York: Wiley.
- Krugman, Paul R. (1999). *The Return of Depression Economics*. New York: W.W. Norton.
- Laopodis, N. (2004). Financial market liberalization and stock market efficiency: Evidence from the Athens Stock Exchange. *Global Finance Journal*, vol. 15.
- Maria-Lenuta U., Ioan N.R, & Cluj N. (2012). *Financial Liberalization and the Impact on Financial Market*. PhD. Thesis, Babes-Bolyai University Faculty of Economics and Business Administration Finance Department.

- Shamila, J. (2002). *Revisiting Stock Market Liberalization and Stock Returns: Some New Evidence from Emerging Market Economies*. Georgetown University Department of Economics, september, Washington, The USA.
- Shiller, R.J. (1981). Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?. *American Economic Review*, No. 71, pp. 421-436.
- Singh, A. (1997). Stock Markets, Financial Liberalization and Economic Development. *Economic Journal*, No 107, pp. 771-782.
- Singh, A. (2003). Capital Account Liberalization, Free Long-term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development. *Eastern Economic Journal*, 29 (2), pp. 191-216.
- Tauchen, G.E. & Pitts, M. (1983). The Price Variability-Volume Relation-hip on Speculative Markets. *Econometrica*, No. 51, pp. 485-506.
- Wang, Kuan-Min. (2006). The impact of Financial Liberalization Announcement on the Volatility of Emerging Stock Markets in the Short Run. *Intenational Journal of the information systems for logistics and management (IJISLM)*, Vol. 1, No. 2, pp 117-126.