

## تاثیر سیاست های پولی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران

خسرو مرادی شهزادی

استادیار گروه مدیریت مالی، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران. (نویسنده مسئول).  
shahdadikh@gmail.com

مریم احمدی فر

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران.  
maryamahmadifar82@gmail.com

### چکیده

این پژوهش با هدف بررسی تاثیر سیاست های پولی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹-۱۳۹۸ طی بازه ۱۰ ساله مورد بررسی قرار گرفته است. روش پژوهش از نوع همبستگی است. در این پژوهش جامعه آماری و حجم نمونه این تحقیق را تمامی شرکت ها و صنایع پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند که به روش آماری رگرسیون از طریق آزمون برآش پاگان و جهت رفع ناهمسانی واریانس نیز از آزمون WLS مورد تحلیل واقع شد. سیاست پولی در این پژوهش متشکل از نقدینگی و نرخ سپرده های نزد بانک مرکزی می باشد. نتایج این پژوهش در خصوص فرضیه اصلی نشان می دهد که سیاست های پولی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. در خصوص فرضیه فرعی اول مشخص شد که نقدینگی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؛ همچنین نتیجه فرضیه فرعی دوم حاکی از آن بود که نرخ سپرده بانک ها نزد بانک مرکزی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. بدین ترتیب تمامی فرضیه ها مورد تایید واقع شدند.

**واژگان کلیدی:** سیاست پولی دولت، شاخص کل، بورس اوراق بهادار تهران.

### مقدمه

ملت و نظام اقتصادی هر ملت دارای هدف های آشکار و روشن اقتصادی است که برای دستیابی به آن ها کوشش می کند. به عنوان نمونه نظام اقتصادی کشورهای رو به پیشرفت و از جمله کشور ما به دنبال دستیابی به هدف های رشد و پیشرفت اقتصادی و حداکثری اشتغال و رفاه جامعه می باشند. در کشورهای صنعتی توسعه یافته نیز هدف اغلب دولت ها در برآورده کردن فرصت های شغلی کامل و مبارزه با پدیده ی تورم است تا همراه با حفظ پایداری نرخ ها، هزینه ها و اعتبار پول کشور، با اعتراض بیکاران و قشرهای کم در آمد روبرو نشوند (غفارلوی مقدم، ۱۳۹۸)، (شیرافکن، ۱۳۹۰) (جلالیان، ۱۳۸۳). سیاست های پولی، یکی از بااهمیت ترین دخالت های دولت در مسیر اقتصاد کلان قلمداد می شود. هنگامی که دولت وضعیت موجود اقتصاد را مناسب نداند و برای دستیابی به وضعیت بهتر، راه مشخص شده ای را دنبال می نماید. هدف گذاری های اقتصادی در شاخص های بورس یک رویه ارجح به منظور هدایت خواسته ها و در نهایت منبعی جهت تحقیق در خصوص تجزیه و تحلیل اتفاقات ناشی از سیاست های پولی است. یک ظرفیت مهم به منظور مشخص نمودن یک راهبرد موثر، ارتباطی علمی هوشمند است که چگونه بازارهای پیشرفته و توسعه یافته ی مالی نسبت به سیاست های پولی بازخورد نشان می دهند. بنابراین اعلان و اعمال سیاست های اقتصادی قادر خواهد بود بر شرایط اخذ

تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد. انجام پژوهشی که نشان دهد تأثیر واکنش شاخص بازار سهام نسبت به اعلان و اعمال سیاست‌های پولی به چه صورت است از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. در کشورهای صنعتی بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از مهمترین شاخصه‌های اقتصاد در این نوع کشورها قلمداد می‌شود. در این بین باید به این نکته توجه کرد که هر سهم دارای قیمتی است و پایان روز شاخص کل محاسبه خواهد شد از آنجا که قیمت یک سهم در صنایع مختلف تحت تأثیر برخی عوامل دچار تحولاتی می‌باشد به‌صورتی که با افزایش و کاهش قیمتی روبرو می‌شویم ارزیابی و تحلیل هریک از این عوامل ضروری می‌باشد. لذا به سبب نقش بازار سهام و عواملی چون سیاست‌های پولی دولت که سبب تغییرات شاخص کل می‌شوند قصد داریم در این پژوهش تأثیر سیاست پولی بر شاخص کل ارزیابی نماییم و تأثیر هر کدام از عوامل بر شاخص کل مورد بررسی و تحلیل قرار دهیم. لذا این سوال مطرح می‌شود: آیا سیاست‌های پولی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

### تعریف سیاست پولی

سیاست پولی سیاستی است که می‌خواهد از راه تحول و کنترل در مقدار پول و تغییر در سطح و ساختار نرخ بهره و یا دیگر شرایط اعطای اعتبار و تسهیلات مالی به اهداف معین اقتصادی نایل گردد. مقصود از سیاست‌های پولی در کشورهای صنعتی توسعه یافته و کشورهای روبه توسعه تا حدودی تفاوت دارد. در کشورهای صنعتی به طور عمده برطرف کردن تورم، رفع کساد و دستیابی به اشتغال کامل می‌باشد در صورتی که برای کشورهای روبه توسعه، بیشتر سیاست‌های پولی را رشد اقتصادی و حداکثر نمودن درآمدهای دولتی و عرضه کل تشکیل می‌دهد (رفیعی، ۱۳۹۵).

بعد از بی‌رونقی بزرگ ۱۹۲۹-۱۹۳۳ در اقتصاد غرب و به‌خصوص بعد از جنگ جهانی دوم، اشتغال کامل به‌صورت یکی از هدف‌های اولیه جوامع درآمده است. به‌طور نمونه قانون اشتغال سال ۱۹۴۶ ایالات متحده آمریکا دولت فدرال ایالات متحده را موظف می‌کند تا هرچه قدرت دارد به منظور خلق و حفظ فرصت‌های اشتغال، توسعه مداوم و قدرت خرید ثابت برای پول در جریان، استفاده نماید. قانون اساسی کشورمان نیز در اصل چهل و سوم یکی از ضوابط اقتصاد جمهوری اسلامی ایران را «برآورده کردن شرایط و امکانات کار برای همه در راستای دستیابی به اشتغال کامل و...» قرار داده است.

سیاست پولی به طور کل شامل اقداماتی مانند تحول در نرخ ذخیره قانونی، تغییر در پایه پولی و حجم پول، تحول در شرایط اعطای تسهیلات مالی بانکها به بخش خصوصی و تغییر در شرایط اعطای تسهیلات مالی بانک مرکزی به بانکها می‌باشد که برای تغییر حجم پول می‌توان از ابزارهایی به منظور کنترل عرضه پول استفاده نمود (مسعودی، ۱۳۸۸).

### نظر طرفداران سیاست پولی (کلاسیک‌ها)

کلاسیک‌های جدید و طرفداران مکتب پولی: مداخله دولت در اقتصاد را جزء در حدود حفظ نظم و امنیت جامعه و حداقل اجتناب ناپذیر آن سودمند نمی‌دانند، بهترین راه مواجهه با نوساناتی چون بی‌رونقی و تورم را سیاست پولی می‌دانند که آن‌هم اصولاً به تحول حجم پول به‌طوری که متناسب با سطح کارکرد اقتصادی خلاصه می‌شود. به‌طور نمونه کاهش حجم پول یا کاهش رشد عرضه پول سبب حداکثری نرخ بهره و کاهش سطح تقاضای کل می‌شود در صورت تداوم کم‌کم تورم را مهار می‌سازد (غلامی، ۱۳۹۲). طرفداران سیاست پولی بنا به تحلیل آن‌ها اگر دولت هزینه‌های خود را زیاد کند به معنای آن است که برای برآورده ساختن نیاز مالی با بخش خصوصی به رقابت برخاسته، اوراق قرضه با سود بیشتر منتشر نموده و یا با شرایط سخت‌تری وام دریافت نموده است. افزایش تقاضای دولت سبب شرایط دشوارتر در به

کارگیری از تسهیلات مالی جهت بخش خصوصی و تاثیر دفع ازدحامی می‌گردد که طرفداران سیاست پولی مقدار آن را تقریباً معادل سرمایه‌گذاری دولت دانسته نتیجه می‌گیرند که در تقاضای کل افزایشی به وجود نمی‌آید (غلامی، ۱۳۹۲).

### شاخص‌های بازار اوراق بهادار

بیشتر شاخص‌های بازار اوراق بهادار مربوط به اوراق قرضه و سهام است که ما در این بخش به بررسی نمونه‌ایی از شاخص‌های سهام می‌پردازیم: (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

### شاخص‌های قیمت سهام

شاخص‌های قیمت سهام در همه‌ی بازارهای مالی دنیا یکی از مهم‌ترین معیارهای میزان عملکرد بورس اوراق بهادار از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. مهم‌ترین دلیل توجه روزافزون این امر این است که شاخص‌های مزبور از تجمیع سیر قیمتی سهام کلیه شرکت‌ها یا طبقه خاصی از شرکت‌های موجود در بازار بورس حاصل می‌شود و در نهایت ارزیابی جهت و سنجش حرکت‌های قیمتی را در بازار سهام ممکن می‌کند. لذا سنجش حرکت‌های بازار به این دلایل مفید و بااهمیت است (مسلمی، ۱۳۹۶)، (اسماعیل پور قمی، ۱۳۸۹).

کاربرد اصلی بیشتر شاخص‌ها، عناصر مشخصی از بازار در یک دوره معین یا محاسبه بازدهی کل بازار و به کارگیری از رقم بازده محاسبه شده جهت قضاوت درباره پرتفوی‌های گوناگون می‌باشد. فرض اساسی زمان بررسی عملکرد پرتفوی، این می‌باشد که سرمایه‌گذاران قادر به دستیابی بازده قابل مقایسه‌ای با بازده بازار با انتخاب تصادفی تعداد گسترده‌ی سهام یا اوراق قرضه از تمام بازار می‌باشند (مسلمی، ۱۳۹۶).

از این رو یک مدیر پرتفوی با کارکرد بهتر، باید همیشه بهتر از بازار عمل نماید. لذا یک شاخص جامع سهام یا اوراق قرضه بازار، قادر است معیاری به منظور قضاوت اطراف عملکرد مدیران سرمایه‌گذاری باشد. هم‌چنین می‌توان انواع ریسک پرتفوی را با ریسک شاخص مبنای مورد نظر مقایسه کرد. شاخص‌ها هم‌چنین به منظور پیشرفت و خلق پرتفوی شاخصی به کار می‌روند. برای بیشتر مدیران سرمایه‌گذاری، اغلب دستیابی به بازدهی فراتر از بازدهی بازار در بلندمدت و به صورت همیشگی مشکل می‌باشد. در این صورت یک تکنیک ساده، سرمایه‌گذاری در پرتفوی است که به جهت رقابت با پرتفوی بازار برخوردار باشد. این راهکار سبب صندوق‌های شاخصی که باهدف پیگیری کارکرد شاخص‌های معین بازار، در طول زمان می‌باشد ایجاد شده است (اسماعیل پور قمی، ۱۳۸۹).

قیمت سهام، معمولاً بیان‌گر خواسته‌های بازار از وضعیت اقتصادی شرکت‌هاست. از این رو شاخص‌های بازار مشخص کننده وضعیت و کارکرد آینده کل اقتصاد می‌باشند. مدیران پرتفوی، تحلیل‌گران اوراق بهادار و دیگر متصدیان اقتصادی از شاخص‌های بازار به منظور ارزیابی متغیرهایی که سیر تمام قیمت‌های سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهند، استفاده می‌نمایند. برای نمونه می‌توان به تحلیل ارتباط میان بازده سهام یا اوراق قرضه در ایالات متحده، آلمان و ژاپن اشاره کرد. هم‌چنین با ارزیابی جریان حرکتی بازار بورس، بازده سرمایه‌گذاری این بازار را می‌توان با دیگر فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مثل سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه، ارز و طلا مقایسه کرد. دیگر دسته‌های علاقه‌مند به شاخص‌ها، تحلیل‌گران فنی هستند. آن‌ها اعتقاد دارند که تحولات تاریخی قیمت‌ها می‌تواند در راستای پیش‌بینی حرکات آتی آن‌ها به کارگیری شود.

به صورت خلاصه شاخص‌های بازار سرمایه، در موارد ذیل به کارگیری می‌شوند (اسماعیل پور قمی، ۱۳۸۹).

- مبنایی به منظور بررسی کارکرد مدیران متخصص سرمایه‌گذاری.
- خلق و نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری شاخصی.

- سنجش ارقام بازده بازار در تحقیقات اقتصادی.
- پیش‌بینی سیر آتی بازار به وسیله تحلیل‌گران متخصص.
- شاخصی جهت پرتفوی بازار دارایی‌های ریسک‌دار، زمان محاسبه ریسک سیستماتیک دارایی‌ها.

### مروری بر پژوهش‌های پیشین

هائوگ و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی "پول و سیاست مالی در لهستان" پرداختند. ضریب مالیاتی به طور کلی در این تحقیق نزدیک به صفر است. آنها ترکیب مکانیسم‌های انتشار مالی را هنگام ارزیابی اثرات سیاست‌های اقتصاد کلان دولتی را نشان دادند.

کپور توله و همکاران (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی "سیاست‌های پولی و مالی در یک اقتصاد آزاد کوچک: شواهدی از نیجریه" پرداختند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که در حالی که سیاست پولی ممکن است تأثیرات مثبت همزمان بر اقتصاد داشته باشد، اما سیاست مالی سطح قیمت را افزایش می‌دهد اما تأثیر قابل توجهی بر نرخ بهره ندارد.

لیو (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی "در مورد پویایی نوسانات اقتصاد کلان ناشی از سیاست‌های مالی و پولی" پرداخت. نتایج تجربی نشان می‌دهد که تأثیر شوک به عدم اطمینان در مورد سیاست‌های پولی به ترتیب حدود ۰.۴٪ و ۰.۲۵٪ از پویایی نوسانات تاریخی تولید و تورم را بیشتر از سایر شوک‌های سیاست از اواسط دهه ۱۹۸۰ توضیح می‌دهد. تأثیر شوک سطح هزینه‌های دولت یک واحدی بر عدم قطعیت تولید و تورم برابر با تأثیر حدود نیم واحد شوک بی‌ثباتی سیاست‌های پولی در طولانی مدت یا حدود یک چهارم واحد شوک سطح سیاست‌های پولی در کوتاه مدت می‌باشد.

فو و لوئو (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی "عدم اطمینان سیاست پولی و اهرم بانکی: شواهدی از چین" می‌پرداختند. یافته اصلی آنها این است که افزایش عدم اطمینان سیاست پولی تأثیر منفی بر نسبت اهرم بانکی در چین، به ویژه بعد از ۲۰۰۸ دارد. با اندازه‌گیری جایگزین عدم اطمینان سیاست پولی چین بررسی شد، یافته‌های آنان همچنان قوی است.

آدریانا فینتا (۲۰۲۱) در پژوهشی تحت عنوان "سیاست پولی ژاپن و تأثیر آن بر بازار سهام حاکی از نوسانات در هوای مطبوع و ناخوشایند است" به بررسی پرداختند. آنها نشان دادند که در زمان انتشار سیاست‌های پولی هنگامی که دما مطبوع است، کاهش قابل توجهی در نوسانات ضمنی و معاملات آتی سهام ژاپن وجود دارد که به ترتیب حدود ۱۰ دقیقه و ۵ دقیقه ادامه دارد. این کاهش طولانی‌تر است و هنگام آزاد شدن در روزهای سرد تغییرات بیشتری را نشان می‌دهد. سرانجام، با توجه به واکنش معاملات آتی نیکی-وی آی، به انتشار سیاست‌های پولی ژاپن، به ترتیب در روزهای خوش آب و هوا و ناخوشایند، بر سود و زیان قابل دستیابی اقتصادی تأکید نمودند.

جهانگیری و حسینی ابراهیم آباد (۱۳۹۶) در تحقیقی به "بررسی آثار سیاست پولی، نرخ ارز و طلا بر بازار سهام در ایران با استفاده از مدل MS-VAR-EGARCH پرداختند. نتایج برآورد مدل تحقیق با استفاده از رویکرد غیرخطی خودرگرسیون برداری تغییر رژیم مارکوف و الگوی ناهمسانی واریانس شرطی نمایی نشان داد که در یک مدل با دو رژیم، در رژیم ۱، بین مقادیر گذشته بازده نرخ ارز و بازده شاخص کل بازار سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بین بازده شاخص کل بازار سهام و وقفه بازده سکه بهار آزادی رابطه منفی و معنادار برقرار است. نتایج مربوط به رژیم صفر نیز حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین مقادیر گذشته نرخ رشد نقدینگی و بازده شاخص کل بازار سهام در رژیم صفر است. نتایج همچنین نشان داد که شوک‌های جاری نرخ ارز و نقدینگی اثر منفی و معناداری بر بازده شاخص کل بازار سهام دارد.

احدی سرکانی و قاسم پور (۱۳۹۶) در تحقیقی به بررسی "ارزیابی تأثیر سیاست‌های پولی، مالی و رشد صنعت بر نوسانات شاخص رشد بازار سرمایه ایران" پرداختند. نتایج نشان داده‌اند که بین حجم نقدینگی و شاخص تولیدات صنعتی

با شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی دار و مثبت و بین مالیات و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی وجود دارد. بین سایر شاخص های به کار گرفته شده نظیر حجم معاملات و نرخ ارز با شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار قابل ملاحظه ای مشاهده نشد. این نتایج حاکی از اثرات خنثی کننده دو دسته سیاست های پولی و مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران بوده و اثر شدید توسعه بخش صنعت بر شاخص بورس را تأیید می کند.

افشاری و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی به "بررسی تاثیر شوک شاخص کل قیمت سهام بر متغیرهای کلان اقتصادی با استفاده از رویکرد DSGE" پرداختند. نتایج، بررسی توابع عکس العمل آنی متغیرها در برابر شوک بازار سهام، نشان می دهد شوک شاخص کل قیمت سهام، اثر ناچیزی بر متغیرهای تولید و تورم داشته است که این می تواند به دلیل اندازه کوچک بازار سهام در ایران باشد. در پایان، با یافتن ضرایب بهینه برای شکاف تورم، تولید و شاخص کل قیمت سهام و زیان رفاهی بانک مرکزی تحت هر یک از سناریوها، این نتیجه حاصل شد که اولاً، بانک مرکزی در توابع واکنش خود باید وزن بیشتری به تورم دهد؛ ثانیاً، سناریویی که در آن وزن شکاف شاخص کل قیمت سهام صفر باشد، زیان رفاهی کمتری دارد، لذا واکنش بانک مرکزی به شکاف شاخص کل قیمت سهام منجر به کاهش رفاه اجتماعی خواهد شد. بنابراین توصیه می شود در شرایط رونق بازار سهام، بانک مرکزی از طریق کاهش حجم پول، مداخله ننماید.

رضایی همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی "تاثیر سیاست پولی بر بازدهی و بی ثباتی بازار سهام (مقایسه ای بین ابزارهای سیاست پولی در ایران)" پرداختند. در این مطالعه، اثر سیاست پولی از طریق ابزارهای پولی مختلف مورد استفاده بانک مرکزی بر بازار سهام مورد بررسی قرار گرفته است. برای نشان دادن عملکرد سیاست پولی از چهار متغیر نرخ سود موزون، نرخ رشد پایه پولی، نسبت سپرده قانونی و رشد بدهی بانک های تجاری به بانک مرکزی به عنوان ابزار سیاست پولی استفاده شده است. نتایج تابع عکس العمل آنی نشان می دهد که ابزارهای سیاست پولی بر بازدهی و بی ثباتی بازار سهام تاثیر ندارند. نتایج تجزیه واریانس خطای پیش بینی نیز بیانگر این است که سهم ابزارهای پولی در توضیح دهندگی تغییرات بازدهی و بی ثباتی بازار سهام ناچیز و برای هر کدام کمتر از ده درصد می باشد هرچند سهم پایه پولی از بقیه بیشتر است، در نتیجه می توان گفت ابزارهای سیاستی بانک مرکزی اثرگذاری خاصی بر رفتار و بی ثباتی بازار سهام ندارند.

میرشفیعی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی "نااطمینانی بازار سهام و تحلیل شوک سیاست پولی بر آن" پرداختند. در این مطالعه ابتدا با استفاده از معادلات دیفرانسیل تصادفی (SDE)، شاخص نااطمینانی در بازار سهام تهران برآورد و سپس به بررسی تاثیر شوک های سیاست پولی پرداخته شده است. دوره مورد نظر داده های فصلی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۵ می باشد. پس از برآورد شاخص نااطمینانی، حجم پول و تولید ناخالص داخلی، به ترتیب به عنوان ابزار سیاست پولی و شاخص رشد تولید در یک الگوی خود رگرسیو برداری ساختاری (SVAR) مدلسازی و تحلیل شده است. نتایج حاکی از آن است که شوک های سیاست پولی بر تغییرات تولید اثری منفی و معنادار دارند. همچنین نتایج نشان داد که سیاست پولی اثری معنادار و مثبت بر نااطمینانی بازار سهام و نااطمینانی نیز اثری مثبت و معناداری بر سیاست پولی از طریق تغییرات حجم پول دارد. در نهایت جلوگیری از ورود شوک های سیاست پولی جهت ثبات در بازار مالی از جانب سیاستگذاران پولی و ارایه روش های جدید بازارگردانی، حمایتی و ارایه ابزارهای پوششی ریسک و شفافیت از جانب متولیان بازار مالی، پیشنهاد شده است.

جلائی اسفندآبادی و ایرانمنش (۱۴۰۰) در پژوهشی به "بررسی تاثیر سیاست پولی و سیاست سمت عرضه بر ارزش افزوده بخش های اقتصادی ایران به تفکیک (کشاورزی، خدمات و معدن)" در دوره زمانی ۱۳۵۳ تا ۱۳۹۶، در دوره های کوتاه مدت و بلندمدت پرداختند، الگوی اقتصادسنجی بکار رفته در این پژوهش، مدل خودرگرسیون با وقفه

های توزیعی (ARDL) است. نتایج نشان می‌دهد که سیاست پولی در سه بخش اقتصادی سه تاثیر متفاوت ایفا می‌کند. سیاست پولی در کوتاه مدت قادر به افزایش ارزش افزوده دو بخش کشاورزی و خدمات است اما در بلندمدت تنها می‌تواند ارزش افزوده بخش خدمات را افزایش بدهد و تاثیری بر ارزش افزوده بخش کشاورزی ندارد، اما اعمال سیاست پولی چه در بلندمدت و چه در کوتاه مدت قادر است تاثیری منفی بر ارزش افزوده صنعت بگذارد. در مقابل تاثیر سیاست طرف عرضه در هر سه بخش و در هر دو دوره کوتاه مدت و بلندمدت مثبت، معنی دار و محسوس است.

### ابزار گردآوری اطلاعات

بخش ادبیات و تئوری پژوهش اقتباس از مطالعات کتابخانه ای و مطالعات کاربردی می باشد؛ به منظور سنجش متغیرهای پژوهش از سایت بانک مرکزی و دیتای اقتصادی و مالی استفاده شده است.

### روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

با توجه به اینکه نوع داده های پژوهش بر اساس سری زمانی می باشد لذا از آزمون براش پاگان به منظور تحلیل فرضیه ها استفاده و به منظور رفع ناهمسانی واریانس نیز از آزمون WLS استفاده شده است.

### فرضیه‌های پژوهش

#### فرضیه اصلی:

۱- سیاست های پولی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

#### فرضیه های فرعی:

۱-۱- نقدینگی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

۱-۲- نرخ سپرده بانک ها نزد بانک مرکزی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

### جامعه آماری و تعداد نمونه

جامعه آماری این پژوهش تمامی صنایع در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۰ ساله طی سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۸ می باشد. نمونه های پژوهش شامل تمامی شرکت ها و صنایع سرمایه گذاری ها، مواد و دارویی، کانه های فلزی، انتشار و چاپ، دستگاه های برقی، مواد دارویی، کارخانه های تولیدی، بانک ها، صنایع بیمه، وسایل حمل و نقل می باشند که بر اساس شاخص کل بررسی شده است.

### مدل های تحلیلی تحقیق و بیان متغیرها

#### فرضیه اصلی:

۱- سیاست های پولی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

$$TED = \beta_0 + \beta_1 SG + \varepsilon_{i,t}$$

#### فرضیه های فرعی:

۱-۱- نقدینگی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

$$TED = \beta_0 + \beta_1 LIQ + \varepsilon_{i,t}$$

۱-۲- نرخ سپرده بانک ها نزد بانک مرکزی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

$$TED = \beta_0 + \beta_1 DEPO + \varepsilon_{i,t}$$

### روش انجام پژوهش

روش این پژوهش باتوجه به محوریت موضوع از نوع توصیفی و همبستگی مبتنی بر داده‌های سری زمانی است و به منظور ارزیابی میان متغیرهای مستقل و وابسته آن از روش آماری رگرسیون استفاده می شود. تجزیه و تحلیل داده‌ها بر اساس روش مطالعه داده‌های سری زمانی می‌باشد.

### یافته‌های پژوهش

#### آماره توصیفی

جدول (۱): آماره توصیفی

سیاست پولی (میلیارد ریال)	شاخص کل	سپرده نزد بانک ها (میلیارد ریال)	نقدینگی (میلیارد ریال)	
۱۴۴۲۳۳۷۶	۷۳۴۶۵,۱۷	۳۳۹۹۳,۸۹	۳۶۲۱۸۷,۶	میانگین
۱۴۷۰۳۴۸۵	۷۷۲۳۰,۰۰	۴۱۶۲۹,۳۰	۳۵۱۶۷۳,۴	میانه
۲۱۴۶۵۱۹۴	۱۷۸۶۵۹,۱	۴۸۰۰۰,۰۰	۵۴۷۵۰۰,۰	بیشترین
۹۴۹۶۴۳۲	۲۳۲۹۴,۹۰	۱۳۸۲۸,۰۰	۲۲۵۱۵۵,۳	کمترین
۳۷۵۱۱۹۵	۴۷۲۱۰,۵۸	۱۳۴۰۹,۹۱	۹۵۱۲۲	انحراف معیار

در جدول ۱ وضعیت متغیرهای تمامی صنایع بر اساس میانگین، میانه، بیشترین، کمترین، انحراف معیار ارائه شده است.

### آزمون نرمال بودن متغیرها

اغلب روش‌های استنباط آماری، مبتنی بر توزیع نرمال برای جامعه آماری است. چنین شیوه‌هایی اغلب به روش‌های استنباط آمار پارامتری شهرت دارند که مناسب برای داده‌هایی با توزیع نرمال هستند. ولی جامعه نرمال به عنوان یک جامعه ایده‌آل شناخته شده و کمتر داده‌های واقعی از این توزیع برخوردارند. در نتیجه ابداع روش‌هایی که بدون در نظر گرفتن توزیع (یا حداقل توزیع نرمال) برای جامعه آماری به کار گرفته می‌شوند، ضروری به نظر می‌رسد.

جدول (۲): آزمون نرمال بودن متغیرها

متغیرها	آزمون	مقدار آماری	سطح معناداری
شاخص بورس	چارک برا	۲,۱۸	۰,۳۳

نتایج جدول ۲ نشان میدهد سطح معناداری آزمون ۰,۳۳ و بالاتر از ۰,۰۵ می باشد لذا متغیر وابسته از توزیع نرمال برخوردار است.

## آزمون برآش پاگان

جهت آزمون فرضیه ها در سری زمانی بایست ابتدا به بررسی ناهمسانی واریانس پرداخت. در این پژوهش از آزمون برآش پاگان استفاده می کنیم. اگر سطح معنی داری این آماره کمتر از ۰,۰۵ باشد دارای ناهمسانی واریانس است و بایست برطرف شود. در صورتیکه سطح اهمیت بیشتر از ۰,۰۵ باشد دارای ناهمسانی واریانس نمی باشد.

جدول (۳): آزمون برآش پاگان

فرضیه	سطح اهمیت	نتیجه
فرضیه اصلی	۰,۰۰	دارای ناهمسانی واریانس
۱-۱	۰,۰۰	دارای ناهمسانی واریانس
۱-۲	۰,۰۰	دارای ناهمسانی واریانس

نتایج جدول ۳ نشان میدهد که سطح اهمیت فرضیه ها کمتر از ۰,۰۵ می باشد و دارای ناهمسانی واریانس هستند بایستی این ناهمسانی به روش WLS در فرضیه ها بر طرف شود.

## آزمون فرضیه ها

### آزمون فرضیه اصلی

آزمون فرضیه اصلی تحقیق بررسی این موضوع می باشد که آیا سیاست های پولی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد یا خیر؟

جدول (۴): فرضیه اصلی

متغیر وابسته : شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران					
عنوان متغیر	علامت متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معنی داری	رابطه
جزء ثابت	C	-۲۶۷۷۰۹,۱	-۴,۱۲	۰,۰۰	
سیاست پولی	SG	۰,۲۵	۶,۲۵	۰,۰۰	معنی دار
ضریب تعیین مدل					
۰,۸۳					
دوربین واتسون					
۱,۵۷					
آماره F					
۳۹,۰۷					
(P-Value)					
(۰/۰۰۰۰)					

با توجه به جدول ۴ مشخص می شود کل مدل با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره p-value برابر ۰,۰۰ و کمتر از ۰,۰۵ می باشد لذا از لحاظ معنی داری مدل تایید میشود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰,۸۳ از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد (بحری ثالث و همکاران، ۱۳۹۷). در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به آماره مشخص میشود که سطح معنی داری برای ضریب سیاست پولی برابر با ۰,۰۰ است و از ۰,۰۵ کمتر می باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین سیاست پولی و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تایید می شود. بنابراین فرضیه اصلی تایید میشود. مثبت بودن ضریب سیاست پولی (۰,۲۵) حاکی از آن است که ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران دارد. یعنی با افزایش یک واحدی متغیر سیاست پولی، شاخص کل بورس نیز به میزان (۰,۲۵) افزایش می یابد.

آماره دوربین واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر استفاده میشود که اگر مقدار آماره دوربین واتسون در فاصله ۱,۵ تا ۲,۵ باشد فرض همبستگی بین خطاها رد میشود و می توان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار آماره دوربین واتسون در این جدول ۱,۵۷ می باشد و این عدد نشان میدهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خود



همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد میشود و میتوان از رگرسیون استفاده کرد (بحری ثالث و همکاران، ۱۳۹۷).

### نتایج آزمون فرضیه فرعی اول تحقیق

هدف از آزمون فرضیه فرعی اول تحقیق بررسی این موضوع می‌باشد که آیا نقدینگی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد یا خیر؟

جدول (۵): فرضیه فرعی اول

متغیر وابسته : شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران					
عنوان متغیر	علامت متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معنی داری	رابطه
جزء ثابت	C	-۲۸۳۱۸۸,۱	-۳,۰۵	۰,۰۱	
نقدینگی	LIQ	۰,۳۵	۴,۵۰	۰,۰۰	معنی دار
ضریب تعیین مدل					
۰,۷۱					
دوربین واتسون					
۱,۵۰					
آماره F					
۲۰,۲۵					
(P-Value)					
(۰/۰۰)					

با توجه به جدول ۶ مشخص می‌شود کل مدل با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره p-value برابر ۰,۰۰ و کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد. لذا از لحاظ معنی داری مدل تایید میشود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰,۷۱ از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به آماره مشخص میشود که سطح معنی داری برای ضریب نقدینگی برابر با ۰,۰۰ است و از ۰,۰۵ کمتر می‌باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین نقدینگی و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تایید می‌شود. بنابر این فرضیه فرعی اول تایید میشود. مثبت بودن ضریب نقدینگی (۰,۳۵) حاکی از آن است که ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران دارد. یعنی با افزایش یک واحدی نقدینگی، شاخص کل بورس نیز به میزان (۰,۳۵) افزایش می‌یابد.

آماره دوربین واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر استفاده میشود که اگر مقدار آماره دوربین واتسون در فاصله ۱,۵ تا ۲,۵ باشد فرض همبستگی بین خطاها رد میشود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار آماره دوربین واتسون در این جدول ۱,۵۰ می‌باشد و این عدد نشان میدهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد میشود و میتوان از رگرسیون استفاده کرد.

### نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم تحقیق

هدف از آزمون فرضیه فرعی دوم تحقیق بررسی این موضوع می‌باشد که آیا نرخ سپرده بانک‌ها نزد بانک مرکزی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد یا خیر؟

جدول (۶): فرضیه فرعی

متغیر وابسته : شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران					
عنوان متغیر	علامت متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معنی داری	رابطه
جزء ثابت	C	۲۹۳۳۰,۱۳	۵,۹۷	۰۰۰	
نرخ سپرده بانک‌ها	DEPO	۰,۴۵	۱,۹۹	۰,۰۰	معنی دار

					نزد بانک مرکزی
۰,۳۲					ضریب تعیین مدل
۱,۵۴					دوربین واتسون
۳۰,۹۰					آماره F
(۰/۰۰۰۰)					(P-Value)

با توجه به جدول ۷- مشخص می شود کل مدل با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره p-value برابر ۰,۰۰ و کمتر از ۰,۰۵ می باشد لذا از لحاظ معنی داری مدل تایید میشود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰,۳۲ از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد.

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به آماره مشخص میشود که سطح معنی داری برای ضریب نرخ سپرده بانک ها نزد بانک مرکزی برابر با ۰,۰۰ است و از ۰,۰۵ کمتر می باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین نرخ سپرده بانک ها نزد بانک مرکزی و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تایید می شود. بنابر این فرضیه فرعی دوم تایید میشود. مثبت بودن ضریب نرخ سپرده بانک ها نزد بانک مرکزی (۰,۴۵) حاکی از آن است که ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران دارد. یعنی با افزایش یک واحدی نرخ سپرده بانک ها نزد بانک مرکزی، شاخص کل بورس نیز به میزان (۰,۴۵) افزایش می یابد.

آماره دوربین واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر استفاده میشود که اگر مقدار آماره دوربین واتسون در فاصله ۱,۵ تا ۲,۵ باشد فرض همبستگی بین خطاها رد میشود و می توان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار آماره دوربین واتسون در این جدول ۱,۵۴ می باشد و این عدد نشان میدهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد میشود و میتوان از رگرسیون استفاده کرد.

## بحث و نتیجه گیری

این تحقیق به بررسی تاثیر سیاست های پولی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است، بازه زمانی این پژوهش ۱۳۸۹-۱۳۹۸ می باشد. نتایج فرضیه اصلی نشان می دهد که سیاست پولی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تاثیر معناداری دارد. سیاست پولی دولت شامل متغیرهای نقدینگی، سپرده بانکی نزد بانک مرکزی می باشد که تمامی این متغیرها بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تاثیرگذار بودند. سیاست پولی دولت زمانی که رو به رشد باشد شاخص بورس نیز دچار افزایش خواهد شد و افراد سرمایه گذار تمایل بیشتری خواهند داشت که سرمایه گذاری نمایند. در این رابطه افراد سرمایه گذار، دولت را حامی خود می بینند. در فرضیه فرعی اول مشخص شد که نقدینگی بر شاخص کل بورس تاثیر معناداری دارد، به طوری که هر چقدر نقدینگی دولت و یا مردم زیاد باشد با تزریق در بخش سرمایه گذاری روند مثبت پورتنفوی را به همراه خواهد داشت. در فرضیه فرعی دوم مشخص شد سپرده بانکی نزد بانک مرکزی بر شاخص کل بورس تاثیر معناداری دارد؛ به طوری که سپرده ها و نقدینگی بانک ها وقتی رو به افزایش باشد و بانک ها در بخش بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شوند مردم گرایش به سمت بورس بیشتر از خود نشان می دهند. جلوگیری از سودهای بعضاً نامتعارف و ایجاد حد تعادل بین بانک ها و بورس اوراق بهادار تهران و مدیریت صحیح و کارآمد می توانیم تاثیر مثبتی در زمینه بورس اوراق بهادار تهران مشاهده نماییم.

این پژوهش هم راستا با نتایج تحقیقات خارجی کپور توله (۲۰۲۰)، جائو و همکاران (۲۰۲۰)، هائوگ و همکاران (۲۰۱۹)، و تحقیقات داخلی احدی سرکانی و قاسم پور (۱۳۹۶)، جهانگیری و حسینی ابراهیم آباد (۱۳۹۶) می باشد.

## منابع

- ✓ احدی سرکانی، سیدیوسف، قاسم پور، معصومه، (۱۳۹۶)، ارزیابی تاثیر سیاست های پولی، مالی و رشد صنعت بر نوسانات شاخص رشد بازار سرمایه ایران، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، دوره ۶ شماره ۲۲، صص ۴۹-۶۳.
- ✓ اسماعیل پور قمی، عابدین، (۱۳۸۹)، مقایسه بازدهی سهام در دو گروه شرکت های تولید کننده سیمان و شرکت های سرمایه گذاری بر مبنای شاخص شارپ، پایان نامه، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- ✓ افشاری، زهرا، توکلپان، حسین، بیات، مرضیه، (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر شوک شاخص کل قیمت سهام بر متغیرهای کلان اقتصادی با استفاده از رویکرد DSGE، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، سال هجدهم، شماره ۲، صص ۸۱-۱۰۳.
- ✓ بحری ثالث، جمال، پاک مرام، عسگر، قادری، قدرت، (۱۳۹۷)، تبیین رابطه رقابت در بازار محصول با مدیریت سود شرکتها (شواهدی از اقلام تعهدی اختیاری)، حسابداری مدیریت، دوره ۱۱، شماره ۳۸، صص ۱۵-۲۶.
- ✓ جلالیان، کتیون، (۱۳۸۳)، تاثیر عرضه اوراق مشارکت بر متغیرهای اصلی اقتصاد کلان، پژوهشنامه اقتصادی (دانشگاه علامه طباطبایی، دوره ۴، شماره ۱۴، صص ۱۳۱-۱۴۸).
- ✓ جلایی اسفندآبادی، سید عبدالمجید، ایرانمنش، نسیم، (۱۴۰۰)، بررسی مقایسه ای تاثیر سیاست های پولی و سیاست های سمت عرضه بر تولید بخش های کشاورزی، خدمات، صنعت و معدن در اقتصاد ایران، فصلنامه پژوهش های رشد و توسعه اقتصادی، دوره ۱۱، شماره ۴۲، صص ۵۹-۸۰.
- ✓ جهانگیری، خلیل، حسینی ابراهیم آباد، سیدعلی، (۱۳۹۶)، بررسی آثار سیاست پولی، نرخ ارز و طلا بر بازار سهام در ایران با استفاده از مدل MS-VAR-EGARCH، نشریه تحقیقات مالی، دوره ۱۹، شماره ۳، صص ۳۸۹-۴۱۴.
- ✓ راعی، رضا، تلنگی، احمد، (۱۳۸۳)، مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه ها (سمت)، چاپ اول.
- ✓ رفیعی، امید، (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط بین سیاست پولی بانک مرکزی یا میزان سرمایه گذاری شرکت ها در دارایی های ثابت، پایان نامه، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- ✓ رضایی، غلامرضا، شهرستانی، حمید، هژبرکیانی، کامبیز، مهرآرا، محسن، (۱۳۹۸)، تاثیر سیاست پولی بر بازدهی و بی ثباتی بازار سهام (مقایسه ای بین ابزارهای سیاست پولی در ایران)، فصلنامه تحقیقات مدلسازی اقتصادی، سال دهم شماره ۳۶، صص ۷۵-۱۲۶.
- ✓ شیرافکن، احسان، (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین مصرف انرژی و تولید ناخالص داخلی در کشورهای کمتر از درآمد متوسط با استفاده از الگوی پانل دیتا، پایان نامه، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- ✓ غفارلوی مقدم، سیدجواد، (۱۳۹۸)، تاثیر سیاست های هماهنگ پولی و مالی بر تورم، بیکاری، رشد اقتصادی و شاخص بورس تهران مطالعه موردی در ایران ۱۳۵۷-۱۳۹۵، پایان نامه، دانشگاه مفید.
- ✓ غلامی، الهام، (۱۳۹۲)، بررسی کارایی برنامه های محرک مالی در ایران، رویکردی بر مدل های TVAR و DSGE، پایان نامه، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- ✓ مسلمی، مهرداد، (۱۳۹۶)، حساسیت بازار سرمایه و گزارشگری محافظه کارانه باتوجه به محدودیت های فروش کوتاه مدت، پایان نامه، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
- ✓ میرشفیعی، امیر، شهرستانی، حمید، غفاری، فرهاد، معمارنژاد، عباس، (۱۳۹۹)، نااطمینانی بازار سهام و تحلیل شوک سیاست پولی بر آن، نشریه اقتصاد پولی، مالی، دوره ۲۸، شماره ۹۵، صص ۳۴۳-۳۸۰.

- ✓ Finta Marinela Adriana, 2021, Japanese monetary policy and its impact on stock market implied volatility during pleasant and unpleasant weather, Pacific-Basin Finance Journal 27 April 2021.
- ✓ Fu Buben, Luo Daqing, 2021, monetary policy uncertainty and bank leverage: Evidence from China, Economics Letters 22 April 2021.
- ✓ Haug Alfred A., Jędrzejowicz Tomasz, Sznajderska Anna, 2019, , Monetary and fiscal policy transmission in Poland, Economic Modelling June 2019
- ✓ Kpughur Tule Moses, Funmilade Onipede Samuel, Uwawunkonye Ebuh Godday, 2020, onetary and fiscal policy mix in a small open economy: Evidence from Nigeria, Scientific African, 25 April 2020.
- ✓ Liu Xiaochun, 2021, on fiscal and monetary policy-induced macroeconomic volatility dynamics, Journal of Economic Dynamics and Control 26 April 2021.