فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره پنجاه و یکم، تابستان ۱۴۰۴- صفحات ۶۸-۴۱

ارایه مدل مالی پاسخ بازده سهام به شوک‌های سیاست پولی، ریسک اعتباری و حکمرانی دولتی

نوع مقاله: پژوهشی

داوود بذرافشان[۱]
فرید عسکری[۲]
کامبیز هژبرکیانی[۳]

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۶/۲۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۰/۲

چکیده

در طی دهه‌های اخیر، حوزه مالی وارد دوران فکری جدیدی شده و برخی مفروضات منطقی بودن سرمایه‌گذاران را به چالش کشانده است و موجب تقویت این موضوع شده است که قیمت‌ها با تاثیرپذیری از ریسک و شوک‌های سیاست پولی و عوامل روانی تعیین می‌شوند. تجربه‌های اقتصادی جهان به‌ویژه در دو دهه اخیر این مطلب را به اثبات می‌رساند که ثبات اقتصادی کشورها مدیون کارایی شاخص‌های مالی آنهاست. بحران‌های مالی، وجود تکانه‌های نفتی و پولی چند سال اخیر گواهی بر این مدعاست. بازارهای پول و سرمایه به‌عنوان ارکان بخش مالی، وظیفه‌ی تامین منابع را برای بخش حقیقی اقتصاد بر عهده‌دارند. کارایی بخش مالی موجب تخصیص بهینه منابع کمیاب به فعالیت‌های اقتصادی می‌شود. تخصیص بهینه منابع به نوبه‌ی خود بهینگی پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و به تبع رشد اقتصاد ملی، در حدودی نزدیک به ظرفیت‌های بالقوه اقتصاد را در پی دارد.

مطالعه حاضر به ارایه مدل مالی پاسخ بازده سهام به شوک‌های سیاست پولی، ریسک اعتباری و حکمرانی دولتی با استفاده از الگوی خودرگرسیون برداری ساختاری SVAR برای سال‌های ۱۳۷۵-۱۴۰۰ می‌پردازد. روش پژوهش حاضر از منظر هدف کاربردی و از منظر ماهیت تحلیلی توصیفی می باشد و در دسته تحقیقات پس رویدادی قرار می گیرد. تخمین مدل در فاصله زمانی ۱۳۷۵ تا ۱۴۰۰ صورت پذیرفته است. براساس

۱ دانشجوی دکتری اقتصاد پولی گروه علوم اقتصادی ، واحد ابهر ، دانشگاه آزاد اسلامی ، ابهر ایران
d.bazrafshan@iau.ac.ir
۲ استادیار گروه علوم اقتصادی ، واحد ابهر ، دانشگاه آزاد اسلامی ، ابهر ، ایران (نویسنده مسئول)
faridaskari@iau.ac.ir
۳ استاد گروه علوم اقتصادی دانشگاه شهید بهشتی k.hozad@sbu.ac.ir

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

نتایج تخمین مدل SVAR یک تکانه وارده از ناحیه نرخ ارز، به‌اندازه ۸۹ درصد باعث افزایش شاخص قیمتی سهام می‌شود، همچنین یک تکانه وارده از ناحیه بحران مالی و نقدینگی به ترتیب باعث افزایش ۵۳ و ۱۱ درصدی شاخص قیمت سهام و یک تکانه وارده از ناحیه کیفیت حکمرانی، ریسک اعتباری و مداخله بانک مرکزی به ترتیب؛ به‌اندازه ۸۶ درصد، ۳ و ۱۲ درصد باعث افزایش شاخص قیمت سهام می‌شود.

کلمات کلیدی: ریسک اعتباری، شوک پولی ، بحران، حکمرانی دولتی، بازده سهام، مدل SVAR

طبقه بندی JEL: C24، E52، G12، G32، G19

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

مقدمه

تجربه‌های اقتصادی جهان به‌ویژه در دو دهه اخیر این مطلب را به اثبات می‌رساند که ثبات اقتصادی کشورها مدیون کارایی شاخص‌های مالی آنهاست. بحران‌های مالی، وجود تکانه‌های نفتی و پولی چند سال اخیر گواهی بر این مدعاست. بازارهای پول و سرمایه به‌عنوان ارکان بخش مالی، وظیفه‌ی تامین منابع را برای بخش حقیقی اقتصاد بر عهده‌دارند. کارایی بخش مالی موجب تخصیص بهینه منابع کمیاب به فعالیت‌های اقتصادی می‌شود. تخصیص بهینه منابع به نوبه‌ی خود بهینگی پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و به تبع رشد اقتصاد ملی، در حدودی نزدیک به ظرفیت‌های بالقوه اقتصاد را در پی دارد (داهمنا و و همکاران[1]، ۲۰۲۱). پدیده‌ی توسعه سرمایه‌گذاری مالی (در مقابل سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی) از مشخصات اقتصادهای توسعه‌یافته است. توسعه‌ی بازار سرمایه و موسسات مالی پیشرفته، خود موجب تسهیل سرمایه‌گذاری حقیقی می‌شود. عوامل متعددی بر شاخص قیمت سهام اثرگذارند، ازجمله این عوامل، شوک‌های پولی، اثرات تحریم و تغییرات نرخ ارز و ریسک‌های اعتباری است. سرمایه‌گذاری در بخش‌های عمده اقتصاد ایران به همراه هزینه‌های تعدیل و تاثیر آن بر بازدهی سهام بحث مهمی است که مطالعات انجام شده و شواهد تجربی به خوبی آن را تایید می‌کنند. سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصاد ایران علاوه بر رشد تولید و اشتغال، به رشد سایر عوامل ازجمله شاخص‌های هزینه‌های تعدیل در بخش‌های اقتصادی نیز کمک نموده است. با نگاهی به آمارهای بانک مرکزی متوجه کاهش چشمگیر سرمایه‌گذاری در سال‌های اخیر می‌شویم به گونه‌ای که در ۵ سال گذشته، میزان سرمایه‌گذاری به طور متوسط سالیانه ۵/۳۵ درصد کاهش یافته است. به نوعی می‌توان بیان داشت دلایل کاهش سرمایه‌گذاری به نبودن فضای مناسب کسب‌وکار، نرخ سود بانکی و ناکارآمدی بازار سرمایه در جذب نقدینگی مربوط می‌شود (امیری و پیرداده بیرانوند، ۱۳۹۸).

از طرفی در طی دهه‌های اخیر، حوزه مالی وارد دوران فکری جدیدی شده و برخی مفروضات منطقی بودن سرمایه‌گذاران را به چالش کشانده است و موجب تقویت این موضوع شده است که قیمت‌ها با تاثیرپذیری از ریسک و شوک‌های سیاست پولی و عوامل روانی تعیین می‌شوند. در چنین شرایطی بانک های مرکزی در وضعیت های مختلف اقتصادی رویکردهای هدف گذاری مختلفی اختیار می‌کنند. هدف‌گذاری نرخ ارز یکی دیگر از روشهای سیاست گذاری پولی است. هدف گذاری نرخ ارز حقیقی و ارتباط آن با سیاست پولی و بررسی تبعات آن در بازارهای مالی، اولین بار توسط دورنبوش[2] (۱۹۸۲) مطرح گردید و محققین دیگری از جمله پنتی [3](۱۹۸۵)، آدامز

1 . Meriam Dahmene, Adel Boughrara, Skander Slim
2 Dorenbusch
3 Petti

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

و گروس[1] (۱۹۸۶) و گیلرمو[2] (۱۹۹۴) این ارتباط را مورد بررسی قرار دادند. دورنبوش (۱۹۸۲) معتقد بود که هدف‌گذاری نرخ ارز حقیقی از دو طریق بر ثبات تولید و شاخص قیمت اثر خواهد گذاشت. از یک طرف، ثبات نرخ ارز اسمی و حقیقی در تقاضای کل ثبات ایجاد خواهد کرد و از طرف دیگر نرخ ارز از طریق بخش عرضه بر سطح قیمت‌ها اثر خواهد گذاشت، چون نرخ ارز اسمی از طریق هزینه کالاهای واسطه وارداتی بر شاخص قیمت‌ها تأثیر خواهد گذاشت. به عبارتی دورنبوش معتقد بود پیروی از قاعده نرخ ارز از یک طرف در تولید ثبات ایجاد خواهد کرد و از طرف دیگر ثبات در قیمتها را از بین خواهد برد. پنتی (۱۹۸۵) به دو دلیل معتقد بود که نرخ ارز حقیقی بایستی دارای ثبات باشد، چون از یک طرف نوسان در نرخ ارز باعث تخصیص مجدد منابع بین بخش‌های تولیدی می‌گردد و به دلیل تحرک پایین منابع تولیدی، تخصیص منابع پرهزینه خواهد شد و از طرف دیگر، نوسانات نرخ ارز، اثرات سیاسی تحریم و بحران مالی در بازارهای جهانی، محدودیت‌های خارجی بر سیاست‌های داخلی اقتصاد تحمیل خواهد کرد، چون شوک‌هایی که مبدا آن از بخش اقتصادی است، در سایر بخش‌های اقتصاد سرایت خواهد کرد (کلیکومه و همکاران[3]، ۲۰۲۰). لذا وی به دلایل فوق معتقد به ثبات نرخ ارز است، ولی می‌پذیرد که در جهت تثبیت نرخ ارز اسمی، قیمتها ثبات خود را از دست خواهند داد و در نهایت، نتیجه می‌گیرد که با توجه به مقتضیات اقتصادی یک کشور، ممکن است در یک مقطع زمانی پیروی از قاعده نرخ ارز اسمی، سیاست مناسبی تلقی گردد و در مقاطع زمانی دیگر، سیاست مناسبی نباشد. بنابرین پاسخ بازده سهام به شوک‌های سیاست پولی، ریسک اعتباری و حکمرانی دولتی می‌تواند مهم باشد. بنابراین برای تبیین این اثر، از مدل خود رگرسیون برداری SVAR استفاده می‌شود. ساختار مقاله به اینصورت تنظیم شده است که در بخش دوم مبانی نظری شامل تئوریهای مطرح و نتایج مطالعات تجربی صورت گرفته در ارتباط با موضوع ارائه شده است. در بخش سوم مدل، روش تحقیق و آزمون های مورد استفاده بیان شده است. بخش چهارم نیز به نتایج آزمون ها و تخمین مدل اختصاص یافته است. در بخش پنجم خلاصه و نتیجه گیری ارائه می‌گردد.

۱. مبانی نظری موضوع

در ایران با توجه به اینکه در حال حاضر نظام نرخ ارز مدیریت شده اعمال می‌گردد و از زمان اجرای این سیاست تنها دو دهه می‌گذرد، لزوم این بحث که مدیریت نرخ ارز و دخالت بهینه دولت در این بازار به چه میزان و چگونه باید باشد، آشکار می‌شود. عوامل متعددی بر شاخص قیمت سهام اثر

1 Adams and Grous
2 Grimler
3 . Ikechukwu Kelikume et al

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

گذارند، ازجمله این عوامل می‌توان به شوک‌های نفتی، پولی، اثرات تحریم، بحران‌های مالی، تغییرات نرخ ارز و نحوه حکمرانی دولت اشاره کرد. نوسانات وسیع نرخ ارز واقعی از ویژگی‌های کشورهای در حال توسعه به شمار می‌رود. کشورهای در حال توسعه ازجمله ایران دارای درجه بالای نااطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی هستند. رشد، تورم، نرخ ارز و سایر متغیرهای کلان اقتصادی نسبت به اقتصاد کشورهای صنعتی بیشتر در معرض نوسان بوده و اثرات این نوسانات و تداوم آن‌ها می‌تواند در بخش‌های متفاوت اقتصادی منجر به شکل‌گیری مشکلات ساختاری بیشتری در این کشورها گردد (رحمانی و احدی سرکانی، ۱۴۰۰). در ادامه به بررسی نظریات مربوط به مداخله بانک مرکزی و شاخص قیمتی سهام با در نظر گرفتن شاخص‌های کلان اقتصادی پرداخته می‌شود.

۱-۱. بررسی رابطه مداخله بانک مرکزی و شاخص قیمتی سهام با در نظر گرفتن نظریه رویکرد بازار کالا

نظریه رویکرد بازار کالا، چگونگی تأثیرگذاری بازار ارز و ارزش پول ملی بر عملیات خارجی بنگاه اقتصادی، سود بنگاه و قیمت سهام را نشان می دهد (فان و همکاران[1]، ۲۰۲۱). این نظریه، با افزایش تولید ملی به دنبال کاهش ارزش پول و با فرض برقراری شرط مارشال- لرنر ($\frac{CA}{S} = M(\varphi_X + (\varphi_M - 1)$) جریانات نقدی انتظاری آتی که متأثر از تقاضای کل داخلی و خارجی در آینده اند، تحت تأثیر قرار می گیرند و به دنبال آن، قیمت کنونی سهام که معادل ارزش کنونی جریان‌های نقدی آتی است، با درجه فعالیت فعلی و آینده اقتصاد که توسط شاخص هایی مانند تولیدات صنعتی، نرخ رشد واقعی اقتصاد و نرخ اشتغال اندازه گیری می شود، در تعامل خواهد بود. ما و کائو[2] (۱۹۹۰) در نظریه خود نشان دادند که کاهش نرخ ارز در اقتصادهای صادرات مدار اثری منفی بر بازار سهام دارد و در اقتصادهای واردات مدار باعث رونق بازار سهام خواهد شد. بنابراین، برآیند کل اثر تغییر نرخ ارز بر بازار سهام در یک اقتصاد به ترکیب بنگاه‌های درگیر در صادرات و واردات، میزان وابستگی بنگاها به مواد اولیه وارداتی و کشش پذیر بودن تقاضا برای محصولات صادراتی بستگی دارد (ماهاپاترا و همکاران[3]، ۲۰۱۹).

1 . Zhenjun Fan
2 Ma and Kao
3 . Smita Mahapatra et al

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

۲-۱. واکنش سیاستی مداخله بانک مرکزی به فشار بازار ارز در جهت کنترل بازار سهام

ویمارک (۱۹۹۵)، فشار بازار ارز را "کل تقاضای اضافی برای پول ملی (برای خرید ارز) در بازارهای بین‌المللی می‌داند که این تقاضای مازاد را می‌توان بدون دخالت ارزی بانک مرکزی و تنها با تغییر نرخ ارز از بین برد. "تعریف ویمارک حاکی از آن است که در یک سیستم نرخ ارز شناور، فشار بازار ارز تنها بر اساس تغییرات نرخ ارز اندازه‌گیری می‌شود، اما در سیستم‌های نرخ ارز متوسط (نه به طور کامل "ثابت و نه به طور کامل" شناور) فشار بازار ارز از تغییرات در مبادله نرخ، تغییرات ذخایر خارجی و تغییرات اعتبار داخلی بانک مرکزی اندازه‌گیری و محاسبه می‌شود. در سیستم‌های نرخ ارز میانی، تا زمانی که مداخله در بازار ارز تنها از طریق خریدوفروش ذخایر ارزی انجام شود، فشار بازار ارز را می‌توان از رابطه (۱) بدست آورد:

$$EMP_t = \Delta e_t + \eta \Delta r_t \qquad (۲-۱)$$

در معادله (۱)، Δe_t تغییرات نرخ ارز، Δr_t تغییرات ذخایر خارجی و $\eta = -\frac{\partial e_t}{\partial r_t}$، کشش نرخ ارز نسبت به ذخایر خارجی می باشد. معادله (۱) بسته به نوع مداخله بانک مرکزی در بازار ارز تعدیل می‌شود. به‌عنوان مثال، اگر سیاست‌گذار پولی، برای کنترل نرخ ارز و تاثیرگذاری بر بازار سهام، علاوه بر ابزارهای تغییر نرخ ارز و ذخایر ارزی، از ابزار دیگری به نام تغییرات اعتبار داخلی بانک مرکزی استفاده کند و ابزارهای غیرمستقیم مانند نرخ بهره بانکداری، استفاده شود؛ بخشی از فشار بازار ارز با ترکیب داخلی پایه پولی کاهش می‌یابد. در این حالت، فشار بازار ارز با استفاده از معادله زیر بدست می‌آید:

$$EMP_t = \Delta e_t + \eta\,[\,\lambda \Delta d_t + \Delta r_t] \qquad (۲-۲)$$

Δd_t، تغییرات در اعتبارات داخلی بانک مرکزی و λ بیانگر درصدی از تغییرات اعتبارات داخلی بانک مرکزی است که به خاطر مداخله غیر مستقیم ایجاد شده است. طبق تعریف ویمارک (۱۹۹۵)، شاخص مداخله بانک مرکزی در بازار ارز عبارت است از «بخشی از فشار بازار ارز که به وسیله مداخله بانک مرکزی حذف می شود». بسته به روش مداخله بانک مرکزی در بازار ارز کشور، شاخص مداخله به شرح ذیل به دو نوع " شاخص مداخله مستقیم " و " شاخص مداخله مستقیم و غیر مستقیم " تقسیم می‌شود (آپرجیس و الفتریو[1]، ۲۰۱۸):

شاخص مداخله مستقیم:

$$\frac{\eta \Delta r_t}{EMP_t} = I_t$$

شاخص مداخله مستقیم و غیر مستقیم:

1. Apergis and Eleftheriou

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

$$\frac{\eta\ [\ \lambda\Delta d_t+\Delta r_t]}{EMP_t} =I_t$$

به‌منظور حفظ تعادل در بازار ارز و محافظت از آن در برابر تجار و دلالان، سیاست‌گذاران پولی همیشه سعی می‌کنند با اعمال ابزارهای مناسب سیاست، نوسانات نرخ ارز را در محدوده مطلوب نگه دارند. پیش نیاز برای اتخاذ سیاست‌های صحیح و مناسب، درک روشنی از شرایط بازار ارز و متغیرهای موثر بر آن است (طباطبایی نسب، ۱۳۹۱). شاخص‌های مختلفی در اقتصاد برای بررسی شرایط بازار ارز و همچنین ارزیابی عملکرد مدیریت نرخ ارز و سیاست مدیریت ریسک معرفی شده است که مهمترین آنها مداخله بانک مرکزی و فشار بازار ارز است. ویمارک (۱۹۹۵) فشار بازار ارز، تغییرات نرخ ارز و میزان مداخله بانک مرکزی در بازار ارز را توضیح می‌دهد. به طوری که در سیستم ارزی شناور، همه فشار بازار ارز در تغییر نرخ ارز و در سیستم نرخ ارز ثابت است، تمام فشار بازار ارز در "تغییرات ذخایر خارجی" بانک مرکزی منعکس می‌شود. بااین‌حال، در صورت مداخله و در سیستم ارزهای شناور مدیریت شده، بخشی از فشار بازار ارز از طریق تغییرات نرخ ارز و بخشی دیگر از طریق تغییر در ذخایر ارزی بانک مرکزی خنثی می‌شود.

۳-۱ تأثیرگذاری سیاست پولی بر بازار سهام طبق نظریهٔ Q توبین

نظریهٔ (Q) توبین بیان می‌کند که چگونه سیاست پولی می‌تواند از طریق ارزش‌گذاری سهام بر اقتصاد اثر بگذارد. توبین (Q) را به‌عنوان ارزش بازاری بنگاه نسبت به هزینهٔ جایگزینی سرمایه تعریف می‌کند. اگر (Q) توبین بالا باشد، قیمت بازاری بنگاه از هزینهٔ جایگزینی سرمایه[1] بیشتر می‌شود؛ بنابراین، ماشین‌آلات و تجهیزات سرمایه‌ای جدید از ارزش بازاری بنگاه‌ها ارزان‌تر هستند. در این حالت بنگاه می‌تواند از طریق انتشار سهام و به‌دست آوردن قیمت بالا برای آنها نسبت به هزینه‌ای که برای تسهیلات پرداخت می‌کند، به سرمایه‌گذاری جدید مشغول شود و در نتیجه، هزینهٔ سرمایه‌گذاری بنگاه افزایش می‌یابد؛ زیرا بنگاه می‌تواند مقدار زیادی کالاهای سرمایه‌ای جدید را با صرف مقدار کمی از سهام خریداری کند. در حالت عکس، زمانی که (Q) توبین پایین باشد بنگاه نمی‌تواند بر روی کالاهای سرمایه‌ای جدید هزینه کند؛ زیرا ارزش بازاری سهام از هزینهٔ استفاده از سرمایه پایین است. حال این سوال قابل طرح است که چه ارتباطی بین (Q) توبین و هزینهٔ سرمایه‌گذاری وجود دارد. به‌عبارت‌دیگر، چگونه سیاست پولی قیمت‌های سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهد؟ پاسخ آن به این صورت است؛ زمانیکه عرضهٔ پول افزایش پیدا می‌کند، عموم مردم در می‌یابند که پول بیشتری از آنچه می‌خواستند در دست دارند (کلیکومه و همکاران[2]، ۲۰۲۰). در این

1. Replacement of Capital
2 . Ikechukwu Kelikume et al

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

صورت می‌خواهند به‌سرعت از طریق هزینه کردن، از دست آن رهایی پیدا کنند. یکی از مکان‌هایی که برای سرمایه‌گذاری وجود دارد، بازار سهام است. بنابراین، تقاضا برای سهام افزایش و در نتیجه قیمت سهام (Ps) افزایش پیدا می‌کند. ازآنجاکه افزایش (Ps) مقدار (Q) را افزایش می‌دهد، هزینه‌های سرمایه‌گذاری افزایش پیدا می‌کند.

۴-۱ تأثیرگذاری ریسک، ابزار سیاست پولی و مالی بر بازده سهام

عموماً تصمیم سرمایه‌گذاران بر مبنای ریسک و بازده سهام است و بازده سهام یکی از عوامل بسیار مهم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. بازده در جریان سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذار محسوب می‌شود. در حقیقت هر سرمایه‌گذار ابتدا باید این اطمینان و اعتماد را به‌دست آورد که در مرحله اول اصل سرمایه برگشت خواهد شد و سپس بازده مورد انتظارش تحصیل می‌شود تا قادر به تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری شود. عوامل متعددی وجود دارد که بر بازده سهام تاثیر می‌گذارد که در یک دسته‌بندی کلی به دو دسته تقسیم می‌شوند: متغیرهای خرد اقتصادی و متغیرهای کلان اقتصادی ازجمله عوامل کلان اقتصادی که بر بازده سهام شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار اثر می‌گذارد، سیاست‌های پولی و مالی است که دولت‌ها برای رسیدن به اهدافشان، اتخاذ می‌کنند. ابزار سیاست مالی شامل تغییر در مخارج، مالیات‌ها و کسری بودجه دولت و ابزار سیاست پولی شامل : تغییر مقدار پول در اقتصاد (تغییر حجم نقدینگی و نرخ بهره) است. در ایران، دولت بخش بزرگی از اقتصاد را تشکیل می‌دهد و دولت‌ها برای رونق بخشیدن به اقتصاد داخل و دستیابی به رشد اقتصادی از کسری بودجه به‌عنوان یکی از ابزارهای سیاست مالی استفاده می‌کند. شیوه‌های تامین کسری بودجه عموما تورم‌زا هستند، ضمن اینکه توسل به برخی از شیوه‌ها نیز می‌تواند به رکود و افزایش بیکاری منجر شود. زیرا در برخی از موارد کسری بودجه به طور کامل تامین مالی نمی‌شود و یا با تاخیر زمانی زیادی تامین مالی می‌شود که باعث راکد ماندن اکثر طرح‌های عمرانی می‌شود. راه‌های تامین کسری بودجه شامل: استقراض از سیستم بانکی (که به پولی کردن بدهی معروف است)، استقراض از بخش داخلی (انتشار اوراق بهادار) و استقراض از بخش خارجی هست. معمول‌ترین شیوه برای جبران کسری بودجه استقراض از بانک مرکزی و سیستم بانکی کشور است که باعث افزایش پایه پولی و رشد نقدینگی و نرخ بهره می‌شود و ممکن است تاثیرات نامطلوبی بر متغیرهای کلان اقتصادی ازجمله بر بازار سهام بر جای بگذارد. امروزه تقریباً تمامی فعالیت‌ها و فرآیندهای عملیاتی از دریچه ریسک نگریسته می‌شوند. نتیجه نهائی برنامه راهبردی باید ایجاد ظرفیت برای پذیرش ریسک‌های بیشتر باشد، زیرا این تنها راه بهبود عملکرد است. اگرچه برای گسترش این ظرفیت، شرکت‌ها باید ریسک‌هایی را که می‌پذیرند، بشناسند. شرکت‌ها به‌جای آنکه خود را براساس حدس وگمان یا

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

شایعه در عدم اطمینان غوطه‌ور کنند، باید قادر به انتخاب عقلایی ریسک‌ها باشند (داهمنا و و همکاران[1]، ۲۰۲۱).

۵-۱ کیفیت حکمرانی و تأثیرگذاری آن بر بازار سهام

اندازه مداخله مناسب دولت در اقتصاد یکی از مباحث موردبحث در مکاتب مختلف اقتصادی و بیشتر مباحث کارشناسان اقتصادی در دوره‌های مختلف، هر یک از این نظریه‌ها در شرایط اقتصادی، اجتماعی و سیاسی بوده و در دوره‌های زمانی خاص مورد پذیرش و استفاده قرارگرفته‌اند. در مورد اندازه مطلوب دولت بین مکاتب مختلف و نظرات اقتصادی اتفاق نظر وجود ندارد. دولت‌ها را می‌توان از نظر مداخله اقتصادی در طیف وسیعی آغاز کرد که از دولت کلاسیک شروع می‌شود و به دولت برنامه‌ریز مرکزی ختم می‌شود. از بین این دو می‌توان به دولت قانونگذار، دولت رفاه، دولت سیاستگذار و دولت برنامه‌ریزی اشاره نمود. مسئله کیفیت حکمرانی، کیفیت تنظیم و حاکمیت قانون در کشورها همیشه موردبحث سیاست‌گذاران و مقامات بوده و برای حل مشکلات‌های ناشی از بزرگی دولت، راه‌حل‌های متفاوتی مطرح‌شده است که شامل برخی از مسائل ساختاری دولت است. مسائل ساختاری موجود در تشکیلات کلان دولت را می‌توان از طریق دیدگاه‌های مختلفی حل نمود که می‌توان آنها را به سه دسته تقسیم‌بندی کرد. این دیدگاه‌ها مسئله نقش و مقیاس دولت را از سه بعد مورد بررسی قرار داده‌اند. در دیدگاه اول، آنها ساختار دولت، کیفیت مقررات و حاکمیت قانون را ابزاری برای نظارت و تمایل دولت به کنترل را دلیل بزرگ و گسترده بودن آن می‌دانند. راه‌حل این موضوع، از این دیدگاه، کاهش اندازه دولت و تعدیل اندازه آن با اصلاح کنترل آن و ایجاد روحیه اعتماد در روابط بین دولت و جامعه است. با بررسی عملکرد دولت در وزارتخانه‌ها و ادارات مختلف کشور می‌توان دریافت که بسیاری از کارهای نظارتی چندان ضروری نیستند و نتایج و کارایی بالایی هم ندارند. در برخی موارد، با کنترل‌های دو و چندگانه‌ای که توسط دو یا چند واحد به‌صورت موازی اجرا می‌شوند، نیز روبرو می‌شویم و البته با حذف آنها، می‌توان ساختار سریع، انعطاف پذیرتر و کوچکتری ایجاد کرد. کنترل‌های متعدد توسط واحدهای مختلف نیز روند انجام کارها را مختل و به تاخیر می‌اندازد، زیرا برای انجام فعالیتی، واحدهای مختلف باید نظریه نظارتی در مورد موضوع را صادر کنند. در دیدگاه دوم، تصدی‌گری دولت و عدم تفویض امور به مردم، بخش خصوصی، NGO ها و بازرگانان، دولت را بزرگ و بی‌اثر می‌کند. غرق شدن سازمان‌های دولتی در اعمال تصدی، اگرچه نقش اساسی و حاکمیت دولت را تضعیف می‌کند، اما اندازه دولت را نیز افزایش می‌دهد و از چابکی حرکت آن می‌کاهد. در چنین حالتی، دولت درگیر اموری می‌شود که ذاتاً وظیفه دولت

---

1 . Meriam Dahmene, Adel Boughrara, Skander Slim

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

نیست و دولت برای آنها ایجاد نشده است و ساختار و ابزار مناسب برای انجام آنها را ندارد. در دیدگاه سوم، در قالب وزارتخانه‌های مختلف، ساختار بخش دولتی کشور تشکیل می‌شود که سازماندهی وظایف را دنبال می‌کند و نوعی سازمان پراکنده و تقلیل‌دهنده است. در این ساختارها، هر واحد بر انجام وظایف و اهداف خود تاکید دارد و اهداف کلی و عمومی را نادیده می‌گیرد. برای حل این مشکل، آنها اغلب به ساختارها و شوراهای هماهنگی متوسل می‌شوند که به نوبه خود منجر به گسترش دولت می‌شود. راه‌حل این مشکلات ترویج فرهنگ فراگیری و پرهیز از تعصب، اصلاح ساختار دولت از وظیفه به پروسه دیگر و ایجاد ساختارهای عملی در پایان وزارتخانه‌های مربوطه است. در راستای بیان مفصل رابطه بین حاکمیت دولت و بازده سهام، کار بیشتری صورت گرفته است. گامپرس و همکاران[1] (۲۰۰۳)، در مطالعه‌ای به بررسی ارزش شرکت‌های ایالت متحده در سال ۱۹۹۰ پرداختند، نتایج تحقیق آنها نشان داد که شرکت‌ها با حقوق صاحبان سهامداران قوی تر، ازارزش بالاتر شرکت، سودها و رشد فروش برخوردار هستند. کلاپر و لو[2] (۲۰۰۴)، از داده در رتبه بندی‌های راهبری شرکتی سطح شرکت برای ۱۴ بازار در حال ظهور استفاده کرده اند و در یافته‌اند که راهبری شرکتی بهتر، با عملکرد عملیاتی بهتر و ارزش بازار سهام رابطه دارد. بلک و همکاران[3] (۲۰۰۶)، تأثیر راهبری شرکتی بر ارزیابی شرکت‌های روسیه از سال ۱۹۹۹ تا سال ۲۰۰۵ را مورد مطالعه قرار داده‌اند. آنها دریافتند یک رابطه قوی و معنی داری بین راهبری شرکتی و ارزشیابی پایدار شرکت وجود دارد. آمانو همکاران[4] (۲۰۱۱)، با استفاده از داده‌های ۲۲ کشور توسعه یافته، یک رابطه قوی و مثبتی بین راهبری شرکتی و بازده سهام شرکت دست یافته‌اند.

۶-۱ پیشینه تحقیق

جستجو و بررسی مقالات و منابع متعدد داخلی و خارجی حکایت از آن دارد که تاکنون مستقلاً توجه چندانی به موضوع پژوهش حاضر نشده است. گرچه به‌صورت بسیار پراکنده در برخی مقالات و کتاب‌هایی که به‌نحوی با موضوعات بحران مالی و بازده سهام پیوند خورده‌اند، می‌توان ردپایی از موضوع موردنظر یافت که به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود.

1. Gompers and Ishii and Metrick
2. Klapper and Love
3. Black and Rachinsky
4. Ammann and Oesch and Schmid

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

۱-۶-۱ مطالعات خارجی

داهمنا و و همکاران (۲۰۲۱)[1] در مطالعه‌ای به بررسی غیرخطی بودن در بازده سهام : آیا ریسک گریزی، تمایل سرمایه‌گذاران و شوک‌های سیاست پولی مهم هستند؟ در این مطالعه از یک مدل انتقال ملایم استفاده شده که در آن، محرک‌های بازده سهام به طور جداگانه به‌عنوان یک متغیر آستانه در نظر گرفته می‌شوند. نتایج نشان می‌دهد که بازدهی شاخص کاهش می‌یابد، زیرا سرمایه‌گذاران به‌دنبال شوک مثبت به شاخص نوسان برای بیشتر بازارها ریسک گریزتر می‌شوند. یک سیاست پولی محدودکننده بر بازده شاخص، در رژیم کم‌برای برخی کشورها، تاثیر منفی می‌گذارد و چنین تاثیری در رژیم بالا برای بازارهای نقدشونده‌تر بیشتر می‌شود. زمانی که سرمایه‌گذاران بدبینی یا خوش بینی شدیدی از خود نشان می‌دهند، بازار به آرامی با توجه به واکنش‌های ناهمگون شرکت‌کنندگان در بازار و میزان جبران ریسک‌های تجاری اضافی، از حالت نزولی به حالت صعودی تغییر می‌کند. ارزیابی عملکرد پیش‌بینی‌کننده شواهد قانع‌کننده‌ای برای برتری مدل با شوک‌های پولی به‌عنوان یک متغیرگذار بر مدل‌های رقیب ارائه می‌دهد.

فان و همکاران[2] (۲۰۲۱) در مطالعه‌ای به بررسی چگونگی تاثیر نااطمینانی قیمت نفت بر بازده شرکت‌ها (بعنوان شاخص سرمایه‌گذاری) را با استفاده از داده‌های صورت‌های مالی شرکت‌های بورسی چینی از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۹ مورد بررسی قرار می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که رابطه بین نااطمینانی قیمت نفت و بازده شرکت غیر خطی است و شکل U را نشان می‌دهد. تامین مالی بدهی‌های کوتاه‌مدت به‌شدت تحت تاثیر قرار می‌گیرد. تجزیه‌وتحلیل بیشتر نشان می‌دهد که عدم قطعیت قیمت نفت می‌تواند از طریق افزایش اعتبار تجاری و افزایش ریسک بحران مالی، بازده شرکت را کاهش دهد. علاوه بر این، این مقاله دریافت که اثرات نامطمئن عدم قطعیت قیمت نفت بر شرکت‌های دولتی یا شرکت‌هایی که در منطقه‌ای با بازار بالا واقع شده‌اند، بیشتر نمایان می‌شود. درنهایت، یافته‌ها نشان می‌دهد که با پیشرفت اصلاح قیمت‌گذاری نفت در بازار، تاثیر عدم قطعیت قیمت نفت بر بازده شرکت‌ها افزایش یافته است.

کلیکومه و همکاران[3] (۲۰۲۰) در مطالعه‌ای به بررسی تاثیر تغییرات قیمت نفت در بازار سهام : شواهدی از آفریقا از سال ۲۰۱۸-۲۰۰۰ می‌پردازند. این مطالعه از روش تجزیه‌وتحلیل پانل پویا برای مدل استفاده کرده است. نتایج نشان می‌دهد متغیرها بازده سهام، نرخ ارز و قیمت سبد اوپک اثر نامطلوب بر بازارهای سهام آفریقا دارد، همچنین تاثیر نرخ رشد واقعی تولید ناخالص داخلی بر

1 . Meriam Dahmene, Adel Boughrara, Skander Slim
2 . Zhenjun Fan
3 . Ikechukwu Kelikume et al

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

بازارهای سهام آفریقا مثبت بود، بنابراین تایید می‌کند که اقتصاد آفریقا رشد مثبت بر بازده سهام دارد.

ماهاپاترا و همکاران (۲۰۱۹)[1] در مقاله‌ای به بررسی تاثیر نوسانات ارزی بر بازارهای سهام هند : ارزیابی قیمت‌گذاری خطرات نرخ ارز طی بازه زمانی ۲۰۱۶-۲۰۱۲ و مدل اثرات تصادفی پرداختند. در این مقاله شواهدی وجود دارد که بازده سهام نسبت به نوسانات نرخ ارز در دوره پس از بحران به میزان قابل توجهی واکنش نشان می‌دهد. به‌ویژه، در طول چهار سال گذشته نمونه ما، ۲۰۱۲-۲۰۱۶، عامل ریسک نرخ ارز در حال تبدیل شدن به یک عامل برجسته بازده سهام است و این نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران هندی به طور فزاینده‌ای در انتظار افزایش حق ریسک و هزینه تعدیل در سرمایه‌گذاری خود برای قرار گرفتن در معرض اضافه شده خود در معرض خطر نرخ ارز هستند. این مسئله همچنین با تاکید بر این واقعیت که میزان مواجهه ارزی صنعت با اندازه‌گیری تراز تجاری (ورود خالص) اندازه‌گیری می‌شود، بیشتر از این است که حساسیت آنها به ریسک نرخ ارز (βS) بیشتر است. یک دلیل قابل‌قبول برای چنین حق بیمه می‌تواند عدم کفایت شرکت‌های هندی برای کاهش نرخ ارز باشد.

چلبی و همکاران (۲۰۱۹)[2] در مقاله‌ای به بررسی تاثیر عوامل اقتصاد کلان در بورس سهام آلمان : شواهدی برای پیش و پس از بحران طی بازه زمانی ۲۰۱۸-۱۹۹۱ پرداختند. نتایج با استفاده از یک مجموعه داده در ۲۴ عامل و در طی یک بازه زمانی در حدود ۲۷ سال، نشان داد که‌که در اکثر زیرمجموعه‌ها، شاخص پیشرو کامپوزیت (OECD)، موسسه تحقیقات اقتصادی (ifo) شاخص انتظارات صادرات، شاخص انتظار آب‌وهوا، شاخص صادرات، شاخص بهای مصرف کننده و شاخص بازده اوراق بهادار ۳ساله دولت آلمان تاثیر تاخیری بر بازده سهام دارند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که عوامل تاخیری تاثیرگذار در مولفه‌های پولی کل $2M$ بر بازده سهام باعث تغییر جهت بین دوره‌های بحران و پس از بحران شده است. به‌طورکلی، نتایج نشان می‌دهد که در دوره بحران تعداد بیشتری از عوامل و شاخص‌های اقتصادی تاثیر معنی داری بر بازده سهام نسبت به دوره‌های قبل و بعد از بحران داشته‌اند. این بدان معنی است که در دوره پس از بحران، یک بازار کلان حاکم است.

1 . Smita Mahapatra et al
2 . Kaan Celebi et al

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

۲-۶-۱ مطالعات داخلی:

رحمانی و احدی سرکانی (۱۴۰۰) در مطالعه‌ای به بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس نمونه آماری متشکل از ۱۲۵ شرکت در سال‌های بین ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد ریسک سقوط قیمت یک سهام معین با افزایش عدم قطعیت در سیاست اقتصادی افزایش می‌یابد. تاثیر عدم قطعیت در سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام با افزایش در بتای بازده عدم قطعیت سیاست اقتصادی افزایش می‌یابد. بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک سقوط قیمت سهام انباشته در سطح بازار رابطه مثبت و با اهمیتی وجود دارد.

همتی‌فر و همکاران (۱۳۹۹) در مطالعه‌ای به بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام در دو سطح بتا و بازار در شرکت‌ها با استفاده از نمونه آماری از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق‌بهادار تهران به تعداد ۷۸ شرکت و بازه زمانی بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام در دو سطح بتا و بازار تأثیرگذار است و مدیران شرکت‌ها باید به استراتژی‌ها و خط‌مشی‌های سیاست اقتصادی توجه نمایند تا منجر به کاهش ریسک سقوط سهام شوند.

امیری و پیرداده بیرانوند (۱۳۹۸) اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر بازده بازار سهام با استفاده از مدل‌های خطی و غیرخطی (مارکف سوئیچینگ) طی دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۶۰ را بررسی کردند که در این پژوهش از متغیرهای نرخ رشد اقتصادی، نرخ تورم، نرخ بیکاری، نرخ سود حقیقی، نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی و نرخ رشد نقدینگی به‌عنوان متغیرهای مستقل استفاده می‌شود. یافته‌های مقاله نشان می‌دهد که نااطمینانی در سیاست‌های اقتصادی موجب کاهش بازده بازار سهام می‌شود

کاویانی و همکاران (۱۳۹۷) در مطالعه‌ای به ارزیابی تاثیر شوک‌های پایه پولی بر بازده قیمتی سهام شرکت‌های فعال بورسی (رویکرد DSGE) با لحاظ کردن برخی از واقعیات مشاهده شده در اقتصاد ایران پرداختند و سپس بعد از بهینه‌یابی و به‌دست آوردن شرایط مرتبه اول کارگزاران، با استفاده از روش اهلیگ، شکل خطی-لگاریتمی‌معادلات حاصل شد. نمونه مورد بررسی حاوی داده‌های فصلی از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۵ است. در پایان، توابع واکنش آنی متغیرهای مالی در برابر شوک‌های پایه پولی و سرمایه‌گذاری بررسی شد. نتایج نشان می‌دهد که شوک پایه پولی ابتدا بر بازده قیمتی سهام شرکت‌ها تاثیر مثبت دارد و سپس در دوره‌های بعدی با کاهش این شوک به حالت تعادلی و پایدار خود بر می‌گردد. همچنین شوک سرمایه‌گذاری به علت عرضه بیشتر سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه ابتدا بازده قیمتی سهام را کاهش می‌دهد زیرا سهام بیشتری در بازار

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

عرضه می‌گردد، اما در دوره‌های بعدی قیمت سهام بعلت سودآوری مورد انتظار این سرمایه‌گذاری‌ها افزایش یافته و متعاقبا بازده قیمتی افزایش می‌یابد. نهایتا اینکه با مقایسه گشتاورهای متغیرهای حاضر در مدل مقاله حاضر و گشتاورهای داده‌های واقعی در اقتصاد ایران بیانگر موفقیت نسبی مدل درواقعیات اقتصاد ایران دارد.

۲. روش شناسی تحقیق

در مقاله حاضر به پیروی از مطالعات داهمنا و و همکاران (۲۰۲۱) و گرگوری و همکاران (۲۰۱۹) به طراحی مدل مالی در جهت پاسخ بازده سهام به شوک‌های سیاست پولی، ریسک اعتباری و حکمرانی دولتی پرداخته خواهد شد. با توجه به توضیحات مبانی نظری، مدل خودرگرسیون برداری ساختاری SVAR در خصوص بررسی شوک‌های سیاست پولی، ریسک اعتباری و حکمرانی دولتی بر قیمت سهام و ترتیب معادلات ساختاری در ماتریس زیر براساس شرایط اقتصادی ایران طراحی شده است:

$$\begin{bmatrix} \varepsilon_{MS} \\ \varepsilon_{FC*SP} \\ \varepsilon_{S*SP} \\ \varepsilon_{MISSppp} \\ \varepsilon_{RD} \\ \varepsilon_{BC} \\ \varepsilon_{SP} \end{bmatrix} = A(L) \times \begin{bmatrix} U_{MS} \\ U_{FC*SP} \\ U_{S*SP} \\ U_{MISSppp} \\ U_{RD} \\ U_{BC} \\ U_{SP} \end{bmatrix}$$

یا در فرم گسترده داریم:

$$\begin{bmatrix} \varepsilon_{EX} \\ \varepsilon_{M} \\ \varepsilon_{GC} \\ \varepsilon_{FIC} \\ \varepsilon_{CR} \\ \varepsilon_{INT} \\ \varepsilon_{Y} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{11}(1) & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21}(1) & a_{22}(1) & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{31}(1) & a_{32}(1) & a_{33}(1) & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{41}(1) & a_{42}(1) & a_{43}(1) & a_{44}(1) & 0 & 0 & 0 \\ a_{51}(1) & a_{52}(1) & a_{53}(1) & a_{54}(1) & a_{55}(1) & 0 & 0 \\ a_{61}(1) & a_{62}(1) & a_{63}(1) & a_{64}(1) & a_{65}(1) & a_{66}(1) & 0 \\ a_{71}(1) & a_{72}(1) & a_{73}(1) & a_{74}(1) & a_{75}(1) & a_{76}(1) & a_{77}(1) \end{bmatrix} \times \begin{bmatrix} U_{EX} \\ U_{M} \\ U_{GC} \\ U_{FIC} \\ U_{CR} \\ U_{INT} \\ U_{Y} \end{bmatrix}$$

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

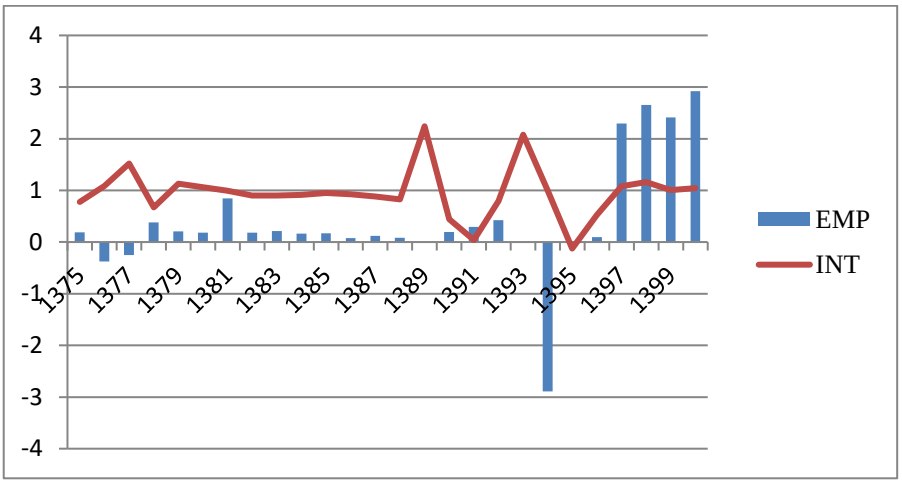
که سمت چپ معادله ی فوق در واقع تفاضل مرتبه ی لگاریتم متغیرهای وابسته را نشان می دهد. در سمت راست معادله، ماتریس A(L) یک ماتریس مربعی حاوی چند جمله ای هایی بر حسب عملگر وقفه است. به طور مثال، درایه ی سطر i ام و ستون j ام ماتریس A(L)، $a_{ij}(L)$ است که پاسخ i ام متغیر به j ام متغیر ساختاری را نشان می دهد. بردار $E=[U_{ij}]$ شامل جملات اخلال ساختاری است. که به صورت زیر تعریف می شوند U_{EX} : تکانه های مربوط به نرخ ارز است، U_M تکانه های مربوط به نقدینگی است، U_{FIC} : تکانه‌های مربوط به بحران مالی که برای سال‌های بحران عدد یک و مابقی سال‌ها عدد صفر داده می‌شود است، U_{GC} : تکانه‌های مربوط به کیفیت حکمرانی است، U_{CR} : تکانه‌های مربوط به ریسک اعتباری است که عبارت است از (مانده وام های اعطایی بانک+ مانده تعهدات بانک) تقسیم بر (جمع دارایی ها)، U_{INT} : تکانه‌های مربوط به مداخله بانک مرکزی که در مبانی نظری بشکل کامل تشریح گردید است و U_Y : تکانه‌های مربوط به بازده قیمت سهام است. در رویکرد بلانچارد-کوا (۱۹۸۹) در اصل شناسایی تکانه‌های ساختاری با اعمال یک سری محدودیت‌ها درباره‌ی اثرات بلندمدت تکانه‌ها بر شاخص قیمتی سهام طی بازه زمانی ۱۴۰۰-۱۳۷۵ انجام می‌گیرد.

۳. برآورد مدل و تحلیل یافته‌ها

۳-۱ برآورد مقادیر درجه مداخله بانک مرکزی

مدل های ویمارک (۱۹۹۵) و گرتون و روپر (۱۹۷۷)برای محاسبه سطوح فشار بازار ارز (EMP) و میزان مداخله بانک مرکزی (**INT**) استفاده می شود، همانطور که در بخش مبانی نظری بیان شده است. میزان فشار بازار ارز و دخالت بانک مرکزی در بازار ارز را می توان با ارزیابی این مقدار محاسبه کرد. این ارقام را در نمودار (۱) نشان می‌دهد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]



نمودار ۱: روند شاخص مداخله بانک مرکزی

مأخذ: یافته های تحقیق

مطابق با نتایج نمودار (۱)، در ۲۱ سال EMP مقدار مثبتی داشته است. در واقع، از ۲۶ سال مورد بررسی بازار ارز ایران در ۲۱ سال، افزایش فشار بازار ارز یا به عبارتی فشار بازار برای کاهش ارزش ریال (که منجر به افزایش تورم نیز شده است) را تجربه نموده است. به این ترتیب، می توان بیان داشت که در این ۲۱ سال، شواهدی از حمله سوداگران وجود داشته است. درجه مداخله بانک مرکزی نمودار قرمز رنگ نشان می‌دهد. میانگین درجه مداخله ۰/۷۵ است. به عبارت دیگر، در فاصله زمانی ۱۳۷۵ تا ۱۴۰۰ فعالیت های مداخله بانک مرکزی به طور متوسط ۲۵ درصد فشار بازار ارز را حذف نموده است. مقادیر برآورد شده درجه مداخله بانک مرکزی نشان می دهد که در ۲۵ سال $It>0$ است. بنابراین، بانک مرکزی در دوره مورد بررسی در اغلب سال‌ها (۲۵ سال از ۲۶ سال) سیاست مداخله ناهمسو را اجرا نموده است. همچنین، در سال‌هایی که درجه مداخله (INT) بزرگتر از یک و EMP مقدار منفی دارد (5 سال) می‌باشد، بنابراین سیاستگذاران کاهش ارزش ریال را دستورکار خود قرار داده اند و در این دوران تغییرات ذخایر خارجی بیشتر از میزان افزایش تقاضا برای پول داخلی بوده است. در سال هایی که درجه مداخله (INT) بزرگتر از یک و EMP مقدار مثبتی دارد (۶ سال) است، از این رو بانک مرکزی سیاست افزایش ارزش ریال را دنبال نموده و تغییرات ذخایر خارجی کمتر از میزان افزایش تقاضا برای پول داخلی بوده است. اما در ۱ سال از کل سال های مورد بررسی (INT) منفی است. در ۱ سال مقدار (INT) منفی، در حالی که EMP

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

مقدار مثبت دارد، بنابراین، می توان گفت سیاست بانک مرکزی در این سال کاهش ارزش پول (هنگام وجود مازاد عرضه پول) یا به عبارت دیگر مداخله همسو بوده است.

۳-۲ معرفی مدل SVAR

بعد از تشخیص ایستایی متغیّرهای مدل، اولین مسئله در مدل‌های خود رگرسیون برداری تعیین طول وقفه بهینه است. در اینجا برای تعیین طول وقفه از معیار شوراتز- بیزین[۱] (SC)، آکائیک[۲] (AIC)، خطای نهایی پیش بینی[۳](FPE) و حنان کوئین[۴] (HQ) و نسبت را ستنمایی[۵](LR) استفاده شده است. نتایج جدول (۴-۱) نشان می دهد که در مدل مورد نظر بر اساس معیارهای نسبت راستنمایی، خطای نهایی پیش بینی، آکائیک وحنان کوئین وقفه دو را به عنوان وقفه بهینه مدل قرار می دهند. در حالی که بر اساس معیار شوراتز- بیزین وقفه یک به عنوان وقفه بهینه انتخاب می شود. در نهایت از آنجا که معیار شوارتز-بیزین از اصل صرفه جویی[۶] پیروی می کند و بیش ترین اهمیت را به کاهش پارامترها یا ساده سازی دستگاه (در برابر برازش بهتر) می دهد، لذا برای حجم نمونه کوچک بویژه حجم نمونه انتخابی مناسب تر است و از اینرو وقفه یک به عنوان وقفه بهینه مدل انتخاب می گردد.

جدول ۱: تعیین وقفه بهینه درالگوی VAR

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
۴۳,۴۷۸	۴۳,۳۶۹	۴۵,۲۶۳	e+10۱,۱۰	-	-۸۴۵,۳۱۴۴	۰
۳۳,۳۶۲*	۳۵,۴۷۸*	۳۲,۵۶۳*	۴۵۲۳۳۶,۸*	۲۶۵,۰۰۱۹*	-۳۶۵,۴۴۴۶	۱

مأخذ: یافته های تحقیق تذکر:* نشان دهنده تعداد وقفه انتخابی توسط معیار است.

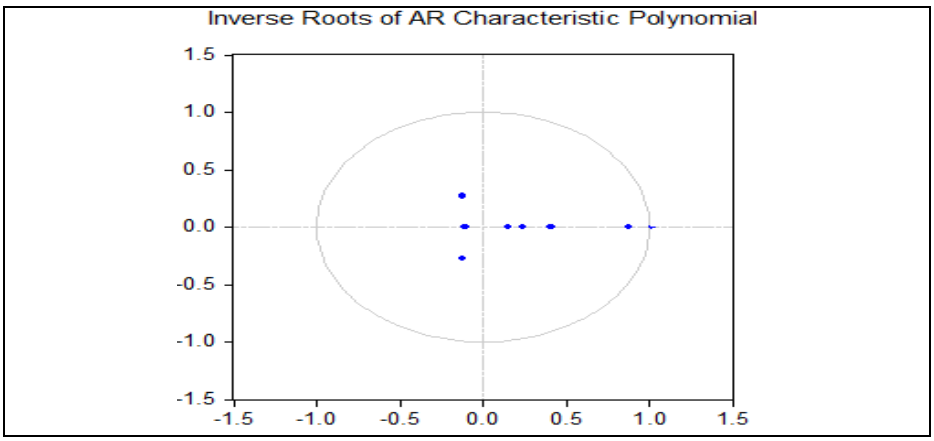
۳-۴ آزمون ریشه واحد دایره

از آنجا که بر اساس آزمون **ADF**، متغیرهای تحقیق در سطح نامانا هستند و در قسمت دو نیز معیار شوارتز-بیزین نشان داد که وقفه‌ی یک برای مدل تحقیق بهینه است، بنابراین در این قسمت

1. Schwarz information criterion
2. Akaike information criterion
3. Final Prediction Error
4. Hannan-Quinn information criterion
5. Likelihood Ratio
6. Parsimony

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

مدل تحقیق به صورت تصحیح خطای برداری با یک وقفه برآورد شد. برای اطمینان از کاذب و مجازی نبودن رگرسیون اقدام به آزمون ریشه واحد کل مدل رگرسیونی نیز شد. در صورت عدم ثبات الگوی **SVAR** نتایج به دست آمده قابل اطمینان نیستند، به منظور بررسی پایداری مدل تخمین زده شده از نمودار **AR** استفاده می کنیم. این نمودار معکوس ریشه های مشخصه یک فرایند **AR** را نشان می دهد. اگر قدرمطلق تمام این ریشه ها کوچکتر از واحد باشند و داخل دایره واحد قرار گیرند مدل **SVAR** تخمین زده شده پایدار است. نمودار **AR** مدل در شکل نشان می دهد که معکوس همه ریشه های مشخصه، داخل دایره واحد قرار می گیرند و مدل **SVAR** تخمینی این مدل‌ها، شرط پایداری را تأمین می‌کند.



نمودار ۲: آزمون ریشه واحد دایره

۴-۳ نتایج تخمین مدل

نتایج مدل **SVAR** به منظور طراحی مدل مالی در جهت پاسخ بازده سهام به شوک‌های سیاست پولی، ریسک اعتباری و حکمرانی دولتی در جدول ۲ گزارش شده است. این جدول نشان دهنده سیستم معادلات شوک‌های ساختاری و شوک‌های فرم خلاصه شده می‌باشد. در جدول (۲): @e1 تکانه‌های مربوط به نرخ ارز، @e2 تکانه‌های مربوط به نقدینگی، @e3 تکانه‌های مربوط به حکمرانی دولتی، @e4 تکانه‌های مربوط به بحران‌های مالی، @e5 تکانه‌های مربوط به ریسک اعتباری، @e6 تکانه‌های مربوط به مداخله بانک مرکزی،@e7 تکانه‌های مربوط به شاخص قیمتی سهام، را نشان می‌دهد که نتایج تخمین مدل در جدول زیر قابل ارائه می‌باشد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

جدول ۲: برآورد رابطه تعادلی بلندمدت برای مدل تحقیق

Structural VAR Estimates
Sample (adjusted): 1375 1400
Structural VAR is just-identified

Model: Ae = Bu where E[uu']=I
Restriction Type: short-run text form
@e1 = -C(1)*@u1
@e2 = -C(2)*@e1 + C(3)*@u2
@e3 = -C(4)*@e1 + C(5)*@e2 + C(6)*@u3
@e4 = -C(7)*@e1 + C(8)*@e2 + C(9)*@e3 + C(10)*@u4
@e5 = -C(11)*@e1 + C(12)*@e2 + C(13)*@e3 + C(14)*@e4 + C(15)*@u5
@e6 = -C(16)*@e1 + C(17)*@e2 + C(18)*@e3 + C(19)*@e4 + C(20)*@e5 + C(21)*@u6
@e7 = -c(22)*@e1 + c(23)*@e2 + c(24)*@e3+c(25)*@e4+c(26)*@e5+c(27)*@e6+c(28)*@u7
Where
@e1 represents EX residuals
@e2 represents M residuals
@e3 represents GC residuals
@e4 represents FIC residuals
@e5 represents CR residuals
@e6 represents INT residuals
@e7 represents Y residuals

	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال
ضریب نگانه‌های ارزی در معادله شاخص قیمتی سهام C(22)	۰,۸۹۸۱۴۰	۰,۳۱۲۲۷۵	۲,۸۷۶۱۱۸	۰,۰۰۵۰
ضریب نگانه‌های نقدینگی در معادله شاخص قیمتی سهام C(23)	۰,۵۳۰۵۱۶	۰,۱۹۶۹۴۰	۲,۶۹۳۷۹۸	۰,۰۰۸۴
ضریب نگانه‌های کیفیت حکمرانی در معادله شاخص قیمتی سهام C(24)	۰,۸۶۹۶۰۵	۰,۰۶۵۶۵۷	۱۳,۲۴۴۷۴	۰,۰۰۰۰
ضریب نگانه‌های بحران‌های مالی در معادله شاخص قیمتی سهام C(25)	۰,۱۱۰۲۱۴	۰,۰۱۹۷۰۲	۵,۵۹۴۰۳۱	۰,۰۰۰۰
ضریب نگانه‌های ریسک اعتباری در معادله شاخص قیمتی سهام C(26)	۰,۰۳۴۶۴۵	۰,۰۰۴۸۰۴	۷,۲۱۱۱۰۳	۰,۰۰۰۰
ضریب نگانه‌های مداخله بانک مرکزی در معادله شاخص قیمتی سهام C(27)	۰,۱۲۵۴۳۳	۰,۰۱۵۹۷۲	۷,۸۵۳۱۶۶	۰,۰۰۰۰

منبع: یافته های تحقیق

نتایج حاصل از تخمین مدل SVAR گویای این مطلب می‌باشد که ضرایب متغیرهای اصلی و تکانه‌های تاثیرگذار بر هم در معادله‌های ماتریسی معنی‌دار و مطابق با شرایط اقتصاد ایران می‌باشد. اصلی‌ترین متغیرهایی که در نتایج مدل SVAR لازم و قابل تحلیل می‌باشد؛ تکانه‌های وارده از ناحیه نرخ ارز، بحران‌های مالی، تحریم، نقدینگی، کیفیت حکمرانی، ریسک اعتباری و مداخله بانک مرکزی بر شاخص قیمت سهام می‌باشد. بنحوی که یک تکانه وارده از ناحیه نرخ ارز، به‌اندازه ۸۹ درصد باعث افزایش شاخص قیمتی سهام می‌شود، همچنین یک تکانه وارده از ناحیه بحران مالی و نقدینگی به ترتیب باعث افزایش ۵۳ و ۱۱ درصدی شاخص قیمت سهام و یک تکانه وارده از ناحیه کیفیت حکمرانی، به‌اندازه ۸۶ درصد باعث افزایش شاخص قیمت سهام می‌شود، همچنین یک تکانه وارده از ناحیه ریسک اعتباری و مداخله بانک مرکزی، باعث افزایش ۳ و ۱۲ درصدی شاخص قیمت سهام می‌شود. در حالت عادی، وقوع بحران، شوک‌های پولی و مالی باید منجر به ایجاد شرایط رکودی در کشور و کاهش قیمت در بازار سهام شود، ولی بدلیل رشد حباب گونه نرخ ارز و کاهش

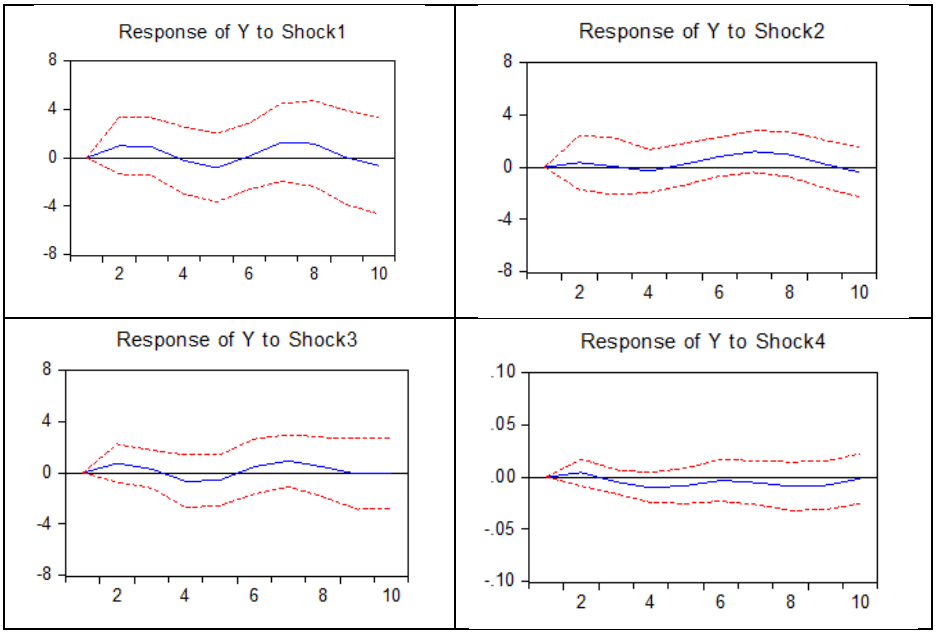
[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

تضعیف ارزش پول ملی، شاخص قیمت سهام صنایع مختلف نیز افزایش می‌یابد. از لحاظ ساختار اقتصادی و بر اساس اصول علم اقتصاد، افزایش نرخ دلار به‌صورت پایدار موجب رونق اقتصادی در جامعه می‌شود، اما اگر این افزایش به‌صورت مقطعی باشد، نمی‌توان رونق اقتصادی را مشاهده کرد. افزایش شناور و مدیریت شده نرخ ارز باعث ثبات نسبی در بازار ارز خواهد شد و این موضوع باعث می‌شود تا فعالان اقتصادی بتوانند برای تولیدات و صادرات خود برنامه‌ریزی بلندمدت داشته باشند. با افزایش قیمت دلار، شرکت‌های وارداتی درخوراک و قطعات دچار مشکل می‌شوند، زیرا باید با قیمت بالا ارز را تهیه کنند و قطعات یا محصولات مورد نیاز را خریداری کنند. واردکننده‌ها به همان نسبت که قیمت خرید محصولاتشان افزایش داشته، قیمت ارائه آن را به مصرف‌کننده افزایش می‌دهند. این موضوع به ضرر مصرف‌کننده خواهد بود و موجب افزایش قیمت کالا خواهد شد. این موضوع موجب می‌شود تا تقاضا برای محصولات داخلی بیشتر شده و بازار رقابتی به لحاظ قیمت محصول به وجود آید. افزایش نرخ ارز و کاهش تضعیف پول ملی، منجر به افزایش میزان بدهی خارجی، توسط این شرکت‌ها می‌شود و افزایش بدهی به طور کل کمبود نقدینگی را به همراه خواهد داشت، که در مجموع کمبود نقدینگی بنگاه‌های اقتصادی اثر منفی بر توزیع سود سهام، بازده سهام و افزایش شاخص قیمت آن‌ها دارد، همچنین باید توجه داشت با افزایش نرخ ارز احتمال اینکه سرمایه از بازار سهام خارج شده و وارد بازار پول شود نیز افزایش می‌یابد. بنابراین می‌توان گفت افزایش نرخ ارز به طور مداوم، نقدینگی بازار سهام را کاهش خواهد داد، بطوریکه با نگاهی به روند نموداری بحران‌های مالی، نقدینگی، مداخله بانک مرکزی قابل مشاهده است که یک شوک وارده از جانب این متغیرها بر شاخص قیمت سهام (نمودار ۳) تا دو دوره روند صعودی دارد و سپس روند نزولی خود را ادامه داده و در بلندمدت تعدیل می‌شود. بعبارتی تکانه‌ی ارزی، شرایط و عوامل سیاسی کشور در کوتاه‌مدت اثر مثبت و در بلندمدت اثر منفی بر شاخص قیمت سهام دارد. در حالت کلی می‌توان اینگونه نتیجه گرفت که با افزایش وجود برخی از عوامل مثل؛ شرایط و عوامل سیاسی کشور، وضعیت اقتصادی جهان و ایران، بودجه سالانه کشور، سیاست‌های کلان پولی، مالی و ارزی، نحوه قیمت‌گذاری، عرضه و تقاضای محصولات صنعتی، سرمایه‌گذاری‌های کلان و بلندمدت، تحولات تکنولوژی، نسبت P/ E (قیمت به سود)، افزایش سرمایه توسط شرکت‌ها، نوع مالکیت شرکت‌ها (ترکیب سهامداران)، پیش‌بینی درآمد هر سهم (EPS) و ثبات روند EPS، طرح‌های توسعه شرکت، مدیریت شرکت، نوسانات قیمت سهام و ارز، ریسک هر سهم، شفاف‌سازی اطلاعات مالی و بسیاری از عوامل دیگر منجر به ایجاد نوسانات در این بازار شده و همین عاملی دلیلی بر کاهش بازدهی و افزایش شاخص قیمت سهام می‌شود.

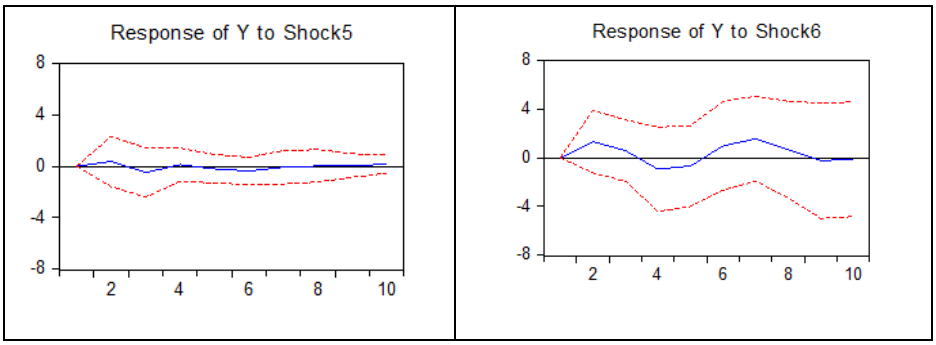
[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

۴-۳-۱ توابع عکس العمل آنی

برای اینکه بتوانیم نتایج رابطه تعادلی بلندمدت برای مدل خودرگرسیون برداری ساختاری SVAR را بخوبی تحلیل کنیم، نیازمند بررسی توابع عکس العمل آنی و تجزیه واریانس برای مدل می‌باشیم. بعبارتی الگوی SVAR دو ابزار قوی برای تجزیه‌وتحلیل نوسانات اقتصادی ارائه می‌دهد : توابع عکس العمل آنی (IRF) و تجزیه واریانس. بنابراین بعد از برآورد الگوی SVAR، می‌توان به بررسی نتایج توابع عکس العمل آنی و تجزیه واریانس پرداخت. یک تابع عکس العمل آنی، درحقیقت اثرات یک انحراف معیار شوک وارده به متغیرهای درونزا در الگو را بیان می‌کند. برای الگوی مورد استفاده در این تحقیق، عکس العمل متغیرهای درون‌زا شامل؛ نرخ ارز، بحران‌های مالی، نقدینگی، کیفیت حکمرانی، ریسک اعتباری، مداخله بانک مرکزی و شاخص قیمتی سهام نسبت به یک تکانه یا تغییر ناگهانی به‌اندازه یک انحراف معیار در هریک از متغیرهای درونزای الگو بصورت نمودار در شکل شماره ۳ برای مدل نشان داده شده است. روی محور افقی زمان بصورت دوره‌های سالانه و روی محور عمودی درصد رشد تغییرات متغیر قرارگرفته است.



[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]



نمودار ۳: نتایج توابع عکس العمل آنی برای مدل

منبع: یافته های تحقیق

نتایج توابع عکس العمل آنی (نمودار شماره ۳) برای مدل نشان می‌دهد که تاثیر تکانه‌های وارده از جانب نرخ ارز، نقدینگی، کیفیت حکمرانی، بحران‌های مالی، ریسک اعتباری و درجه مداخله بانک مرکزی بر شاخص قیمت سهام تا دو دوره اول؛ روند صعودی و سپس روند نزولی خود را طی می‌کند. برخی معتقدند که ضعف‌های ساختاری و نهادینه جامعه کشور موانعی برای استفاده مناسب از پتانسیل درآمدهای ارزی ایجاد کرده است. در نتیجه درحالی‌که درآمد ارزی از بعضی جهات به مصرف و تولید در کشور کمک کرده، از جهات دیگر باعث عقب‌ماندگی اقتصادی و سیاسی شده است. گروهی از هواداران این دیدگاه معتقدند که با کوشش جهت جبرانِ ضعف‌های ساختاری و اتخاذ سیاست‌های مناسب می‌توان اثر مثبت نرخ ارز بر اقتصاد کشور را تقویت کرد. ولی عده زیادی هم مشکل اصلی را وجود رانت‌های ارزی می‌دانند. از آن مهمتر، در بعضی دوره‌ها درگیری میان گروهای اجتماعی و سیاسی مختلف برای تصرف سهم بزرگتری از این رانت عظیم بالا گرفته و هزینه‌های زیادی را به اقتصاد کشور تحمیل کرده است. در بعضی دوره‌های دیگر هم عده‌ای معدود توانسته‌اند، کنترل رانت‌های نفتی را در دست گرفته و از آن طریق انحصار قدرت و استمرار دیکتاتوری را برای خود محقق سازند. ولی در حالت کلی با نگاهی به روند نموداری نرخ ارز برای اقتصاد کشور و همچنین نتایج توابع عکس العمل آنی متوجه می‌شویم که در دوره‌های افزایش نرخ شاهد کاهش سرمایه‌گذاری و تولید و در نتیجه افزایش شاخص قیمت سهام هستیم و بالعکس، وقتی نرخ ارز افت می‌کند، افزایش تولید و کاهش قیمت سهام را مشاهده می‌کنیم. البته باز قابل تاکید می‌باشد که نرخ ارز تنها یک عامل است و عوامل دیگر را نیز باید در نظر گرفت. هزینه‌ای که اقتصاد کشور در اثر عدم اعتماد و عدم قطعیت و بحران و اثرات تکانه‌ای می‌پردازد، خیلی بالا است. دلیل اثرگذاری نوسانات قیمت ارز و بحران‌های مالی، ریسک اعتباری و درجه مداخله بانک مرکزی

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

بر شاخص قیمت سهام در اقتصاد کشور، این عدم اعتماد، عدم قطعیت و عدم کارآیی است که در نتیجه آن مردم به‌اندازه کافی سرمایه‌گذاری نمی‌کنند.

۲-۳-۴ تجزیه واریانس

در این قسمت با توجه به الگوی برآورد شده، تجزیه واریانس متغیّرهای مدل صورت گرفته است که نتایج آن در جدول ۴ برای مدل قابل مشاهده است. در این جدول ستون S. E خطای پیش‌بینی متغیرهای مربوطه را طی دوره‌های مختلف نشان می‌دهد. از آنجایی که این خطا در هرسال بر اساس خطای سال قبل محاسبه می‌شود و منبع این خطا تغییر در مقادیر جاری و تکانه‌های آتی است، طی زمان افزایش می‌یابد. نتایج جدول ۳ برای مدل نشان می‌دهد، خطای پیش‌بینی در دوره اول به‌اندازه ۴/۸۶ و در دوره دوم ۵/۴۰ بوده و در طی زمان افزایش یافته است. ستون‌های بعدی درصد واریانس ناشی از تغییر ناگهانی یا تکانه مشخص را نشان می‌دهد. ستون سوم نشان می‌دهد گرچه در دوره اول ۱۰۰ در صد تغییرات و در دوره دوم ۸۳/۲۹ درصد تغییرات، ناشی از تکانه‌های نرخ ارز بوده است، ولی در دوره سوم تغییرات این شاخص، ۷۰/۶۹ درصد مربوط به تکانه‌های نرخ ارز، ۱/۶۰ درصد مربوط به تکانه نقدینگی، ۴/۴۶ درصد مربوط به تکانه کیفیت حکمرانی، ۱۶/۷۹ درصد مربوط به تکانه بحران‌های مالی، ۰/۹۵ درصد مربوط به تکانه ریسک اعتباری، ۵/۱۹ درصد مربوط به تکانه درجه مداخله بانک مرکزی بوده است و در بین متغیرهای مدل؛ تکانه نرخ ارز، بحران‌های مالی، درجه مداخله بانک مرکزی، کیفیت حکمرانی به ترتیب بیشترین درصد توضیح دهندگی تغییرات مدل را طی دوره مورد بررسی به خود اختصاص داده‌اند که کاملاً برای اقتصاد ایران قابل توجیه می‌باشد و در قسمت بالا بشکل کلی مورد تحلیل قرار گرفت.

جدول ۳: تجزیه واریانس برای مدل

Shock7	Shock6	Shock5	Shock4	Shock3	Shock2	Shock1		
Y	INT	CR	FIC	GC	M	EX	S.E	period
۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰۰۰	۱۰۰,۰۰۰	۴,۸۶۵۹۶۳	۱
۰,۳۹۱۹۴۳	۵,۸۳۳۴۱۲	۰,۴۶۷۸۱۵	۴,۸۵۳۵۱۳	۳,۲۸۶۸۴۴	۱,۸۷۵۶۲۳	۸۳,۲۹۰۸۵	۵,۴۰۸۳۴۰	۲
۰,۲۹۷۸۶۵	۵,۱۹۳۱۶۰	۰,۹۵۵۰۰۴	۱۶,۷۹۲۴۹	۴,۴۶۸۰۸۲	۱,۶۰۳۰۳۲	۷۰,۶۹۰۳۷	۶,۲۸۰۹۶۲	۳
۰,۵۰۷۲۵۷	۷,۰۵۲۲۵۹	۰,۹۳۱۸۱۶	۱۶,۹۷۰۳۵	۴,۳۶۰۹۴۶	۲,۵۹۶۰۷۲	۶۷,۵۸۱۲۹	۶,۴۶۷۰۵۹	۴
۰,۵۷۱۱۳۵	۷,۵۱۹۰۶۸	۰,۹۴۸۰۸۲	۲۰,۰۶۶۱۴	۵,۵۲۴۲۸۰	۳,۱۲۴۲۷۹	۶۲,۲۴۷۰۱	۶,۷۴۲۵۱۸	۵
۱,۸۸۰۱۴۷	۹,۱۳۹۴۲۴	۱,۱۹۶۵۶۲	۱۹,۴۴۸۷۷	۵,۲۷۶۵۹۳	۳,۴۵۷۶۶۲	۵۹,۶۰۰۸۴	۶,۹۱۹۹۱۲	۶
۴,۱۰۷۹۳۰	۱۲,۰۵۲۵۶	۱,۰۲۷۸۴۲	۱۹,۳۷۱۸۶	۷,۳۰۵۶۴۰	۴,۴۶۷۷۵۹	۵۱,۶۶۶۴۱	۷,۵۱۲۰۵۵	۷

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

۸	۸,۰۱۶۹۹۹	۴۷,۵۰۲۲۴	۴,۲۳۷۱۵۲	۸,۵۲۰۵۸۶	۲۲,۵۳۶۶۲	۰,۹۰۳۳۷۶	۱۱,۲۳۷۷۱	۵,۰۶۲۳۱۸
۹	۸,۱۸۳۴۳۸	۴۷,۵۰۸۷۸	۴,۰۷۷۸۶۰	۸,۱۷۷۵۲۳	۲۳,۵۴۸۷۱	۰,۸۷۰۱۸۵	۱۰,۸۸۰۱۲	۴,۹۳۶۸۲۸
۱۰	۸,۲۷۶۹۶۹	۴۷,۲۹۹۳۲	۳,۹۹۰۹۰۰	۸,۶۴۶۶۰۸	۲۳,۴۵۶۲۹	۰,۸۹۰۸۲۸	۱۰,۶۵۸۷۷	۵,۰۵۷۲۹۱

منبع: یافته های محققین

۴.نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف مطالعه حاضر، طراحی مدل مالی در جهت پاسخ بازده سهام به شوک‌های سیاست پولی، ریسک اعتباری و حکمرانی دولتی طی دوره زمانی ۱۳۷۵ تا ۱۴۰۰ بود، بدین منظور از مدل خودرگرسیون برداری ساختاری **SVAR**؛ برای تخمین نتایج استفاده شده است. طبق نتایج؛ تکانه‌های وارده از جانب نرخ ارز، بحران‌های مالی، تحریم، نقدینگی، کیفیت حکمرانی، ریسک اعتباری و مداخله بانک مرکزی تا دو دوره اول منجر به افزایش شاخص قیمت و سپس بعد از تعدیل اثر تکانه ها و بازگشت به حالت عادی بازار، روند نزولی خود را طی می‌کند. باتوجه به نتایج تحقیق پیشنهاداتی در ادامه ارائه می گردد:

از عواملی که در اثرگذاری تکانه‌های نرخ ارز و نقدینگی، عملکرد و انتخاب نظام ارزی مهم شمرده می‌شوند، ماهیت شوک‌های وارده بر اقتصاد است. کشورهایی که تحت شوک‌های پولی داخلی (کشورهای در حال توسعه) هستند، بهتر است از نظام نرخ ارز ثابت منفعت برند. در این کشورها عرضه‌ی پول به طور خودکار با تغییر در تقاضای پولی وفق می‌یابد، بدون اینکه بر بخش حقیقی اقتصاد اثر بگذارد. یکی دیگر از عواملی که در مورد عملکرد نوسانات نرخ ارز و نظام ارزی موردتوجه قرار می‌گیرد، میزان ارتباط کشورها با بازار سرمایه جهانی و درجه‌ی باز بودن اقتصاد است. در این رابطه، حسین و همکاران (۲۰۰۵) به این نتیجه رسیدند که در کشورهایی که کمتر در معرض جریان بین‌المللی سرمایه قرار دارند، نظام نرخ ارز ثابت می‌تواند یک ابزار مهم در تثبیت سیاست‌های پولی اعتباری باشد که منجر به سرمایه‌گذاری با ثبات و بهبود جنبه‌های رشد بلندمدت می‌شود. اما در میان بازارهای نوظهور کشورهای در حال توسعه که به بازار مالی جهانی پیوسته‌اند و اقتصادهای پیشرفته، رابطه‌ای بین عملکرد اقتصاد و نظام نرخ ارز و نوسانات نرخ ارز وجود ندارد، نظام نرخ ارز ثابت به مانند یک تیغ دو لبه است؛ درحالی‌که انتخاب نظام ارزی ثابت برخی مزیت‌های اعتباری را دارد و همچنین برخی ریسک‌های بحران مالی را نیز به وجود می‌آورد. نوسانات نرخ ارز در کشورهایی که در معرض شوک‌های نقدینگی هستند، با تشدید این شوک‌ها اثر منفی دارد. در این میان کشورهایی که دارای توسعه مالی بالا هستند، قادر به مهار شوک‌های نقدینگی هستند و به این ترتیب از اثر منفی نوسانات نرخ ارز بر حذر هستند و انتظار بر این است

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

که برآیند اثر نوسانات نرخ ارز در این کشورها مثبت باشد. در مقابل، در کشورهای با توسعه مالی پایین، اثر منفی ناشی از نوسانات نرخ ارز تشدید شده و انتظار بر این است که برآیند اثر نوسانات نرخ ارز بر رشد منفی باشد.

کشورهای در حال توسعه ازجمله ایران دارای درجه بالای نااطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی هستند. رشد نقدینگی، نرخ ارز و سایر متغیرهای کلان اقتصادی نسبت به اقتصاد کشورهای صنعتی بیشتر در معرض نوسان بوده و اثرات این نوسانات و تداوم آن‌ها می‌تواند در بخش‌های متفاوت اقتصادی منجر به شکل‌گیری مشکلات ساختاری بیشتری در این کشورها گردد. نوسانات در این شاخص‌ها از طریق ایجاد ریسک و نااطمینانی، با تاثیر بر سرمایه‌گذاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران، بر بازار بورس و به تبع آن شاخص قیمت سهام اثر می‌گذارد. نوسانات در این شاخص‌ها تاثیر مهمی در نقدینگی، سرمایه‌گذاری، صادرات و واردات، تولید در کشور خواهد داشت و بنابراین دارای اهمیت بسیار بالایی برای مسئولین اقتصادی کشور است. این نوسانات با اثرگذاری بر میزان واردات و صادرات کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای مرتبط با تولید، میزان سرمایه‌گذاری بخش خصوصی، چه بخش وارد کننده مواد اولیه و چه بخش صادرکننده کالاها، را تحت تاثیر قرار می‌دهند. با توجه به متفاوت بودن زیر ساخت‌ها، الگوها و شرایط اقتصادی کشورهای در حال توسعه به‌ویژه ایران، مطالعه مجزای نحوه تاثیرپذیری بورس ایران از نااطمینانی سیاست‌های پولی دولت، سیاست‌های مالی دولت و سیاست‌های ارزی دولت می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های کلان کشور، دید درستی از چگونگی تغییرات بازار مالی ایران در اثر این نوسانات ارائه دهد.

از آنجایی که بازده بازار سهام یکی از دقیق‌ترین ابزارهای نمایان شده در اقتصاد بوده و حساسیت بالایی نسبت به شرایط اقتصادی دارد و می‌تواند بر نرخ بهره و اعتماد مردم اثرگذاری مستقیم داشته باشد، سیاست‌گذاران همواره سیاست‌هایی را اتخاذ نمایند که منجر به تحریک مردم به‌منظور خارج نمودن سرمایه‌های راکد خود از بانک‌ها و سرمایه‌گذاری آن‌ها در بازار سهام نمایند و زمینه برای توسعه هر چه بیشتر این بازار فراهم گردد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

منابع

۱. امیری، حسین و پیرداده بیرانوند، محبوبه (۱۳۹۸). نااطمینانی سیاستهای اقتصادی و بازار سهام ایران با تکیه بر رویکرد تغییر رژیمی مارکف، *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۴۴ :۶۷-۴۹.

۲. بیانی عذرا, محمدی تیمور. (۱۳۹۸) عوامل مؤثر بر بحران های مالی در اقتصاد ایران: رویکرد میانگین گیری بیزی ۱۸۰-۱۴۵

۳. خوشبخت آمنه، اخباری محمد (۱۳۸۶)، بررسی فرآیند اثرگذاری تغییرات نرخ ارز بر تورم شاخص‌های قیمت مصرف‌کننده و واردات در ایران، *پژوهشنامه اقتصادی*، شماره ۱۰، صص ۸۲-۵۱.

۴. سادات اخوی سید محمد، سید شمس الدین حسینی (۱۳۹۶)، ارزیابی تاثیر تحریم های اقتصادی بر تورم اقتصاد ایران، *فصلنامه اقتصاد کاربردی*، شماره ۲۱، صص ۵۰-۳۳.

۱۵ لونی, عباسیان, حاجی, غلامعلی. (۱۴۰۰). اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*, ۲۳(۲), ۲۴۹-۲۶۸.

۶. منصوری نجف آبادی نسرین، تیمور محمدی (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه متقابل بین تورم، بیکاری و تغییرات نرخ ارز با استفاده از روش خود گرسیونی برداری (VAR)"، دانشگاه آزاد اسلامی. واحد تهران مرکزی.

7. Abderezak Ali Abdurehman, Samet Hacilar (2012),"The Relationship between Exchange Rate and Inflation: An Empirical Study of Turkey
8. Berg, A., Karam, P., and Laxton, D. (2006). Practical model-based monetary policy analysis—a how-to guide. *International Monetary Fund Working Paper*, 06/81
9. Chang, Roberto (2018), Foreign Exchange Intervention Redux, NBER Working Paper No. 24463, Issued in March 2018, NBER Program(s): International Finance and Macroeconomics, Monetary Economics
10. Garcia, C. J., Restrepo, J. E., & Roger, S. (2011). How much should inflation targeters care about the exchange rate? Journal of International Money and Finance, 30(7), 1590–1617

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

11. Dahmene, M., Boughrara, A., & Slim, S. (2021). Nonlinearity in stock returns: Do risk aversion, investor sentiment and, monetary policy shocks matter?. International Review of Economics & Finance, 71, 676-699
12. Eliwa, Y., Gregoriou, A., & Paterson, A. (2019). Accruals quality and the cost of debt: the European evidence. International Journal of Accounting & Information Management.
13. Eva, T. L., & Claudia, N. M. (2018). Effect of free float ratio on the behavior of shares valuation in companies listed in Latin American capital market. Firm Value: Theory and Empirical Evidence, 33
14. Fan, Z., Zhang, Z., & Zhao, Y. (2021). Does oil price uncertainty affect corporate leverage? Evidence from China. Energy Economics, 98, 105252.
15. Gregory, A., Tharyan, R., & Christidis, A. (2013). Constructing and testing alternative versions of the Fama–French and Carhart models in the UK. Journal of Business Finance & Accounting, 40(1-2), 172-214.
16. Giannellis, N. & Koukouritakis, M. (2013). Exchange Rate Misalignment and Inflation Rate Persistence: Evidence from Latin American Countries. International Review of Economics and Finance. 25: 202-218.
17. Kelikume, I., & Muritala, O. (2019). The impact of changes in oil price on stock market: Evidence from Africa. International Journal of Management, Economics and Social Sciences (IJMESS), 8(3), 169-194.
18. Kubo, A. (2015). Did central banks respond to currency depreciation during the global financial crisis? Mimeo.
19. Kubo, A. (2017). Macroeconomic impact of monetary policy shocks: Evidence from recent experience in Thailand. Journal of Asian Economics, 19(1), 83–91
20. Ludvigson, S. C., Ma, S., & Ng, S. (2021). Uncertainty and business cycles: exogenous impulse or endogenous response?. American Economic Journal: Macroeconomics, 13(4), 369-410.
21. Ripoll M. (2016). Real Exchange Rate Targeting, Macroeconomic Performance, and Sectoral Income Distribution in developing Countries" Journal of Trade & Economic Development, Vol. 14, pp. 167-196.
22. Wellington Madesha, Clainos Chidoko and James Zivanomoyo(2013), Empirical Test of the Relationship Between Exchange Rate and Inflation in Zimbabwe و Great Zimbabwe University, Department of Economics, Box 1235, Masvingo, Zimbabwe

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

23. Wilkins, A. S. (2018). To lag or not to lag?: Re-evaluating the use of lagged dependent variables in regression analysis. Political Science Research and Methods, 6(2), 393-411.
24. Zhao, Z. (2023). Economic Policy Uncertainty and ESG Performance: Evidence from China. In SHS Web of Conferences (Vol. 169, p. 01059). EDP Sciences.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]