



بررسی تاثیر نوسانات نرخ سود در بازار پول بر تصمیم گیری سرمایه گذاران و عملکرد بازار سرمایه

دکتر حسین صفرزاده^۱

مهديه جلالی نژاد^۲

تاریخ دریافت: ۸۹/۹/۱۷

تاریخ پذیرش: ۸۹/۱۲/۲۰

چکیده

تعیین متغیرهای کلان بازار سرمایه با توجه به تاثیر گذاری بازار پول، اطلاعات دقیق تری را جهت سرمایه گذاری در بازار بورس اوراق بهادار به سرمایه گذاران خواهد داد، به بیان دیگر بازار کارا خواهد بود. آشکار است که بازار سرمایه که نمود اصلی آن در کشور ما بورس اوراق بهادار است تحت تاثیر متغیرهای متعددی مثل خصوصی سازی، تشنجات سیاسی و اقتصادی، نوسانات نرخ ارز، تورم، قیمت سهام و... می باشد. مقاله حاضر با هدف شناخت تاثیر گذاری نوسانات بازار پول بر تصمیم گیری سرمایه گذاران و عملکرد بازار سرمایه به عنوان یکی از این متغیرهای متعدد بین سالهای ۱۳۷۳-۱۳۸۸ تدوین گردیده است. نوع تحقیق حاضر از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف از نوع کاربردی است که اینگونه تحقیقات نظریه ها، قانونمندی ها و اصول و فنون تحقیقات پایه را برای حل مسائل اجرایی و واقعی به کار میگیرند. همچنین این تحقیق بر مبنای طبقه بندی از نظر روش از نوع تحقیقات همبستگی است که در آن هدف اصلی مشخص کردن رابطه بین چند متغیر کمی است. نتایج حاصله از آزمون فرضیه های تحقیق وجود رابطه بین نرخ سود سپرده های بانک ها و فعالیت بازار سرمایه را تایید میکند. البته بین این متغیرها همبستگی منفی وجود دارد که حاکی از معکوس بودن این رابطه است یعنی با کاهش یا افزایش نرخ سود سپرده ها حجم فعالیت بازار سرمایه افزایش و کاهش می یابد.

۱- استاد دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

۲- دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی

دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

واژه‌های کلیدی: بازار پول - بازار سرمایه - سپرده‌های بلند مدت - سپرده‌های کوتاه مدت - اوراق مشارکت.

۱- مقدمه

تأثیر بازار اوراق بهادار در توسعه اقتصادی کشور امری بدیهی است. یکی از وظایف اساسی این بازار به جریان انداختن سرمایه‌ها و تخصیص مطلوب منابع می‌باشد. گسترش روز افزون فعالیت‌های تجاری موجب گردیده است که مناسبات مالی، فرآیندها و شیوه‌های مدیریت مالی سازمانی، هر دم پیچیده‌تر شود. چنین است که تداوم فعالیت شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی را باید در داشتن منابع مالی کافی جستجو کرد. بدون دسترسی به منابع مالی، بسیاری از فعالیت‌ها به اجرا در نمی‌آید و در نتیجه تحقق هدف‌ها میسر نمی‌شود. مسئولان مالی شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی تمام تلاش خود را به این امر معطوف ساخته‌اند که بازارهای مالی و ابزار آن را شناسایی کنند، تا بتوانند منابع لازم را تدارک ببینند. در سطح کلان نیز بازارهای سهام و بدهی، نقش چشمگیری را در رشد و توسعه اقتصادی بر عهده دارند و به تبع آن رفاه اجتماعی را هم به ارمغان می‌آورند. برنامه ریزان کشورها نیز در تنظیم برنامه‌ها، از دیرباز توسعه و دستیابی به آن را در اولویت قرار داده و آن را به عنوان اصل بنیادین پذیرفته‌اند. لازم به ذکر است که دستیابی به توسعه مستلزم به کارگیری ساز و کارهای مناسب است. ساز و کاری که با روند تحقق رشد و توسعه همساز باشد. اگر این فرض مسلم را بپذیریم که توسعه در همه ابعاد ضرورت انکار ناپذیر زندگی اجتماعی است، باید این امر بدیهی و آشکار را نیز بپذیریم که نگرش سیستمی در بعد اقتصادی، اصلی‌ترین عامل توسعه جوامع به شمار می‌آید. نگرش سیستمی باید در همه شرایط مورد توجه قرار گیرد، یعنی در واقع تفکر چند بعدی در تمام برنامه حاکم شود. پذیرش بعد اقتصادی توسعه در محوریت گذار از جوامع سنتی به جوامع صنعتی و توسعه یافته، نیاز به ساز و کاری بسیار پراهمیت، یعنی بازار سهام و بدهی دارد. بازارهای مالی نقش حیاتی و موثری در دستیابی به توسعه اقتصادی دارند زیرا این بازارها منابع مادی لازم را برای تولید کالا و خدمات فراهم می‌آورند.

همانگونه که ذکر شد بورس اوراق بهادار یکی از مهمترین عوامل در رشد اقتصادی کشور به شمار می‌رود. این نهاد به دلیل نوپا بودن و با توجه به اصل ۴۴ قانون در سال

های اخیر که باعث شده است شرکت های دولتی نیز از این طریق اقدام به واگذاری سهام بر مردم بنمایند مدل های بازار سرمایه خاصی را می طلبد که نیازمند تحقیق و آزمون های بیشتری است. در کشوری مثل ایران سرمایه گذاران و اقشار سپرده گذار سعی میکنند که پس اندازهای خود را در مکانی که آینده سرمایه گذاری روشن و قابل اعتمادی داشته باشد سپرده گذاری کنند. پر واضح است که در حال حاضر سپرده های بانکی و اوراق بهادار به علت داشتن سود تضمین شده و بدون ریسک بودن از جذابیت بالاتری در جهت جذب سرمایه های عمومی برخوردار هستند. در نقطه مقابل سرمایه گذاری در بازار بورس به علت عدم تضمین سود و سهام کردن سرمایه گذاران در زبان های حاصل از معامله در مقابل بازار پول دچار یک نقطه ضعف است .

بنابراین ضروری به نظر می رسد که دست اندرکاران بازار بورس این نکته را که سرمایه گذاران با داشتن این انتظار معقول که می خواهند آینده سرمایه گذاری خود را روشن دیده و اعتماد بیشتری به بازار سرمایه داشته باشند در نظر گرفته و نهایتاً با جلوگیری از بروز زیان های بزرگی که ناشی از قیمت های دست کاری شده است بتوانند اعتماد عمومی را به این نهاد تامین کننده ارزان قیمت سرمایه جلب نمایند.

هدف اصلی از انجام این تحقیق بررسی تاثیر نوسانات نرخ سود بازار پول (سپرده های بلندمدت ، کوتاه مدت و اوراق مشارکت) بر فعالیت بازار سرمایه می باشد. سایر اهداف را میتوان به شرح زیر بیان کرد:

- ۱) ارائه یک مدل مفهومی جهت کمک به سرمایه گذاران در تشخیص نوع و زمان سرمایه گذاری در بازارهای پول یا سرمایه
- ۲) دادن اطلاعات کارا به سرمایه گذاران از تغییرات نرخ سود بازار پول و تاثیر آن بر بازار سرمایه.
- ۳) کمک به دست اندرکاران بازار سرمایه در شناسایی بهتر تاثیر بازار پول بر حجم معاملات بازار بورس.
- ۴) ارائه راه حل هایی جهت بهبود عملکرد بازار سرمایه به کارگزاران و دست اندرکاران.

بنابراین مساله ای که در این تحقیق بدان پرداخته میشود شامل دو جهت میباشد :

- (۱) چگونه تغییرات نرخ سود در بازار پول (کوتاه مدت - بلند مدت - اوراق مشارکت) میتواند بر عملکرد بازار سرمایه تاثیر بگذارد؟
- (۲) آیا راهکاری جهت ایجاد شرایط مناسب جهت جذب سرمایه گذاران به بازار بورس وجود دارد؟

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

ناگی و اوینبرگر از سهامداران ۵۰۰ شرکت معتبر سوالاتی را پرسیدند تا نشان دهند که کدامیک از ۳۴ متغییر از یک لیست بر روی تصمیمات سرمایه گذاری آنها تاثیرگذار بوده و میزان آن چقدر است (ناگی و اوینبرگر ۱۹۹۴: ۶۸-۶۳).

نتایج حاصله دلالت بر آن داشت که مجموعه ای از عوامل مالی و غیر مالی در این امر دخالت دارند و طیف وسیعی از پاسخ ها نشان می داد که سرمایه گذاران به هیچ وجه در مورد عواملی که بر تصمیمات آنها تاثیر می گذارد هم رای نیستند. تجزیه و تحلیل عوامل هفت دسته بندی مرتبط از متغیرها را ایجاد می کند. این متغیرها طیفی از اطلاعات مالی عادی تا سوابق اجتماعی-محیط زیستی شرکت ها و همچنین نیازهای شخصی و مالی یک سرمایه گذار را در بر می گیرد.

محققین به این نتیجه رسیده اند که فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاری طیف وسیع تری از اقلام را نسبت به آنچه که تصور می شد دربر میگیرد. علاوه بر این هر سرمایه گذار ممکن است، این هفت معیار را بر حسب اهمیت نسبی آن به صورت متفاوت تعبیر نماید.

روگر بیان میکند که مهمترین ویژگی مدیریت شرکت است و بر این مطلب تاکید دارد که کیفیت مدیریت کلید شناسایی شرکت برای سهامداران است. (روگر ۱۹۹۸: ۹-۳)

ویلکوکس بیان میکند که بازارهای مالی یک محیط قابل توجه برای بررسی روی رفتار سرمایه گذاران است تحقیق ایشان بیشتر روی رفتار سرمایه گذاران انجام گرفته است. (ویلکوکس، ۱۹۹۹: ۹۷-۷۱).

شفرین و استاتمن تحقیقاتی در مورد روانشناسی مالی انجام داده اند و اشاره به این نکته دارند که: تصمیمات سرمایه گذاران ممکن است متأثر از فاکتورهای رفتار داخلی از قبیل خودشناسی و فاکتورهای رفتار خارجی مانند طریقه انجام یک سرمایه گذاری باشد. (شفرین و استاتمن ۱۹۸۵: ۷۹۲-۷۷۷).

وارنرید تحقیقی را پیرامون ویژگی های روان شناسی مالی سرمایه گذاران انجام داد که به فهم بهتر از تصمیم گیری مالی سرمایه گذاران و بازارهای مالی منجر شد. ولی مطالعات ایشان کمتر به رفتار سرمایه گذاران و بخشهای سرمایه گذاری پرداخته است. وی اشاره دارد که یک حلقه ارتباطی قوی میان انتخاب سرمایه گذار و رفتار سرمایه گذاران وجود دارد. (وانرید ۲۰۰۱: ۸۵).

در وهله اول به منظر شناسایی عوامل موثر یک مطالعه کیفیتی انجام پذیرفت و بر این اساس ۱۱ عامل شامل:

(۱) سود سهام (۲) بازده (۳) مدیریت (۴) صنعت (۵) مبنای شناخت از شرکت (۶) روند قیمت (۷) قیمت سهام به سود هر سهم (۸) نوسانات قیمت (۹) وضعیت بازار (۱۰) منبع توصیه و سفارش (۱۱) مکان اصلی فعالیت را شناسایی نموده و سپس تعدادی پرسشنامه از بین سرمایه گذاران انفرادی بازار بورس استرالیا جمع آوری نمودند نتایج حاصله نشان می داد که عمده پاسخ دهندگان مسن هستند و سابقه طولانی در بازار سهام دارند و عمدتاً دنبال پیدا کردن ترکیبی از درآمد و رشد سرمایه گذارای های خود هستند.

امید مختاریان در تحقیق خود پیرامون عوامل موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران به این نتیجه رسیده است که روند قیمت سهام برای سرمایه گذاران اهمیتش از فاکتورهای معروف بازده و سود هر سهم بیشتر است. این نشان میدهد که نسبت های مالی از جایگاه بالایی میان سرمایه گذاران برخوردار نیستند. (امید مختاریان ۱۳۸۳: ۱۰۲).

مژگان صفا در مقاله علمی پژوهشی خود در فصلنامه بصیرت شماره ۴۲ با عنوان بررسی عوامل موثر بر تصمیم سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار از دیدگاه فعالان بازار سرمایه در سال ۱۳۸۸ بیان میکند که نتایج بدست آمده از بررسی های او مبنی بر این است که در تصمیم گیری برای خرید سهام مهمترین عامل قابلیت نقدینگی سهام است و بعد از آن عواملی مانند ثبات نسبی سود آوری بازده سهام و روند قیمت سهام قرار گرفته اند. همچنین نتایج تحقیق نشان می دهد دیدگاه کارگزاران و سرمایه گذاران در خصوص تاثیر عوامل بر خرید سهام متفاوت بوده و در مورد عواملی مانند قیمت به سود هر سهم، مدیریت شرکت، نوسانات قیمت و محل اصلی عملیات تقریباً اتفاق نظر داشته اند و تفاوت قابل توجهی بین نظرات آنها وجود ندارد.

علی کریمی (۱۳۷۳) در پایان نامه کارشناسی ارشد خود با عنوان «تجزیه و تحلیل رفتار کلان تشکیل پس انداز ملی در ایران» نشان می دهد که حجم پس انداز با افزایش درآمد دائمی افزایش می یابد. همچنین نرخ بهره تأثیری بر پس انداز ملی ندارد و رابطه پس انداز ملی با تورم مثبت است.

لی لی تغوی در مقاله علمی پژوهشی خود با عنوان بررسی و تحلیل بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار در ایران نقش اطلاع رسانی را در افزایش حجم مبادلات بازار سرمایه انکار ناپذیر دانسته و معتقد است از جمله علل گرایش اقشار جامعه ایران به سرمایه گذاری در نهادهای سرمایه گذاری غیر بورس عدم شفافیت اطلاعات مالی و عدم آگاهی آنان از نحوه فعالیت بازار سرمایه می باشد. عدم آشنایی مردم با فرهنگ بازار بورس اوراق بهادار تمایل آنها را برای سرمایه گذاری در این نهاد تقویت می کند. بنابراین لازمه بهبود عملکرد بازار سرمایه انتقال سریع اطلاعات در مورد شاخص های کلان اقتصادی با کمترین هزینه است.

علی تک روستا در مقاله خود که در سال ۱۳۸۷ در مجله دانش و توسعه با عنوان بررسی نقش بازار اوراق بهادار خارج از بورس بر بازار سرمایه ایران به چاپ رساند به این نتیجه رسید که ۸۱/۵ درصد از پرسش شونده ها ایجاد بازار خارج از بورس را در راستای توسعه بازار سرمایه اثربخش ارزیابی کرده اند. از سوی دیگر تدوین قوانین و مقررات عملاً به روش آزمون و خطا بوده که عاملی بازدارنده در توسعه بازار سرمایه است. ۸۹٪ پاسخها نیز بیانگر عدم شفافیت و کارایی در بازار سرمایه بوده است. ناآگاهی سیاست گذاران از مزایای بازار خارج از بورس و نحوه اداره آن موجب بی توجهی آنها نسبت به ایجاد این بازار شده است که یکی از عوامل کمتر توسعه یافتگی بازار سرمایه به شمار می رود. در نهایت این تحقیق تاسیس انجمن ملی معامله گران اوراق بهادار را پیشنهاد می کند.

خاوری، کشاورزیان و عظیمی (۱۳۸۳)، در مطالعه خود: آزادسازی نرخ سود و تأثیر آن بر متغیرهای کلان اقتصاد ایران، به بررسی نظریه های مختلف پرداختند. به نظر نهادگرایان، پول عامل مهم تولیدی در کشورهای در حال توسعه محسوب می شود و به دلیل عدم توسعه بازار سهام اوراق قرضه (بازار سرمایه) در این کشورها بنگاههای تولیدی نمی توانند برای سرمایه گذاری مورد نیاز از این بازار استفاده کنند و منبع اصلی تأمین نقدینگی آنها، اعتبارات سیستم بانکی است و در شرایط سرکوب مالی به دلیل منفی بودن نرخ بهره (سود) واقعی بانکی ناشی از تورم و کنترل اعتباری، سرمایه گذاری و تولید قربانی

اصلی سیاست سرکوب مالی محسوب می شوند. همچنین ماکس ول^۱ (۱۹۸۰) با بررسی ۶۱ کشور در حال توسعه با هدف تبیین رابطه بین پس انداز، سرمایه گذاری و رشد اقتصادی، آزادسازی نرخ بهره در اقتصاد را سبب رشد پس انداز، سرمایه گذاری و تولید می کند. وارمن و ترل وال^۲ (۱۹۹۴) با آزمون الگوی مک کینونی نشان دادند آزادسازی مالی از طریق تحریک پس انداز و اعتبارات بانکی سبب تقویت سرمایه گذاری و در نهایت رشد اقتصادی می گردد. محققین در نتیجه گیری خود عقیده دارند آزادسازی مالی سه تأثیر عمده بر اقتصاد کشورها دارد: اول، سطح سرمایه گذاری را افزایش می دهد و به رشد اقتصادی منجر می شود. دوم، شکاف بین تقاضای سرمایه گذاری و عرضه پس انداز (مازاد تقاضای سرمایه گذاری) را کاهش می دهد و رانت ایجاد شده را از بین می برد. سوم، تخصیص بهینه منابع محدود جامعه، با افزایش نرخ بهره واقعی فعالیت های سرمایه گذاری کم بازده حذف می شوند و کارایی متوسط سرمایه گذاری افزایش می یابد.

علی جهانخانی، محمد نوفرستی و فرهنگ قراگوزلو در بهار ۱۳۸۸ در مقاله ای تحت عنوان اطمینان بیش از اندازه سرمایه گذاران و حجم معاملات در بازار بورس اوراق بهادار تهران بیان می کنند که اطمینان بیش از اندازه سرمایه گذاران به تحلیل ها و اطلاعات خود نوعی انحراف شناختی است که فرد به دلیل بازخورهای کند و همراه با خطا از تصمیمات خود در شرایط ریسک به درک صحیح قابلیت ها و مهارت هایش در تصمیم گیری قادر نیست. یکی از نشانه های وجود اطمینان بیش از حد در بازار سهام افزایش حجم معامله سرمایه گذاران پس از تحقق بازده در دوره های قبلی است. اما نتایج بررسی حاکی از آن بود که صرف نظر از وجود بعضی محدودیت ها در بورس تهران می توان نتیجه گرفت اطمینان بیش از اندازه سرمایه گذاران و معاملات بازار بورس وجود ندارد.

محسن صادقی در مقاله خود با عنوان بررسی اثر روزهای هفته بر بازدهی نوسان پذیری و حجم معاملات در بازار بورس تهران بیان میکند که یافته های تحقیق اثر روزهای هفته را در بازدهی حجم معاملات و نوسان پذیری در بورس اوراق بهادار تهران تأیید مینماید. همچنین رابطه مستقیمی بین بازدهی و نوسان پذیری روزانه و رابطه معکوس بین بازدهی و حجم معاملات روزانه و نیز رابطه بین حجم معاملات و نوسان پذیری روزانه مورد تأیید قرار می گیرد.

یوسفی (۱۳۸۴)، در مطالعه خود بررسی طرح منطقی کردن سود تسهیلات بانکی، حساسیت سرمایه گذاری به نرخ سودبانکی را در ایران به دلیل بی ثباتی سیاسی و بالا بودن ریسک سرمایه گذاری پایین می داند. کاهش نرخ سود تسهیلات بانکی می تواند سبب کاهش هزینه تولید و در نتیجه تورم ناشی از فشار هزینه شده و بنابراین شدت تورم رکودی کاهش یابد. لذا در این دیدگاه کاهش نرخ سود تسهیلات باعث افزایش سرمایه گذاری می شود. محقق براساس نظریات مک کینون و شاو بیان می دارد تعیین نرخ سود تسهیلات بانکی باید بر مبنای متوسط بازده هر بخش، تحولات شاخص های اقتصاد کلان و میزان ریسک پذیری هرفعالیت تعیین شود. وی همچنین مطالعه کمیجانی در دوره ۱۳۵۳ تا ۱۳۷۰ را بررسی نموده که بر این اساس حساسیت سرمایه گذاری نسبت به نرخ بهره در ایران پایین بوده و این مسأله بیشتر از بالا بودن ریسک و نااطمینانی سرمایه گذاری بخش خصوصی ناشی است به عقیده کمیجانی تا زمانی که عناصر و ساختارهای اساسی اقتصاد ایران دچار تحول نشود، تأثیرگذاری سیاست پولی بر متغیرهای حقیقی وجود ندارد. با این حال مطالعات والی زاده ورجبی نشان می دهد که سرمایه گذاری خصوصی در ماشین آلات رابطه منفی معناداری با نرخ سود بانکی دارد.

نظریه کینز در مورد عملکرد بازار پس انداز و سرمایه گذاری با نظریه کلاسیکی کاملاً متفاوت است. به نظر کینز، فرض کلاسیک مبنی بر اینکه پس انداز کنندگان و سرمایه گذاران یک گروه واحد هستند و به خاطر یک عامل مشترک پس انداز و سرمایه گذاری می نمایند، فرض صحیحی نیست. کینز معتقد است که با توجه به تغییر اوضاع و احوال اقتصادی در قرن بیستم نسبت به قرن هجدهم و نوزدهم، پس انداز کنندگان و سرمایه گذاران دو گروه مختلف هستند و به خاطر عوامل مختلف پس انداز و سرمایه گذاری می کنند. لذا، پس انداز تابع مستقیم درآمد ملی و سرمایه گذاری، با فرض ثبات بازده نهایی سرمایه گذاری، تابع غیرمستقیم نرخ بهره می باشند.

$$S = f(y)$$

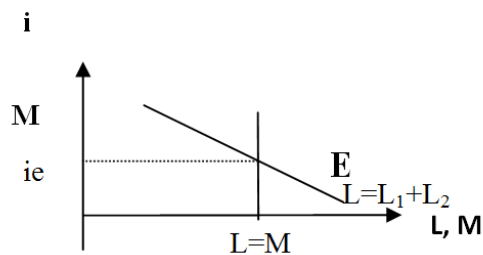
$$I = f(i)$$

به نظر کینز نرخ بهره مکانیسم متعادل کننده پس انداز و سرمایه گذاری نیست، بلکه درآمد ملی است که این وظیفه را انجام می دهد. به عبارت دیگر، بازار پس انداز و

سرمایه گذاری در اقتصاد کینزی تعیین کننده نرخ بهره نیست، بلکه تعیین کننده تولید یا در آمد ملی است.

کینز معتقد است که بازار پول، نرخ بهره را تعیین می کند. در این بازار تقاضا برای پول تحت تاثیر سه انگیزه معاملاتی، احتیاطی و سوداگرانه شکل می گیرد. از آنجا که در تئوری کینزی، عرضه پول مستقل از نرخ بهره است و همواره در سطح مشخصی ثابت می باشد، نرخ بهره تعادلی از تقاطع دو منحنی عرضه و تقاضای پول بدست می آید.

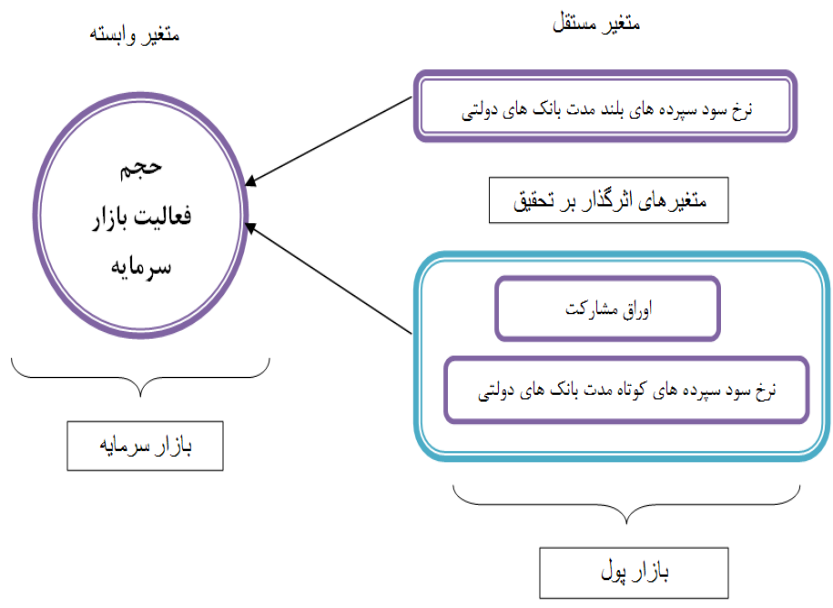
نمودار تعادل در بازار پول



باید به این نکته توجه داشت که در اقتصاد کینزی شرط لازم برای ایجاد تعادل در بازار پول، تعادل در بازار اوراق قرضه یا بازار بورس است. به عبارت دیگر در وضعیت تعادل بازار پول در نقطه E، حتما بازار اوراق قرضه هم در تعادل است.

۳- مدل مفهومی تحقیق

مدلی که در این تحقیق بدان پرداخته شده است شامل دو نوع متغیر می باشد. متغیر مستقل و متغیر وابسته. که در این مدل متغیر مستقل شامل نرخ سود سپرده های بلند مدت بانک های دولتی و همچنین نرخ سود سپرده های کوتاه مدت بانک های دولتی و اوراق مشارکت دولتی (به عنوان متغیر های اثر گذار بر نتیجه تحقیق) می باشند و متغیر وابسته فعالیت بازار سرمایه میباشد که با حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران در این تحقیق سنجیده می شود.



شکل فوق به صورت معادله رگرسیونی $Y=ax+b$ می باشد. که در اینجا y برابر با حجم فعالیت بازار سرمایه و x برابر با نرخ سود بازار پول می باشد که در اینجا منظور نرخ سود سپرده های بلندمدت بانک های دولتی به عنوان متغییر اصلی و نرخ سود سپرده های کوتاه مدت بانک های دولتی و نرخ سود اوراق مشارکت می باشد.

۴- فرضیه های تحقیق

با توجه به گستردگی و تنوع سرمایه گذاری که در ارائه مدل های سرمایه گذاری رخ داده است این سوال مطرح شد که جهت سرمایه گذاری و کسب بازده چگونه تغییرات بازار پول بر بازار سرمایه تاثیر گذار خواهد بود. بمنظور آزمون جهت استخراج پاسخ های لازم به سوالات اصلی تحقیق، فرضیه ها به شرح زیر مطرح می شود:

فرضیه ۱: بین نرخ سود سپرده های بلند مدت بانک های دولتی و فعالیت بازار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد .

فرضیه ۲: بین نرخ سود اوراق مشارکت دولتی و فعالیت بازار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳: بین نرخ سود سپرده های کوتاه مدت بانک های دولتی و فعالیت بازار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

۵- روش شناسی تحقیق

تحقیقات را براساس معیارها و میناهای مختلفی دسته بندی می کنند. نوع تحقیق حاضر از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف از نوع کاربردی است که اینگونه تحقیقات نظریه ها، قانونمندیها، اصول و فنون تحقیقات پایه را برای حل مسایل اجرائی و واقعی به کار می گیرد. همچنین نوع این تحقیق بر مبنای طبقه ای از نظر روش از نوع تحقیقات همبستگی است که در آن هدف اصلی مشخص کردن رابطه بین چند متغیر کمی است. در تحقیق همبستگی هدف اصلی این است که مشخص شود آیا رابطه ای بین دو یا چند متغیر کمی وجود دارد و اگر این رابطه وجود دارد اندازه و حد آن چقدر است؟ هدف از مطالعه همبستگی برقراری یک رابطه یا نبود آن، و بکارگیری روابط در انجام پیش بینی ها است. در این تحقیق، همبستگی **متغیرهای مستقل** سود سپرده های بلند مدت، کوتاه مدت و اوراق مشارکت ، که تصور می رود با **متغیر وابسته** حجم معاملات و فعالیت بازار سرمایه مرتبط است، ارزیابی شده و مقداری را که توسط متغیرهای مستقل تبیین می شود، اندازه گیری می شود. (حجم نمونه و جامعه برابر است). جامعه مطالعاتی تحقیق شامل بانکهای دولتی و فعالیت بازار سرمایه می باشد که از طریق حجم معاملات در بورس بین سالهای تحقیق برآورد شده است .

اعتبار درونی و برونی پژوهش

با توجه به اینکه داده ها و اطلاعات از سازمان بورس اوراق بهادار تهران و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران گردآوری شده است، بنابراین قابل اعتماد و به عبارت دیگر دارای

اعتبار است. بنابراین انتظار این است که وسیله اندازه گیری و داده های مورد مطالعه در تحقیق، دارای اعتبار و روائی است.

۶- نتایج حاصل از آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته تحقیق

در انجام آزمونهای پارامتریک لازم است که متغیرهای تحقیق از لحاظ نرمال بودن مورد بررسی قرار گیرند در این تحقیق نیز برای انجام این مهم از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف استفاده شده است.

H0 : توزیع جامعه وابسته به متغیر تحقیق نرمال است.

H1: توزیع جامعه وابسته به متغیر تحقیق نرمال است.

آزمون یک نمونه ای کلموگروف - اسمیرنوف

فعالیت بازار سرمایه	سود سپرده بلند مدت	سود اوراق مشارکت	سود سپرده کوتاه مدت	تعداد
۴۲۵۸	۴۲۵۸	۴۲۵۸	۴۲۵۸	پارامترهای نرمال a
۱.۴۲۸۲۴۱۶۳۴- ۳×۱۰ ^{-۱۱}	۱۷.۲۵۳۳	۱.۷۵۹۱۰۰۵۱۶۶ ۷×۱۰ ^{-۱}	۷.۶۶۸۸۵۸۶	میانگین
۳.۲۹۲۷۵۵۰۶۷ ۳۳۱×۱۰ ^{-۱۱}	۱۰.۴۴۱۹	۱.۸۷۷۷۲۱۱	-۰.۶۳۳۹-۹۱	انحراف معیار
-۰.۳۳۲	-۰.۲۵۹	-۰.۲۰۲	-۰.۲۸۷	بیشترین اختلاف نهایی
-۰.۲۴۱	-۰.۲۲	-۰.۲۰۲	-۰.۲۷۳	مثبت
-۰.۳۳۲	-۰.۲۵۹	-۰.۱۹۵	-۰.۲۸۷	منفی
۳۱.۶۸	۱۶.۹۰۵	۱۳.۲۰۹	۱۸.۷۴۲	کلموگروف - اسمیرنوف Z
-	-	-	-	سطح معنی داری (دو طرفه)

آزمون توزیع نرمال است : a

نگاره ۱: آزمون یک نمونه ای کلموگروف- اسمیرنوف جهت تعیین نرمال بودن متغیرها.

نتیجه آزمون یک خروجی است که به ترتیب تعداد داده ها، پارامترهای مورد نظر در بررسی وجود توزیع (مانند میانگین، انحراف معیار در توزیع نرمال) قدر مطلق مقدار بیشترین انحراف، بیشترین انحراف مثبت، بیشترین انحراف منفی، مقدار آماره Z و مقدار sig را ارائه می کند. به دلیل اینکه sig کمتر از ۵ درصد است H0 رد می شود و ادعای نرمال بودن توزیع پذیرفته نمی شود و اما به علت اینکه تعداد داده ها بیشتر از ۳۰ می باشد طبق

قانون حدی مرکزی داده ها بسمت نرمال بودن میل می نمایند، بنابراین داده های تحقیق نرمال فرض می شود.

آزمون دوربین واتسون

یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مد نظر است استقلال خطاها از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها همبستگی داشته باشند امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد.

توصیف مدل b

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	برآورد خطا	دوربین واتسون
۱	۰.۴۹۷ a	۰.۰۸۸	۰.۰۸۸	$3.144428352272 \times 10^{-9}$	۱.۵۱۳

a. سود سپرده بلند مدت : پیش بینی

b. فعالیت بازار سرمایه : متغیر وابسته

نگاره ۲: آزمون دوربین واتسون بین فعالیت بازار سرمایه و نرخ سود سپرده ها

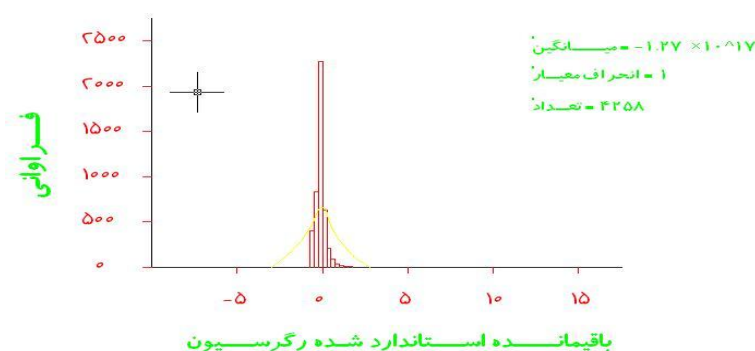
آماره دوربین- واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر استفاده می شود که اگر مقدار آماره دوربین- واتسون در فاصله $1/5$ و $2/5$ داشته باشد فرض همبستگی بین خطاها رد می شود و می توان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار آماره دوربین- واتسون برابر 1.51 می باشد و این عدد نشان می دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها تایید نمی شود و می توان از رگرسیون استفاده کرد.

نتایج حاصل از بررسی نرمال بودن خطاها

یکی دیگر از مفروضات در نظر گرفته شده در رگرسیون آن است که خطاها دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشند. بدیهی است در صورت عدم برقراری این پیش گزیده، نمی توان از رگرسیون استفاده کرد. بدین منظور باید مقادیر استاندارد خطاها محاسبه شود

و نمودار توزیع داده ها و نمودار نرمال آنها رسم شود و سپس مقایسه ای بین دو نمودار صورت گیرد .

متغیر وابسته : فعالیت بازار سرمایه



نمودار شماره ۱: پراکندگی دو متغیر نرخ سود سپرده بلندمدت و فعالیت بازار سرمایه

با مقایسه نمودار توزیع فراوانی خطاها و نمودار توزیع نرمال، مشاهده می شود که توزیع خطاها نرمال است و همچنین مقدار میانگین در سمت راست نمودار خیلی کوچک است و انحراف معیار یک می باشد.

بررسی رابطه خطی مدل

استفاده از تحلیل واریانس جهت آزمون رابطه خطی بین دو متغیر می باشد .

جدول تحلیل واریانس b

مدل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	F-بیشتر	سطح معنی داری
۱	رگرسیون	۱	4.074×10^{-25}	۴۱۲.۰۸۹	a
	ماتده	۴۲۵۶	9.887×10^{-22}		
	کل	۴۲۵۷	4.616×10^{-26}		

a. سود سپرده بلند مدت : بیش بینی
b. فعالیت بازار سرمایه : متغیر وابسته

اساس این خروجی از آن جایی که sig کمتر از ۰,۰۵ می باشد فرض H0 رد می شود و همبستگی بین این دو متغیر وجود دارد ضریب همبستگی برای ۴۲۵۸ داده ۰,۲۹۷- می باشد که حاکی از آن است که رابطه بین دو متغیر معکوس است یعنی در زمانی که نرخ سود سپرده های بلند مدت افزایش میابد، فعالیت بازار سرمایه کاهش خواهد یافت .

تعیین رابطه رگرسیونی مدل

ضرایب a

سطح معنی داری	t	ضرایب	ضرایب استاندارد نشده		مدل
		استاندارد	خطای برآورد	B	
-	۲۲.۵۳		7.978×10^{-10}	1.759×10^{-13}	(ثابت)
-	-۲۰.۳	-۰.۲۹۷	4.615×10^{-9}	9.369×10^{-10}	سود سپرده بلند مدت

a. فعالیت بازار سرمایه : متغیر وابسته

نگاره شماره ۵: ضرایب نرخ سود سپرده های بلند مدت و فعالیت بازار سرمایه

در خروجی نگاره شماره ۵ و در ستون B به ترتیب مقدار ثابت و ضریب متغیر مستقل در معامله رگرسیون ارائه شده است و این معادله به صورت زیر می باشد:

$$y = 1.759E - 9.369EX$$

طبق خروجی نگاره شماره ۵، بقیه ستون های این نگاره شامل معیار ضرایب ستون B، آماره t و sig است که جهت آزمون فرض تساوی هر یک از ضرایب ستون B با عدد صفر به کار می رود. حال اگر β و α به ترتیب مقدار ثابت و شیب خط رگرسیون جامعه باشد، آزمون فرض ها را برای این دو مقدار می توان به صورت زیر نوشت:

$$\begin{cases} H_0 : \beta = 0 \\ H_1 : \beta \neq 0 \end{cases}, \begin{cases} H_0 : \alpha = 0 \\ H_1 : \alpha \neq 0 \end{cases}$$

از آنجا که در این خروجی، sig آزمون تساوی ضریب رگرسیون و مقدار ثابت با صفر کوچکتر از پنج درصد است. بنابراین فرض تساوی این دو ضریب با صفر رد می شود و نباید آن ها را از معادله رگرسیون خارج کرد.

بررسی مفروضات رگرسیون در آزمون فرض دوم آزمون دوربین واتسون

توصیف مدل b

دوربین واتسون	برآورد خطا	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی	مدل
۱.۵۳۶	$3.12-974745254 \times$ 10^{-11}	۰.۱۰۲	۰.۱۰۲	۰.۳۱۹ a	۱

- a. سود اوراق مشارکت : پیش بینی
b. فعالیت بازار سرمایه : متغیر وابسته

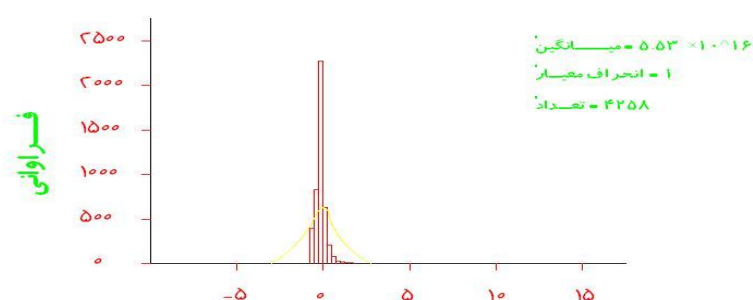
نگاره شماره ۶: آزمون دوربین واتسون بین نرخ سود اوراق مشارکت و فعالیت بازار سرمایه

مقدار آماره دوربین- واتسون برابر ۱,۵۳ می باشد و این عدد نشان می دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها تایید نمی شود و می توان از رگرسیون استفاده کرد.

بررسی نرمال بودن خطاها :

نمودار پراکندگی دو متغیر نرخ سود اوراق مشارکت و فعالیت بازار سرمایه را نشان می دهد. این نتایج منطبق بر نتایج حاصل از روش رگرسیون خطی ساده است. با مقایسه نمودار توزیع فراوانی خطاها و نمودار توزیع نرمال، مشاهده می شود که توزیع خطاها نرمال است و همچنین مقدار میانگین در سمت راست نمودار خیلی کوچک است و انحراف معیار یک می باشد.

متغیر وابسته : فعالیت بازار سرمایه



باقیمانده استاندارد شده رگرسیون

نمودار شماره ۲: پراکندگی دو متغیر نرخ سود اوراق مشارکت و فعالیت بازار سرمایه

بررسی رابطه خطی مدل :

استفاده از تحلیل واریانس جهت آزمون رابطه خطی بین دو متغیر می باشد .

جدول تحلیل واریانس a

مدل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	فیشر	سطح معنی داری
۱	۴.۷۰۰ × ۱۰ ^{۲۵}	۱	۴.۷۰۰ × ۱۰ ^{۲۵}	۴۸۲.۵۱۲	a
	۴.۱۴۶ × ۱۰ ^{۲۶}	۴۲۵۶	۹.۷۴۰ × ۱۰ ^{۲۲}		
	۴.۶۱۶ × ۱۰ ^{۲۶}	۴۲۵۷			

a. سود اوراق مشارکت : پیش بینی

b. فعالیت بازار سرمایه : متغیر وابسته

نگاره شماره ۷: جدول تحلیل واریانس بین دو متغیر نرخ سود اوراق مشارکت و فعالیت بازار سرمایه

نگاره شماره ۷ نشان دهنده تحلیل واریانس بین متغیر سود بانکی بلند مدت به عنوان متغیر مستقل و متغیر فعالیت بازار سرمایه متغیر وابسته می باشد، طبق این خروجی، معنی داری کلی مدل رگرسیون توسط نگاره ANOVA و از طریق فرضیه های آماری ذیل آزمون می شود :

$$\begin{cases} H_0: & \text{رابطه خطی بین دو} \\ & \text{متغیر وجود ندارد} \\ H_1: & \text{رابطه خطی بین دو} \end{cases}$$

با توجه به این که sig کمتر از پنج درصد می باشد، فرض خطی بودن رابطه بین دو متغیر تایید می گردد.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه تحقیق: بین نرخ سود اوراق مشارکت دولتی و فعالیت بازار سرمایه رابطه معناداری

وجود دارد - $H_0: B = 0$

فرضیه مقلبل: بین نرخ سود اوراق مشارکت دولتی و فعالیت بازار سرمایه رابطه معناداری وجود

ندارد. $H_1: B \neq 0$

ضرایب همبستگی

سود اوراق مشارکت	فعالیت بازار سرمایه		
-۰,۳۱۹	۱	ضریب همبستگی پیرسون	فعالیت بازار سرمایه
-		سطح معنی داری (دوطرفه)	
۴۲۵۸	۴۲۵۸	تعداد	
۱	-۰,۳۱۹	ضریب همبستگی پیرسون	سود اوراق مشارکت
	-	سطح معنی داری (دوطرفه)	
۴۲۵۸	۴۲۵۸	تعداد	

نگاره ۸: ضریب همبستگی پیرسون بین نرخ سود اوراق مشارکت و فعالیت بازار سرمایه خروجی فوق ضریب همبستگی پیرسون، sig و تعداد داده ها را نشان می دهد. بر اساس این خروجی از آن جایی که sig کمتر از ۰,۰۵ می باشد فرض H_0 رد می شود و همبستگی بین این دو متغیر وجود دارد ضریب همبستگی برای ۴۲۵۸ داده -۰,۳۱۹ می باشد که حاکی از آن است که رابطه بین دو متغیر معکوس است یعنی زمانیکه نرخ سود اوراق افزایش می یابد، فعالیت بازار سرمایه کاهش می یابد.

تعیین رابطه رگرسیونی مدل

ضرایب a

سطح معنی داری	t	ضرایب استاندارد	ضرایب استاندارد نشده		مدل
		پنا	خطای پر آورد	B	
-	۲۵.۰۱۱		۴.۵۰۷×۱۰^{-۱۰}	۱.۱۲۷×۱۰^{-۱۲}	(ثابت)
-	-۲۱.۹۶۶	-۰.۳۱۹	۲.۵۴۷×۱۰^{-۹}	-۵.۵۹۶×۱۰^{-۱۰}	سود اوراق مشارکت

نگاره شماره ۹: ضرایب سود اوراق مشارکت و فعالیت بازار سرمایه

در خروجی نگاره شماره ۹ و در ستون B به ترتیب مقدار ثابت و ضریب متغیر مستقل در معادله رگرسیون ارائه شده است و این معادله به صورت زیر می باشد:

$$y = 1.127E - 5.596EX$$

طبق خروجی نگاره شماره ۹، بقیه ستون های این نگاره شامل معیار ضرایب ستون B، آماره t و sig است که جهت آزمون فرض تساوی هر یک از ضرایب ستون B با عدد صفر به کار می رود. حال اگر β و α به ترتیب مقدار ثابت و شیب خط رگرسیون جامعه باشد، آزمون فرض ها را برای این دو مقدار می توان به صورت زیر نوشت:

$$\begin{cases} H_0: \beta = 0 \\ H_1: \beta \neq 0 \end{cases}, \begin{cases} H_0: \alpha = 0 \\ H_1: \alpha \neq 0 \end{cases}$$

از آنجا که در این خروجی، sig آزمون تساوی ضریب رگرسیون و مقدار ثابت با صفر کوچکتر از پنج درصد است. بنابراین فرض تساوی این دو ضریب با صفر رد می شود و نباید آن ها را از معادله رگرسیون خارج کرد.

آزمون فرضیه سوم

فرضیه تحقیق: بین نرخ سود سپرده های کوتاه مدت بانکهای دولتی و فعالیت بازار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد. $H_0: B = 0$

فرضیه مقلبل: بین نرخ سود سپرده های کوتاه مدت بانکهای دولتی و فعالیت بازار سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. $H_1: B \neq 0$

ضرایب همبستگی

فعالیت بازار سرمایه	ضریب همبستگی پیرسون	فعالیت بازار سرمایه	سود سپرده کوتاه مدت
فعالیت بازار سرمایه	سطح معنی داری (دوطرفه)	۱	۰.۱۹ a
	تعداد	۴۲۵۸	۴۲۵۸
	ضریب همبستگی پیرسون	۰.۱۹ a	۱
سود سپرده کوتاه مدت	سطح معنی داری (دوطرفه)	-	-
	تعداد	۴۲۵۸	۴۲۵۸
	ضریب همبستگی پیرسون	۰.۱۹ a	۱

نگاره ۱۰: ضریب همبستگی بین نرخ سود سپرده های بانکی کوتاه مدت و فعالیت بازار سرمایه

خروجی فوق ضریب همبستگی پیرسون، sig و تعداد داده ها را نشان می دهد. بر اساس این خروجی از آن جایی که sig کمتر از ۰.۰۵ می باشد فرض H_0 رد می شود و همبستگی بین این دو متغیر وجود دارد ضریب همبستگی برای ۴۲۵۸ داده ۰.۱۹۰- می باشد که حاکی از آن است که رابطه بین دو متغیر معکوس است.

توصیف مدل b

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	برآورد خطا	دوربین واتسون
۱	۰.۱۹۰ a	۰.۳۶	۰.۳۶	۳.۲۳۲۲۴۴۴۴۳۶۷ 2×10^{-11}	۱.۴۳۱

سود سپرده کوتاه مدت: پیش بینی a.

فعالیت بازار سرمایه: متغیر وابسته b.

نگاره شماره ۱۱: آزمون دوربین واتسن بین نرخ سود سپرده های بانکی کوتاه مدت و فعالیت بازار سرمایه

مقدار آماره دوربین- واتسون برابر ۱.۴۳۱ می باشد و این عدد نشان می دهد که خطاها از یکدیگر مستقل نیستند و بین خطاها خود همبستگی وجود دارد و فرض همبستگی بین خطاها تایید می شود و نمی توان از رگرسیون جهت پیش بینی مدل استفاده نمود.

۸- نتیجه گیری و بحث

پژوهش فوق در واقع به دنبال اثبات این فرضیه است که آیا در محیط واقعی رابطه ای بین نوسانات نرخ سود سپرده های بانکی و فعالیت بازار سرمایه از نقطه نظر حجم مبادلات وجود دارد یا خیر و در صورت وجود این رابطه چه پیشنهادات سازنده ای در جهت جلب سرمایه ها در شرایط برتری نرخ سود بانکی به نرخ سود سهام می توان ارائه داد تا بازار سرمایه از رونق نیفتد. در واقع این تحقیق به دنبال کمک به بازار اوراق بهادار در جهت حفظ موقعیت خود در جذب سرمایه ها می باشد. از سوی دیگر بانک های دولتی می توانند با ارائه دادن اطلاعات صحیح و روشن در مورد سپرده های خود کمک بزرگی به سرمایه گذاران جهت تشخیص نوع سرمایه گذاری در بازار پول و بازار سرمایه ارائه بدهند.

پس این پژوهش از یک سو به دنبال کشف رابطه بین نرخ سود بانکی و فعالیت بازار سرمایه است تا به این طریق به سرمایه گذاران در امر سرمایه گذاری کمک کند. و از سوی دیگر می خواهد به رشد و توسعه بازار سرمایه کمک کرده و با ارائه نتایج به رابطه بین بازار پول و سرمایه از بعد تازه ای بنگرد.

با توجه به نتیجه این تحقیق که حاصل از آزمون تاثیر نرخ سود سپرده های بلند مدت و کوتاه مدت و اوراق مشارکت بر فعالیت بازار سرمایه است بیان می شود که بازار پول می تواند بر بازار سرمایه تاثیر بگذارد بدین معنی که متغییر وابسته (فعالیت بازار سرمایه) تحت تاثیر متغییر مستقل (نرخ سود سپرده ها در بازار پول) می باشد. و این بدان معنی است که سرمایه گذاران و دست اندرکاران بازار سرمایه باید نسبت به تغییرات نرخ سود سپرده های بانکی و آثار آن بر فعالیت بازار سرمایه آگاه باشند و با علم به این موضوع نسبت به سرمایه گذاری در بازار پول و یا سرمایه اقدام نمایند. با انجام این تحقیق اطلاعات جدیدی در مورد تاثیر پذیری بازار پول بر بازار سرمایه ارائه شد. لازم به ذکر است که فعالیت بازار سرمایه تحت تاثیر شرایط درونی و بیرونی می باشد. شرایط درونی که مربوط به شرایط خاص هر شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد و شرایط بیرونی که مربوط به شرایط اقتصاد کلان حاکم بر کشور می باشد. بنابراین سرمایه گذاران باید به عوامل درونی و بیرونی جهت تعیین نوع سرمایه گذاری خود در بازار سرمایه و بازار پول آگاه باشند و بدانند که عوامل زیادی بر فعالیت بازار سرمایه تاثیر می گذارد که از آن جمله می توان

به خصوصی سازی که در چند سال اخیر جز فعالیتهای دولت بوده و همچنین نوسانات سیاسی و اقتصادی اشاره داشت .

پیشنهادهایی مبتنی بر یافته های تحقیق

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها که رابطه معنی داری را بین نرخ سود سپرده های بلند مدت و کوتاه مدت و اوراق مشارکت بر فعالیت بازار سرمایه در دوره زمانی (۱۳۷۳-۱۳۸۸) نشان داد، پیشنهادهای به شرح ذیل بیان می شود :

(۱) سرمایه گذاران باید بدانند که فعالیت بازار سرمایه تحت عوامل زیادی است که یکی از آن عوامل نوسانات نرخ سود در بازار پول می باشد پس ضروری به نظر می رسد که آنها در هنگام تصمیم گیری در مورد سرمایه گذاریشان در بازار های پول یا سرمایه نرخ های سود بازار پول را مورد توجه قرار دهند تا بیشترین منفعت شامل حال آنها شود.

(۲) سرمایه گذاران در نوع شناسایی سرمایه گذاری در بازار پول و بازار سرمایه مطابق با اطلاعات به روز تصمیم گیری نمایند و سعی کنند تا جایی که ممکن است حساب شده تصمیم گیری نمایند.

(۳) سرمایه گذاران باید به مولفه ریسک در نوع تصمیم گیری در بازار پول و سرمایه دقت نمایند .

(۴) سرمایه گذاران می بایست متوجه متاثر بودن حجم فعالیت بازار سرمایه از نوسانات نرخ سود سپرده های کوتاه مدت بانک های دولتی باشند . البته باید بدانند که رابطه بین این دو خطی نمی باشد و این بدان معناست که نمی توان رابطه کاملاً روشنی را بین دو متغیر پیش بینی کرد و ناگزیرند که در مورد این نوع از سپرده ها حساسیت بیشتری به خرج دهند.

(۵) با توجه به کشف رابطه معکوس میان نوسانات نرخ سود بانک ها و حجم معاملات بازار سرمایه لازم به نظر می رسد که مسئولان مربوطه در بازار سرمایه تلاش کنند تا بتوانند از طریق اطلاع رسانی های مکفی به اقشار جامعه (بیان منافع سرمایه گذاری در بورس) جذابیت بازار بورس را نزد آنها بالاتر ببرند و تمهیدات لازم را جهت حفظ استانداردها و جذب سرمایه در زمانیکه نرخ سود بانک ها افزایش میابد

بکار گیرند.

- (۶) شفافیت اطلاعات عامل مهمی در جذب سرمایه ها به سوی بازار سرمایه اوراق بهادار به شمار می رود. همانطور که در فصل دوم نیز مفصلاً به این مساله پرداخته شد این عامل میتواند به ایجاد یک بازار کارا منجر شود و به سرمایه گذاران در امر سرمایه گذاری کمک کند. زیرا اکثریت قالب جامه را افراد ریسک گریز تشکیل می دهند که برای قانع کردن آنها به امر سرمایه گذاری اطلاع رسانی کافی امری تاثیرگذار و مهم به شمار می رود.
- (۷) جدا سازی بازار پول و سرمایه از هم تبعات ناخوشایندی را برای رشد اقتصادی کشور به همراه دارد، پیشنهاد می شود دست اندرکاران بازار سرمایه با ایجاد امکانات لازم سعی در جذب سرمایه بانک ها اعم از دولتی و خصوصی به بازار بورس اوراق بهادار کنند تا به این طریق حتی در مواقعی که پس اندازهای اقشار جامعه به علت افزایش نرخ سود بانکی جذب نهادهای پول می شود بتوانند از موقعیت استفاده کرده و با ایجاد جاذبه های سرمایه گذاری در بازار بورس در نهایت این ثروت را به سمت بازار سرمایه جلب کنند.
- (۸) با توجه به این که تحقیقات در بازار پول و بازار سرمایه در بازه های ۱۶ ساله صورت گرفته به محققان و پژوهشگران پیشنهاد می شود که برای پژوهشهای آتی دوره زمانی تحقیق را طولانی تر در نظر بگیرند.
- (۹) پیشنهاد می شود که تاثیر عوامل محیطی از جمله مناسبات سیاسی را نیز بر حجم فعالیت بازار بورس اوراق بهادار تهران مد نظر قرار دهند، خصوصاً در سال های اخیر که تشنجات سیاسی و تحریم های مختلف سیاسی و اقتصادی بازار سرمایه گذاری در ایران را بیش از پیش تحت شعاع خود قرار داده و موجب پررنگ تر شدن اثر عوامی مانند نوسانات نرخ ارز و تورم که خود بر حجم مبادلات بازار بورس تاثیر گذارند می شود، در نتیجه بررسی این عوامل ضروری به نظر می رسد.
- (۱۰) پیشنهاد می شود به تاثیر نرخ سود سپرده های بازار پول بر حجم معاملات در بازار کالا نیز توجه نمایند.
- (۱۱) پیشنهاد می شود که نقش خصوصی سازی بر فعالیت بازار سرمایه و شاخص قیمت بررسی شود.

۱۲) پیشنهاد می شود که در تحقیقات آتی بورس کالا و بورس ارزهای خارجی را نیز مد نظر قرار دهند.

فهرست منابع

- ۱) تهرانی، ر. و صادقی شریف، س.ج. (۱۳۸۳)، "تبیین مدل شرطی قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای CAPM در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۱۸، پاییز و زمستان.
- ۲) جونز، چالز پارکر، ترجمه محمد شاه علیزاده، (۱۳۸۰)، "مدیریت سبد سهام"، انتشارات جامعه دانشگاهی.
- ۳) جونز، چالز پارکر، ترجمه رضا تهرانی و عسگر نوریخس، (۱۳۸۴)، "مدیریت سرمایه گذاری"، انتشارات نگاه دانش.
- ۴) ختایی و سیفی پور، (۱۳۸۵)، "بازار های مالی در ایران"، پژوهشنامه اقتصادی شماره ۱۸.
- ۵) خورشیدی و قریشی، (۱۳۷۹)، "مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته".
- ۶) دورنبوش، فیشر، استانلی، رودریگر، (۱۳۷۸)، "مدیریت راهبردی"، انتشارات جنگل.
- ۷) درخشان، س. "بررسی شرایط بازار مالی بر نسبت بدهی و حقوق صاحبان سهام در شرکت سایپا"، (۱۳۸۷)، پایان نامه کارشناسی ارشد از دانشگاه علوم تحقیقات تهران.
- ۸) دوانی، غ. ج. (۱۳۸۱)، "بورس سهام (نحوه قیمت گذاری سهام)", نشر مؤسسه حسابرسی.
- ۹) رایلی، فرانک کی و براون، کیت سی، ترجمه دکتر غلامرضا اسلامی بیدگلی، دکتر فرشاد هیبیتی و دکتر فریدون رهنمای رودپشتی، (۱۳۸۴)، "تجزیه و تحلیل سرمایه گذاری و مدیریت سبد اوراق بهادار"، انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی.
- ۱۰) رهنمای رودپشتی، ف. (۱۳۸۳)، "مدیریت مالی جلد اول"، انتشارات جنگل.
- ۱۱) رهنمای رودپشتی، ف.، نیکو مرام ه.، هیبیتی، (۱۳۸۶)، "مدیریت مالی راهبردی"، انتشارات MCG.
- ۱۲) رهنمای رودپشتی، ف. (۱۳۸۶)، "مجموعه مقالات و سخنرانی ها و مطالب

- تخصصی مالی و حسابداری"، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی.
- ۱۳) رهنمای رودپشتی ف، نیکو مرام ه، هیبیتی، (۱۳۸۱)، "مبانی مدیریت مالی جلد ۲"، نشر ترمه.
- ۱۴) رهنمای رودپشتی ف، نیکو مرام ه، هیبیتی ف. (۱۳۸۵)، "فرهنگ اصطلاحات تخصصی"، انتشارات پژوهشکده امور اقتصاد و دارایی.
- ۱۵) هیبیتی ف، نیکو مرام ه، رهنمای رودپشتی ف، (۱۳۸۷)، "بازارها و نهادهای مالی"، انتشارات دانشگاه آزاد.
- ۱۶) سایت اینترنت سازمان بورس اوراق بهادار تهران.
- ۱۷) سلیمانپور، ز. (۱۳۸۸)، "بررسی شرایط بازار مالی بر تشکیل پرتفوی بهینه"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- ۱۸) عبده تبریزی، ح. (۱۳۷۷)، "مجموعه مقالات مالی و سرمایه گذاری".
- ۱۹) وکیلی فرد، ح. (۱۳۸۸)، "تصمیم گیری در مسائل مالی"، انتشارات جنگل، چاپ اول.
- ۲۰) نوروش، ا. و زهرا دیانتهی دیلمی، (۱۳۸۳)، "مدیریت مالی (۱)"، انتشارات دانشگاه تهران.

- 21) Bound, Shun A. & Patel Kanak (Distribution of Real Estate Returns: Are higher moments time varying 2002) The Conditional? www.ssm.com-P-4-11.
- 22) Beranson, (1999) equity trading and risk journal of finance p2-10.
- 23) Estrada, J (2002) Mean- semivariance Behavior, IESE Business School. Working Paper, P 12-18.
- 24) Estrada, J (2002) Systematic Risk in Emerging Mardets: The DCAPM, Emerging Markets Review, 4, 365-379.
- 25) Estrasda, J (2003) Mean- Semivariance Behavior (II): The DCAPM, Research Paper, 493.
- 26) Estrada, J (2004) The Cost of Epuity of Internet Stocks: A Downside Risk Approach, The European journal of Finance, 23-254.
- 27) Fama, E. & French, K. (1992), "The Cross Section of Expected Stock
- 28) Galagedera, Don U.A, A review of Capital Asset Pricing Modesl, www. Ssrn. Com- p 11-17.
- 29) post, T. & Van Vliet, P. (2004) Conditinal Dounside Risk and CAPM, ERiM 7)Report Series Research In Management, 95-125.

-
- 30) Sabratatak (1998) The quest of value U.S. A- p 12-20.
 - 31) [www. Irbourse. Com/FForms/Bourse/FAHist.aspx](http://www.Irbourse.Com/FForms/Bourse/FAHist.aspx)
 - 32) www.irandoc.org
 - 33) www.magiran.com

یادداشت‌ها

- 1 Maxwel
- 2 War man & Tirlwall

