

که در آن  $p_t$  ارزش ذاتی قیمت سهام،  $\bar{p}_t$  ارزش جاری قیمت سهام و  $b_t$  همان حباب است. همان طور که نشان داده شده است، اگر در زمان ارزش جاری سهام از ارزش ذاتی آن بیشتر باشد، اختلاف این دو مقدار در اثر حباب به وجود آمده است ( $b_t$ ) (صالح‌آبادی و دلیریان، ۱۳۸۹).

### فرآیند شکل‌گیری حباب

اساس و جوهر حباب قیمت‌ها بر اساس واکنشی است که نسبت به افزایش قیمت‌ها صورت می‌گیرد، به این ترتیب که افزایش قیمت‌ها منجر به افزایش اشتیاق سرمایه‌گذاران، افزایش تقاضا و در نتیجه افزایش دوباره قیمت‌ها می‌شود. افزایش تقاضا برای دارایی‌ها، نتیجه ذهنیت مردم از بازدهی بالای اوراق در گذشته و خوش‌بینی آن‌ها نسبت به دریافت بازده بالا در آینده است. همین بازخورد افزایش قیمت‌هاست که باعث بالا رفتن مجدد قیمت‌ها بیش از میزان طبیعی می‌شود. به هر حال، حباب هیچ‌گاه ماندگار نیست. قیمت‌ها نمی‌توانند تا ابد رشد صعودی داشته باشند و زمانی که افزایش قیمت‌ها به نقطه پایان برسد، تقاضای فزاینده نیز به پایان راه می‌رسد. اینجاست که بازخورد صعودی جای خود را به بازخورد نزولی می‌دهد (Camerer, 1989). از دیدگاه مینسکی (Minsky) فرآیند شکل‌گیری حباب طی ۵ مرحله صورت می‌پذیرد (Minsky, 1986):

- ۱- **تحرك:** تحرك زمانی به وجود می‌آید که اشتیاق سرمایه‌گذار با چیزی مثل تکنولوژی جدید یا پایین بودن تاریخی نرخ بهره افزایش می‌یابد.
- ۲- **رونق:** قیمت‌ها در ابتدا در نتیجه تحرك، آرام‌آرام رشد می‌کنند، اما معامله‌گران و اعضای بازار بیشتر و بیشتر شتاب می‌گیرند و بازار رونق می‌گیرد.
- ۳- **سرخوشی:** این مرحله بسیار حساس است و هر لحظه ممکن است حباب بترکد.

### Bubble

پدیده حباب اصطلاحی است که به‌طور مکرر در بازارهای سهام پدیدار می‌شود و برای آن تعاریف متعددی ارائه شده است:

۱) از منظر وبستر، چیزی که فاقد استواری، ثبات و واقعیت است و در فرهنگ لغت آکسفورد، در مدخل حباب آمده است «حباب شکننده، ناپایدار، سست و توخالی است و به‌طور معمول به رویدادهای تجاری و مالی بی‌اساس و فریبنده» اطلاق می‌شود (صالح‌آبادی و دلیریان، ۱۳۸۹).

۲) به‌طور کلی، می‌توان گفت در علوم مالی حباب به وضعیتی اشاره دارد که در آن دارایی‌ها بر اساس عواملی غیر از ارزیابی بازار از ارزش حقیقی دارایی‌ها قیمت‌گذاری شده است (wu, 2002).

۳) حباب را می‌توان به‌صورت افزایش سریع در قیمت دارایی یا گروهی از دارایی‌ها در فرایندی پیوسته تعریف می‌شود. افزایش اولیه قیمت‌ها منجر به ایجاد انتظار افزایش بیشتر قیمت‌ها شده و خریداران جدیدی را جذب می‌کند. این خریداران جدید به‌طور معمول سفته‌بازانی هستند که به کسب سود از طریق معامله دارایی به جای استفاده از ظرفیت‌های دارایی مذکور برای کسب سود علاقه‌مندند (Berger, 2005).

۴) در اقتصاد ریاضی می‌توان حباب را به‌صورت انحراف ارزش سهام از ارزش تعادلی بلند مدت بیان کرد. برای فهم دقیق پدیده حباب نخست ارزش ذاتی به‌صورت ارزش فعلی بازده‌های مورد انتظار ناشی از نگهداری یک سهم به‌صورت زیر تعریف می‌شود:

$$a = \frac{1}{1+r} \quad \text{و} \quad p_t = \sum_{i=0}^{\infty} a^i E_t d_{t+1} \quad \bar{p}_t \\ = p_t + b_t$$

۴- **شنا سایی سود:** در این مرحله افراد هو شمند به علائم هشداردهنده واکنش نشان می‌دهند، دارایی را می‌فروشند و از سود آن بهره می‌برند.

۵- **وحشت:** در این دوران، قیمت دارایی، با سرعت صعود قیمت‌ها اما در جهت معکوس افت می‌کند. سرمایه‌گذاران و دلالتان برای جلوگیری از افت بیشتر ارزش دارایی، هرچه سریع‌تر نیاز دارند که دارایی را نقد کنند. هرچه تقاضا نسبت به عرضه کمتر باشد، قیمت‌ها با شیب بیشتری سقوط می‌کند. (Ibid)

### انواع حباب در بازارهای مالی

#### ۱- حباب‌های عقلایی و سفته‌بازانه

اساساً پدیده حباب پدیده‌ای غیرعقلایی به حساب می‌آید، زیرا این پدیده نشانگر تفاوت و اختلاف میان ارزش بنیادی و عقلانی و قیمت جاری سهام است. باوجود این، مدل‌های اقتصادسنجی با پیش‌فرض رفتار عقلانی سرمایه‌گذاران، حباب‌ها را به دو دسته تقسیم می‌کنند.

هنگامی که قیمت بازار دارایی از ارزش بنیادی آن دارایی بالاتر باشد، اما انتظارات عقلانی بازیگران بازار چنین قیمت‌هایی را توجیه کند، چنین شرایطی به حباب عقلانی تعبیر می‌شود. مبنای فلسفی حباب عقلانی توجیه‌ناپذیری نوسانات مهمی برخی از دارایی‌ها مانند سهام و اوراق قرضه به‌وسیله تغییرات متغیرهای بنیادی آن دارایی‌هاست (Camerer, 1989).

شرایطی که قیمت بازار دارایی (سهام) از ارزش بنیادین فاصله زیادی داشته باشد و در واقع درآمد حاصل از سودهای نقدی آتی، سطح جاری قیمت بازار را توجیه نکند به حباب سفته‌بازانه تعبیر می‌شود. پس از تشکیل حباب سفته‌بازانه سرمایه‌گذاران در بازار باقی می‌مانند. زیرا این دسته از سرمایه‌گذاران به ارزش بنیادی سهام توجهی ندارند،

به همین خاطر نمی‌توانند وجود بیش‌ارزش‌گذاری در بازار را درک کنند (Brunnermeier, 2001).

#### ۲- حباب‌های سخت و انتظاری

شرایطی که طی آن فعالان بازار از قیمت بالاتر سهم نسبت به ارزش بنیادی آن آگاهند، اما با وجود این، انتظار دارند قیمت تا به سطحی بالاتر افزایش یابند، به حباب انتظاری تعبیر می‌شود (Palan, 2009).

حباب سخت هنگامی ایجاد می‌شود که هر یک از بازیگران بازار از بیشتر بودن قیمت دارایی (سهم) از ارزش فعلی جریان نقدی محتمل آتی آن دارایی آگاه باشند. شرط اصلی برای وقوع این حالت این است که مشارکت‌کنندگان بازار اطلاعاتی را به صورت خصوصی و شخصی در اختیار داشته باشند (Brunnermeier, 2001).

#### ۳- حباب‌های غیر عقلایی (Irrational Bubble)

اکثر تئوری‌های مالی بر این فرض بنا نهاده شده‌اند که عوامل اقتصادی در بازارها، ماکزیم‌کننده مطلوبیت انتظاری خود به صورت عقلایی هستند، اما با توجه به شواهد موجود در دنیای واقعی غیرمتمعارف‌هایی در بازارهای مالی مشاهده می‌شود که با رفتار عقلایی بیان شده‌نا سازگارند (عباسی و همکاران، ۱۳۹۷). این تئوری‌های ادعا می‌کنند که واکنش غیرعقلایی و عقاید نادرست سرمایه‌گذاران می‌تواند باعث شکل‌گیری این حباب باشند. این رفتارهای اقتصادی به علت مدها (Fads) یا خوش‌بینی مفرط (Overly Optimistic) عوامل ایجاد می‌شوند.

#### ۴- حباب‌های چندگانه (Multivariate Bubbles)

منظور از حباب چندگانه، وقوع همزمان حباب در بازارهای گوناگون مثل بازار ارز، طلا، سهام و مانند آن است. در واقع قیمت‌های این بازارها نوعی هم‌حرکتی را نشان می‌دهند به‌گونه‌ای که این رفتار همزمان و تقریباً مشابه در بازارهای گوناگون تکرار می‌شوند (عباسی و همکاران، ۱۳۹۷).

## عوامل مؤثر در بروز حباب قیمتی

۱) وجود شناوری کم و بلوکه شدن سهام بین یک یا چند سهامدار عمده یکی از عوامل بروز حباب قیمتی در بورس است.

۲) اندازه شرکت‌ها در بروز حباب قیمتی سهم آن شرکت تأثیرگذار هستند.

۳) بخش عمده بروز حباب ناشی از عدم شفافیت اطلاعات در بازار است (عباسیان و همکاران، ۱۳۸۹).

## کتاب‌شناسی

صالح‌آبادی، علی و دلیریان، هادی (۱۳۸۹). «بررسی وجود حباب‌های قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، شماره ۹، ص ۷۵ - ۶۱.

عباسیان، عزت‌الله، محمودی، وحید و فرزندگان، الهام (۱۳۸۹). «شناسایی حباب قیمتی سهام عادی بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل ارزش حال»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۰، ص ۷۵ تا ۹۲.

عباسی، غلامرضا، محمدی، هادی و نشاط‌آور، محمدمبین (۱۳۹۷). «بررسی نقش حباب قیمتی در ایجاد نوسانات در بورس اوراق بهادار تهران (شرکت‌های منتخب صنایع پترو شیمی و خودرو)»، فصلنامه اقتصاد مالی دانشکده اقتصاد و حسابداری واحد تهران مرکز، سال دوازدهم، شماره ۴۳، ۱۳۳-۱۵۲.

Brunnermeier, M. K. (2001). "Asset Pricing under Asymmetric Information: Bubbles, Crashes, Technical Analysis, and Herding", *Oxford Scholarship Online*.

Camerer, C. (1989), "Bubbles and Fads in Asset Prices", *Journal of Economic Surveys*, vol. 3, issue 1, pp.3-41.

Kindle, Berger, C. P. (2005). *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 5th edh, New York: Wiley.

Minsky, Hyman (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.

Palan, S. (2009). *Bubbles and Crashes in Experimental Asset Markets*, vol. 626, Springer-Verilog Berlin Heidelberg.

Sheller, R. J. (1989). *Market Volatility*, Cambridge: MA, MIT press.

Wu, G., Xiao, Z. (2002). "Are there speculative bubbles in stock markets?", *Evidence from an alternative approach*, Preprint, Vol. 1, Issue 1, (2008), pp.307-320.

حسن قالیباف اصل

هیئت علمی گروه مدیریت دانشگاه الزهرا (س)

شقایق محبوبی زاده

کارشناسی ارشد مدیریت مالی گروه مدیریت دانشگاه الزهرا (س)