



فصلنامه‌ی اقتصاد مقداری

صفحه‌ی اصلی وب سایت مجله:

www.jqe.scu.ac.ir

شاپا الکترونیکی: ۴۲۷۱-۲۷۱۷

شاپا چاپی: ۵۸۵۰-۲۰۰۸



شکل‌گیری حباب قیمت در بازار سهام و اثر آن بر ادوار تجاری ایران

مریم ایزدی*^۱، عباس شاکری حسین آباد**، مهنوش عبدالله میلانی***، تیمور محمدی****

* دانشجوی دانشجوی دکتری اقتصاد، گروه اقتصاد نظری، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)
ایمیل: izadi42817@gmail.com

^۱ 0009-0002-7020-9574

آدرس پستی: تهران، خیابان شهید بهشتی، نبش احمد قصیر، دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی، کد پستی ۱۵۱۳۶۱۵۴۱۱

** استاد اقتصاد، گروه اقتصاد نظری، دانشکده اقتصاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.
ایمیل: abasshakeri@atu.ac.ir

*** دانشیار اقتصاد، گروه اقتصاد نظری، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.
ایمیل: [A. Milani, Mahnoush@atu.ac.ir](mailto:A.Milani, Mahnoush@atu.ac.ir)

**** دانشیار اقتصاد، گروه اقتصاد نظری، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.
ایمیل: Mohammadi, Teymur@atu.ac.ir

اطلاعات مقاله	طبقه‌بندی JEL	واژگان کلیدی
تاریخ دریافت: ۱۵ اردیبهشت ۱۴۰۰ تاریخ بازنگری: ۲ تیر ۱۴۰۰ تاریخ پذیرش: ۷ مرداد ۱۴۰۰	E31, E43, E52, E61	حباب قیمت، بازار سهام، ادوار تجاری، نوسان‌های اقتصادی

اطلاعات تکمیلی:

این مقاله برگرفته از پایان‌نامه‌ی دکتری خانم مریم ایزدی در رشته علوم اقتصادی به راهنمایی دکتر عباس شاکری در دانشگاه علامه طباطبائی است.

قدردانی: از تمامی افراد و موسساتی که در انجام این تحقیق مولف را مساعدت نمودند، قدردانی می‌شود.
تضاد منافع: نویسندگان مقاله اعلام می‌کنند که در انتشار مقاله ارائه شده تضاد منافی وجود ندارد.

منابع مالی: نویسنده‌ها هیچگونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده‌اند.

ارجاع به مقاله:

ایزدی، مریم، شاکری حسین آباد، عباس، عبدالله میلانی، مهنوش و محمدی، تیمور. (۱۴۰۲). شکل‌گیری حباب قیمت در بازار سهام و اثر آن بر ادوار تجاری ایران. *فصلنامه‌ی اقتصاد مقداری (بررسی‌های اقتصادی سابق)*، ۲۰(۲)، ۷۲-۹۹.

 [10.22055/jqe.2021.37190.2371](https://doi.org/10.22055/jqe.2021.37190.2371)



© 2023 Shahid Chamran University of Ahvaz, Ahvaz, Iran. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0 license) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

چکیده گسترده:

معرفی:

بازار سهام در ایران در طی دوره زمانی فعالیت خود ادوار پر نوسانی را تجربه کرده است به نحوی که در برخی زمان‌ها رشد آن آهسته و هموار بوده اما در برخی سال‌ها از رشد قابل توجهی و نوسان‌های شدید برخوردار بوده است. همین امر سبب شده است تا قیمت سهام شرکت‌های مختلف فعال در این بازار از بازه نوسان قابل توجهی برخوردار شود که این امر می‌تواند بر عملکرد آن‌ها و تامین مالی در طی زمان این شرکت‌ها اثرگذار باشد. با توجه به این اثرپذیری، این سوال به طور جدی قابل طرح و بررسی است که آیا میان نوسان‌های بازار سهام و ادوار تجاری ایران می‌توان یک ارتباط علی و معنی‌دار مشاهده کرد و یا اینکه این رابطه قابل تصور نیست. طرح این سوال از آن جهت است که هرگونه نوسان در بازار سهام به معنی اثرگذاری بر سطح تولید شرکت‌ها و بنگاه‌های تولیدی قلمداد شده و لذا وجود ارتباط احتمالی میان آن‌ها دور از ذهن و بعید نمی‌باشد.

گزاره فوق از این جهت برای اقتصاد ایران حائز اهمیت است که در طی دوره ۱۰ سال دهه ۱۳۹۰ شاهد سه دوره افزایشی بسیار معنی‌داری در شاخص بازار سهام ایران بوده‌ایم که این سه دوره شامل افزایش قابل توجه شاخص در میانه سال ۱۳۹۲، میانه سال ۱۳۹۷ و میانه سال ۱۳۹۸ است. در طی این سه دوره، شاخص بازار سهام به طور متوسط ۲ برابر شده که حکایت از رشد چند برابری آن دارد. اگر به اتفاقات سال‌های اخیر دقت کنیم

ملاحظه می‌شود که این سه دوره همزمان با تحریم‌های مالی و انرژی تحمیل شده بر اقتصاد کشور بوده است. لیکن مشاهدات نشان می‌دهد با فروکش کردن حباب ایجاد شده ناشی از تحریم‌های اقتصادی، شاخص بازار نیز با کاهش مواجه شده است.

اتفاقات فوق باعث شده است تا رشد و روند زمانی آتی بازار سهام کشور بسیار پیش‌بینی نشده شود و ضمن ایجاد یک درجه بالای نااطمینانی در خصوص عملکرد آینده آن، با نوسان قابل توجه در شاخص کل نیز مواجه باشد که این امر نه تنها در حوزه کسب اعتبار و تسهیلات واجد آثار بر بنگاه‌ها است بلکه در حوزه تولیدات و خدمات نهایی محاسبه شده در تولید ناخالص داخلی نیز می‌تواند اثرگذار باشد. با توجه به این ویژگی قابل تصور، نااطمینانی‌های فزاینده و نوسان‌های قابل توجه در این بازار و همچنین پیش‌بینی روند تلاطمی این بازار در ماه‌ها و سال‌های پیش‌رو، سیاست‌گذاران را به این نکته معطوف می‌کند که نیاز به یک ساختار مدلسازی وجود دارد که رابطه میان تحولات بخش واقعی اقتصاد (ادوار تجاری) و نوسان‌ها و نااطمینانی‌های بازار سهام را نشان دهد، زیرا چنین نوسان‌هایی در نهایت بر عملکرد کل اقتصاد اثرگذار خواهد بود.

با توجه به اهمیت این موضوع هم برای سیاست‌گذاران و هم برای واحدهای اقتصادی، در ساختار مدلسازی مطالعه حاضر تلاش شده است تا با استفاده از رویکرد مدلسازی مبتنی بر کینزی جدید، ارتباط میان ادوار تجاری و نوسان‌های بازار سهام مورد بررسی قرار گیرد. در این ساختار ارتباط احتمالی میان شاخص بازار سهام با متغیرهای کلان فوق‌الذکر از آن جهت قابل انتظار است که خانوارها به دو دسته تقسیم می‌شوند: خانوارهای با ثروت انباشت شده و تجربه فعالیت در بازار سهام و خانوارهای فاقد تجربه و فاقد ثروت در این بازار؛ که این خانوارها به طور گردشی در طی زمان جابجا می‌شوند.

در این ساختار، خانوارها علاوه بر درآمد عرضه کار، دارای ثروت مالی نیز هستند که بر مصرف حال و آتی آن‌ها اثرگذار است. این ارتباط میان مصرف با ثروت مالی ناشی از ساز و کار نحوه ورود و خروج خانوارها به بازارهای مالی و رفتار آن‌ها در این بازار است، زیرا در این الگو خانوارها به دو دسته تقسیم می‌شوند: خانوارهایی که تاکنون در بازار مالی دارای ثروت انباشته بوده و در حال خروج از بازار هستند و خانوارهایی که تاکنون فعالیت و ثروت انباشت شده‌ای در این بازار نداشته و در حال ورود به بازار هستند. بر این اساس سود سهام

مولفه مهم در نحوه انتخاب خانوار است که به منظور نشان دادن ارتباط موافق ادواری سود سهام، ویژگی چسبندگی دستمزد در مدل لحاظ شده است. از طرف دیگر به منظور لحاظ ویژگی اینرسی قابل مشاهده در داده‌های مدل، سایر انواع چسبندگی‌های اسمی و حقیقی نیز در مدل لحاظ شده است.

بی‌ثباتی مالی به دلایلی غیر از نوسانات در عوامل پایه ای هزینه‌های زیادی را به اقتصاد تحمیل خواهد کرد مطالعات مختلفی چنین نتایجی را ارائه داده اند بوردو و جین (۲۰۰۲) استدلال کردند که اثرات حباب قیمت دارایی‌ها و فرو پاشی آن در اقتصاد فراتر از تاثیر آنها بر تقاضای کل می‌باشد در چار چوب مطالعه آنها برگشت حباب قیمت دارایی اثری معادل شوک عرضه کل نامطلوب است. بنابراین سیاست‌های پولی بهینه فقط یک ابزار برای مدیریت تقاضای کل نمی‌باشد بلکه واکنش سیاستی مناسب و نیازمند پیش دستی در درک قیمت دارایی را فراهم می‌آورد.

متدولوژی:

در این مطالعه در ابتدا داده‌های فصلی از پایگاه داده‌های سری زمانی بانک مرکزی استخراج می‌شوند. سپس با استفاده از نرم افزار Eviews داده‌های مذکور فصلی زدایی می‌شوند. در ادامه به منظور استخراج سیکل متغیرها، در ابتدا از متغیرهای فصلی زدایی شده با استفاده از فیلتر هدریک - پرسکات روند بلندمدت متغیرها استخراج شده و در مرحله بعد با استفاده از روش تفاضل لگاریتمی، سیکل متغیرها استخراج می‌شود. در نهایت داده‌های سیکلی به منظور داده‌های مورد نیاز مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

با تهیه شدن داده‌ها، در این مرحله سیستم معادلات خطی شده در نرم افزار داینر وارد شده و سپس با استفاده از روش بیزین و داده‌های تهیه شده در مرحله قبل، پارامترهای ساختاری الگو برآورد می‌شوند. در نهایت با استفاده از مدل برآورد شده و استنباط بیزین، به بررسی نقش حباب قیمت بر ادوار تجاری ایران و نوسان سایر متغیرهای کلان اقتصادی خواهیم پرداخت.

یافته‌ها:

بر اساس نتایج برآورد الگو، نرخ جانمایی میان خانوارها در بازار سرمایه بین ۶ درصد تا ۲۳ درصد برآورد شده است که نشان‌دهنده افق زمانی موثر ۱/۰۶ تا ۱/۳ سال حضور خانوارها در بازار سرمایه کشور است. همچنین بر اساس مدل تصریح‌شده، بانک مرکزی در واکنش به نوسان‌های بازار سرمایه هیچ واکنشی از خود نشان نمی‌دهد.

نتایج برآورد نشان می‌دهد یک شوک مثبت قیمت سهام افزایش در تولید و رشد اقتصادی را به همراه دارد که در نتیجه آن شکاف تولید مقداری مثبت شده است. با توجه به وجود فرضیه عادت مصرفی در مدل، حداکثر واکنش شکاف تولید به این شوک چند دوره بعد از وقوع آن است. با افزایش رشد اقتصادی و بهبود تولید نسبت به سطح بالقوه، نرخ تورم روندی کاهشی خواهد یافت. بنابراین با وقوع یک شوک مثبت قیمت سهام، نرخ تورم روندی نزولی داشته و تولید روندی صعودی خواهد داشت که افزایش آن نسبت به سطح بالقوه بلندمدت را به همراه دارد. لذا می‌توان گفت شکل‌گیری حباب‌های قیمتی در بازار سهام ایران دارای آثار مثبت بر ادوار تجاری است.

لیکن باید در نظر داشت که حباب قیمتی اگرچه می‌تواند واجد آثار مثبت بر تولید و رشد اقتصادی در برخی دوره‌های زمانی باشد اما به دلیل این‌که این حباب‌ها از عوامل غیرپایه‌ای اقتصاد محسوب می‌شوند لذا نمی‌توانند به عنوان عامل پایدار و مستمر بلندمدت به شمار روند. همچنین وجود حباب در قیمت‌ها مبین آن است که در یک زمانی در آینده، قیمت‌ها شکسته خواهد شد و در این صورت بیم رکود اقتصادی و کاهش سطح فعالیت‌های اقتصادی دور از انتظار نیست.

نتیجه:

پارامترهای ساختاری مدل با استفاده از روش بیزین و داده‌های دوره ۱۳۹۸ - ۱۳۸۳ برآورد شده است که از تخمین مدل سه نتیجه مهم حاصل شده است: اولاً، داده‌ها به طور معنی‌داری مبین آن هستند که قیمت‌های سهام بر بخش حقیقی اقتصاد و ادوار تجاری اثرگذار هستند. ثانياً، فرضیه عدم واکنش بانک مرکزی به نوسان‌های اقتصادی شامل

تغییرات شاخص بازار سهام، تولید و تورم مورد تایید قرار می‌گیرد. ثالثاً، مدل به صورت درونزا شامل یک متغیر مرتبط با سستی مالی است که در واقع مبین شکاف قیمت سهام بوده و به منظور بهبود اندازه‌گیری پویایی‌های مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد. این متغیر به خوبی می‌تواند ادوار نوسان در بازار سهام را نشان دهد. در خاتمه نتایج ناشی از شبیه‌سازی الگو نشان می‌دهد که نوسان‌های قیمتی بازار سهام اثری مثبت بر تولید و ادوار تجاری در ایران دارد.

از آنجا که مطابق با نتایج برآورد، بانک مرکزی هیچ واکنشی به نوسان‌های بازار سهام ندارد، پیشنهاد سیاستی قابل ارائه به این صورت است که بانک مرکزی ضمن رصد تحولات بازار سرمایه، با استفاده از ابزارهای در دسترس خود، نسبت به نوسان‌های آن واکنش نشان دهد تا از بروز آثار سوء شکل‌گیری حباب قیمتی تا حد امکان جلوگیری نماید. در این راستا لازم به ذکر است با توجه به پیاده‌سازی عملیات بازار باز در بانک مرکزی ایران از سال ۱۳۹۸، این امکان برای بانک مرکزی فراهم شده است تا با استفاده از نرخ سود سیاستی (نرخ یک شبه در بازار بین بانکی)، حجم ذخایر و نقدینگی را در بازار بین بانکی و در فضای اقتصاد کلان کشور تعیین کرده و از این طریق نسبت به نوسان‌های بازار سهام واکنش نشان دهد.

References

- An, S., Schorfheide, F., 2007. Bayesian analysis of DSGE models. *Econometric Reviews* 26, 113–172.
- Bashiri, S., Pahlavani, M., & Boostani, R. (2016). Stock Market Fluctuations and Monetary Policy in Iran. *Journal of Economic Modeling Research*, 7(23), 103-157. doi:10.18869/acadpub.jemr.6.23.103 (in persian)
- Bayat, M., Afshari, Z., & Tavakolian, H. (2016). Monetary Policy and Stock Price Index in DSGE Models Framework. *Quarterly Journal of Economic Research and Policies*, 24(78), 171-206. Retrieved from <http://qjerp.ir/article-1-1327-en.html>
- Blanchard, O. J. (1985). Debt, deficits, and finite horizons. *Journal of political economy*, 93(2), 223-247.
- Calvo, G.A., 1983. Staggered prices in a utility-maximizing framework. *Journal of Monetary Economics*, 12 (3), 383–398.

- Chauvet, M. (1999). Stock market fluctuations and the business cycle. *Journal of economic and social measurement*, 25(3-4), 235-257.
- Choudhry, T., Papadimitriou, F. I., & Shabi, S. (2016). Stock market volatility and business cycle: Evidence from linear and nonlinear causality tests. *Journal of Banking & Finance*, 66, 89-101.
- Erceg, C. J., Henderson, D. W., & Levin, A. T. (2000). Optimal monetary policy with staggered wage and price contracts. *Journal of monetary Economics*, 46(2), 281-313.
- Gali', J., 2003. *New perspectives on monetary policy, inflation and the business cycle*. In: Dewatripont, M., Hansen, L., Turnovsky, S. (Eds.), *Advances in Economic Theory*, vol. III. Cambridge University Press, pp. 151-197.
- Nistico S., 2005. Monetary policy and stock-price dynamics in a DSGE framework. *LLEE Working Paper no. 28*.
- Miao, J., Wang, P., & Xu, Z. (2015). A Bayesian dynamic stochastic general equilibrium model of stock market bubbles and business cycles. *Quantitative Economics*, 6(3), 599-635.
- Musai, M., Mehregan, N., & Amiri, H. (2010). Stock Market and Macroeconomic Variables: a Case Study for Iran. *Quarterly Journal of Economic Research and Policies*, 18(54), 73-94. Retrieved from <http://qjerp.ir/article-1-238-en.html> (in persain)
- Klaus Adam, K., Merkel, S. (2019): Stock price cycles and business cycles, *ECB 1 Working Paper Series No 2316 / September 2019*.
- Zare, R. (2022). Monetary Policy and Stock Market Cycles in Iran. *Quarterly Journal of Quantitative Economics (JQE)*, 19(1), 1-27. doi: 10.22055/jqe.2020.25910.1880 [in persian]
- Sangiorgi, F., Santoro, S., 2006. *Nominal rigidities and asset pricing in new Keynesian monetary models*. In: Di Giorgio, G., Neri, F. (Eds.), *Monetary Policy and Institutions*. Luiss University Press.
- Seifipour, R., Mehrabian, A. & Hoseinpour, B. (2019): Synchronization of oil price and stock index with business cycle: Based on the Markov

Switching Approach. *Quarterly Journal of Quantitative Economics (JQE)*. 16(2), 103-124. doi: 10.22055/jqe.2019.26620.1915 .[in persian]