

## تأثیر نااطمینانی سیاست های پولی و ارزی بر گرایشات احساسی سرمایه گذاران

مجتبی کریمی<sup>۱\*</sup>، فریده سادات سبحانیان<sup>۲</sup>، محمدمین علی اکبری<sup>۳</sup>

### چکیده

آگاهی از اینکه آیا نااطمینانی سیاست پولی و مالی بر گرایشات احساسی سرمایه گذاران موثر می باشند یا خیر، استفاده کنندگان و در رأس آن سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی را امیدوار می سازد تا جهت دستیابی به قیمت منصفانه و به دنبال آن بازدهی معقول از سرمایه گذاری، الگوریتمی را تدوین نمایند تا از این متغیرها بعنوان شاخص پیش هشدار در تصمیمات خود استفاده نمایند. هدف مقاله بررسی تأثیر نااطمینانی سیاست های پولی و ارزی بر گرایشات احساسی سرمایه گذاران در شرکتهای منتخب بورس و اوراق بهادار می باشد. این مطالعه تجربی با استفاده از روش پانل پویای GMM برای ۱۰۹ شرکت پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار بررسی شده است. نتایج برازش در دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ حاکی از تأثیر مثبت نااطمینانی سیاست پولی و مالی بر گرایشات احساسی سرمایه گذاران دارد و این اثر مثبت را می توان به دلیل نقش مهمی که نااطمینانی سیاست های پولی و مالی در تعیین قیمت ها و تبیین بازده، بخصوص برای سهام هایی که صادرات و واردات محور هستند، دانست. این مهم می بایست در تدوین سیاست های پولی و مالی که هدف آن کنترل رفتار احساسی و توده وار سرمایه گذاران است مورد توجه سیاست گذاران قرار گیرد.

**کلیدواژه ها:** نااطمینانی سیاست های پولی؛ نااطمینانی سیاست های ارزی؛ گرایشات احساسی سرمایه گذاران.

طبقه بندی JEL: E52، F31، G41

### ۱. مقدمه

بازارهای پولی و مالی بی اثر باشند، غیرممکن است. شواهد نشان می دهد میان نوسانات شاخص کل سهام و تغییرات سیاست های پولی رابطه نزدیک وجود دارد. متغیرهای پولی و بازارهای مالی در ارتباط متقابل با هم قرار دارند، متغیرهای پولی بر بازارهای مالی و فاکتورهای مهم آن مثل نرخ بازدهی و شاخص قیمت سهام تأثیر دارد و می تواند حجم نقدینگی

سیاست های پولی به طور کلی آثار اقتصادی سریعی در بر دارند و به سرعت می توانند شرایط اقتصادی را، به ویژه در بازار پول و سرمایه را تغییر دهند. اثرگذاری سریع سیاست های پولی (انقباضی یا انبساطی) به طور معمول در اقتصاد آزاد با تغییر نرخ بهره بانکی، نرخ ذخیره قانونی و .... صورت می گیرد. این تصور که متغیرهای کلان اقتصادی بر روی

tabakarimi622@gmail.com

\*۱. استادیار گروه حسابداری و مالی، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

۲. کارشناس ارشد مدیریت مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۳. کارشناس ارشد مدیریت مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

بیش از حد مورد انتظار و در بسیاری دیگر، واکنش سهامداران کمتر از حد مورد انتظار گزارش شده است (پورا، ۱۳۹۳). بازار با دنبال کردن روندی خاص، واکنشی مثبت به افزایش صورت گرفته از سوی آن روند نشان می‌دهد. مادامی که بنگاه از روند قبلی خود منحرف نشود، بازار واکنش غیر منتظره‌ای نشان نمی‌دهد. واکنش بازار در برابر انحراف منفی اساسی از روندی منفی، بسیار مثبت خواهد بود بنابراین خبرهای مثبت در برابر خبرهای منفی از واکنش بیشتری از جانب بازار روبرو می‌شود (پاستور و ورنوس<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). مطالعات نشان داده‌اند که عدم قطعیت نه تنها بر فعالیت‌های اقتصادی واقعی بلکه در مورد مصرف و تصمیمات سرمایه‌گذاری عوامل اقتصادی تاثیر دارد. پاستور و ورنوسی (۲۰۱۳) مدل‌هایی را در مورد چگونگی تاثیر عدم قطعیت سیاست دولت بر قیمت سهام ارائه می‌کنند. به طور خاص آنها یک مدل نظری را توسعه دادند که در آن قیمت سهام نه تنها با عدم قطعیت اقتصادی بلکه با عدم اطمینان سیاسی که متعادمی‌باشد، هدایت می‌شوند. عدم قطعیت سیاسی به طور گسترده به‌عنوان عدم قطعیت در انتخاب سیاست آینده تعریف می‌شود.

آگاهی از اینکه آیا نااطمینانی سیاست پولی بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران موثر می‌باشد یا خیر، استفاده‌کنندگان و در رأس آن سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی را امیدوار می‌سازد تا جهت دستیابی به قیمت منصفانه و به دنبال آن بازدهی معقول از سرمایه‌گذاری، الگورتیمی را تدوین نمایند. بنابراین باید در تلاش برای جست‌وجو روش‌هایی بود که بتوان متغیرهای کلان اقتصادی را بدان وسیله ارزیابی کرد و از نقش آن‌ها آگاهی یافت. در این تحقیق سعی می‌شود با بهره‌گیری از روش‌ها و الگوی تحقیق به بررسی تاثیرگذاری شرایط نااطمینانی سیاست پولی بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بپردازد. برای دستیابی به اهداف، مقاله در پنج بخش سازماندهی شده است: پس از مقدمه، ادبیات مرور می‌شود. سپس، روش تحقیق بیان می‌شود. بخش چهارم،

را تغییر دهد، تغییرات حجم نقدینگی می‌تواند نرخ بهره را تغییر دهد، نرخ بهره ارتباط نزدیکی با نرخ تنزیل دارد که در تعیین ارزش دارایی‌های سرمایه‌ای نقش اساسی ایفا می‌کند (کریم زاده، ۱۳۹۵).

فرض عمده در تئوری‌های سنتی نظیر کیو توبین، اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در محیطی مطمئن و با قطعیت است. به علاوه، برگشت ناپذیر بودن مخارج سرمایه‌گذاری و با تأخیر صورت گرفتن آن، به دلیل انتظار دستیابی به اطلاعات جدید، در این تئوریه‌ها لحاظ نشده است. به بیان دیگر، سرمایه‌گذارها هزینه‌های به حساب رفته هستند و نمی‌توان آنها را بازگرداند. افزون بر این، سرمایه‌گذاری‌ها در انتظار برای دستیابی به اطلاعات جدید در خصوص قیمت‌ها، هزینه‌ها و سایر شرایط بازار با تأخیر انجام می‌شوند. از این رو، نااطمینانی مسیر سرمایه‌گذاری را منحرف می‌کند (هارتمن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). نااطمینانی زمانی بروز می‌یابد که اتفاق‌های آینده نامشخص است یا احتمال وقوع آنها پیش‌بینی‌پذیر نیست (بوند و کومیتز<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴).

سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در سهام، مجموعه‌ای از متغیرها و عوامل مالی و غیرمالی را هم‌زمان در نظر می‌گیرند. تصمیم‌گیرندگان با آگاهی از عوامل موثر بر بازدهی سهام می‌توانند رفتار قیمت سهام را با دقت بیشتری تعیین کنند و در نتیجه تصمیمات صحیح‌تری اتخاذ نمایند. بازده سهام متأثر از بازده انواع دارایی‌ها، تغییرات شرایط اقتصادی و سیاسی، واکنش رفتار طیف گسترده‌ای از تصمیم‌گیرندگان، ریسک و بسیاری عوامل شناخته و ناشناخته می‌باشد (جعفری، ۱۳۹۲).

یکی از مفروضات اصلی در تعریف یک بازار کارا این است که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات دریافتی، واکنش منطقی بروز می‌دهند؛ اما مشاهدات بسیاری وجود دارد که نشان می‌دهد واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات دریافتی عقلایی نمی‌باشد. در بسیاری از مشاهدات، واکنش سهامداران

1. Hartman

2. Bond &amp; Jomitz

3. Paštour &amp; Vernous

تناقض دارد. در حقیقت مالیه رفتاری مطالعه چگونگی تفسیر و عمل بر مبنای اطلاعات برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه توسط افراد است به عبارت دیگر به دنبال تأثیر فرایندهای روان شناختی در فرآیند تصمیم‌گیری است. قصد مالیه رفتاری تجزیه و تحلیل و بررسی پدیده‌های جامع بازار بر اساس مکانیسم‌های روانی رفتارهای سرمایه‌گذاری است (شیاو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). عوامل مربوط به یک مدل اقتصاد روان شناختی چیست؟ ون<sup>۲</sup> (۱۹۹۶) یک توضیح بسیار خوبی در این زمینه می‌دهد. اصولی که از مردم آرایه شده این است که پدیده‌های اقتصادی یکسان ممکن است، درک متفاوت و غیر معقولی داشته باشد. شناخت مردم ذهنی و قضوتی است. به عنوان یک نتیجه، واکنش و پاسخ هر یک از آنها ممکن است از دیگری متفاوت باشد اما در هر زمان ممکن است بر واکنش و درک دیگری اثر بگذارد. با در نظر گرفتن این فرض که سرمایه‌گذاران عقلایی و تحت تئوری مالی مدرن عمل می‌کنند انحراف قیمت بازار سهام در بیشتر مواقع برابر ارزش ذاتی آن خواهد بود که منعکس‌کننده تمام عوامل اساسی از سهام مانند وضعیت مالی، سودآوری، عملکرد، عوامل زیست محیطی، چرخه اقتصادی، محیط قانونی، رقابت و غیره است. در تئوری مالی مدرن، اثر عوامل روانی در نظر گرفته نمی‌شود و بسیاری از مردم می‌توانند به برآوردی عادلانه‌ای از ارزش ذاتی و ارزش عادلانه سهام برسند. عوامل انسانی در بازارهای سرمایه‌گذاری مانند همه‌ی بازارهایی که بوسیله انسان ایجاد شده بسیار مهم هستند. ممکن نیست که بدون در نظر گرفتن عوامل انسانی قادر به فهمیدن رفتارهای بازار باشیم (لوو و همکاران، ۲۰۱۸). مالیه رفتاری مطالعه ایست در جاهایی که عوامل انسانی نقش مهمی را در توضیح عملکرد بازار و سهام دارد. اهمیت مالیه رفتاری در توضیح سود بازار سهام، در سال ۱۹۸۰ مورد توجه قرار گرفت. مخصوصاً بعد از ایجاد تئوری چشم انداز توسط پروفیسور کانمان و پروفیسور تورسکی که توانستند به عنوان دانشمندان بر جسته در این زمینه تحولی را ایجاد کنند برای اولین بار مالیه رفتاری را به رسمیت شناختند. پژوهش‌های مالیه رفتاری تنها مربوط به

شامل یافته‌هاست و بخش پایانی به نتیجه‌گیری و پیشنهادها اختصاص یافته است.

## ۲. ادبیات موضوع

### - سیاست پولی

سیاست پولی مجموعه تدابیری است که بانک مرکزی برای تغییر در حجم پول و نقدینگی در راستای تثبیت اوضاع اقتصادی اعمال می‌کند. مسئولیت اخذ تصمیمات سیاست پولی و اجرای آن‌ها بر عهده بانک مرکزی است. از سیاست‌های پولی (و همچنین از سیاست‌های مالی) عموماً به‌عنوان سیاست‌های مدیریت تقاضا یاد می‌شود. چراکه این سیاست‌ها، مدیریت و کنترل تقاضا را مورد بررسی قرار می‌دهند. بعد از ظهور فن بانکداری و قدرت عظیمی که بانک‌ها در ایجاد پول تحریری از خود نشان دادند، لزوم برنامه‌ریزی پولی یا سیاست‌گذاری در زمینه پول، به‌طور روزافزونی احساس گردید. بنابراین لازم بود از یک سو تقاضای پول و از سوی دیگر عرضه آن، تحت ضابطه و کنترل درآید. (مجتهد، ۱۳۹۷).

سیاست پولی از طریق تغییر در رشد حجم پول و نرخ بهره و یا شرایط اعطای تسهیلات مالی بر نرخ ارز موثر است. هدف از سیاست‌های پولی در کشورهای صنعتی پیشرفته و کشورهای رو به توسعه تا حدودی متفاوت است. در کشورهای صنعتی هدف مذکور کنترل تورم، رفع کساد و رسیدن به اشتغال کامل است. در حالی که برای کشورهای رو به توسعه، هدف عمده‌ی سیاست پولی، رشد اقتصادی و افزایش درآمدهای دولتی و عرضه کل بوده است. ارتباط سیاست‌های پولی با نرخ ارز در کشورهای مختلف به‌صورت نظری و تجربی بررسی شده است. اغلب تحقیقات سیاست‌های پولی، تحت عناوین سقف اعتبارات، حجم نقدینگی و غیره بیان شده‌اند (سیلان، ۱۳۹۴).

### - گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران

مالیه رفتاری شامل بخش گسترده‌ای از جنبه‌های روان‌شناسی و علوم اجتماعی است که با فرضیه بازار کارا

سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، به دهه ۷۰ بر می‌گردد. کوهن و همکارانش<sup>۳</sup> (۱۹۷۵) شواهد تجربی کاهش ریسک‌گریزی اشخاص در هنگام افزایش ثروت آنها را در بورس‌های معتبر جهان ارائه کردند. همچنین رایلی و چو<sup>۴</sup> (۲۰۱۵) دریافتند که بین ریسک‌گریزی افراد و سن، درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، رابطه معنی‌داری وجود دارد. با افزایش درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، درجه ریسک‌پذیری آنها نیز افزایش می‌یابد. ولی بین سن افراد و ریسک‌پذیری رابطه عکس وجود دارد. مطالعات لبرون، فارلی و گلا<sup>۵</sup> (۲۰۱۵) ثابت کرد که درجه ریسک‌گریزی افراد، تابعی از عوامل درونی شخص است و به ملاحظات بیرونی بازار ارتباطی ندارد.

عامل مهم دیگری که می‌تواند رفتار افراد را تحت تاثیر قرار دهد، میزان درجه ریسک‌پذیری است، که این مورد از جمله مهمترین عوامل موجود در بازارهای مالی، به ویژه بازار سهام می‌باشد. از لحاظ درجه ریسک، افراد به دو دسته ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز تقسیم می‌شوند. سرمایه‌گذاران در بازار بورس منطقی عمل کرده و به ازای پذیرفتن میزان مشخصی از ریسک، بازده مورد انتظارشان را طلب می‌کنند. ولی اگر فردی به هیچ‌عنوان ریسک را نپذیرد و مایل به کسب بازده ای باشد که در برابر دریافت آن بازده، متحمل هیچ‌گونه ریسکی نشود، به طور طبیعی نمی‌تواند به سمت بازار بورس حرکت کند، چرا که افرادی به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌پردازند که میزان ریسکی را با توجه به مقدار بازده، پذیرا باشند (ولن و همکاران،<sup>۶</sup> ۲۰۱۱).

از انواع محرک‌های درونی دیگری که می‌تواند به رفتار افراد شکل بدهد، انطباق تصویر ذهنی خریدار با تصویر واقعی شرکت است. بسیاری از سرمایه‌گذاران بدون توجه به نام شرکت و صورتهای مالی (سود هر سهم، سیاست تقسیم سود، نرخ رشد سود و ...) سهام شرکت را خریداری می‌کنند، در واقع این‌گونه سرمایه‌گذاران با توجه به تصویر ذهنی ایده‌آل خود از محصولات و خدمات، سهامدار شرکت می‌شوند. در

تئوری و نظریه نیستند. بسیاری از انواع بازارها می‌توانند بوسیله تحقیقات اختصاصی که در این زمینه صورت گرفته توضیح داده شوند. ناتوانی تشکیل یک نظریه منسجم از مالیه رفتاری می‌تواند به دلیل پیچیدگی رفتار انسان باشد (کیدمن و همکاران،<sup>۱</sup> ۲۰۱۲).

مطالعات مالیه رفتاری راهنمای جنبه روانشناختی سرمایه‌گذار است. برخی از عواملی که تصمیمات را شکل می‌دهند موقعیتی هستند و برخی دیگر مربوط می‌شوند به شخصیت (هولدرن،<sup>۲</sup> ۲۰۱۷) بعضی از آنها مربوط می‌شوند به آنچه در بازار اتفاق می‌افتد (به عنوان مثال، روند کوتاه مدت قیمت‌ها) و برخی دیگر کاملاً غیر اقتصادی هستند و مربوط می‌شوند به عوامل زیست محیطی و یا رویدادهای ورزشی (آدمس و همکاران، ۲۰۰۸). مالیه رفتاری به نظریه پردازان مالی و اقتصادی گوشزد می‌کند که در کنار سایر متغیرها، رفتار انسان را نیز در نظر بگیرند. به اعتقاد تالر دیر زمانی نخواهد گذشت که توجه به عامل رفتار انسانی در نظریه‌ها، جزء اصول بدهی خواهد شد. مالیه رفتاری پارادایمی است که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دو فرض اصلی و محدود کننده پارادایم سنتی، پیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد. مالیه رفتاری دو پایه اصلی دارد، یکی محدودیت در آریبیتراژ؛ که بر این اساس سرمایه‌گذاران عقلایی به دلیل آنکه با شرایط پذیرفتن برخی ریسک‌ها روبرو هستند به راحتی نمی‌توانند از فرصت‌های آریبیتراژ استفاده کنند. دومین پایه مالیه رفتاری، روانشناسی است که با استفاده از آن رفتار و قضاوت سرمایه‌گذاران و نیز خطاهای آنان به هنگام قضاوت، بررسی می‌شود.

موضوع‌های فرعی در حوزه مالی و در بحث مالیه رفتاری، مطالعه مربوط به شناسایی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و طراحی و تبیین الگوی تصمیم‌گیری آنان در بازار سرمایه، در شرایط عدم اطمینان است. نخستین مطالعات در زمینه رفتار

1. Kidman et al

2. Holdern et al

3. Kohen et al

4. Raili &amp; Chou

5. Farli &amp; Gala

6. Levlin et al

حقیقت این افراد میان ذهنیت مطلوب خود و تصویر واقعی شرکت‌های موجود، انطباقی را صورت می‌دهند و در نهایت سهامدار شرکتی می‌شوند که محصولات، خدمات، مدیریت و ... آن، مطابق با ذهنیات آنها باشد (مارتین و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). عامل مهم دیگری که از لحاظ روانی بر ذهنیت و قصد افراد تأثیر گذار است، قدرت و توانایی تجزیه و تحلیل ذاتی افراد برای سرمایه گذاری است. به طور کلی اگر افراد احساس کنند که انرژی و استعدادها لازم برای انجام کاری را به خوبی در اختیار دارند، در آن فعالیت موفق‌تر از دیگران عمل می‌کنند. ما در طول تاریخ شاهد ظهور ابر مردانی بوده ایم که با اینکه از تکنیک‌ها و اصول رشته خود به صورت آکادمیک بهره مند نبوده اند، ولی بسیار خوش درخشیده‌اند، چرا که آنها به صورت ذاتی و درونی در زمینه فعالیت خود قدرتمند بوده‌اند. حال اینکه بعضی از افراد که از لحاظ ذاتی (ارثی) از قدرت تحلیل بالایی برخوردار هستند و در واقع این‌گونه افراد با کمترین داده‌ها و اطلاعات در زمینه مورد نظر، تجزیه و تحلیل دقیقی را از خود بروز داده، در نتیجه این‌گونه افراد در صورت شناخت این پتانسیل درونی، گرایش هر چه بیشتری به خرید سهام و فعالیت در بازار بورس اوراق بهادار دارند (کیدمن و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳). پژوهش‌گران با استفاده از روش‌های متعدد به بررسی رابطه بین سیاست‌های پولی و مالی با گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران پرداخته‌اند. بعنوان مثال، بی زوال (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر محافظه کاری شرطی و سیاست‌های پولی انقباضی بر اعتبار تجاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. این پژوهش در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۷ و با استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته صورت پذیرفته است. نتایج نشان داد که محافظه کاری شرطی بر روی اعتبار تجاری شرکت‌ها تأثیر منفی و معنی داری دارد. همچنین اندازه شرکت بر رابطه بین محافظه کاری شرطی و اعتبار تجاری شرکت‌ها تأثیر منفی و معنی داری دارد. بر اساس نتایج سیاست پولی انقباضی هیچ نوع تأثیری بر رابطه بین محافظه کاری شرطی و اعتبار

تجاری شرکت‌ها ندارد.

رستمی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی اهمیت نسبی عوامل صرف ریسک و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام شرکتها پرداختند. به همین منظور با استفاده از داده‌های ۹۵ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، تأثیر شاخص گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ریسک در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام، با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه بررسی شده‌است. نتایج پژوهش نشان داد که انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام میتواند با هر دو عامل گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و صرف ریسک تبیین شود. اثرات منفی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران منجر به ارزشیابی کمتر از حد قیمت بازار سهام نسبت به ارزش‌های ذاتی آن میشود. متغیر بحران مالی نیز تأثیر معناداری بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکت‌ها ندارد.

خوشکلام (۱۳۹۸) به اثرات متقارن و نامتقارن تکانه‌های نفتی بر متغیرهای اقتصاد کلان در ایران پرداخت. نتایج مدل متقارن حاکیست تأثیر شوک قیمت نفت بر تولید ناخالص داخلی حقیقی و نقدینگی مثبت بوده اما تأثیرش بر تورم منفی است. نتایج مدل نامتقارن نشان می‌دهند که تأثیر شوک مثبت قیمت نفت بر تولید ناخالص داخلی حقیقی، تورم و نقدینگی به ترتیب مثبت، منفی و مثبت بوده و تأثیر شوک منفی قیمت نفت بر تولید ناخالص داخلی حقیقی، تورم و نقدینگی به ترتیب منفی، مثبت و منفی است. اما اندازه تأثیر شوک‌های مثبت قیمت نفت بر تولید ناخالص داخلی حقیقی، تورم و نقدینگی در بلندمدت به مراتب بیشتر، کمتر و بیشتر از شوک‌های منفی قیمت نفت است. تأثیر شوک‌های مثبت و منفی بر متغیرها نامتقارن است لذا واکنش متغیرها به شوک‌های مثبت و منفی در جهت‌های مخالف هم اما توأم با مقادیر متفاوت می‌باشد. با توجه به تأثیرگذاری نامتقارن شوک‌های قیمت نفت بر متغیرهای اقتصاد کلان، توصیه می‌شود که دولت به مرور

مثبت حجم نقدینگی (افزایش حجم نقدینگی) شاخص کل قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می دهد.

ابراهیمی و شکری (۱۳۹۰) در تحقیقی به بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر قیمت سهام با تأکید بر نقش سیاست پولی با استفاده از مدل تصحیح خطای برداری ساختاری پرداختند. نتایج بیانگر آن است که قیمت سهام در ایران از عوامل و شرایط اقتصادی مانند قیمت نفت و وضعیت دارایی های رقیب بیشتر متأثر می شود. در ارتباط با اثر کمی که سیاست پولی در توجیه تغییرات شاخص قیمت سهام دارد می توان اتکا ساختار بخش مالی به بانک، عدم آگاهی مردم از بازار سرمایه و تنوع نداشتن اوراق بهادار و همچنین فعال نبودن کانال نرخ بهره در ایران را از دلایل این امر بر شمرد. گیلبرگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر ناطمینانی سیاست پولی بر گرایش های احساسی سرمایه گذاران پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن بود ناطمینانی سیاست پولی بر گرایش های احساسی سرمایه گذاران تأثیرگذار است.

صبور حامد و آراومو<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) با استفاده از یک مدل تصحیح خطا تأثیر سیاست های مالی بر تولید بخش صنعت در نیجریه را بررسی نموده و نشان دادند که مخارج دولت به طور معنیداری تولید بخش صنعت را تحت تأثیر قرار می دهد. جکسون و ارر<sup>۳</sup> (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر سیاست های اقتصادی بر تصمیمات سرمایه گذاری پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن بود نرخ بهره کوتاه مدت و نرخ ارز موثر واقعی بر تصمیمات سرمایه گذاری تأثیرگذار است.

کرو و استان<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست پولی بر واکنش بازار سهام به اخبار کلان پرداختند. نرخ بهره کوتاه مدت بر واکنش بازار سهام به اخبار کلان تأثیرگذار است. نرخ ارز موثر واقعی در بازار بر واکنش بازار سهام به اخبار کلان تأثیرگذار است.

آناند و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر سودآتی پرداختند. نتایج تحقیق آنان حاکی از آن

زمان وابستگی بودجه عمومی به نفت را کاهش دهد تا از این طریق تأثیرگذاری شوک های نفتی بر هزینه های دولت را از بین ببرد و یا اگر نمی تواند این وابستگی را از بین ببرد تلاش کند تا مدیریت صحیحی بر درآمدهای نفتی (در قالب بودجه و انضباط بودجه ای و مالی) و منابع صندوق توسعه ملی داشته باشد تا آثار سوء آنها به حداقل برسد.

زارعی و دارابی (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر افزایش اختیاری در شرکت های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران پرداختند. این پژوهش از نوع علی، پس رویدادی و کاربردی است. نتایج آزمون فرضیه ها در ۷۲ شرکت نشان داد که بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و افزایش اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما با دسته بندی گرایش های احساسی به گرایش های احساسی بالا و پایین، رابطه معناداری بین آنها و افزایش اختیاری یافت نشده است. همچنین از میان متغیرهای کنترلی، بین رشد اقتصادی، اندازه شرکت، بازده دارایی ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با افشاء اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ همچنین بین زیانده بودن شرکت ها و افشاء اختیاری رابطه منفی و معناداری یافت شده است.

یگانه موسوی و رستمی (۱۳۹۴) طی تحقیقی با عنوان بررسی اثرات نامتقارن تکانه های سیاست های پولی بر شاخص کل قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، نشان دادند که تکانه های حجم نقدینگی بر شاخص کل قیمت سهام اثرات نامتقارن دارد، به طوری که تکانه های پیش بینی شده و پیش بینی نشده حجم نقدینگی به صورت متفاوت از هم بر روی شاخص کل قیمت سهام تأثیر می گذارد؛ بدین صورت که تکانه های پیش بینی نشده حجم نقدینگی بیشتر از تکانه های پیش بینی شده آن، شاخص کل قیمت سهام را دچار نوسان می کند. همچنین، نتایج نشان می دهند که تکانه های منفی حجم نقدینگی (کاهش حجم نقدینگی) بیشتر از تکانه های

1. Gilbet et al

2. Sabuur Hammed &amp; Arawomo

3. Jackson &amp; orr

4. Kurov &amp; Stan

5. Anand et al

مدل با استفاده از گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) داده‌های تابلویی پویا<sup>۳</sup> است. روش اقتصادسنجی که در اکثر تحقیقات اقتصادی برای حل این مشکل به کار رفته است استفاده از روش اقتصادسنجی حداقل مربعات دو مرحله ای (2SLS) می‌باشد. لازمه استفاده از این روش یافتن متغیر ابزاری مناسب برای رفع مشکل درونزا بودن متغیرهای نهادی است. اما این روش با محدودیت‌هایی همانند دشوار بودن یافتن متغیر ابزاری مناسب و محدود بودن این نوع متغیرها می‌باشد. همچنین این روش نمی‌تواند مشکل همبستگی بین متغیرهای توضیحی را حل کرده و همخطی در مدل را کاهش داده یا از بین برد.

کاسلی و همکارانش<sup>۴</sup> (۱۹۹۶) برای اولین بار از شیوه برآورد داده‌های تابلویی پویا در برآورد مدلهای رشد اقتصادی استفاده کردند. براساس دیدگاه سچزه<sup>۵</sup> (۲۰۰۳) تعیین درآمدسرانه باید با مدلهای پویا انجام پذیرد. در مقاله ای بوند و همکارانش<sup>۶</sup> (۲۰۰۱) به طور تفصیلی استفاده از این روش را در برآورد مدلهای رشد بررسی کرده اند.

به کار بردن روش پانل دیتای پویا مزیت‌های همانند لحاظ نمودن ناهمسانی فردی و اطلاعات بیشتر، حذف تورش‌های موجود در رگرسیونهای مقطعی است که نتیجه آن تخمین‌های دقیق‌تر، با کارایی بالاتر و همخطی کمتر در خواهد بود. روش پانل دیتای پویا هنگامی به کار می‌رود که تعداد متغیرهای برش مقطعی بیشتر از تعداد زمان و سالها باشد یعنی تعداد شرکت‌ها بیشتر از تعداد زمان است (بوند، ۲۰۰۲؛ بالتاجی<sup>۷</sup>، ۲۰۰۸). به طور کلی روش پویا نسبت به روشهای دیگر دارای مزایای به شکل زیر است: (ندیری و محمدی، ۱۳۹۰، ۸)

۱) حل مشکل درونزا بودن متغیرهای نهادی: مزیت اصلی تخمین پویا آن است که تمام متغیرهای رگرسیون که همبستگی با جزء اخلاص ندارد (از جمله متغیرهای با وقفه

بود که بین بازده سهام و سودآتی ارتباط معنادار وجود دارد. قدرت بازار و سرمایه گذاری بلندمدت بر رابطه بین بازده سهام و سود آتی تأثیرگذار است.

فیلاکتیس و راووزولا<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) در مطالعه ای به بررسی پویایی‌های نرخ ارز و شاخص قیمت سهام کشورهای حوزه آسیایی و اقیانوسیه با استفاده از روش آزمون علیت گرنجر برای دوره زمانی ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۸ پرداختند. نتایج حاصل از مطالعه آنها نشان داد که شاخص بازار سهام در این کشورها به طور مثبت با تغییر نرخ ارز در ارتباط است و از آنتاثر می‌پذیرد. آنها همچنین نشان دادند که بحران‌های مالی تأثیر موقتی بر روند حرکتی بازار سهام و بازار ارز در این کشورها دارد.

کیم و دیگران<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) در مطالعه ای تحت عنوان «تأثیر عوامل کلان اقتصادی و غیراقتصادی بر بازدهی سهام هتل» به بررسی تأثیر عوامل مختلف اقتصادی و غیر اقتصادی تأثیرگذار بر شاخص قیمت و بازدهی سهام شرکت‌های هتل تایوان با استفاده از داده‌های ماهانه، طی دوره زمانی ژانویه ۱۹۸۹ تا آگوست ۲۰۰۳ پرداختند. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که عوامل اقتصادی همچون عرضه پول و نرخ بیکاری بر شاخص قیمت سهام هتل و بازدهی آن تأثیر معنی‌دار دارند. از طرف دیگر تمام عوامل غیر اقتصادی بررسی شده مانند انتخابات ریاست جمهوری، جنگ سال ۲۰۰۳ عراق، شیوع بیماری سارس در سال ۲۰۰۳، بحران‌های مالی آسیا که از سال ۲۰۰۳ شروع شد و حملات تروریستی ۱۱ سپتامبر ۲۰۰۱ تأثیر معنی‌دار بر شاخص قیمت سهام هتل در تایوان داشته‌اند.

### ۳. مدل و روش پژوهش

از جمله روش‌های اقتصادسنجی مناسب برای حل یا کاهش مشکل درونزا بودن شاخص‌های نهادی و همبستگی بین متغیرهای نهادی و دیگر متغیرهای توضیحی، تخمین

1. Phylaktis and Ravazzolo  
2. Kim et al.  
3. Dynamic Panel Data  
4. Caselli, et al

5. Sachs  
6. Bond, et al  
7. Baltagi

EMSI<sub>it</sub>: گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران که برای اندازه‌گیری آن از شاخص گرایش‌های احساسی بازار سرمایه (EMSI) استفاده شده است. این شاخص توسط جونز<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) و با تعدیل مدل ارایه شده توسط پرساود (۱۹۹۶) بسط داده شده است. بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه می‌باشد:

$$EMSI_{pt} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_t)(R_{iv} - \bar{R}_v)}{[\sum (R_{it} - \bar{R}_t)^2 \sum (R_{iv} - \bar{R}_v)^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100$$

$$, -100 \leq EMSI \leq +100$$

که در آن :

$$R_{it} = \text{رتبه بازده ماهانه سهام شرکت } i \text{ در ماه } t$$

$$R_{iv} = \text{رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت } i \text{ در ماه } t$$

برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه استفاده می‌شود.

$$R_t = \text{میانگین بازده ماهانه سهام شرکت های پرتفوی}$$

$$R_v = \text{میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت های پرتفوی (گیلبرت و همکاران، ۲۰۲۰).}$$

Uncerexchane<sub>it</sub>: نااطمینانی سیاست ارزی که برای استخراج آن از مدل ARCH-GARCH استفاده شده است.  
Uncermoney<sub>it</sub>: نااطمینانی سیاست پولی که برای استخراج آن از مدل ARCH-GARCH استفاده شده است.

$$SIZE_{it}: \text{اندازه شرکت}$$

$$LEV_{it}: \text{اهرم مالی}$$

$$ROA_{it}: \text{بازده دارایی ها}$$

$$\varepsilon_{it}: \text{سطح خطا}$$

## ۴- یافته های پژوهش

### ۴-۱- معرفی و بررسی متغیرها

داده‌های مورد نیاز این پژوهش از طریق بانک‌های اطلاعاتی رایانه‌ای و مراجعه به کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار، مرکز آمار ایران و بانک مرکزی جمهوری اسلامی

و متغیرهای تفاضلی) می‌توانند به طور بالقوه متغیر ابزاری باشند (گرین، ۲۰۰۸).

۲) کاهش یا رفع همخطی در مدل: استفاده از متغیرهای وابسته وقفه دار باعث از بین رفتن همخطی در مدل می‌شود. احتمال این که تفاضل وقفه دار و سطح وقفه دار نهادها با تفاضل وقفه دار و سطح وقفه دار متغیرهای همانند سرمایه انسانی همبستگی داشته باشند بسیار اندک است. انتظار بر این است که تفاضل وقفه دار و سطوح وقفه دار نهادها بر تفاضل وقفه دار و سطوح وقفه دار سرمایه انسانی متعامدتر<sup>۱</sup> باشند و بدین صورت مشکل همخطی (که در معادله مرحله دوم در تحلیل برش مقطعی وجود دارد) کاهش یابد.

۳) حذف متغیرهای ثابت در طی زمان: کاربرد این روش باعث حذف بسیاری از متغیرها همانند فرهنگ، قومیت، مذهب، اقلیم می‌شود که در طی زمان ثابت بوده و عوامل قوی تأثیرگذاری بر درآمد سرانه و توسعه هستند و می‌توانند با نهاد همبسته باشند. این متغیرهای محذوف، باعث ایجاد تورش در تخمین مدل می‌شوند. این شیوه این امکان را می‌دهد که تأثیر این عوامل با تفاضل گرفتن از آمارها حذف شوند (بالتاجی، ۲۰۰۸)

۴) افزایش بعد زمانی متغیرها: هر چند ممکن است تخمین برش مقطعی بتواند رابطه بلندمدت بین متغیرها را به دست آورد اما این نوع تخمین‌ها، مزیت‌های سری‌های زمانی آمارها را ندارند که کارآمدی برآوردها را افزایش دهد. استفاده از بعد زمانی سری آمار، این امکان را می‌دهد که تأثیر تمام عوامل مشاهده نشده ثابت زمانی که تفاوت‌های بین کشوری تفاوت در درآمد سرانه را نشان می‌دهند در برآورد ملاحظه شوند (هسایو، ۲۰۰۳).

برای برآورد تأثیر نااطمینانی سیاست‌های پولی و ارزی بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بهره‌گیری از پژوهش گیلبرت و همکاران (۲۰۲۰) از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$EMSI_{it} = \beta_0 + \beta_1 Uncerexchane_t + Uncermoney_t + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \varepsilon_t$$

1. Orthogonal  
2. Jones

3. Gilbert et al



تا پایان سال ۱۳۹۹ هجری شمسی می‌باشد، که نمونه مورد نظر از بین آن‌ها انتخاب گردیده است. در این پژوهش برای نمونه‌گیری از روش غربال‌گری استفاده شده است که در نتیجه اعمال شرایط و ملاحظات در نمونه‌گیری، ۱۰۹ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمون‌ها انتخاب شدند. در ابتدا به منظور بررسی اولیه متغیرها آماره توصیفی آنها ارائه می‌گردد.

ایران و مراجعه به سایت کدال سایت متعلق به سازمان بورس و اوراق بهادار (مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی)، جمع‌آوری خواهد گردید.

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۸ هجری شمسی

جدول ۱. آمار توصیفی

نام متغیر	نااطمینانی سیاست پولی	نااطمینانی سیاست ارزی	گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران	اهرم مالی	اندازه شرکت	بازده دارایی‌ها
حداقل	۰/۴۵۲	۰/۰۷۷	-۸۶/۳۰۶	۰/۰۳۱	۱۱/۳۰۳	-۰/۵۸۱
حداکثر	۲/۸۲۵	۰/۷۹۲	۹۲/۱۷۰	۱/۸۲۴	۲۰/۷۶۸	۰/۶۷۳
میانگین	۱/۱۲۳	۰/۲۳۴	۹/۱۹۹	۰/۵۵۶	۱۴/۴۴۰	۰/۱۴۱
میانه	۰/۶۶۸	۰/۱۴۲	۱۰/۷۸۸	۰/۵۶۳	۱۴/۱۸۲	۰/۱۲۱
انحراف معیار	۰/۷۶۵	۰/۲۰۳	۳۰/۲۲۷	۰/۱۹۲	۱/۶۲۴	۰/۱۴۶
چولگی	۱/۱۰۶	۱/۷۱۴	-۰/۱۳۶	۰/۱۵۵	۰/۹۲۹	۰/۴۹۷
کشیدگی	۲/۸۵۱	۴/۹۳۸	۲/۸۵۳	۴/۲۵۷	۴/۰۲۲	۴/۳۰۴
تعداد مشاهدات			۱۳۰۸			

ماخذ: یافته‌های پژوهش

احساسی سرمایه گذاران برابر با ۳۰/۲۲۷ می‌باشد. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. ضریب کشیدگی میزان کشیدگی منحنی فراوانی را نسبت به منحنی نرمال استاندارد نشان می‌دهد. اگر کشیدگی حدود سه باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار بزرگتر از عدد ۳ باشد منحنی برجسته و اگر کمتر از عدد ۳ باشد منحنی پهن می‌باشد. در این تحقیق بیشترین کشیدگی مربوط به متغیر ناطمینانی سیاست ارزی و کمترین کشیدگی مربوط به متغیر ناطمینانی سیاست پولی می‌باشد. در ادامه جهت بررسی ایستایی متغیرها از آزمون مانایی استفاده گردیده است که نتایج به شرح جدول شماره ۲ می‌باشد.

در جدول (۱) مقدار میانگین متغیر ناطمینانی سیاست پولی برابر ۱/۱۲۳، ناطمینانی سیاست ارزی برابر ۰/۲۳۴، گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران برابر ۹/۱۹۹، بازده دارایی‌ها ۱۴۱/۴۳۵، اهرم مالی ۰/۵۵۶ و اندازه شرکت عدد ۱۴/۴۴۰ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد میانه متغیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران برابر با ۱۰/۷۸۸ می‌باشد که بیانگر این است که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است؛ بیشترین مقدار این پارامتر برای متغیر گرایش‌های

جدول ۲. آزمون مانایی

آزمون فیشر PP		آزمون فیشر ADF		آزمون لین لوبین چو		آزمون
سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	نام متغیر
۰/۰۰۰۰	۷۸۴/۳۶۹	۰/۰۰۰۰	۷۷۹/۱۴۴	۰/۰۰۰۰	-۴۴/۴۱۶۷	نااطمینانی سیاست پولی
۰/۰۰۰۰	۶۴۶/۷۶۱	۰/۰۰۰۰	۶۴۷/۵۰۸	۰/۰۰۰۰	-۳۱/۲۶۷۵	نااطمینانی سیاست ارزی
۰/۰۰۰۰	۹۲۷/۱۴۶	۰/۰۰۰۰	۷۷۹/۶۹۷	۰/۰۰۰۰	-۲۸/۱۳۴۴	گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران
۰/۰۰۰۰۴	۲۹۴/۹۷۷	۰/۰۰۰۰	۳۳۸/۷۸۰	۰/۰۰۰۰	-۷/۶۳۱۸۷	اهرم مالی
۰/۰۰۰۰۱	۳۰۷/۹۳۴	۰/۰۰۰۰۵	۲۹۳/۴۱۱	۰/۰۰۰۰	-۴/۶۴۴۷۶	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰۰	۳۴۰/۵۳۸	۰/۰۰۰۰	۳۳۹/۲۱۸	۰/۰۰۰۰	-۸/۸۲۲۶۸	اندازه شرکت

ماخذ: یافته‌های پژوهش

گردیده است.

در ادامه پس از استخراج سری نااطمینانی سیاست‌های پولی و مالی از مدل GMM به منظور بررسی تاثیر نااطمینانی سیاست‌های پولی و مالی بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران استفاده گردیده است که نتایج در جدول شماره ۵ گزارش شده است.

با توجه به جدول (۵) آماره والد<sup>۱</sup> در سطح خطای ۱ درصد معنادار می‌باشد که نشان می‌دهد شکل کلی مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب می‌باشد. همچنین برای ایجاد اطمینان در خصوص مناسب بودن استفاده از این روش برای برآورد مدل دو آزمون مطرح است یکی از این آزمون‌ها، آزمون سارگان می‌باشد که برای اثبات شرط اعتبار تشخیص بیش از حد یعنی صحت و اعتبار متغیرهای ابزاری به کار می‌رود. آزمون دوم، آزمون همبستگی پسماندها مرتبه اول AR(1) و مرتبه دوم AR(2) است. این آزمون نیز برای بررسی اعتبار و صحت متغیرهای ابزاری به کار می‌رود. عدم معناداری آماره سارگان که برابر با ۷۷,۵۰ می‌باشد مبین اعتبار ابزارهای بکار رفته در برآورد مدل است. به علاوه

آزمون ریشه واحد سری‌های زمانی به گونه‌ای است که ایستایی یا نایستایی متغیرها را با استفاده از یک معادله بررسی می‌کند. لوین، لین و چو استدلال می‌کنند که در داده‌های پانلی، استفاده از آزمون ریشه واحد برای ترکیب داده‌ها دارای قدرت بیشتری نسبت به استفاده از آزمون ریشه واحد برای هر مقطع بصورت جداگانه است. فرضیه صفر در این آزمون بیانگر این است که سری زمانی دارای ریشه واحد بوده و فرضیه مخالف ایستایی سری زمانی را نشان می‌دهد. در نتیجه با توجه به جدول فوق چون سطح معناداری همه متغیرها از ۰,۰۵ کمتر است؛ فرضیه صفر مبنی بر نامانایی برای همه متغیرها رد می‌شود و تمامی متغیرهای مورد مطالعه در سطح مانا هستند.

#### ۴-۲- برآورد مدل و تجزیه و تحلیل آن

##### - استخراج نااطمینانی نرخ ارز و نرخ تورم

در این پژوهش جهت استخراج نااطمینانی سیاست‌های پولی و مالی از مدل اتو رگرسیون واریانس ناهمسان شرطی استفاده شده است. نتایج در جداول شماره ۳ و ۴ گزارش

1. Wald

نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی آرانو-بوند برای حالت AR(1) برابر با  $-۰.۱۷$ ،  $۸$  در سطح  $۱$  درصد معنادار است ولی برای حالت AR(2) برابر با  $-۰.۱۹۵$  معنادار نمی باشد. این موضوع بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی در جمله خطا ۴-۱ است. بنابراین آزمون سارگان و آزمون خودهمبستگی سریالی پسماندها مرتبه اول AR(1) و مرتبه دوم AR(2) نیز صحت اعتبار نتایج مدل آزمون شده بر اساس روش GMM را تایید می نماید.

جدول ۳. آزمون اثرات آرج و گارچ نرخ ارز و نتایج آن

آزمون اثرات آرج نرخ ارز				
شرح	مقدار آماره	سطح معناداری		
F-statistic	۳/۹۴۹	۰/۰۴۹۱		
Obs*R-squared	۳/۸۸۹	۰/۰۴۸۶		
نتایج پرآورد مدل ناطمینانی نرخ ارز با استفاده از روش گارچ				
متغیر	ضریب	اتحراف معیار	آماره Z	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰/۰۰۸۰۸۲	۰/۰۰۳۷	۲/۱۳	۰/۰۳۳۱
MA(1)	۰/۳۶۷	۰/۰۷۶	۵/۲۰۸	۰/۰۰۰
SMA(12)	۰/۱۰۲۳	۰/۰۵۵	-۱/۸۴۱	۰/۰۶۵۵
معادله واریانس				
متغیر	ضریب	اتحراف معیار	آماره Z	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰/۰۰۰۰۳۶۵	۰/۰۰۰۱۷۷	۲/۰۶۸	۰/۰۳۸۶
RESID(-1) <sup>2</sup>	۰/۱۴۷	۰/۰۶۰۴	۲/۴۳۲	۰/۰۱۵۰
GARCH(-1)	۰/۵۹۷	۰/۱۴۱	۴/۲۳۴	۰/۰۰۰

ماخذ: یافته های پژوهش

جدول ۴. آزمون اثرات آرج و گارچ نرخ تورم و نتایج آن

آزمون اثرات آرج نرخ تورم				
شرح	مقدار آماره	سطح معناداری		
F-statistic	۱۷/۲۴۹	۰/۰۰۰۱		
Obs*R-squared	۱۵/۵۷۶	۰/۰۰۰۱		
نتایج پرآورد مدل ناطمینانی نرخ تورم با استفاده از روش گارچ				
متغیر	ضریب	اتحراف معیار	آماره Z	سطح معناداری
عرض از مبدا	۱/۰۷۸	۰/۲۵۴	۴/۲۲۹	۰/۰۰۰
RA(1)	۰/۸۶۸	۰/۰۶۱	۱۴/۰۱۷	۰/۰۰۰
MA(1)	-۰/۴۹۹	۰/۱۱۸	-۴/۲۲۸	۰/۰۰۰
معادله واریانس				
متغیر	ضریب	اتحراف معیار	آماره Z	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰/۰۷۵	۰/۰۶۰	۱/۲۴۳	۰/۲۱۳
RESID(-1) <sup>2</sup>	۰/۱۷۰	۰/۰۸۹۸	۱/۹۰۱	۰/۰۵۷
GARCH(-1)	۰/۷۶۱	۰/۱۱۷	۶/۴۸۵	۰/۰۰۰

ماخذ: یافته های پژوهش

جدول ۵. نتایج آزمون و معناداری مدل

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره z	سطح معناداری
عرض از مبدا	۱۶/۹۶	۱۱/۳۰	۱/۵۰	۰/۱۳۳
وقفه اول گرایش احساسی سرمایه گذاران	۰/۰۶	۰/۰۱۵۶	۳/۸۵	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۱۶/۱۰	۵/۵۸۷	۲/۸۸	۰/۰۰۴
بازده دارایی‌ها	-۲۳/۸۱	۵/۴۳	-۴/۳۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۱/۵۶	۰/۷۹۷	-۱/۹۶	۰/۰۰۵
نااطمینانی سیاست ارزی	۱۳/۲۷	۲/۰۵۹	۶/۴۴	۰/۰۰۰
نااطمینانی سیاست پولی	۴/۷۸	۰/۸۲۳	۵/۸۱	۰/۰۰۰
آزمون سارگان	chi2	آماره ۲	سطح معناداری	
	۷۷/۵		۰/۳۹۰	
آزمون همبستگی پسماندها			سطح معناداری	
AR(1)	-۸/۱۷		۰/۰۰۰	
AR(2)	-۰/۱۹۵		۰/۸۴	
آزمون والد			سطح معناداری	
chi2			۰/۰۰۰	
۹۷/۷				

ماخذ: یافته های پژوهش

با توجه به مدل ارائه شده تاثیر نااطمینانی سیاست ارزی بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران در سطح اطمینان ۹۹ درصد مثبت و معنا دار می‌باشد. به عبارتی دیگر اگر یک واحد نااطمینانی سیاست ارزی افزایش پیدا کند میزان گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران ۲۱,۳۶۱ واحد افزایش پیدا می‌کند.

تاثیر نااطمینانی سیاست پولی بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنا دار نمی‌باشد. تاثیر اندازه شرکت بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران در سطح اطمینان ۹۵ درصد منفی و معنا دار می‌باشد. به عبارتی دیگر اگر یک واحد اندازه شرکت افزایش پیدا کند میزان گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران ۱,۹۷۲ افزایش پیدا می‌کند.

تاثیر بازده دارایی‌ها بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنا دار می‌باشد. تاثیر اهرم مالی بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنا دار می‌باشد.

تاثیر متغیر کنترلی بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران منفی و معنی دار است. تاثیر متغیر کنترلی اهرم مالی بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران مثبت و معنا دار است.

ضریب برآوردی متغیر نااطمینانی سیاست پولی بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران برابر با ۴,۷۸ می‌باشد که نشان می‌دهد نااطمینانی سیاست پولی بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران تاثیر مثبت و معنا دار دارد. بنابراین؛ نااطمینانی سیاست پولی اثر معنا دار بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران دارد.

ضریب برآوردی متغیر نااطمینانی سیاست ارزی بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران برابر با ۱۳,۲۷ می‌باشد که نشان می‌دهد بین متغیر نااطمینانی سیاست ارزی و گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد. بنابراین؛ نااطمینانی سیاست ارزی اثر معنا دار بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران دارد.

## ۶. نتایج و پیشنهادها

نتایج نشان داد ناطمینانی سیاست پولی اثر معنادار بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران دارد. در این راستا؛ لی<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر سودآتی پرداختند. نتایج تحقیق آنان حاکی از آن بود که بین بازده سهام و سودآتی ارتباط معنادار وجود دارد. قدرت بازار و سرمایه‌گذاری بلندمدت بر رابطه بین بازده سهام و سودآتی تأثیرگذار است. کیم و دیگران<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) در مطالعه‌ای تحت عنوان «تأثیر عوامل کلان اقتصادی و غیراقتصادی بر بازدهی سهام» به بررسی تأثیر عوامل مختلف اقتصادی و غیر اقتصادی تأثیرگذار بر شاخص قیمت و بازدهی سهام شرکت‌های هتل تایوان با استفاده از داده‌های ماهانه پرداختند. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که عوامل اقتصادی هم‌چون عرضه پول و نرخ بیکاری بر شاخص قیمت سهام هتل و بازدهی آن تأثیر معنی دار دارند.

در تئوری مالی سنتی، رفتارها و گرایش‌های احساسی هیچ‌گونه نقشی در تعیین سهام و بازده مورد انتظار ندارند این درحالی است که دیدگاه مالی رفتاری بیان می‌کند سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند و رفتارهای احساسی آنان تأثیرات مهمی را در بازار بر جای می‌گذارد.

شاخص‌ها و نماگرهای احساسی به معامله‌گران کمک می‌کنند میزان خوش‌بینی یا بدبینی عموم سرمایه‌گذاران و معامله‌گران را نسبت به شرایط اقتصاد و بازار بدانند. این نماگرها و شاخص‌ها روندها، دارایی‌ها و کل اقتصاد را از منظر فعالان و معامله‌گران بازار تحلیل می‌کنند و زمانی که هم‌جهت با تحلیل روندها حرکت کنند، به تأیید و تقویت روند ایجادشده کمک می‌کنند. از سوی دیگر، سیاست‌گذاران و نهادهای نظارتی نیز قادرند از شاخص‌های گرایش‌های احساسی در کنار داده‌های دیگر برای تعیین جهت و سمت‌وسوی آینده بازار استفاده کنند تا بتوانند سیاست‌های خود را به‌موقع و متناسب با روند بازار اعمال کنند.

وجود اطمینان در محیط اقتصادی کشورهای در حال توسعه نظیر ایران، از اهمیت زیادی برخوردار است. کشور ایران طی سالهای اخیر، همواره با کسری بودجه دولت مواجه بوده و برای حل این مشکل، سیاست‌های شتاب‌زده فراوانی در حوزه پولی و مالی توسط دولت و مقامات پولی کشور اتخاذ شده است. سیاست‌های پولی و مالی مناسب و با برنامه‌ریزی و پیشبینی شده، بر فعالیتهای اقتصادی اثر مثبتی می‌گذارد؛ اما سیاست‌های اقتصادی پیشبینی‌نشده موجب سردرگمی فعالان اقتصادی شده و بر شکلگیری انتظارات و میل به سرمایه‌گذاری، اثر روانی منفی ایجاد می‌کند.

در وضعیت ناطمینانی سیاست پولی، سرمایه‌گذاری برای دارایی‌های مالی افزایش یافته و با کاهش وجوه در دسترس برای سرمایه‌گذاری در سیستم بانکی، تأمین مالی بنگاه‌ها کمتر فراهم شده و سرمایه‌گذاری شرکتی کاهش می‌یابد. ثبات پولی و مالی، از جمله عوامل مهم تشکیل‌دهنده ثبات اقتصادی و خروج از بحرانهای اقتصادی به حساب می‌آید و اعمال همزمان سیاست‌های مناسب پولی و مالی، زمینه ثبات اقتصادی و سرمایه‌گذاری بیشتر شرکت‌ها را فراهم می‌آورد. انضباط مالی دولت، سیاست‌های اقتصادی بلندمدت و خودداری از تصمیم‌های غیربرنامه‌ریزی شده، هماهنگ‌سازی جریان‌های پولی با جریان‌های واقعی برای ایجاد ثبات در اقتصاد ملی، کارآمدسازی شبکه بانکی کشور و همچنین ایجاد زمینه‌های لازم برای به‌کارگیری مؤثر سیاست پولی، از اقدام‌هایی است که در زمینه کاهش ناطمینانی مفید واقع می‌شود.

همچنین نتایج نشان داد ناطمینانی سیاست ارزی اثر معنادار بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران دارد. در این راستا؛ گیلبرگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر ناطمینانی سیاست پولی بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن بود ناطمینانی سیاست پولی بر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران تأثیرگذار است. جکسون و اور<sup>۴</sup> (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر سیاست‌های

1. Li

2. Kim et al

3. Gilbert et al

4. Jackson &amp; Orr

بر ارزشیابی سهام. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۰(۳۹)، ۹۱-۱۱۱.

زارعی، علی، دارابی، رویا. (۱۳۹۷). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۳۷)، ۱۳۱-۱۵۸.

مجتهد، احمد و حسن‌زاده، علی؛ پول و بانکداری و نهادهای مالی، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۸۷، چاپ دوم، ص ۳۱۴.

موسوی جهرمی، یگانه، رستمی، نسرين. (۱۳۹۴). بررسی اثرات نامتقارن تکانه‌های سیاست‌های پولی بر شاخص کل قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۸(۲۶)، ۴۷-۶۲.

ندیری، محمد، محمدی، تیمور. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر ساختارهای نهادی بر رشد اقتصادی با روش GMM داده‌های تابلویی پویا. فصلنامه علمی مدل‌سازی اقتصادی، ۵(۱۵)، ۱-۲۴.

Anand L, Thenmozhi M, Varaiya N, Bhadhuri S.(2018). Impact of Macroeconomic Factors on Future profit. Journal of Emerging Market. S27-S53.

Baltagi, B. H. (2008). Econometric analysis of panel data. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.

Bond, S., Hoeffler, A. & Temple, J. (2001). GMM estimation of empirical growth models. CEPR Discussion Paper, 3048.

Caselli, F., Esquivel, G., & Lefort, F., (1996). Reopening the convergence debate: A new look at cross-country growth empirics. Journal of Economic Growth, 1 (3): 363-389.

Gilbert V. Nartea, Hengyu Bai, Ji Wu,(2020), Investor sentiment and the economic policy uncertainty premium, Pacific-Basin Finance Journal 64.

Greene, W. H. (2008). Econometric analysis – sixth edition. New Jersey, Upper Saddle River: Pearson International.

اقتصادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن بود نرخ بهره کوتاه مدت و نرخ ارز موثر واقعی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است. کرو و تان (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست پولی بر واکنش بازار سهام به اخبار کلان پرداختند. نرخ بهره کوتاه مدت بر واکنش بازار سهام به اخبار کلان تأثیرگذار است. نرخ ارز موثر واقعی در بازار بر واکنش بازار سهام به اخبار کلان تأثیرگذار است. از جمله متغیرهای مهم تأثیرگذار بر نرخ ارز واقعی این ضریب در کوتاه مدت دارای تأثیر منفی بر نرخ ارز واقعی بوده است؛ به این صورت که سیاست‌های پولی انبساطی موجب کاهش نرخ ارز واقعی شده است. این موضوع نشان می‌دهد که آثار سیاست انبساطی بر شاخص قیمت و نرخ ارز واقعی بر سیستم اقتصادی به تدریج انجام می‌گیرد. اما در بلند مدت ضریب این سیاست مثبت شده است؛ یعنی انبساط پولی موجب افزایش نرخ ارز شده است. بنابراین ممکن است اقتصاد در هنگام سیاست پولی انبساطی به دلیل دخالت بیشتر سیستم پولی کشور، با کاهش نرخ ارز واقعی مواجه باشد، اما در بلند مدت این سیاست بر رفتار نرخ ارز واقعی تأثیر مثبت خواهد داشت.

## منابع

ابراهیمی، محسن، شگری، نوشین. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر قیمت سهام با تأکید بر نقش سیاست پولی. فصلنامه علمی مدل‌سازی اقتصادی، ۵(۱۳)، ۲۳-۴۵.

بی زوال، حسین. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر محافظه‌کاری شرطی و سیاست‌های پولی انقباضی بر اعتبار تجاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۳(۲۳)، ۵۹-۷۸.

خوشکلام خسروشاهی، موسی. (۱۳۹۸). اثرات متقارن و نامتقارن تکانه‌های نفتی بر متغیرهای اقتصاد کلان در ایران طی دوره ۱۳۹۵-۱۳۶۹. سیاست‌های راهبردی و کلان، ۷(۲۵)، ۱۴۲-۱۶۳.

رستمی جاز، حمید، تاری وردی، یداله، یعقوب نژاد، احمد. (۱۳۹۸). تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و عوامل صرف ریسک

- Kurov, A., & Stan, R. (2018). Monetary policy uncertainty and the market reaction to macroeconomic news. *Journal of Banking and Finance*, 86, 127-142.
- Phylaktis and Ravazzolo, J. (2015). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No. 1, pp. 15-29.
- Rigobon, R., & Rodrik, D. (2005). Rule of law, democracy, openness and income. *Economics of Transition*, 13(3): 64–533.
- Sachs, J. D. (2003). Institutions don't rule: Direct effects of geography on per capita income. NBER Working.
- Hammed, Yinka Sabuur & Arawomo, Omosola, 2020. "Oil Price Shock, Fiscal Policy and Manufacturing Sector in Nigeria: Evidence from SVAR," *African Journal of Economic Review*, *African Journal of Economic Review*, vol. 8(3), November.
- Hartman B., Hanno L., Mindy Z., (2019), Capital Share Dynamics When Firms Insure Workers, *The Journal of Finance*, vol.74, pp. 1707-1751.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of panel data*, 2nd edition. Cambridge University Press.
- Jackson, C. and Orr, A. (2019) Investment decision-making under economic policy uncertainty. *Journal of Property Research*, 36(2), pp. 153- 185.