

تاثیر سیاست‌های مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۲۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۱۴

کد مقاله: ۷۹۶۴۵

خسرو مرادی شهزادی^{۱*}، مریم احمدی فر^۲

چکیده

این پژوهش با هدف بررسی تاثیر سیاست‌های مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۸ طی بازه ۱۰ ساله مورد بررسی قرار گرفته است. روش پژوهش از نوع همبستگی است. در این پژوهش جامعه آماری این تحقیق را تمامی شرکت‌ها و صنایع پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. سیاست مالی در این پژوهش متشکل از متغیرهای درآمد نفتی دولت، پرداختی عمرانی دولت و کسری بودجه می‌باشد. در خصوص فرضیه اصلی مشخص شد که سیاست‌های مالی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم و معنادار دارد. نتیجه فرضیه فرعی اول نشان داد که درآمد نفتی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم و معنادار دارد. در خصوص فرضیه فرعی دوم نتیجه به دست آمده مشخص گردید که پرداخت‌های عمرانی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم و معنادار دارد. نتیجه فرضیه فرعی سوم نیز حاکی از آن بود که کسری بودجه بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معکوس و معنادار دارد. بدین ترتیب تمامی فرضیه‌ها مورد تایید واقع شدند.

واژگان کلیدی: سیاست مالی دولت، شاخص کل، بورس اوراق بهادار تهران

۱- عضو هیأت علمی، استادیار گروه مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قشم. (نویسنده مسئول)
shahdadikh@gmail.com

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، گروه مدیریت، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، ایران.

۱- مقدمه

ملتها و نظام اقتصادی هرملت دارای هدفهای آشکار و روشن اقتصادی است که برای دستیابی به آنها کوشش میکنند. به عنوان نمونه نظامهای اقتصادی کشورهای رو به پیشرفت و از جمله کشور ما به دنبال دستیابی به هدفهای رشد و پیشرفت اقتصادی و حداکثری اشتغال و رفاه جامعه می‌باشند. در کشورهای صنعتی توسعه یافته نیز هدف اغلب دولت‌ها در برآورده کردن فرصت‌های شغلی کامل و مبارزه با پدیده‌ی تورم است تا همراه با حفظ پایداری نرخ‌ها، هزینه‌ها و اعتبار پول کشور، با اعتراض بیکاران و قشرهای کم درآمد روبرو نشوند (غفارلوی مقدم، ۱۳۹۸) (شیرافکن، ۱۳۹۰) (جلالیان، ۱۳۸۳). انجام پژوهشی که نشان دهد تأثیر واکنش شاخص بازار سهام نسبت به اعلان و اعمال سیاست‌های مالی به چه صورت است از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. دلیل این اهمیت را می‌توان بطور خلاصه در موارد زیر مطرح کرد:

۱. پژوهشی که هم‌زمان بازخورد بازار سرمایه را نسبت به اعلان و اعمال سیاست‌های مالی نشان دهد کم انجام شده است.
 ۲. درک واکنش بازار سرمایه نسبت به هرکدام از این سیاست‌ها می‌تواند در سیاست‌گذاری‌ها و جهت‌دهی سیاست‌گذاری‌های مالی آینده تأثیرگذار باشد
 ۳. تامل‌های گسترده در بازار سرمایه کشور در طی سال‌های اخیر و همچنین تحولات مهم در حیطه‌ی سیاست‌های مالی می‌تواند دارای ارتباطی باشد که انجام مطالعات در این زمینه، و بیان رابطه میان هریک از این متغیرها را به شفافیت نشان دهد.
 ۴. گزینش سیاست‌های مالی علمی مستدل، خود سبب پاسخ‌گویی اتخاذ تصمیمات خواهد بود.
- هدف‌گذاری‌های اقتصادی در شاخص‌های بورس یک رویه ارجح به منظور هدایت خواسته‌ها و در نهایت منبعی جهت تحقیق در خصوص تجزیه و تحلیل اتفاقات ناشی از سیاست‌های مالی است. یک ظرفیت مهم به منظور مشخص نمودن یک راهبرد موثر، ارتباطی علمی هوشمند است که چگونه بازارهای پیشرفته و توسعه‌یافته‌ی مالی نسبت به سیاست‌های پولی بازخورد نشان می‌دهند. بنابراین اعلان و اعمال سیاست‌های اقتصادی قادر خواهد بود بر شرایط اخذ تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد. لذا در این پژوهش قصد داریم تأثیر سیاست‌های مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهیم. بنابراین سوال زیر مطرح می‌شود: آیا سیاست‌های مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

۲- چارچوب نظری

۲-۱- تعریف سیاست مالی

سیاست مالی به سیاستی می‌گویند که از راه ابزارهایی مانند تحول در هزینه‌های دولتی و مالیات تلاش می‌کند به اهداف مشخص 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. بعد از بی‌رونتی بزرگ ۱۹۲۹-۱۹۳۳ در اقتصاد غرب و به‌خصوص بعد از جنگ جهانی دوم، اشتغال کامل به‌صورت یکی از هدف‌های اولیه جوامع درآمدی 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. به قراری که تعریف شد سیاست مالی شامل اقداماتی نظیر تحول در هزینه‌های جاری و عمرانی دولت، تحول در مالیات مستقیم، تحول در مالیات غیرمستقیم، تحول در پرداخت‌های انتقالی و کمک‌های بلاعوض می‌باشد. (خدیجه مسعودی، ۱۳۸۸، ۴)

۲-۲- 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، ص ۵۸).^۲

۲-۳- 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 مشخص‌کننده 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

۳-۲- مروری بر پژوهش‌های پیشین

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 تأثیر شوک‌های سیاست پولی پرداخته شده است. دوره مورد نظر داده‌های فصلی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. 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 رگرسیون برداری ساختاری (SVAR) مدل‌سازی و تحلیل شده است. نتایج حاکی از آن است که شوک‌های 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 معنادار بر سیاست پولی از طریق تغییرات حجم پول دارد. در نهایت جلوگیری از ورود شوک‌های سیاست پولی جهت ثبات در بازار مالی از جانب سیاست‌گذاران پولی و ارائه روش‌های جدید بازارگردانی، حمایتی و ارائه ابزارهای پوششی ریسک و شفافیت از جانب متولیان بازار مالی، پیشنهاد شده است.

افشاری و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی به بررسی "بررسی تأثیر شوک شاخص کل قیمت سهام بر متغیرهای کلان اقتصادی با استفاده از رویکرد DSGE" پرداختند. نتایج، بررسی توابع عکس‌العمل آنی متغیرها در برابر شوک بازار سهام، نشان می‌دهد شوک شاخص کل قیمت سهام، اثر ناچیزی بر متغیرهای تولید و تورم داشته است که این می‌تواند 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 زبان 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 نماید.

احدی سرکانی و قاسم پور (۱۳۹۶) در تحقیقی به بررسی "ارزیابی تاثیر سیاست های پولی، مالی و رشد صنعت بر نوسانات شاخص رشد بازار سرمایه ایران" پرداختند. نتایج نشان داده اند 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.

ستوده نیا و عابدی (۱۳۹۲) در تحقیقی به بررسی "تاثیر سیاست های پولی و مالی در تثبیت مالی ایران" پرداختند. نتایج به دست آمده نشان می دهد که افزایش مخارج سرمایه ای دولت، درآمدهای مالیاتی و نرخ سپرده قانونی منجر به افزایش ثبات مالی و خروج از بحرانهای اقتصادی می شود و از طرفی افزایش مخارج جاری دولت، تورم، درآمدهای حاصل از صدور نفت و نقدینگی منجر به کاهش ثبات مالی و تشدید بحران اقتصادی در کشور می شود.

حمیده پور و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی "بررسی نقش درآمدهای نفتی و سیاست های پولی و مالی در بخش کشاورزی ایران" پرداختند. نتایج پژوهش نشان میدهد با توجه به روابط بلند مدت و کوتاه مدت تخمین زده شده، درآمدهای نفتی در بلند مدت ابزار مناسبی برای بهبود صادرات و کاهش واردات است. در حالیکه سیاست پولی انبساطی برای کاهش واردات و سیاست مالی انبساطی جهت افزایش صادرات در کوتاه مدت مناسب است.

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

فو و لوئو (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی "عدم اطمینان سیاست پولی و اهرم بانکی: شواهدی از چین" می پرداختند. 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 اندازه گیری جایگزین عدم اطمینان سیاست پولی چین بررسی شد، یافته های آنان همچنان قوی است.

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

جانو و همکاران (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی "اثرات سیاست های کلان اقتصادی، مالی و مالی در رابطه با انتشار اوراق قرضه" پرداختند. آنها دریافتند که انتشار اوراق قرضه اثر قابل توجهی بر بازده تولید دارد. همچنین انتشار اخبار بد مالی به افزایش انتشار کمک می کند.

میشائو (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی "سیاست مالی و مالی در یک تله نقدینگی با تداوم تورم" پرداخت. نتایج نشان می دهد که با یک منحنی فیلپس که هم جلو و هم عقب است، سیاست پولی که در طول یک برنامه نقدینگی اجرا می شود می تواند برای جلوگیری از افسردگی کافی باشد. بانک مرکزی نیازی ندارد که فراتر از پایان بحران متعهد شود تا در فعالیتهای اقتصادی کشش ایجاد کند. با توجه به سیاست مالی، تداوم تورم برخی از هزینه های دولتی را توجیه می کند تا تورم شروع شود، از جمله کاهش نرخ سود واقعی. بزرگی محرک مالی بهینه در درجه تداوم تورم کاهش می یابد.

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 مکانیسم های انتشار مالی را هنگام ارزیابی اثرات سیاست های اقتصاد کلان دولتی را نشان دادند.

۴- اهمیت و ضرورت پژوهش

انجام دادن این پژوهش به دلیل سهم بازار سهام در بازار مالی و سرمایه می باشد. بورس مهم ترین دلیل جهت هدایت نمودن سرمایه هاست. سرمایه هایی که هر شخص با شریک بودن در سود و زیان یک شرکت به بهتر بودن کارکرد شرکت و مرتفع نمودن مشکلات اقتصادی یک کشور، کمک می نماید. در کشورهای صنعتی بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از مهمترین شاکله های

اقتصاد در 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 تاثیر برخی عوامل دچار تحولاتی می باشد به صورتی که با افزایش و کاهش قیمتی روبرو می‌شویم ارزیابی و تحلیل هر یک از این عوامل ضروری می‌باشد. لذا به سبب نقش بازار سهام و عواملی چون سیاست‌های مالی دولت که سبب تغییرات شاخص کل می‌شوند قصد داریم در این پژوهش تاثیر سیاست پولی بر شاخص کل ارزیابی نماییم و تاثیر هر کدام از عوامل بر شاخص کل مورد بررسی و تحلیل قرار دهیم.

۵- چارچوب تحقیق

۵-۱- 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.

۵-۲- 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.

۵-۳- فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی: سیاست های مالی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

فرضیه های فرعی:

- درآمد نفتی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- پرداخت های عمرانی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
- کسری بودجه بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

۵-۴- 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.

۵-۵- روش تحقیق

روش این پژوهش با توجه به محوریت موضوع از نوع توصیفی و همبستگی مبتنی بر داده های سری زمانی است و به منظور ارزیابی میان متغیرهای مستقل و وابسته آن از روش آماری رگرسیون استفاده می شود. تجزیه و تحلیل داده ها بر اساس روش مطالعه داده های سری زمانی می باشد.

۶- مدل های تحلیلی تحقیق و بیان متغیرها

فرضیه اصلی: سیاست های مالی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

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

فرضیه های فرعی:

درآمد نفتی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

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

پرداخت های عمرانی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

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

کسری بودجه بر شاخص کل بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

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

جدول ۱- متغیرهای پژوهش (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

متغیرها	علامت اختصاری	ماهیت متغیرها	نحوه محاسبه
شاخص کل	TED	وابسته	استخراج از داده های بانک مرکزی و اقتصادی
سیاست مالی دولت	SF	مستقل	مشکل از درآمد نفتی دولت و پرداخت‌های عمرانی
درآمد نفتی دولت	Oilrev	مستقل	استخراج از داده های بانک مرکزی و اقتصادی
پرداخت‌های عمرانی	Civilpay	مستقل	استخراج از داده های بانک مرکزی و اقتصادی
کسری بودجه	Deficit	مستقل	استخراج از داده های بانک مرکزی و اقتصادی

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱- آماره توصیفی

جدول ۲- آماره توصیفی (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

میانگین	سیاست مالی (میلیارد ریال)	شاخص کل	درآمد نفتی دولت (میلیارد ریال)	کسری بودجه (میلیارد ریال)	پرداخت‌های عمرانی (میلیارد ریال)
۱۹۲۹۲۳۳	۷۳۴۶۵,۱۷	۱۵۲۲۷۱۷	۹۷۰۶۹,۴۴	۳۰۹۴۴۶,۹	
میانه	۱۸۴۹۵۷۹	۷۷۲۳۰,۰۰	۱۵۳۴۸۹۲	۷۱۰۰۳	۲۳۰۳۹۸,۵
بیشترین	۳۱۲۷۶۹۶	۱۷۸۶۵۹,۱	۲۴۲۸۳۷۲	۱۶۳۵۱۳	۶۸۲۳۳۹,۶
کمترین	۱۲۹۰۵۲۷	۳۳۲۹۴,۹۰	۱۰۰۵۴۱۲	۴۶۲۴۵	۱۴۳۱۶۷
انحراف معیار	۵۶۴۱۳۴	۴۷۲۱۰,۵۸	۴۷۵۲۵۸,۳	۴۷۵۰۸,۹۵	۲۰۷۱۴۵,۳

در این جدول وضعیت متغیرهای تمامی صنایع بر اساس میانگین، میانه، بیش‌ترین، کم‌ترین، انحراف معیار، ارائه شده است. 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 ۳- آزمون نرمال بودن متغیرها (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

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

نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد سطح معناداری آزمون ۰,۳۳ و بالاتر از ۰,۰۵ می‌باشد لذا متغیر وابسته از توزیع نرمال برخوردار است.

۷-۲- آزمون براش پاگان

جدول ۴- آزمون براش پاگان (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

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
۱-۳	۰,۰۰	دارای ناهمسانی واریانس

جهت آزمون فرضیه‌ها در سری زمانی بایست ابتدا به بررسی ناهمسانی واریانس پرداخت. در این پژوهش از آزمون براش پاگان استفاده می‌کنیم. 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 نمی‌باشد.

نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که سطح اهمیت فرضیه‌ها کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد و دارای ناهمسانی واریانس هستند بایستی این ناهمسانی به روش WLS در فرضیه‌ها بر طرف شود.

۱۲-۱-آزمون فرضیه‌ها

۳-۷- نتایج آزمون فرضیه اصلی پژوهش

آزمون فرضیه اول پژوهش بررسی این موضوع می‌باشد که آیا سیاست مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد یا خیر؟

جدول ۵- فرضیه اصلی (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

متغیر وابسته: شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران					
عنوان متغیر	علامت متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معنی داری	رابطه
جزء ثابت	C	-۱۸۶۲۸۸,۵	-۱,۲۲	۰,۲۵	
سیاست مالی	SF	۰,۳۵	۲,۰۶	۰,۰۰	معنی دار
ضریب تعیین مدل					۰,۵۵
دوربین واتسون					۱,۵۷
آماره F (P-Value)					۳۴,۲۶ (۰/۰۰۰۰)

با توجه به جدول ۵ 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 ۰,۵۵ از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد (بحری ثالث و همکاران، ۱۳۹۷).

در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به آماره مشخص می‌شود که سطح معنی داری برای ضریب سیاست مالی برابر با ۰,۰۰ است و از ۰,۰۵ کمتر می‌باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین سیاست مالی و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تایید می‌شود. بنابراین فرضیه اصلی تایید می‌شود. مثبت بودن ضریب سیاست مالی (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 سیاست مالی، 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 مستقل استفاده کرد. مقدار آماره دوربین واتسون در این جدول ۱,۵۷ 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 (بحری ثالث و همکاران، ۱۳۹۷).

۴-۷- نتایج آزمون فرضیه فرعی اول پژوهش

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

جدول ۶- فرضیه فرعی اول (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

متغیر وابسته: شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران					
عنوان متغیر	علامت متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معنی داری	رابطه
جزء ثابت	C	-۶۴۵۹,۲۸	-۲,۱۱	۰,۰۰	
درآمد نفتی دولت	OILREV	۰,۴۴	۲,۴۱	۰,۰۰	معنی دار
ضریب تعیین مدل					۰,۷۵
دوربین واتسون					۱,۵۴
آماره F (P-Value)					۳۴,۰۰ (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 ۰,۷۵ 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 درآمد نفتی دولت برابر با ۰,۰۰۰ است با ۰,۰۵ کمتر می باشد ، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین درآمد نفتی دولت و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تایید می شود. بنابر این فرضیه فرعی اول تایید میشود. مثبت بودن ضریب درآمد نفتی دولت (۰,۴۴) حاکی از آن است که ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران دارد. یعنی با افزایش یک واحدی درآمد نفتی دولت ، شاخص کل بورس نیز به میزان (۰,۴۴) 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.

۷-۵- نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم پژوهش

هدف از آزمون فرضیه فرعی دوم پژوهش بررسی این موضوع می باشد که آیا پرداختی های عمرانی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد یا خیر؟

جدول ۷- فرضیه فرعی دوم (منبع: یافته های پژوهشگر)

متغیر وابسته : شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران					
عنوان متغیر	علامت متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معنی داری	رابطه
جزء ثابت	C	۲۵۵۹۹,۵۴	۲,۰۴	۰,۰۰۰	
پرداختی های عمرانی دولت	CIVILPAY	۰,۴۳	۲,۲۹	۰,۰۰۰	معنی دار
ضریب تعیین مدل					
دوربین واتسون					
آماره F					
(P-Value)					
۰,۵۱					
۲,۱۰					
۲۵,۲۵					
(۰/۰۰۰۰)					

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 ۰,۵۱ 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 پرداختی های عمرانی دولت برابر با ۰,۰۰۰ است با ۰,۰۵ کمتر می باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین پرداختی های عمرانی دولت و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تایید می شود. بنابر این فرضیه فرعی دوم تایید میشود. مثبت بودن ضریب پرداختی های عمرانی دولت (۰,۴۳) حاکی از آن است که ارتباط مستقیم با متغیر وابسته یعنی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران دارد. یعنی افزایش یک واحدی پرداختی های عمرانی ، احتمال افزایش شاخص کل بورس نیز به میزان (۰,۴۳) وجود دارد.

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 ۲,۱۰ 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.

۷-۶- نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم پژوهش

هدف از آزمون فرضیه فرعی سوم پژوهش بررسی این موضوع می باشد که آیا کسری بودجه بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد یا خیر؟

جدول ۸- فرضیه فرعی سوم (منبع: یافته‌های پژوهشگر)

متغیر وابسته: شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران					
عنوان متغیر	علامت متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معنی‌داری	رابطه
جزء ثابت	C	۸۳۴۰۸,۲۹	۱,۹۵	۰,۰۹	
کسری بودجه	DEFICIT	-۰,۰۹	-۲,۲۵	۰,۰۰	معکوس معنی دار
ضریب تعیین مدل					
دوربین واتسون					
آماره F					
(P-Value)					
				۰,۳۹	
				۱,۶۰	
				۳۱,۰۶	
				(۰/۰۰۰۰)	

با توجه به جدول ۸ 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 ۰,۳۹ 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 کسری بودجه برابر با ۰,۰۰ است با و از ۰,۰۵ کمتر می‌باشد، در نتیجه وجود ارتباط معنی داری بین کسری بودجه و شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تایید می‌شود. بنابر این فرضیه فرعی سوم تایید می‌شود. منفی بودن ضریب کسری بودجه (-۰,۰۹) حاکی از آن است که ارتباط معکوس با متغیر وابسته یعنی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران دارد. یعنی زمانی که دولت با کسری بودجه، مواجه شود احتمال اینکه شاخص کل بورس نیز به میزان (-۰,۰۹) کاهش یابد وجود دارد.

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 ۱,۶۰ 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.

۸- بحث و نتیجه گیری

این تحقیق به بررسی تاثیر سیاست‌های مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است، بازه زمانی این پژوهش ۱۳۸۹-۱۳۹۸ می‌باشد. سیاست مالی دولت شامل درآمدهای نفتی دولت و پرداخت‌های عمرانی می‌باشد که تمامی این متغیرهای سیاست مالی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذار بوده اند. به طوری که در فرضیه فرعی اول از نتایج نشان داد که درآمدهای نفتی دولتی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد، درآمد حاصل از فروش نفت وضعیت اقتصادی کشور را رو به بهبودی خواهد بخشید، دولت با حمایت در بخش اقتصاد و سرمایه‌گذاری، مردم و افراد سرمایه‌گذار را ترغیب به سرمایه‌گذاری در بخش بورس می‌نمایند به طوریکه دولتی اگر حامی باشد رشد سهام شرکت‌ها را در پی خواهد داشت. در خصوص فرضیه فرعی دوم نتایج نشان داد که پرداختی‌های عمرانی دولت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. این در شرایطی است که پرداختی‌های عمرانی به منظور توسعه و رشد اقتصاد به همراه باشد که افراد سرمایه‌گذار با خرید سهم‌هایی در بورس اوراق بهادار تهران به رشد بازار نیز کمک نمایند. نتیجه فرضیه فرعی سوم حاکی از آن بود که کسری بودجه بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معکوس معناداری دارد؛ در شرایطی که کشور دچار تحریم‌ها از سوی برخی کشورها باشد و درآمدها و بودجه‌ها رو به کاهش باشد بورس اوراق بهادار در این شرایط رو به کاهش خواهد رفت و افراد سرمایه‌گذار با فروش سهام خود باعث به وجود آمدن روند کاهشی شاخص بورس اوراق بهادار تهران خواهند شد. به طور کلی این پژوهش از یک سو دولت و از سوی دیگر بورس اوراق بهادار تهران ارتباط مستقیمی با هم دارند، اگر دولت با حمایت از بورس اوراق بهادار تهران زمینه سرمایه‌گذاری افراد سرمایه‌گذار را فراهم نماید شاخص کل بورس روند افزایشی خواهد داشت. اگر بخشی از سهام شرکت‌ها در اختیار تعدادی از افراد حقوقی باشد بقیه صنایع و شرکت‌ها روند کاهشی را طی خواهند کرد و افراد سرمایه‌گذار علاقه‌ای به سرمایه‌گذاری در بورس نشان نمی‌دهند

این پژوهش هم راستا با نتایج تحقیقات خارجی کپور توله (۲۰۲۰)، جانو و همکاران (۲۰۲۰)، میشانو (۲۰۱۹)، هائوگ و همکاران (۲۰۱۹)، و تحقیقات داخلی احدی سرکانی و قاسم پور (۱۳۹۶)، ستوده نیا و عابدی (۱۳۹۲) می‌باشد.

۱. فارسافشاری زهرا، توکلیمان 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 (تابستان ۱۳۹۷)، صص ۸۱-۱۰۳
۲. 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، پیاپی ۲۲ (تابستان ۱۳۹۶)
۳. اسماعیل پور قمی عابدین، ۱۳۸۹، پایان نامه: مقایسه بازدهی سهام در دو گروه شرکت های تولید کننده سیمان و شرکت های سرمایه گذاری بر مبنای شاخص شارپ، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات
۴. 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 - پاییز ۱۳۹۷ - شماره ۳
۵. جلالیان کتابون، ۱۳۸۳، تاثیر عرضه اوراق مشارکت بر متغیرهای اصلی اقتصاد کلان، پژوهشنامه اقتصادی (دانشگاه علامه طباطبایی- پاییز ۱۳۸۳ - شماره ۱۴)
۶. حمیده پور حمیده؛ صالح ایرج؛ بزدانی سعید، ۱۳۸۹، "بررسی نقش درآمدهای نفتی و سیاست های پولی و مالی در بخش کشاورزی ایران"، فصلنامه اقتصاد کشاورزی، سال چهارم شماره ۴ (۱۳۸۹)، صص ۲۹
۷. ستوده نیا سلمان، عابدی فریبا، ۱۳۹۲، "تاثیر سیاست های پولی و مالی در تثبیت مالی ایران"، فصلنامه سیاست های راهبردی و کلان، پیاپی ۳ (پاییز ۱۳۹۲)، صص ۱۰۳
۸. شیرافکن احسان، ۱۳۹۰، پایان نامه: بررسی رابطه بین مصرف انرژی و تولید ناخالص داخلی در کشورهای کمتر از درآمد متوسط با استفاده از الگوی پانل دیتا، دانشگاه آزاد اسلامی- واحد علوم و تحقیقات
۹. غفارلوی مقدم سید جواد، ۱۳۹۸، پایان نامه: تاثیر سیاست های هماهنگ پولی و مالی بر تورم، بیکاری، رشد اقتصادی و شاخص بورس تهران مطالعه موردی در ایران ۱۳۵۷-۱۳۹۵، دانشگاه مفید
۱۰. مسلمی مهرداد، ۱۳۹۶، پایان نامه: حساسیت بازار سرمایه و گزارشگری محافظه کارانه باتوجه به محدودیت های فروش کوتاه مدت، دانشگاه آزاد اسلامی- واحد علوم و تحقیقات
۱۱. میرشقیعی امیر، شهرستانی حمید، غفاری فرهاد، معمارنژاد عباس، ۱۳۹۹، نااطمینانی بازار سهام و تحلیل شوک سیاست پولی بر آن، نشریه اقتصاد پولی، مالی، پیاپی ۱۹ (بهار و تابستان ۱۳۹۹)، صص ۲۹-۴۶
۱۲. خدیجه مسعودی، ۱۳۸۸، پایان نامه: سیاست های پولی و مالی
13. Afonso António, Tovar Jalles João, Kazemi Mina, 2020, the effects of macroeconomic, fiscal and monetary policy announcements on sovereign bond spreads, *International Review of Law and Economics* September 2020...
14. Fu Buben, Luo Daqing, 2021, monetary policy uncertainty and bank leverage: Evidence from China, *Economics Letters* 22 April 2021.
15. Haug Alfred A., Jędrzejowicz Tomasz, Sznajderska Anna, 2019, Monetary and fiscal policy transmission in Poland, *Economic Modelling* June 2019
16. Kpughur Tule Moses, Funmilade Onipede Samuel, Uwawunkonye Ebuha Godday, 2020, onetary and fiscal policy mix in a small open economy: Evidence from Nigeria, *Scientific African*, 25 April 2020
17. Liu Xiaochun, 2021, on fiscal and monetary policy-induced macroeconomic volatility dynamics, *Journal of Economic Dynamics and Control* 26 April 2021.
18. Michau Jean-Baptiste, 2019, Monetary and fiscal policy in a liquidity trap with inflation persistence, *Journal of Economic Dynamics and Control* March