

بررسی تأثیر بحران مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری

علیرضا مومنی^۱، سید مهدی شاهرخی^۲

^۱ استادیار دانشگاه پیام نور تهران

^۲ دانشجوی ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور تهران غرب

چکیده

آثار اولیه بحران مالی جهانی آمریکا از نیمه دوم سال ۲۰۰۸ بر بازارهای سرمایه جهانی سایه افکند. در ابتدای مارس ۲۰۰۹ نیز آثار بطئی خروج از وضعیت بحران در بازارهای سرمایه مشاهده گردید. این مقاطع زمانی، بازه زمانی مشترک ورود و خروج بحران در بازارهای سرمایه بین المللی به ویژه در شش کشور آمریکا، انگلیس، فرانسه، آلمان، کانادا و ژاپن بوده است. در این مقاله ارتباط بین بحران مالی در بازارهای سرمایه به عنوان یکی از پیامدهای بحران مالی سال های ۲۰۰۸-۲۰۰۷ و ارتباط آن با شاخص های سهام در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی جولای ۲۰۰۷ (تیرماه) تا مارس ۲۰۱۰ (فروردین ۱۳۸۹) مورد بررسی قرار گرفته است. داده های سری زمانی به صورت ماهانه جمع آوری و با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره مورد بررسی قرار گرفته اند. یافته ها حاکی از آن است که هر دو شاخص سهام کل و شاخص سهام صنعت مورد استفاده در این پژوهش، در بازار سرمایه ایران با شاخص بحران مالی جهانی در بازارهای سرمایه رابطه معنی داری دارند. این یافته ها ادعای عدم وجود ارتباط بین بازار سرمایه کشورهای برخوردار از بازار سرمایه توسعه یافته و بورس اوراق بهادار تهران را مورد نقد و چالش قرار می دهد.

واژه های کلیدی: بحران مالی، بازار سرمایه، شاخص سهام، تصمیمات سرمایه گذاری.

مقدمه

نقش بورس اوراق بهادار، امروزه از چنان اهمیتی برخوردار است که گفته می شود توسعه یک کشور با رونق بورس اوراق بهادار و تعداد سهامداران آن رابطه ای مستقیم دارد. یکی از مهمترین معیارهای ارزیابی شرایط سرمایه گذاری، شاخص های معرف رشد بازار سرمایه می باشد. هر چند که محتوای اطلاعاتی شاخص ها در بازارهای نه چندان کارا با ابهام مواجه است لیکن روند تغییرات و نوسانات شاخص های سهام گویای عملکرد مثبت یا منفی بازار و رونق یا رکود اقتصاد کشورها می باشد. بی ثباتی بازارهای مالی، اثرات منفی قابل توجهی، بر روی سرمایه گذاران ریسک گریز دارد. با مطالعه و کشف عوامل موثر بر نوسانات شاخص های معرف کارکرد بازارهای سرمایه، امکان پیش بینی آنها طی دوره های زمانی آتی فراهم آمده، اتخاذ تصمیمات صحیح معامله گران انفرادی و نهادی فعال در بازار مقدور می گردد. شواهد نشان داده اند که هرگاه اطلاعات جدیدی مبنی بر بی ثباتی مالی یا رکود اقتصادی در آینده منتشر شود، قیمت های سهام روند نزولی به خود گرفته و بازده آنها نیز کاهش می یابد. تداوم این وضعیت و گریز سرمایه گذاران از بازار منجر به ایجاد بحران در بازارهای سرمایه می شود. بحران مالی آمریکا وضعیت اقتصادی اکثر کشورها را تحت تاثیر قرار داد. بحران مالی سال های ۲۰۰۷-۲۰۰۸ در پی کمبود نقدینگی در نظام بانکی و اعتباری کشور آمریکا به وقوع پیوست. به دنبال بحران مالی، بورس اوراق بهادار در اکثر کشورها نوسانات شدیدی را تجربه نمودند. پدیده بحران مالی در جهان، پدیده ای نو نیست. ساختار یک اقتصاد یا مجموعه ای از اقتصادها ممکن است با بحران مالی مواجه شوند. در واقع تغییر شکل، ابعاد، علل و ریشه های بحران مالی است که وضعیت متحولی از این بحران به وجود آمده است. جهانگرایی اقتصاد امروز بر همگان آشکار است. زمینه های بهره برداری از توسعه برونزا یا به عبارت بهتر استفاده از تسهیلات و امکانات موسسات مالی و پولی بین المللی در جهت رشد پدیده جهانگرایی اقتصاد می باشد. آشفتگی عظیمی که از تابستان سال ۲۰۰۷ در بازار مسکن و بازارهای ایالات متحده در آمریکا پدیدار شد در سال ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ نیز ادامه یافت و در سپتامبر سال ۲۰۰۸ با به تصویر کشیدن یک بحران مالی ویرانگر، بازارهای مالی بین المللی و اقتصاد بسیاری از کشورهای جهان را در معرض آسیب های جدی قرار داد. بحران مالی و اعتباری سال ۲۰۰۸، بانک ها و موسسات مالی بسیاری را در سراسر جهان به کام نابودی و ورشکستگی کشاند و منجر به ادغام تعداد زیادی از آنها با یکدیگر گردید. این بحران بدترین بحران اقتصادی از زمان رکود بزرگ در سال ۱۹۲۹ است. کاهش اعتماد عمومی نسبت به بازارهای مالی و خشک شدن جریان اعتباری باعث گردید که اثرات بحران به بخش واقعی اقتصاد کشورها سرایت کند و چشم اندازی به مراتب بدتر از انتظارات اولیه نسبت به آینده اقتصاد جهانی را ترسیم نماید.

تاثیر بحران مالی بر بازار سرمایه ایران همواره مورد بحث پژوهشگران بوده است. اقتصاد ایران تک محصولی و وابسته به نفت بوده و در بازار کالاهای صنعتی و ساخته شده از جایگاه قابل ملاحظه ای برخوردار نیست. از سوی دیگر، اقتصاد ایران به اقتصاد جهانی وابسته است. چرا که صادرات و واردات کشور در سال ۲۰۰۷ به ترتیب در حدود ۹۸ و ۵۷ میلیارد دلار بوده است. اگر مجموع این عوامل را بر تولید ناخالص داخلی کشور (۲۸۵ میلیارد دلار) تقسیم کنیم، درجه بالای باز بودن اقتصاد کشور (یعنی حدود ۰/۶) و پیوند شدید آن با اقتصاد جهانی را نشان می دهد. از این رو، باید انتظار داشته باشیم با رکود در اقتصاد جهانی، هم صادرات و هم واردات کشور متاثر شوند.

در حال حاضر بخشی از بازار سرمایه ایران در اختیار شرکت هایی است که به نوعی به قیمت های جهانی وابسته اند. شرکت های سرمایه گذاری و هلدینگ ها نیز بخش مهمی از فعالیت های این بازار را به خود اختصاص داده اند. شرکت هایی نیز در این بازار فعال بوده که وابستگی خاصی به قیمت های جهانی ندارند، بطوری که برخی چنین استلال می کنند که بورس اوراق بهادار تهران به دلیل عدم تعاملات متقابل با سایر بورس ها و همچنین حضور سرمایه گذاران خارجی اندک، به طور مستقیم تحت تاثیر بحران های بین المللی قرار نمی گیرد. بلکه بحران مالی جهانی به گونه ای غیر مستقیم به واسطه کاهش قیمت نفت و برخی کالاها مانند فلزات، محصولات پتروشیمی و مواد معدنی تاثیرات منفی قیمتی خود را بر قیمت سهام و درآمد شرکت هایی که این محصولات را تولید می نمایند، تحمیل می کند. از سوی دیگر برخی صاحب نظران بر این عقیده اند که بازار سرمایه ایران با اتخاذ تدابیر لازم در شرایط وقوع بحران جهانی از آسیب ها مصون مانده، تهدیدها را به فرصت تبدیل نموده و

رشد قابل توجهی داشته است. بررسی عوامل تعیین کننده تغییرات شاخص های سهام در بورس اوراق بهادار تهران و میزان تعامل آن با بازارهای سرمایه عمده جهان می تواند شناسایی متغیرهای تبیین کننده نوسانات شاخص و نهایتاً بهبود تصمیم گیری سرمایه گذاران و تخصیص بهینه منابع را به همراه داشته باشد. لذا در این پژوهش به بررسی تأثیر بحران مالی بر تصمیمات سرمایه گذاران پرداخته می شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

اصطلاح سرایت مالی از حوزه امراض همه گیر (بیماری های مسری) استخراج شده است. سرایت مالی بر اثر گسترش یک آشفستگی مالی در یک کارخانه، یک بازار و یا یک منطقه جغرافیایی به حوزه های دیگر پدیدار می شود. ادوارد (۲۰۰۰)، بیان می کند که سرایت یک مفهوم جدید در ادبیات اقتصادی است. قبل از سال ۱۹۹۰، به موضوع سرایت مالی بندرت پرداخته شده است. هانتر، کافمن و کراگر (۱۹۹۹)، بر این عقیده اند که مطالعات اولیه درباره سرایت مالی از تامین مالی بین المللی به خصوص تامین مالی کشورهای نوظهور ناشی می شود. تحقیقات در زمینه سرایت پس از بحران مالی سال های ۱۹۹۷-۱۹۹۸ شرق آسیا تشدید شد.

بحران مالی سال های ۲۰۰۸-۲۰۰۷ که با افت شدیدی در قیمت مسکن آغاز گردید، نشان داد که سرایت مالی فقط محدود به بازارهای نوظهور یا مناطقی که تامین مالی بین المللی می کنند، نمی باشد.

مارسلو و ماسیمو تعاریف گوناگونی از سرایت را ارائه داده اند:

سرایت به معنای افزایش عمده در احتمال به وجود آمدن بحران در یک کشور به شرط وجود بحران در کشوری دیگر می باشد. سرایت یعنی افت قیمت داراییها در یک کشور که ناشی از وجود بحران در کشور دیگری باشد افزایش در نوسانات قیمت ها و کمیت ها در بازارهایی که ناشی از وقوع بحران در یک یا گروهی دیگر از بازارها باشد را سرایت می نامند.

فیسچر (۱۹۹۹)، معتقد است بحران های مالی در هر کشوری ممکن است به عنوان تهدیدی برای ثبات سیستم مالی جهانی باشد.

مالیاریس و یوروتیا (۱۹۹۲)، اثر بحران سال ۱۹۸۷ را بر روی شش بازار سهام بین المللی مورد بررسی قرار دادند. نتایج، وجود علیت را در زمان وقوع بحران (طی بحران) نشان می دهد. هر چند این شواهد در دوره های قبل و بعد از بحران یافت نشد. مسیح رابطه بین پنج شاخص بازارهای سهام شامل داوجونز، نیکی، کک، داکس و فوتسی را هم در دوره قبل از بحران و هم بعد از بحران سال ۱۹۸۷ با استفاده از مدل و مورد بررسی قرار می دهد. رابطه بین چنین بازارهایی با استفاده از آزمون ریشه واحد، آزمون هم انباشتگی، مدل های و و آزمون علیت گرنجر تعیین شده است.

بزدچ و ورنر (۲۰۰۱)، برای توصیف انتقال شوک ها بین بازارهای سهام، نرخ تسعیر ارز و بدهی در مکزیک در طول بحران های آسیا، روسیه و برزیل از مدل های و و تحلیل واریانس استفاده کردند. نتایج وجود سرایت بین تمام بحران های مذکور را با بازارهای سهام و بدهی مکزیک نشان می دهد.

گلووس و ساهای (۲۰۰۱)، اثرات سرایت در اقتصادهای اروپای شرقی و مرکزی، روسیه و بالتیک از سال ۱۹۹۳ را مورد بررسی قرار داده اند. آنان از مدل های و و آزمون علیت گرنجر برای مطالعه بازارهای سهام و ارز، بازارهای بدهی استفاده نمودند. نویسندگان دریافتند که بعد از بحران سال ۱۹۹۸ روسیه، نوسانات بازارهای نوظهور اروپایی، شبیه به نوسانات مشاهده شده در تعداد زیادی از بازارهای آسیا و آمریکای لاتین در طول بحران آسیا می باشد. با توجه به آزمون گرنجر شوک های ناشی از بازار سهام روسیه سبب ایجاد تغییرات در بازارهای جمهوری چک، مجارستان و لهستان شد.

کالینز و گاوریون (۲۰۰۴)، مجاری سرایت مالی را تا مرز مکانیزم انتقال بحران بین کشورها شناسایی کردند. نتایج نشان داد که دو مجرای عمده سرایت مالی در بازارهای سرمایه وجود دارد. ترکیبی از این مجاری، سبب تسریع در گسترش بحران مالی می شود.

چان لا (۲۰۰۴)، سرایت میان شانزده بازار نوظهور و توسعه یافته را در دوره زمانی سال های ۱۹۹۸-۲۰۰۱ مورد بررسی قرار داد. چان لا نتیجه گرفت که بحران روسیه و برزیل دارای اثرات پایداری بودند. چون افزایش تمایل برای سرایت بین بازارهای توسعه یافته و بین بازارهای توسعه یافته با بازارهای آمریکای لاتین و همچنین درون بازارهای آمریکای لاتین را به همراه داشته اند.

سعیده شفیعی و محمد حسین صبوری دیلمی در مطالعات خود در سال ۱۳۸۸ نشان دادند که بحران مالی جهانی علاوه بر کاهش درآمد های نفتی ایران، کسری بودجه از طریق کاهش درآمد های مالیاتی را نیز به همراه داشته است. از سوی دیگر یافته های آنان نشان می دهد که بحران مالی جهانی در بازار اوراق بهادار ایران موجب کاهش حجم معاملات و در نهایت افت شاخص سهام در این بازار شده است. مطالعات گذشته نیز نشان داده اند که هنگام کاهش قیمت نفت، همواره هزینه های عمرانی دولت کاهش یافته است. از سوی دیگر کاهش بودجه عمرانی، تقاضای دولت را برای خرید کالاهای اساسی و پایه از جمله سیمان، مس، آهن آلات و همچنین خدمات پیمانکاری کاهش داده و این امر به نوبه خود علاوه بر تهدید رشد اقتصادی کشور، شرکت های تولید کننده این محصولات را با کمبود تقاضا و در نتیجه کاهش تولید مواجه ساخته و سرانجام کاهش حاشیه سود این شرکت ها را به همراه داشته است. کاهش سودآوری شرکت ها به نوبه خود موجب رکود در بورس اوراق بهادار و روند نزولی قیمت و حجم معاملات سهام شده است.

با توجه به ادبیات تحقیق ارائه شده در مورد سرایت بحران های مالی و با توجه به این که بحران های مالی تمام ابعاد اقتصادی را دربر می گیرد، این ادعا وجود دارد که بحران های جهانی، علی الخصوص بحران در بازارهای سرمایه، به بازارهای سرمایه دیگر منتقل می شود و آن ها را تحت تاثیر قرار می دهد.

فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی:

- بحران مالی جهانی بر تصمیمات سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنی داری دارد.

فرضیه های فرعی:

- بین شاخص بحران و درصد تغییرات شاخص قیمت کل، رابطه معنی داری وجود دارد.
- بین شاخص بحران و درصد تغییرات شاخص صنعت، رابطه معنی داری وجود دارد.
- شاخص بحران: میانگین درصد تغییرات شش شاخص سهام در بورس های عمده جهان است.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر روش جمع آوری اطلاعات توصیفی است. به منظور آزمون وجود رابطه بین متغیرها و معنادار بودن روابط در مدل های برآورد شده از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده شده است. برای این منظور مدل های رگرسیونی چند متغیره با استفاده از نرم افزار آماری ایویوز، برآورد شده و سپس معنادار بودن مدل رگرسیونی در سطح ۹۵ درصد اطمینان مورد آزمون قرار گرفته است. اطلاعات مربوط به شاخص های سهام بورس های اوراق بهادار نیویورک، لندن، پاریس، فرانکفورت، تورنتو و توکیو از سایت مالی یاهو و اطلاعات شاخص های سهام بورس اوراق بهادار تهران از سایت سازمان بورس و اوراق بهادار تهران استخراج شده است. داده های مربوط به قیمت هر بشکه نفت سنگین ایران و نرخ تورم از سایت بانک مرکزی و قیمت طلا از سایت طلا جمع آوری شده است. داده ها به صورت سری زمانی ماهانه از جولای سال ۲۰۰۷ (تیرماه ۱۳۸۶) تا مارس ۲۰۱۰ (فروردین) در نظر گرفته شده اند. از ابتدای تیر ماه ۸۶ تا پایان خرداد ۸۷ (یکسال قبل از بحران)، از ابتدای تیر ماه ۸۷ تا پایان اسفند ۸۸ (ماه طی دوره بحران) و از ابتدای فروردین ماه ۸۸ تا پایان اسفند ۸۸ (یکسال پس از بحران)، دوره های زمانی مورد بررسی را تشکیل می دهند.

مدل و متغیرهای پژوهش

متغیرهای اصلی این پژوهش را شاخص های سهام در بورس اوراق بهادار تهران و بحران مالی در بازارهای سرمایه تشکیل می دهند. در این پژوهش برای هر چهار فرضیه، یک مدل وجود دارد. متغیرهای وابسته در این مدل ها درصد تغییرات ماهانه شاخص های سهام بورس اوراق بهادار تهران (شامل شاخص قیمت کل و شاخص صنعت) می باشد. در تمامی مدل ها، شاخص بحران مالی جهانی که به صورت میانگین درصد تغییرات ماهانه شاخص های اس اند پی ۵۰۰ نیویورک، فوتسی ۱۰۰ لندن، کک ۴۰ پاریس، داکس فرانکفورت، نیکی ۲۲۵ توکیو و اس اند پی - تی اس ایکس تورنتو تعریف شده و همچنین درصد تغییرات ماهانه نرخ تورم، بهای نفت و طلا، متغیرهای مستقل مدل های طراحی شده به صورت زیر تشکیل می دهند:

$$\Delta TEP\text{IX} = \alpha + \beta_1 \Delta W + \beta_2 \Delta O + \beta_3 \Delta G + \beta_4 \Delta I + \varepsilon_1$$

$$\Delta \text{Industrial} = \alpha + \beta_1 \Delta W + \beta_2 \Delta O + \beta_3 \Delta G + \beta_4 \Delta I + \varepsilon_1$$

که در این روابط:

α : عرض از مبدا

β_i : ضرایب متغیرهای مستقل معادله رگرسیونی که توسط نرم افزارهای آماری تعیین می شوند.

ΔW : بحران مالی جهانی در بازارهای سرمایه

ΔO : درصد تغییرات ماهانه قیمت نفت (هر بشکه نفت سنگین ایران)

ΔG : درصد تغییرات ماهانه ارزش طلا

ΔI : درصد تغییرات ماهانه نرخ تورم

$\Delta TEP\text{IX}$: درصد تغییرات ماهانه شاخص قیمت کل

$\Delta \text{Industrial}$: درصد تغییرات ماهانه شاخص صنعت

اطلاعات این پژوهش به صورت سری زمانی و به شکل درصد تغییرات ماهانه محاسبه شده است.

آزمون های آماری

برای مدل سازی ابتدا فرض های رگرسیون چند متغیره مورد بررسی قرار گرفته است. در ابتدا آزمون ریشه واحد روی تمام متغیرها انجام شد. نتایج حاکی از آن است که فقط متغیر مربوط به نرخ تورم دارای ریشه واحد است. لذا احتمال این که رگرسیون ساختگی باشد وجود دارد. به منظور اطمینان از ساختگی نبودن رگرسیون پس از تخمین مدل آزمون ریشه واحد روی جزء اخلاص انجام شد. نتایج حاکی از آن است که رگرسیون ساختگی نیست. نتایج مربوط به فرض های کلاسیک رگرسیون چند متغیره در جدول (۱) نمایش داده شده است.

جدول (۱): نتایج فرض های کلاسیک رگرسیون

نتایج	شماره مدل های تحقیق	آزمون رگرسیون
عدم وجود ریشه واحد در داده های مدل	مدل ۱	آزمون ریشه واحد
عدم وجود ریشه واحد در داده های مدل	مدل ۲	(آزمون دیکی - فولر)
عدم خودهمبستگی در مدل	مدل ۱	خودهمبستگی
عدم خودهمبستگی در مدل	مدل ۲	
عدم وجود ناهمسانی واریانس در مدل	مدل ۱	واریانس ناهمسانی
عدم وجود ناهمسانی واریانس در مدل	مدل ۲	
توزیع داده ها، نرمال	مدل ۱	نرمالیتی
توزیع داده ها، نرمال	مدل ۲	

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

پس از انجام آزمون‌های اولیه، نوبت انجام آزمون مدل رگرسیونی جهت بررسی فرضیه‌ها است. ابتدا به بررسی فرضیه اول پرداخته می‌شود. آماره اف فیشر مدل و احتمال آن (کمتر از سطح خطای ۵ درصد) بیانگر معنی‌داری مدل‌های رگرسیونی از نظر وجود روابط خطی در مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده نشان داد که متغیرهای توضیحی مدل می‌توانند حدود ۵۲ درصد تغییرات ماهانه شاخص کل در هر دوره را توضیح دهند. این آماره نشان می‌دهد بخشی از تغییرات ماهانه شاخص کل به واسطه بحران مالی و حضور متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. آماره دوربین-واتسون مدل نشان داد شرط استقلال خطاهای مدل برقرار است و مشکل خودهمبستگی بین خطاها وجود ندارد.

نتایج مدل نشان داد بین بحران مالی و تغییرات ماهانه شاخص کل با توجه به آماره تی (۱۶/۴۶۳-) و احتمال آن (۰/۰۰۰۰) در سطح خطای ۵ درصد و همچنین با توجه به علامت منفی ضریب (۰/۳۱۴-)، رابطه معنی‌دار و منفی وجود دارد. این بدان معنی است که بحران مالی، موجب کاهش شاخص سهام کل شده است. با توجه به نتایج بدست آمده، شواهد حاکی از تأیید فرضیه اول پژوهش است.

جدول (۲): نتایج آزمون مدل اول

متغیر وابسته: تغییرات ماهانه شاخص کل				
مدل: رگرسیون سری زمانی				
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال آماره
C	۰/۲۱۲۶۵۳	۰/۰۹۰۵۶۵	۲/۳۴۸۰۶۶	۰/۰۱۹۰
ΔW	-۰/۳۱۴۱۷۳	۰/۰۱۹۰۸۳	-۱۶/۴۶۳۳۵	۰/۰۰۰۰
ΔO	۰/۲۸۹۶۰۶	۰/۰۲۱۵۲۵	۱۳/۴۵۴۱۷	۰/۰۰۰۰
ΔG	۰/۰۰۸۵۴۶	۰/۰۰۶۱۷۱	۱/۳۸۴۹۸۵	۰/۱۶۶۳
ΔI	۰/۰۲۵۲۳۴	۰/۰۰۵۶۱۱	۴/۴۶۷۳۰۶	۰/۰۰۰۰
نتایج مدل رگرسیون برازش شده	ضریب تعیین تعدیل شده			
	آماره دوربین-واتسون			
	آماره اف فیشر			
	احتمال آماره اف فیشر			
				۰/۵۲۵۸۰۰
				۱/۷۵۶۵۵۲
				۹/۶۴۰۸۹۹
				۰/۰۰۰۰۰۰

نتایج مدل نشان داد بین سایر متغیرهای پژوهش به جزء درصد تغییرات ماهانه ارزش طلا با تغییرات ماهانه شاخص کل ارتباط معنی‌دار و مثبتی وجود دارد.

در ادامه به بررسی فرضیه دوم پرداخته می‌شود. آماره اف فیشر مدل و احتمال آن (کمتر از سطح خطای ۵ درصد) بیانگر معنی‌داری مدل‌های رگرسیونی از نظر وجود روابط خطی در مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده نشان داد که متغیرهای توضیحی مدل می‌توانند حدود ۵۷ درصد تغییرات ماهانه شاخص صنعت در هر دوره را توضیح دهند. این آماره نشان می‌دهد بخشی از تغییرات ماهانه شاخص صنعت به واسطه بحران مالی و حضور متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. آماره دوربین-واتسون مدل نشان داد شرط استقلال خطاهای مدل برقرار است و مشکل خودهمبستگی بین خطاها وجود ندارد.

نتایج مدل نشان داد بین بحران مالی و تغییرات ماهانه شاخص صنعت با توجه به آماره تی (۴/۳۸۸-) و احتمال آن (۰/۰۰۰۰) در سطح خطای ۵ درصد و همچنین با توجه به علامت منفی ضریب (۰/۱۱۳-)، رابطه معنی‌دار و منفی وجود دارد. این بدان

معنی است که بحران مالی، موجب کاهش شاخص سهام صنعت شده است. با توجه به نتایج بدست آمده، شواهد حاکی از تأیید فرضیه دوم پژوهش است.

جدول (۳): نتایج آزمون مدل دوم

متغیر وابسته: تغییرات ماهانه شاخص صنعت				
مدل: رگرسیون سری زمانی				
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال آماره
C	۰/۱۰۸۱۰۹	۰/۰۸۶۸۶۸	۰/۲۴۴۵۲۵	۰/۲۱۳۵
ΔW	-۰/۱۱۳۳۳۷	۰/۰۲۵۸۲۴	-۴/۳۸۸۷۹۰	۰/۰۰۰۰
ΔO	۰/۲۱۱۷۸۶	۰/۰۱۶۸۷۳	۱۲/۵۵۱۸۳	۰/۰۰۰۰
ΔG	۰/۰۵۵۷۹۷	۰/۰۱۰۵۵۹	۵/۲۸۴۳۲۱	۰/۰۰۰۰
ΔI	۰/۱۹۲۳۷۳	۰/۰۲۶۷۰۷	۷/۲۰۳۰۲۴	۰/۰۰۰۰
نتایج مدل رگرسیون برآزش شده	ضریب تعیین تعدیل شده			
	آماره دوربین-واتسون			
	آماره اف فیششر			
	احتمال آماره اف فیششر			
				۰/۵۷۷۳
				۱/۷۳۵۰
				۱۱/۴۷۸۲۰
				۰/۰۰۰۰۰۰

نتایج مدل نشان داد بین سایر متغیرهای پژوهش به جزء درصد تغییرات ماهانه ارزش طلا با تغییرات ماهانه شاخص صنعت ارتباط معنی دار و مثبتی وجود دارد.

بحث و نتیجه گیری

نتایج به دست آمده حاکی از آن است که بین نوسانات شاخص ها در بورس های عمده جهان و نوسانات شاخص صنعت و شاخص مالی در بورس اوراق بهادار تهران در مقاطع زمانی قبل، طی و پس از وقوع بحران مالی، ارتباط معنی داری وجود دارد. شاخص های دوگانه معرف رشد بازار سرمایه ایران در طی دوره وقوع بحران با روند نوسانات در بازارهای سرمایه عمده جهان همسو شده و روندی نزولی را در پی گرفته اند؛ بنابراین با توجه به نتایج این تحقیق می توان بیان داشت که بحران جهانی در بازارهای سرمایه بین المللی مرزهای کشورها را درنور دیده و به بازار سرمایه ایران نیز سرایت کرده است.

اقتصاد و بازار سرمایه ایران به طور غیرمستقیم، از طریق عوامل واسطه ای همچون، واردات گسترده کالا و سرمایه، کاهش قیمت نفت، رکود جهانی و کاهش تقاضای موثر جهانی برای کالاهای صادراتی صنایع بزرگ کشور و شرکت های حاضر در بازار سرمایه، تحت تاثیر قرار گرفته و سودآوری و قیمت سهام شرکت های داخلی کاهش یافته است. پیامد بعدی این تاثیر پذیری احتمالاً کاهش بودجه و درآمد مالیاتی دولت و همچنین کاهش تقاضای دولت برای خرید کالاهای اساسی و پایه از قبیل سیمان، مس و آهن الات بوده است. کاهش تقاضای داخلی نیز، از طریق کاهش تولید و سودآوری این محصولات، رکود در بازار سرمایه، کاهش قیمت سهام و کاهش حجم معاملات را به همراه داشته است. از سوی دیگر به واسطه پیشرفت شبکه ارتباطات و سایت های اینترنتی و انتقال اطلاعات لحظه به لحظه درباره ارزش اوراق بهادار و دیگر اطلاعات ضروری در اغلب نقاط جهان، آثار روانی ناشی از رکود و بحران جهانی نیز به نوبه خود این روند را تشدید نموده است.

در این مقاله ارتباط بین بازار سرمایه تهران و بحران مالی جهانی در بازارهای سرمایه مورد بررسی قرار گرفت. یافته ها نه تنها ادعای عدم تاثیرپذیری بازار سرمایه کشور از بحران مالی جهانی در بازارهای سرمایه عمده جهان را رد کرده، بلکه موید وجود چنین رابطه ای می باشد. با توجه به این که نوسانات شاخص صنعت و شاخص مالی علاوه بر طی دوره بحران، در مقاطع زمانی قبل و بعد از وقوع بحران نیز ارتباط معنی داری با نوسانات شاخص های سهام مربوط به بورس های بین المللی نشان می دهند ادعای

عدم وجود ارتباط بین بازار سرمایه کشورهای برخوردار از بازار سرمایه توسعه یافته و بورس اوراق بهادار تهران مورد تأیید نخواهد بود. در راستای تحقیقات آتی موارد زیر پیشنهاد می شود:

- بررسی ارتباط بین بازار سرمایه تهران با بازارهای
- سرمایه کشورهای حوزه خلیج فارس
- بررسی ارتباط بین بازار سرمایه تهران با بازارهای
- سرمایه کشورهای آسیای شرقی

منابع

۱. تهرانی رضا، اصل فنی محسن، ۱۳۸۶، "رابطه وجه نقد حاصل از عملیات وسود تعهدی با بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره، صفحه ۲۱ تا ۳۲.
۲. شفیعی سعیده، صبوری دیلمی محمد حسین، ۱۳۸۸، "بررسی میزان اثرپذیری متغیرهای کلان اقتصاد ایران از بحران مالی جهانی"، بررسی های بازرگانی، شماره ۳۹.
3. Adamu, Abdul, (2010). "Global Financial Crisis and Nigerian Stock Market Volatility", Conference on 'Managing the Challenges of Global Financial Crisis in Developing Economies', Nasarawa State University, Keffi, Nigeria. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1572014>
4. Al-Rjoub, Samer A. M., (2009). "Business Cycles, Financial Crises, and Stock Volatility in Jordan Stock Exchange", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1461819>
5. Angabini, Amir and Wasiuzzaman, Shaista, (August 16, 2010). "Impact of the Global Financial Crisis on the Volatility of the Malaysian Stock Market", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1659548>
6. Bazdresch. S & Werner. A, (2001), "Contagion of International Financial Crises: The Case of Mexico, in International Financial Contagion", Ed. S. Claessens and K. Forbes, Kluwer Academic publishers, Boston.
7. Chan-Lau. J, Mathieson. D & Yao. J, (2004), "Extreme Contagion in Equity Markets", IMF Staff PP 51, 386-408.
8. Collins. D & Gavron. S, (2004), "Channels of Financial Market Contagion", Applied Economics, 36:21, pp 2461-2469.
9. Didier, Tatiana & Love, Inessa & Peria, Maria Soledad Martinez, (2010). "What explains stock markets vulnerability to the 2007-2008 crisis ?", Policy Research Working Paper, Series 5224, The World Bank.
10. Edwards, Sebastian, (2000), "contagion", working paper.
11. Fischer, Stanley (1999), 'Reforming the International Financial System', Economic Journal, PP 109, 557-76.
12. Gelos. R & Sahay. R, (2001), "Financial Market Spillovers in Transition Economies", Economies of Transition, pp 9, 53-86.
13. Hunter, Kaufman & Krueger, (1999), "The Asian Financial Crisis: Origins, Implications, and solutions. Dordrecht: Kluwer Academic.
14. Malliaris. A, and Urrutia. J, (1992), "The International Crash of October 1987: Causality Tests, journal of Financial and Quantitative Analyses, pp 27, 353-364.
15. Masih. M, and Masih. R, (1997), Dynamic linkages and the propagation mechanism driving major international stock markets. An analysis of the pre and post- crash eras", Quarterly Review of Economics and Finance, 37:4, pp 859-885.

Effect of financial crisis on investment decisions

Alireza Momeni, Seyyed Mehdi Shahrokhi

*Assistant Professor of Payam Noor University Tehran
MSc in Accounting, Payam Noor University Tehran West*

Abstract

The initial effects of global financial crisis in U.S influenced over global capital market since the half year of 2008. At early Mars 2009, the quite effects of existing from crisis were observed in capital market. This time sections have been the common time interval of entering to and exiting from crisis in international capital markets, in particular in 6 countries U.S., U.K., France, Germany, Canada, and Japan. This study was conducted to examine the relationship between financial crises in capital markets as one of implications of financial crisis during 2007-2008 and its relation with stock indexes in Tehran Stock Exchange for period of July 2007-Mars 2012. Time-series data were collected monthly and were analyzed using multivariable regression method. Findings indicated that both of total stock index and industry stock index in Iran's capital market used in this research had a significant relationship with global financial crisis index in capital markets. These findings make would challenge the claim about lack of relationship between capital market of countries with developed capital market and Tehran Stock Exchange.

Keywords: Financial Crisis, Capital Market, Stock Index, Investment Decisions
