



## طراحی مدل تبیین کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر بازارهای پول و سرمایه

سوزان حسین زاده<sup>۱</sup>

غلامرضا زمردیان<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۹/۱۱/۰۴ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۹/۱۲/۱۶

ابراهیم چیرانی<sup>۳</sup>

### چکیده

سیاست‌های کلان اقتصادی ابزار مهمی برای دولت‌ها برای رسیدن به اهداف اجتماعی و اقتصادی و تعهدات مالی به شمار می‌آیند. سیاست‌های کلان اقتصادی انواع گوناگون دارند و اثرات اجرای آن‌ها بر بازارهای مختلف می‌تواند متفاوت باشد که این امر می‌تواند باعث ایجاد تحولات و تلاطم در بازارهای مختلف گردد. در این رویکرد، در مطالعه حاضر با استفاده از مدل‌های نقشه علی بیزین (BCM) و سیستم معادلات همزمان به ظاهر نامرتب (SURE) مدل تبیین کننده اثر سیاست‌های کلان اقتصادی بر بازارهای پول و سرمایه طراحی شده است. لازم به ذکر است که دوره زمانی مطالعه حاضر سال ۱۳۶۸ الی ۱۳۹۸ بوده است. نتایج حاصل از مطالعه حاضر نشان داد که بازارهای پول و سرمایه به صورت مستقیم و غیرمستقیم از متغیرها و سیاست‌های اعمال شده در بازارهای مختلف تأثیر می‌پذیرند. چنانچه بر اثر سیاست‌های دولت و یا سایر مؤلفه‌های اقتصادی و غیراقتصادی حجم پس‌انداز در جامعه دستخوش تغییر شود، تسهیلات اعطایی از طریق سیستم بانکی تغییر می‌کند. این مسئله به طور مستقیم بر بازار پول تأثیر می‌گذارد. با توجه به آن که تغییر در بازار پول بر بازار سرمایه تأثیرگذار است. بازار سرمایه نیز از ناحیه تغییرات به وجود آمده در بازار پول متأثر می‌گردد. ضمن آن که تغییرات در بازار پول به طور غیرمستقیم نیز بر سایر متغیرهای کلان اقتصادی از جمله تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم، نرخ ارز و ... تأثیر می‌گذارد که در نهایت این تأثیرات از طریق این متغیرها به سایر بازارها از جمله بازار سرمایه منتقل می‌شود.

### کلمات کلیدی

نقشه علی بیزین (BCM)، سیستم معادلات همزمان به ظاهر نامرتب (SURE)، بازار پول، بازار

سرمایه.

۱- گروه مدیریت مالی، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. s.hossinzadeh@yahoo.com

۲- گروه مدیریت بازرگانی، واحد تهران مرکز، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) Gh.zomorodian@gmail.com

۳- گروه مدیریت بازرگانی، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. chirani@iaurasht.ac.ir

مقدمه

اثرات اجرای سیاست‌های کلان اقتصادی بر بازارهای مختلف متفاوت است که این امر باعث ایجاد تحولات و تلاطم در بازارهای مختلف می‌گردد. اقتصاددانان عموماً معتقدند مهم‌ترین هدف سیاست‌گذاری اقتصادی، حصول اشتغال کامل، تثبیت قیمت‌ها، ایجاد تعادل در بازارها، موازنه پرداخت‌های خارجی و رشد اقتصادی است. در سیاست‌های کلان اقتصادی، سیاست‌های پولی و مالی از طریق تأثیر بر بازار عوامل تولید، بازار کالا و مخارج دولت به اقتصاد خانوارها انتقال می‌یابد؛ نحوه تأثیر سیاست‌های تجاری نیز با بازارهای پولی و سرمایه مرتبط است. ضمن آن که در سیاست‌های کلان اقتصادی در مورد درآمد کشور، تولید ناخالص ملی و برنامه‌های توسعه برنامه‌ریزی و تصمیم‌گیری می‌شود؛ لذا اجرای سیاست‌های کلان اقتصادی و اثرات آن‌ها بر وضعیت اقتصادی کشور همیشه مدنظر دولت‌ها است و موجبات ارزیابی عملکرد دولت‌ها را فراهم می‌نماید (سوری، ۱۳۹۵).

امروزه بازارهای مالی نقش مهم و تعیین‌کننده‌ای در تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها به عهده دارند و پایه اصلی توسعه اقتصادی در کشورهای توسعه‌یافته به شمار می‌آیند. بازارهای مالی به سبب نقش اساسی در گردآوری منابع از طریق پس‌اندازهای کوچک و بزرگ موجود در اقتصاد ملی، بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آن‌ها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی، مورد توجه قرار دارند (نیلی و امینی‌زاده، ۱۳۹۳). اثرات مثبت بازار اوراق بهادار بر توسعه اقتصادی از جمله افزایش انگیزه سرمایه‌گذاری از طریق کاهش ریسک، قیمت‌گذاری ریسک و تسهیل ریسک نقدینگی و تجهیز سپرده‌ها و ... آن قدر زیاد و حساس است که برخی اقتصاددانان بر این عقیده هستند که تفاوت میان اقتصادهای توسعه‌یافته و توسعه‌نیافته، نه در تکنولوژی پیشرفته بلکه در وجود بازارهای مالی یکپارچه فعال و گسترده است. بازارهای مالی پیشرفته، حجم قابل‌ملاحظه‌ای از سرمایه مالی را در کنترل دارند. این بازارها انگیزه پس‌انداز کردن و تبدیل پس‌انداز به سرمایه‌گذاری را با هدف تشکیل سرمایه به عهده دارند و از این رو نقش مهمی در تسریع رشد اقتصادی بر عهده می‌گیرند (ختایی و همکاران، ۱۳۷۸). هر نظام مالی به دو بخش بازار پولی که به طور عمده نظام بانکی کشور آن را اداره می‌کند و کارکرد آن تأمین اعتبارات کوتاه‌مدت است و بازار سرمایه‌ای که کارکرد اصلی آن تأمین مالی مورد نیاز فعالیت‌های تولیدی و خدماتی مولد است، تقسیم می‌شود. بانک مرکزی و دیگر واسطه‌های مالی بانکی مانند بانک‌های تجاری و موسسه‌های اعتباری غیر بانکی از مهم‌ترین نهادهای بازار پول شمرده می‌شوند. نظام بانکی در اقتصاد ایران با وجود پیشرفت‌هایی که در بازارهای مالی رخ داده است، همچنان یکی از ارکان اصلی تأمین مالی در سطح کل کشور است و نکته قابل تأمل اینکه سپرده‌گذاران

## طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر ... / حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی

نیز به طور کلی به سپرده‌گذاری بانکی و ابزارهای موجود در بازار نظیر اوراق مشارکت و ... متکی هستند. همچنین وضعیت تولیدی بنگاه‌ها نیز وابسته به چگونگی پرداخت بانکی است در واقع حتی می‌توان آن را مهم‌ترین مجرای ارتباطی میان عرضه و تقاضای منابع پولی دانست که هرگونه نقصان و ناکارآمدی عملکرد آن زمینه‌های بروز اختلال در سایر بخش‌ها و ایجاد شوک‌های گوناگونی را نیز فراهم می‌آورد (نادعلی و همکاران، ۱۳۹۶).

در خصوص، تأثیرپذیری بازارهای پول و سرمایه از سیاست‌های اقتصادی مطالعاتی انجام شده است که تأثیرگذاری این سیاست‌ها را بر بازارهای مالی تأیید می‌نمایند. در حقیقت، بازارهای پول و سرمایه در تأمین مالی بخش واقعی اقتصاد نقش به‌سزایی ایفا می‌کنند. با توجه به وابستگی بازارهای مالی با بخش واقعی اقتصاد، هرگونه تغییر یا نوساناتی از جانب سایر متغیرها بر این بازارها اثر خواهد گذاشت و از آنجا که بخش تولیدی از نظر مالی به این بازارها وابسته هست، هرگونه نوسانی در این بازارها، بخش تولیدی را دچار اختلال خواهد کرد. عواملی مانند نرخ تورم، نرخ بهره، نرخ سود بانکی، شوک‌های اقتصادی، سیاست‌های مالی (شامل تغییرات مصرف، سرمایه‌گذاری، مالیات مخارج دولت و...)، سیاست‌های پولی (عرضه پول)، تغییرات نرخ پس‌انداز، نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری از جمله عواملی می‌باشند که بازارهای مالی (بازار پول و سرمایه) را می‌توانند متأثر سازند. نوسانات و سیاست‌های اقتصادی اغلب باعث تورم می‌گردد. مواردی مانند افزایش عرضه پول شاخص برای سیاست پولی و تغییرات افزایش مخارج دولت، مصرف و سرمایه‌گذاری و کاهش پس‌انداز و مالیات به عنوان شاخص‌هایی برای سیاست مالی باعث افزایش تقاضای کل اقتصاد می‌گردند که در پی آن تورم افزایش می‌یابد. در کشور ما به دلیل بالا بودن نرخ تورم، در اکثر سال‌ها نرخ سود واقعی سپرده‌ها منفی بوده است. کاهش نرخ سود سپرده‌های بانک‌ها بدون توجه به شاخص‌های کلان اقتصادی از جمله تولید و تورم، آثار و تبعات منفی بر وضعیت بانک‌ها دارد. در این راستا، چنانچه نرخ سود سپرده‌ها کاهش یابد، صاحبان سپرده‌های بلندمدت که با کاهش سود دریافتی مواجه شده‌اند، به دنبال تغییر سبد دارائی و پرتفوی خویش بر می‌آیند. به عنوان مثال دارائی‌های خویش را به سمت سپرده‌های دیداری انتقال داده و از این سپرده‌ها برای فعالیت سودآور در بازارهای موازی (همچون بازار سهام، مستغلات، طلا و غیره) استفاده می‌نمایند و یا منابع خود را برای اخذ سود بیشتر در بازار غیرمتشکل پولی و سایر فرصت‌های سرمایه‌گذاری به کار می‌گیرند، نتیجه چنین روندی، ایجاد حباب‌های قیمتی در بازار سهام، مستغلات، طلا و غیره و نهایتاً ایجاد فشارهای تورمی در کشور می‌باشد. همچنین این تغییر در ترکیب پرتفوی و سپرده‌ها در جهت نقدتر شدن بیشتر، می‌تواند منجر به افزایش سرعت گردش پول شده که این امر نیز به نوبه خود تورم را تشدید می‌نماید. در بحث جذب منابع در

نظام بانکی، در صورت رشد سپرده‌های کوتاه‌مدت و جاری به جای بلندمدت، بانک‌ها بیشتر تمایل به اعطای تسهیلات کوتاه پیدا خواهند کرد، چرا که اعطای تسهیلات بلندمدت از محل منابع کوتاه‌مدت، در عمل بانک‌ها را با ریسک نقدینگی مواجه می‌سازد. عدم امکان اعطای تسهیلات بلندمدت به مشتریان، تأمین مالی سرمایه‌گذاران در طرح‌های جدید و پروژه‌های بزرگ را با محدودیت‌های جدی مواجه کرده و ضمن ایجاد نارضایتی برای این گروه از مشتریان در نهایت تأثیر نامطلوبی بر رشد اقتصادی و تورم در کشور بر جای خواهد گذاشت. لازم به ذکر است، اتخاذ سیاست افزایش نرخ سود سپرده‌های بانکی در کنار کنترل تورم و کاهش آن می‌تواند با خنثی کردن اثرات منفی نوسانات بازارهای موازی، مجدداً ترکیب سپرده‌های بانکی را به نفع سپرده‌های مدت‌دار تغییر داده و زمینه را برای امکان اعطای تسهیلات بلندمدت بانک‌ها فراهم نماید (گلمرادی و همکاران، ۱۳۹۶). ارتباط میان بازار کالا و بازار پول می‌تواند از طریق متغیر نرخ بهره و سرمایه‌گذاری صورت گیرد. سرمایه‌گذاری از یک طرف یکی از عوامل تشکیل دهنده تقاضای کل و از طرف دیگر نیز بخش زیربنایی عرضه کل می‌باشد. در نتیجه هرگونه تغییر در میزان سرمایه‌گذاری یا رفتار سرمایه‌گذاران به عنوان یک عامل قدرتمند بر سیستم بانکی اثر خواهد گذاشت. از طرفی اعتبارات سرمایه‌گذاری (تسهیلات بانکی) نیز از طریق پس‌انداز سپرده‌های بانکی تأمین می‌شود در نتیجه میزان پس‌انداز نیز یکی از عوامل مهم محسوب می‌شود. با توجه به اینکه، نرخ سود بانکی در ایران در اکثر موارد به صورت دستوری تعیین شده که معمولاً کمتر از بازار غیررسمی است، همواره تقاضا برای تسهیلات بیش از توان و عرضه تسهیلات در کشور است؛ به عبارت دیگر یک نوع مازاد تقاضا برای دریافت تسهیلات بانکی وجود دارد که باعث تخصیص نامناسب منابع و ایجاد نوعی رانت و یا فساد در اخذ تسهیلات بانکی می‌شود. این مازاد تقاضا در شرایط بی‌ثباتی اقتصادی نظیر شرایط تورمی بالا تشدید می‌شود و تقاضا برای تسهیلات نسبت به نرخ سود بانکی حساسیت کمتری پیدا می‌کند. هرگاه نرخ سود اوراق مشارکت افزایش یابد، از حجم مانده‌ی سپرده‌های بانکی کاسته می‌شود. تغییراتی که مردم در سبد دارایی‌شان داده‌اند، اوراق مشارکت را جانشین دارایی‌هایی که نقدینگی بیشتری دارند کرده است و این شاید به دلیل تصور مردم از سوددهی بالاتر اوراق مشارکت در آینده نشأت گرفته است از طرفی هرگاه تولید ناخالص داخلی افزایش یابد بر حجم مانده سپرده‌های بانکی افزوده می‌شود. از طرفی رابطه بین نرخ تورم و حجم سپرده‌های بانکی یک رابطه منفی است. سپرده‌های بانکی بالاترین حساسیت را نسبت به نرخ سود اوراق مشارکت از خود نشان داده است. این بدان معناست که از بین متغیرهای مورد بحث جذب هرچه بیشتر سپرده‌های مردم با کاهش نرخ سود اوراق مشارکت همراه بوده است (منصف و منصوری، ۱۳۸۹). تغییرات غیرمنتظره در سیاست پولی می‌تواند بر بورس اوراق بهادار اثر منفی بگذارد.

## طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی

با توجه به آن که بازار پول از پویاترین بازارهای اقتصادی است، عدم تعادل در این بازار به سرعت به سایر بازارها انتقال می‌یابد و سبب بی‌ثباتی و نااطمینانی در این بازارها می‌شود. نااطمینانی اقتصادی، نقدبینگی را به سمت دارایی‌های حقیقی سوق می‌دهد که تعادل در بازار دارایی‌های موردنظر را بر هم می‌زند و لذا افزایش قیمت دارایی‌های حقیقی از جمله مسکن و طلا را به همراه خواهد داشت و از سوی دیگر با کاهش سرمایه‌گذاری نقدبینگی را از بخش تولید که وظیفه تأمین مالی آن به طور عمده بر عهده بورس اوراق بهادار است، خارج می‌کند. این امر به کاهش تولید، رشد اقتصادی و اشتغال در آینده می‌انجامد. همچنین در خصوص تأثیر سیاست‌های مالی بر بازار سرمایه مطالعات نشان می‌دهد که تغییرات غیرمنتظره در سیاست مالی دولت می‌تواند بر بورس اوراق بهادار اثر منفی بگذارد. با توجه به بزرگی دولت در اقتصاد ایران و هم‌چنین تأثیرپذیری تصمیمات اقتصادی دولت از سیاست، نقش دولت بر بی‌ثباتی اقتصادی چشم‌گیر است (زمردیان و همکاران، ۱۳۹۴).

با این رویکرد و با توجه به مطالب عنوان شده، مطالعه حاضر درصدد است تا با استفاده از مدل‌های نقشه‌علی‌بیزین (BCM) و سیستم معادلات همزمان به ظاهر نامرتبط (SURE) مدل تبیین‌کننده اثر سیاست‌های کلان اقتصادی بر بازارهای پول و سرمایه را شناسایی و طراحی کند.

### **ادبیات تحقیق**

اعتقاد بر این است که بازار سهام متأثر از متغیرهای کلان اقتصادی است. جهت بررسی اثر نیروهای اقتصادی بر بازار سهام تاکنون تئوری‌های مختلفی عنوان شده است. برای مثال، تئوری قیمت‌گذاری آربیتراژی توسط راس<sup>۱</sup> (۱۹۷۶) و چن و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۸۶) برای تشریح تاثیر برخی از متغیرهای کلان اقتصادی بر روی بازده سهام در بازار سرمایه کشور آمریکا، مورد استفاده قرار گرفت. یافته‌های آنان نشان داد که تولیدات صنعتی، تغییرات در صرف ریسک و تغییرات در ساختار دوره‌ای، رابطه‌ی مثبتی با بازده مورد انتظار سهام دارند. این در حالی است که رابطه‌ی نرخ تورم پیش‌بینی شده و پیش‌بینی نشده، با بازده سهام مورد انتظار، به طور معنی‌داری منفی است. راس (۱۹۷۶)، نظریه‌ی قیمت‌گذاری آربیتراژ را به عنوان جانشینی برای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ارائه کرد. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، پردازش خود را با این نکته آغاز می‌کند که چگونه سرمایه‌گذاران می‌توانند یک "سبد سرمایه‌گذاری کارا" به وجود آورند. اما نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژی از منظر کاملاً متفاوت به موضوع ریسک و اندازه‌گیری آن نگاه می‌کند و به دنبال سبدهای کارای سرمایه‌گذاری نیست، بلکه بر این مبنا استوار است که قیمت سهام هنگامی که سهامداران در جستجوی سودهای آربیتراژی هستند، تعدیل می‌شود. لذا زمانی که سودهای آربیتراژی از بین می‌رود، می‌گویند قیمت‌های سهام در حالت

تعادل قرار دارد. تعریف کارایی بازار در این نظریه به معنی نبود موقعیت آربیتراژی است. حامیان نظریه‌ی قیمت‌گذاری آربیتراژ بیان می‌کنند که این مدل دو مزیت عمده نسبت به مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای دارد. اول این که نظریه‌ی قیمت‌گذاری آربیتراژی مفروضاتی را درباره‌ی ترجیحات سرمایه‌گذار نسبت به ریسک و بازدهی مطرح می‌سازد که برخی ادعا می‌کنند دارای محدودیت کمتری است. دوم، معتقدند که این مدل می‌تواند به صورت تجربی، معتبر باشد. موضوع اصلی در نظریه‌ی قیمت‌گذاری آربیتراژی تشخیص عوامل اثرگذار و تمایز تغییرات پیش بینی شده از تغییرات پیش بینی نشده در اندازه‌گیری حساسیت‌هاست (فیشر و جردن<sup>۴</sup>، ۱۹۹۱). نظریه‌ی قیمت‌گذاری آربیتراژ، بازده واقعی اوراق بهادار را، تابعی از متغیرهای اقتصادی می‌داند. مدل مزبور بر خلاف مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، امکان استفاده بیش از یک عامل ریسک سیستماتیک را فراهم می‌کند. در سید سرمایه‌گذاری سهام، ریسک خاص یک سهم مهم نیست. عامل خطای سهام انفرادی به هم وابسته نیستند، و ضریب همبستگی آنان صفر است. در این شرایط، تنها ریسک متغیرها دارای اهمیت است و نشان دهنده‌ی آن است که ریسک سیستماتیک قابل حذف نیست، اما ریسک غیر سیستماتیک با گوناگونی و تنوع در سرمایه‌گذاری قابل حذف است. رول و راس<sup>۴</sup> (۱۹۸۰ و ۱۹۸۴)، و چن و همکاران (۱۹۸۶)، معتقد بودند که واقعیت در پنج عامل اقتصادی نهفته است و سهام مختلف دارای حساسیت‌های متفاوت به این پنج عامل سیستماتیک هستند و این عوامل بخش عمده‌ای از سرمنشا ریسک سید سهام را تشکیل می‌دهند. از نظر آنان، این پنج عامل عبارتند از: تغییرات در نرخ تورم پیش بینی شده، تغییرات غیرمنتظره در تورم، تغییرات غیرمنتظره در تولیدات صنعتی، تغییرات غیرمنتظره در بازده تا سر رسید تفاضلی بین اوراق قرضه اوراق بونج و اوراق ممتاز (صرف ریسک اوراق قرضه) و تغییرات غیرمنتظره در بازده تا سر رسید تفاضلی بین اوراق قرضه بلند مدت و کوتاه مدت. سه عامل اول بر جریان‌های نقدی بنگاه اقتصادی، و در نهایت، بر سود سهام و رشد آن، تاثیر می‌گذارند و دو عامل بعدی نیز بر نرخ تنزیل، و ارزشیابی سهام تاثیر می‌گذارند. بر اساس مدل مزبور، سرمایه‌گذاران سید سهام را با توجه به انگیزه و تمایل خود در مواجهه با ریسک هر یک از عامل‌های پنجگانه تنظیم می‌کنند. زیرا، سرمایه‌گذاران مختلف دارای سلیقه‌های متفاوت در رابطه با ریسک هستند. آزمون‌های انجام شده در مورد الگوی قیمت‌گذاری آربیتراژی نشان می‌دهد که این تئوری در رقابت با مدل قیمت‌گذاری سرمایه‌ای، گوی سبقت را می‌رباید. حال با چنین درکی از نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژی می‌توان با مدل سازی بر اساس عوامل اقتصادی و با فرض این که بازار سهام به نحو معقول عمل می‌کند، رابطه‌ی قیمت سهم و عوامل چنین مدلی را بر آورد کرد به طوری که توانایی پیش بینی آینده را نیز داشته باشد

## طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی

(مقدم و سزاوار، ۱۳۹۴). پون و تیلور<sup>۵</sup> (۱۹۹۱)، مشابه تحقیق چن و همکاران (۱۹۸۶) را در بازار انگلستان انجام دادند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده‌های سهام در انگلستان اثر ندارند. این نتیجه‌گیری بر خلاف یافته‌های چن در بازار سهام آمریکا بود. پون و تیلور معتقدند دلیل نتیجه‌گیری متفاوت آنان این است که یا عامل‌های کلان اقتصادی دیگری بر بازده‌های سهام انگلستان اثرگذار بوده‌اند و یا این که روش تحقیق استفاده شده توسط چن و همکاران ناکارآمد بوده است. تورم نیز به عنوان یکی از مهم‌ترین متغیرهای اقتصادی اثرگذار بر قیمت سهام، از دیر باز مورد توجه بوده است. رابطه‌ی میان تورم و بازده‌های سهام از جمله مباحث جدال برانگیز میان محققان است. تعادل در بازار بر اساس ارزش‌های اسمی پدید نمی‌آید و سرمایه‌گذاران تورم را به عنوان یکی از مهم‌ترین متغیرهای کلان اقتصادی اثرگذار در تصمیم‌گیری برای یک سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند. اگر تورم به خوبی قابل پیش‌بینی شدن باشد، سرمایه‌گذاران به سادگی در صدافزوده‌یی را به عنوان تورم به بازدهی مورد انتظار خود می‌افزایند و بازار به حالت تعادل می‌رسد. بنابراین، تا زمانی که تورم قابل پیش‌بینی است دیگر یک سرچشمه‌ی ناپایداری و بی‌اطمینانی وجود ندارد و می‌توان ریسک سهام را با ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک و بدون توجه به این که این ریسک‌ها بر اساس ارزش‌های واقعی برآورد شده‌اند یا بر اساس ارزش اسمی، بازگو کرد. اما، زمانی که تورم غیرمنتظره و غیر قابل پیش‌بینی باشد، شرایط متفاوت خواهد بود. در شرایط تورمی به طور متوسط سود اسمی شرکت‌ها پس از مدت زمانی افزایش می‌یابد. در واقع سودآوری افزایش نیافته، بلکه سود اسمی تحت تاثیر تورم افزایش یافته است. زمانی که سود اسمی افزایش می‌یابد، قیمت اسمی سهام نیز افزایش خواهد یافت. اثر دیگر تورم این است که موجب کاهش ارزش ذاتی هر سهم می‌شود. در سال‌هایی که نرخ تورم بالا باشد، کیفیت سود واقعی شرکت‌ها (سود اقتصادی) پایین می‌آید. علاوه بر این، شرایط تورمی باعث کاهش قدرت خرید مردم می‌شود. افزایش هزینه‌های زندگی به گونه‌یی خواهد بود که فرصت سرمایه‌گذاری و پس‌انداز از آنها گرفته شده و درآمدها بیشتر صرف هزینه‌های جاری می‌شوند. از سوی دیگر، کاهش سرمایه‌گذاری منجر به کاهش تقاضا برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار و به تبع کاهش شاخص سهام می‌شود (مقدم و سزاوار، ۱۳۹۴). راس و رول نیز در مقاله‌ی خود به رابطه‌ی منفی بین بازدهی میانگین موزون شاخص بورس نیویورک با تورم مورد انتظار و غیر قابل انتظار دست یافته بودند. بر اساس فرضیه‌ی فیشر<sup>۶</sup> (۱۹۳۰)، نرخ اسمی بهره مورد انتظار باید کلیه انتظارات تورمی را در خود منعکس کند تا بتوان به نرخ واقعی بهره دست یافت. نرخ واقعی توسط عواملی مانند بهره‌وری سرمایه و ترجیحات زمانی مصرف‌کننده تعیین می‌شود و مستقل از تورم مورد انتظار است.

یکی از مهم ترین نظریه‌های موجود در زمینه‌ی تورم، نظریه پولی است. بر اساس این نظریه، تورم منحصراً معلول افزایش نامتناسب حجم پول است. طرفداران مکتب اصالت پول از قبیل لایدلر و پارکین<sup>۷</sup> (۱۹۷۵) معتقدند که "شرط لازم و کافی برای تورم مستمر، افزایش مستمر عرضه‌ی پول با نرخ‌ی بیش از حاصل ضرب نرخ رشد درآمد حقیقی و کشش درآمدی تقاضای پول، است". به طور خلاصه، می‌توان نظریه‌ی پولی تورم را در قضایای چندگانه زیر خلاصه کرد:

(الف) تورم در بلندمدت یک پدیده‌ی پولی است. بدین معنا که نرخ رشد بالا و مستمر عرضه‌ی پول باعث ایجاد تورم می‌شود و رشد پایین عرضه‌ی پول سرانجام نرخ تورم را تقلیل می‌دهد.

(ب) رابطه‌ی بین قیمت‌ها و عرضه‌ی پول در بلندمدت متناسب است. بدین معنا که ده درصد افزایش عرضه‌ی پول، سطح عمومی قیمت‌ها را ده درصد افزایش می‌دهد.

(ج) رابطه‌ی علت معلولی از پول به قیمت است. یعنی این که تغییرات عرضه‌ی پول علت تغییرات قیمت است و نه معلول آن.

(د) تراز اسمی پول "برون زا" و "کنترل پذیر" بوده و توسط مسئولین پولی تعیین می‌شود. به بیان دیگر، عرضه‌ی پول به طور درون زا تابع فعالیت‌ها و متغیرهای کلان اقتصادی نیست (مقدم و سزاوار، ۱۳۹۴).

نظریه‌های پولی خود به دو دسته‌ی نظریه‌ی پولی شماره یک و نظریه‌ی پولی شماره دو تقسیم می‌شوند. بر اساس مکتب پولی شماره یک، تورم همیشه و همه جا یک پدیده‌ی پولی است که از طریق رشد سریع تر عرضه‌ی پول نسبت به تولیدات حقیقی ایجاد می‌شود. افزایش در عرضه‌ی پول در کوتاه‌مدت باعث افزایش تولید واقعی و اشتغال می‌شود، اما آثار آن در بلندمدت بر متغیرهای حقیقی مرتفع گشته و تنها نرخ تورم بلندمدت را افزایش می‌دهد. بر اساس مکتب پولی شماره دو، تنها تغییرات غیر قابل پیش بینی عرضه‌ی پول دارای آثار حقیقی بر اقتصاد است و لذا نمی‌توان از آن به عنوان یک سیاست اقتصادی منظم استفاده کرد. بر این اساس، تغییرات پیش بینی شده‌ی عرضه‌ی پول تنها قیمت‌ها را به طور متناسب تحت تاثیر قرار می‌دهد (مقدم و سزاوار، ۱۳۹۴). این ادعا که متغیرهای اقتصادی مانند تورم، نقدینگی، نرخ ارز و ... محرک و موثر بر تغییرات قیمت‌های سهام هستند، به عنوان یک تئوری، مورد پذیرش واقع شده است. به هر حال، در دهه‌ی گذشته کوشش‌هایی برای بررسی تاثیر نیروهای اقتصادی به شکل نظری و سنجش اثرات آن به صورت تجربی، انجام شده است. رابطه‌ی پویای بین متغیرهای اقتصاد کلان و بازده‌های سهام به شکل گسترده‌ی مورد بررسی قرار گرفته است. مبنای تحقیقات مزبور بر این تئوری استوار است که قیمت‌های سهام منعکس کننده‌ی ارزش فعلی جریان‌های



## طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی

نقدی آینده‌ی آن سهم (مدل ارزش فعلی) است. به همین دلیل، هم به جریان‌های نقدی آینده و هم به نرخ بازده مورد انتظار (نرخ تنزیل) نیاز است. از این رو، متغیرهای اقتصادی هم بر جریان‌های نقدی آینده و هم بر نرخ بازده‌های مورد انتظار اثر گذار هستند. بنابراین، می‌توانند بر قیمت‌های سهام اثرگذار باشند (التن و گرابر<sup>۸</sup>، ۱۹۹۱).

### پیشینه تحقیق

عباسیان و همکاران (۱۳۸۷) رابطه متغیرهای کلان اقتصادی شامل نرخ ارز، تراز تجاری، تورم، نقدینگی و نرخ بهره را با بازار بورس بررسی نمودند. دوره زمانی انجام این مطالعه ۸۴-۱۳۷۷ بوده است. یافته‌های این تحقیق نشان داد که نرخ ارز و تراز تجاری در بلندمدت بر بورس اوراق بهادار اثر مثبت اما تورم، نقدینگی و نرخ بهره بر بازار بورس اثر منفی داشته‌اند.

صفرزاده و جلالی نژاد (۱۳۸۹) تأثیر نوسانات نرخ سود در بازار پول را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عملکرد بازار سرمایه بررسی نمودند. نتایج این مطالعه نشان داد که تعیین متغیرهای کلان بازار سرمایه با توجه به تأثیرگذاری بازار پول، اطلاعات دقیق‌تری را جهت سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد؛ به عبارت دیگر بازار سرمایه در مقایسه با بازار پول، بازار کاراتری است. ضمن آن که نتایج وجود رابطه بین نرخ سود سپرده‌های بانک‌ها و فعالیت بازار سرمایه را تأیید نموده است.

مانی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر مالیات‌ها بر رابطه بازارهای مالی و رشد اقتصادی پرداختند. این مطالعه بر اساس داده‌های تابلویی ۶۵ کشور جهان انجام شده است. نتایج این مطالعه نشان داد که مالیات‌ها تأثیر منفی و گسترش روابط تجاری تأثیر مثبتی بر رابطه بازارهای مالی و رشد اقتصادی دارند. این در حالی است که تغییر مالیات‌ها و توسعه بازارهای مالی بر رشد اقتصادی تأثیر معنی‌داری نداشته است.

مهرگان و دلیری (۱۳۹۲) نقش قدرت انحصاری بانک‌های تجاری را بر اثرگذاری سیاست پولی بررسی نمودند. دوره زمانی انجام این مطالعه ۸۷-۱۳۶۷ بوده و از الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی استفاده شده است. نتایج این مطالعه نشان داد که پس از بروز شوک پولی بانک‌ها به دلیل عدم توانایی در تعدیل نرخ سود قادر به تسهیل فرآیند انتقال پولی در اقتصاد ایران نیستند و بدین ترتیب شوک‌های پولی سبب کاهش سپرده‌گذاری در بانک‌ها و کاهش تقاضا برای وام خواهد شد.

غفاری و همکاران (۱۳۹۲) به آزمون تئوری مکینون شاو در زمینه تأثیر افزایش نرخ سود تسهیلات بانکی بر سرمایه‌گذاری و تولید در اقتصاد ایران پرداخته‌اند. الگوی مطالعه شامل چهار بخش خانوار، بنگاه، بانک‌های تجاری، دولت و بانک مرکزی بوده است. نتایج مطالعه نشان داد که در پی افزایش نرخ

سود تسهیلات بانکی، سرمایه‌گذاری و تولید ناخالص داخلی بدون نفت کاهش می‌یابد، لذا فرضیه مکینون شاو در اقتصاد ایران رد می‌شود.

صادقی و همکاران (۱۳۹۴) تأثیر مالیات را بر بازار مالی ایران بررسی نمود. دوره زمانی این مطالعه ۹۴-۱۳۹۰ بوده و جهت بررسی فرضیه‌های پژوهش از آزمون کرانه‌ها و مدل خود رگرسیونی با وقفه توزیعی (ARDL) استفاده شده است. نتایج نشان داد که اخذ مالیات توسط دولت بر بازار مالی اثر مثبت دارد.

هادیان و درگاهی (۱۳۹۶)، نقش سیاست‌های اقتصاد کلان را در ثبات مالی بررسی نمودند. دوره زمانی مطالعه ۹۶-۱۳۹۳ بوده و از رویکرد تعادل عمومی پویای تصادفی استفاده شده است. نتایج نشان داد که کاربرد سیاست‌های ثبات سازی اقتصاد کلان، باعث کاهش بی‌ثباتی و آسیب‌پذیری‌های بخش مالی می‌شود.

آرین و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۰۹) اثر سیاست‌های مختلف مالیاتی را بر بازدهی بازار سهام بررسی نمودند. نتایج نشان داد که مالیات غیرمستقیم نسبت به مالیات بر دستمزد، تأثیر بزرگ‌تری بر بازدهی اوراق بهادار دارد. همچنین مالیات بر شرکت‌ها تأثیر قابل توجه معنی‌داری بر بازدهی سهام ندارد.

دیب (۲۰۱۰) با استفاده از مدل تعادل عمومی پویای تصادفی، نقش بخش‌های بانکی و بازارهای مالی را بر چرخه‌های تجاری در اقتصاد آمریکا مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان داد که وجود بخش بانکی فعال ضمن کاهش اثر شوک‌های مالی، منجر به کاهش نااطمینانی کلان اقتصادی و بهبود سطح رفاه اجتماعی می‌گردد. ضمن آن که سیاست پولی انبساطی اثرات منفی بحران مالی را کاهش می‌دهد. چینزرا<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۱) رابطه نااطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی و قیمت سهام را با استفاده از مدل‌های GARCH-VAR برای آفریقای جنوبی بررسی نمود. نتایج نشان‌دهنده وجود رابطه دوطرفه بین این متغیرها می‌باشد. ضمن آن که بر اساس نتایج، نااطمینانی متغیرهای کلان اقتصادی اثر معنی‌داری بر روی نوسانات بازار سهام دارد.

تاها و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۳) ارتباط بین درآمدهای مستقیم مالیاتی و فعالیت‌های بانکی و غیربانکی را در سیستم مالی مالزی بررسی نمودند. نتایج نشان داد که تأثیر سیستم مالی بر درآمدهای مالیاتی در کوتاه‌مدت عمیق‌تر از این تأثیر در بلندمدت است.

هامرسلند و تورای<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای برای اقتصاد نروژ، به بررسی ارتباط پویای میان بخش‌های اعتباری، قیمت دارایی‌های مالی و فعالیت‌های بخش واقعی اقتصاد در قالب مدل‌های تعادل عمومی پویای تصادفی و خود رگرسیونی برداری پرداختاری پرداختند. نتایج حاصل از تخمین مدل‌ها

## طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی

نشان داد که وجود اجزای مالی در مدل و مکانیسم بازخورد مالی سبب بهبود قدرت پیش‌بینی مدل می‌گردد.

استیفن و همکاران<sup>۱۳</sup>(۲۰۱۵)، تأثیر سیاست پولی را بر نرخ ارز و قیمت سهام هشت اقتصاد کوچک باز شامل استرالیا، کانادا، جمهوری کره، نیوزیلند، انگلستان، اندونزی، مالزی و تایلند برآورد کردند. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که افزایش نرخ بهره رسمی در این کشورها، منجر به افزایش ۱ درصدی نرخ ارز و افت ۰/۵ درصدی قیمت سهام می‌شود.

سوهاییو و همکاران<sup>۱۴</sup>(۲۰۱۷) تأثیر سیاست پولی را بر عملکرد بازار سهام دوازده کشورهای آفریقایی بررسی نمودند. نتایج مطالعه نشان داد که بازارهای سهام دوازده کشور آفریقایی به طور هم‌زمان از طریق کانال نرخ بهره با سیاست‌های پولی مرتبط است.

اینایرات (۲۰۱۸)، عوامل داخلی و بیرونی مؤثر بر قیمت سهام را در عربستان سعودی مورد بررسی قرار داد. در این مطالعه سود سهام به عنوان عامل داخلی و قیمت نفت به عنوان عامل بیرونی انتخاب و اثر آن‌ها بر قیمت سهام تحلیل شد. نمونه‌های آماری مطالعه شامل ۴۰ شرکت بورس اوراق بهادار عربستان بودند که اطلاعات آن‌ها در دوره ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۵ جمع‌آوری شد و در چارچوب مدل رگرسیون داده‌های پانلی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج نشان داد سود سهام نقش ویژه‌ای در تبیین قیمت اوراق بهادار دارد؛ با این وجود قیمت نفت تأثیر تعیین‌کننده‌ای در قیمت سهام شرکت‌ها نداشته است.

امیری و گانگ (۲۰۱۹) تأثیر سیاست‌های پولی را بر رشد اقتصادی آمریکا بررسی نمودند. بر اساس نتایج سیاست پولی و تورم در کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت بر رشد اقتصادی تأثیر مثبت می‌گذارند. ضمن آن که نرخ بهره در کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت بر رشد اقتصادی اثر منفی می‌گذارد.

چنگ و یانگ (۲۰۲۰) با استفاده از مدل خودرگرسیون برداری ساختاری (SVAR) آثار شوک سیاست پولی را بر تولید ناخالص داخلی کشور چین بررسی کردند. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که هر گونه ناطمینانی و شوک در سیاست پولی تولید ناخالص داخلی واقعی را به طور قابل توجهی کاهش می‌دهد.

### **روش‌شناسی تحقیق**

جهت دستیابی به اهداف موردنظر در مطالعه حاضر ابتدا بر اساس مصاحبه‌های حضوری با خبرگان و نیز مطالعات پیرایی و شه‌سوار (۱۳۸۸)، سامتی و همکاران (۱۳۸۸)، ابراهیمی و شکری (۱۳۹۰)، سلمانی بیشک و همکاران (۱۳۹۴)، مهدوی و علیخان بیک زند (۱۳۹۵)، آرمن و همکاران (۱۳۹۶)،

## فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره پنجاه / بهار ۱۴۰۱

مولایی و همکاران (۱۳۹۶)، علیقلی (۱۳۹۷) و مهدوی و همکاران (۱۳۹۷)، ارتباطات کلی میان متغیرهای کلان اقتصادی به صورت رابطه (۱) تا (۱۰) استخراج شده است:

$$tepix = f(gdp, oilinc, gc, taxinc, inf, exr, m) \quad (1)$$

$$gdp = f(pop, u, inf, m, inf_e, inv) \quad (2)$$

$$inf = f(gdp, oilinc, ir, m, imp) \quad (3)$$

$$exr = f(gdp, oilinc, bd, inf) \quad (4)$$

$$m = f(bd, dg, l) \quad (5)$$

$$dg = f(bd) \quad (6)$$

$$inf_e = f(inf, m) \quad (7)$$

$$inv = f(gdp, inf, inf_e, l, ir) \quad (8)$$

$$l = f(s) \quad (9)$$

$$s = f(pop, bd, inf, ir) \quad (10)$$

در روابط بالا،  $tepix$  شاخص قیمت سهام،  $gdp$  تولید ناخالص داخلی،  $oilinc$  درآمدهای نفتی،  $gc$  مخارج دولت،  $taxinc$  درآمدهای مالیاتی،  $inf$  نرخ تورم،  $exr$  نرخ ارز،  $m$  حجم پول،  $pop$  جمعیت فعال،  $u$  نرخ بیکاری،  $inf_e$  تورم انتظاری،  $inv$  سرمایه‌گذاری،  $ir$  نرخ بهره،  $imp$  شاخص بهای کالاهای وارداتی،  $bd$  کسری بودجه،  $dg$  بدهی دولت به بانک مرکزی،  $l$  تسهیلات اعطایی سیستم بانکی و  $s$  پس‌انداز را نشان می‌دهند. شایان ذکر است که، جهت شناسایی و تبیین ارتباط علی و معلولی میان متغیرهای تحت بررسی، با مشخص ساختن طول وقفه (P)، هریک از روابط (۱) تا (۱۰) به صورت مدل مقید و نامقید برآورد شدند و رابطه علیت بین متغیرهای مستقل و وابسته با استفاده از آزمون علیت گرنجر تأیید شده است. در ادامه با مشخص شدن ارتباط کلی میان متغیرهای کلان اقتصادی به صورت روابط مذکور، این معادلات ابتدا در قالب سیستم معادلات همزمان به ظاهر نامرتب (SURE) برآورد و سپس مدل علی بیزین و نقشه علی بیزین ارتباط متغیرهای کلان اقتصادی ترسیم می‌گردد. نقشه علی شامل گره‌ها و اتصالات علی است؛ گره‌ها نشان‌دهنده مفاهیم علی هستند؛ به عبارت دیگر متغیرهای مورد نظر در نقشه، مفاهیم علی نامیده می‌شوند. اتصالات علی از طریق فلش‌های یک سویه روابط علی بین مفاهیم علی را نشان می‌دهند. نقشه علی بیزین روشی است که از آن به طور معمول برای شناخت آثار سیاست و مدل‌سازی در شرایط نامطمئن استفاده می‌شود. این نقشه ترکیبی از نقشه علی و شبکه بیزین است که نقشه علی، نمایش نموداری دانش و شناخت متخصص از موضوع مورد بحث و شبکه

## طراحی مدل تبیین کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین زاده، زمره دیان و چیرانی

بیزین نمایش شبکه‌ای دانش متخصص بر پایه نظریه احتمال است. لازم به ذکر است که اطلاعات استفاده شده در مطالعه حاضر سالانه مربوط دوره زمانی ۳۱ ساله از سال ۱۳۶۸ الی ۱۳۹۸ است که از آمارنامه‌های بانک مرکزی و مرکز آمار ایران جمع‌آوری شده‌اند.

### **فرضیه‌های پژوهش**

مدل تبیین کننده تأثیر سیاست‌های کلان اقتصادی بر بازار سرمایه و بازار پول برای ایران قابل شناسایی است.

آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر بازار سرمایه و بازار پول متفاوت است.

میان عوامل تشکیل دهنده سیاست‌های کلان اقتصادی در بازار سرمایه و بازار پول ایران ارتباط وجود دارد.

متغیرهای تشکیل دهنده سیاست‌های کلان اقتصادی برای بازار سرمایه و بازار پول ایران قابل شناسایی است.

### **یافته‌های پژوهش**

قبل از برآورد الگوهای رگرسیونی به منظور جلوگیری از برآورد رگرسیون کاذب، معمولاً ابتدا ایستایی متغیرها مورد بررسی قرار می‌گیرد. بر این اساس در مطالعه حاضر نیز جهت بررسی ایستایی متغیرها از آزمون فیلیپس پرون (PP) استفاده شده است؛ شایان ذکر است که استفاده از این آزمون سبب می‌شود تا شکست ساختاری احتمالی متغیرها در نظر گرفته شود. جدول (۱) نتایج حاصل از آزمون PP را در حالت مدل با عرض از مبدأ در سطح احتمال ۰/۰۵ نشان می‌دهد. بر اساس نتایج حاصل از آزمون فوق، برخی از متغیرها در سطح  $I(0)$  و برخی دیگر از متغیرها با یک بار تفاضل‌گیری ایستا هستند  $I(1)$ ؛ با توجه به این نتایج، از آن جا که همه متغیرها  $I(0)$  نیستند، در برآوردهای آتی احتمال بروز رگرسیون کاذب وجود دارد؛ البته یک استثنا برای جلوگیری از این موضوع وجود دارد که آن هم اطمینان از ایستایی جزء خطای مدل‌های رگرسیونی برآوردی می‌باشد. لذا جهت اطمینان از اعتبار نتایج و برای جلوگیری از بروز رگرسیون کاذب، باید در برآوردهای پیش‌رو پس از برآورد سیستم معادلات، جزء پسماند تمامی معادلات پژوهش بررسی و از ایستا بودن آن‌ها اطمینان حاصل گردد.

جدول ۱: بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون PP

| نتایج | نماد    | متغیرها                            |
|-------|---------|------------------------------------|
| I(1)  | LTEPIX  | لگاریتم شاخص قیمت سهام             |
| I(1)  | LGDP    | لگاریتم تولید ناخالص داخلی         |
| I(0)  | LGC     | لگاریتم مخارج دولت                 |
| I(1)  | LEXR    | لگاریتم نرخ ارز                    |
| I(1)  | LPOP    | لگاریتم جمعیت فعال                 |
| I(1)  | INFE    | تورم انتظاری                       |
| I(0)  | IR      | نرخ بهره                           |
| I(1)  | LDG     | لگاریتم بدهی دولت به بانک مرکزی    |
| I(1)  | LIMP    | لگاریتم شاخص بهای کالاهای وارداتی  |
| I(1)  | LS      | لگاریتم پس‌انداز                   |
| I(1)  | LOILINC | لگاریتم درآمدهای نفتی              |
| I(1)  | INF     | نرخ تورم                           |
| I(1)  | LM      | لگاریتم حجم پول                    |
| I(1)  | U       | بیکاری                             |
| I(1)  | LINV    | لگاریتم سرمایه‌گذاری               |
| I(1)  | BD      | کسری بودجه                         |
| I(1)  | LL      | لگاریتم تسهیلات اعطایی سیستم بانکی |
| I(1)  | LTAXINC | لگاریتم درآمدهای مالیاتی           |

مأخذ: یافته‌های تحقیق

در ادامه روابط (۱) تا (۱۰) در قالب سیستم معادلات همزمان به ظاهر نامرتبط (SURE) برآورد و نتایج در شکل (۱) تحلیل حساسیت و مورد بحث و بررسی قرار گرفته است؛ لازم به ذکر است که متغیرهایی که به لحاظ آماری معنی‌دار نبوده‌اند از تحلیل‌ها حذف شده‌اند. بر اساس نتایج متغیر تولید ناخالص داخلی بر رونق بازار سهام تأثیر مثبت و معنی‌دار می‌گذارد. در رابطه با این نتیجه باید اذعان نمود که یکی از عواملی که بر رونق بازار سهام تأثیر می‌گذارد، رشد اقتصادی در طول ادوار تجاری است. رونق اقتصادی انتظارات سرمایه‌گذاران را در خصوص سودآور بودن فعالیت‌ها و اطمینان از سرمایه‌گذاری تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ به عبارت دیگر افزایش رشد اقتصادی، نا اطمینانی اقتصادی را کاهش و سودآوری انتظاری سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. در تحلیل وجود رابطه مستقیم بین تولید ناخالص

## طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی

داخلی و بازار سهام باید اذعان نمود، از آن جا که تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص و معیاری از رشد یا رکود اقتصادی در نظر گرفته می‌شود، لذا تغییرات این شاخص می‌تواند وضعیت جاری بازار را نشان دهد که نتیجه آن در تغییر میزان فروش بنگاه‌ها و نیز تغییر بازدهی سهام بنگاه‌ها و در پی آن، شاخص قیمت سهام مشاهده ظاهر می‌شود؛ بنابراین افزایش تولید ناخالص داخلی حاکی از وجود رونق و شکوفایی اقتصادی است که در نتیجه باعث افزایش بازدهی شرکت‌ها و سودآوری آن‌ها و در نهایت باعث افزایش تقاضای سهام آنان و افزایش شاخص قیمت سهام در بازار می‌گردد.

بر اساس نتایج متغیر درآمد نفتی بر رونق بازار سهام تأثیر مثبت می‌گذارد. در توضیح این مسئله باید عنوان نمود که ایران به عنوان یک کشور مهم صادرکننده نفت که در آن دولت مالکیت منافع نفتی را در اختیار دارد مطرح است؛ این ویژگی باعث شده است که تحولات بازار نفت در سیاست‌های مالی و بودجه‌ای کشور آشکار شود. به این صورت که در مواقع افزایش قیمت نفت، ارز حاصل از درآمد نفت به حساب ذخیره‌ی ارزی واریز می‌شود، در صورت عدم تقاضای کافی برای ارز در قیمت مورد هدف، بانک مرکزی مجبور به خرید ارز شده و آن را تبدیل به منابع ریالی برای بودجه می‌نماید. این سیاست منجر به افزایش خالص دارایی خارجی بانک مرکزی و افزایش پایه پولی کشور می‌شود. در صورت کاهش قیمت نفت نیز، به دلیل آن که دولت از هزینه‌های خود نمی‌کاهد کسری بودجه ایجاد شده و دولت به ناچار بخشی از آن را از بانک مرکزی استقراض می‌کند؛ بنابراین خالص بدهی دولت به بانک مرکزی افزایش می‌یابد که این مسئله به نوبه خود باعث تقویت پایه پولی می‌شود؛ بنابراین هم در حالت افزایش قیمت نفت و هم در شرایط کاهش آن، سیاست مالی دولت ممکن است باعث افزایش حجم پول شود. در هنگام افزایش حجم نقدینگی به دلیل کاهش قدرت خرید پول، به طور بالقوه این انگیزه در میان سرمایه‌گذاران مالی ایجاد می‌شود که در سبد دارایی‌های خود بازنگری نموده تا ارزش دارایی خود را حفظ کنند. عوامل تشکیل‌دهنده سبد دارایی‌های سرمایه‌گذاران، ارز، سهام، مسکن و ... است. با افزایش حجم نقدینگی در دست سرمایه‌گذاران مالی و به دنبال آن افزایش تورم، تمایل آنان به نگهداری پول نقد کمتر شده و بنابراین سرمایه‌های بیشتری به سمت بازارهای دارایی جریان می‌یابند. بازارهای دارایی از جمله بازار سهام بازاری است که به سرعت توانایی تبدیل پول نقد سرمایه‌گذاران مالی را به اوراق با بازده (اوراق بهادار) دارد و بدین ترتیب از حساسیت و تأثیرپذیری بالایی برخوردار است. در حقیقت کاهش در قیمت نفت باعث می‌شود که طرح‌های سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها دستخوش عدم اطمینان گردد و از آنجا که سودآوری شرکت‌ها تحت تأثیر درآمد نفتی قرار می‌گیرد، قیمت سهام می‌تواند کاهش یابد. از طرف دیگر، اگر قیمت نفت و در نتیجه درآمد کشور افزایش یابد، باعث شکل‌گیری انتظارات

خوش‌بینانه در مورد ایجاد رونق و افزایش فعالیت‌ها در سطح سودآوری آن‌ها باعث می‌شود که شاخص قیمت سهام نیز با رشد مثبت مواجه شود؛ بنابراین دور از ذهن نیست که تکانه‌های نفتی به واسطه انتقال سرمایه‌های اشخاص، تأثیر معناداری بر قیمت و بازده بازار سهام داشته باشند.

بر اساس نتایج مخارج دولت بر رونق بازار سهام تأثیر منفی می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که خصوصی‌سازی از طریق کاهش اندازه و مخارج دولت از طریق مختلف مانند توزیع سهام عدالت و واگذاری از طریق بازار اوراق بهادار پیگیری می‌شود و با توجه به اینکه شواهدی از تأیید فرضیه رابطه‌ی ساختار مالکیت و کارایی در ایران نیز به دست آمده است؛ می‌توان چنین عنوان کرد که خصوصی‌سازی در ایران سبب از بین رفتن تمرکز مالکیت شرکت‌های دولتی شده و این کاهش تمرکز می‌تواند سبب کاهش کارایی شرکت‌ها و نهایتاً کاهش سود یک شرکت می‌تواند منجر به کاهش قیمت سهام شرکت شود. از این رو در یک جمع‌بندی با توجه به فرضیه رابطه ساختار مالکیت و کارایی می‌توان چنین استنباط کرد که کاهش اندازه دولت از طریق کاهش مخارج (خصوصی‌سازی) سبب کاهش بازده و قیمت سهام شده است.

بر اساس نتایج نرخ تورم بر رونق بازار سهام تأثیر مثبت می‌گذارد. در خصوص نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که در شرایط تورمی، ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت‌ها افزایش می‌یابد و افزایش ارزش جاری دارایی‌ها می‌تواند موجبات افزایش قیمت سهام را فراهم آورد. از سوی دیگر هنگام تکانه نرخ تورم، به دلایل کاهش قدرت خرید پول به طور بالقوه این انگیزه در میان سرمایه‌گذاران مالی ایجاد می‌شود که در سبد دارایی‌های خود بازنگری نموده تا ارزش دارایی‌های خود را حفظ نمایند؛ چرا که کاهش در قدرت خرید پول و کاهش توانایی مردم در تأمین نیازهای اساسی موجب می‌شود تقاضا برای سهام کاهش یابد و در نتیجه قیمت سهام کاهش پیدا کند. این نتایج با توجه به شرایط ایران طی سال‌های اخیر قابل انتظار می‌باشد. با بررسی آثار تورم، این نتیجه به دست می‌آید که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس دارایی‌هایی دارند که تأثیر تورم بر افزایش قیمت آن‌ها بیشتر است، لذا آثار تورم در افزایش قیمت سهام این شرکت‌ها نیز بیشتر خواهد بود و در نتیجه این سهام، در نزد افراد قابل قبول‌تر خواهند بود، زیرا هر سهامدار سهمی معادل با برگه سهامش از شرکت دریافت می‌کند که با افزایش در ارزش دارایی‌های شرکت بورسی، انتظار افزایش قیمت در سهام خود را خواهد داشت.

بر اساس نتایج نرخ ارز بر رونق بازار سهام تأثیر مثبت می‌گذارد. نقش ارز در نظام‌های اقتصادی، به خصوص در کشورهای توسعه‌نیافته انکارناپذیر است. چرا که اکثر کشورهای توسعه‌نیافته در اغلب بخش‌های اقتصادی خود به کشورهای صنعتی وابسته هستند و برای واردات نیازمند ارز بیشتری



## طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی

هستند. بیشتر بنگاه‌های تولیدی برای خرید مواد اولیه، فن‌آوری و ماشین‌آلات اقدام به واردات می‌کنند. اگر در اثر تغییر و تحولات اقتصادی و عوامل متعدد تأثیرگذار دیگر، نرخ ارز افزایش یابد، بنگاه‌های اقتصادی مجبور به پرداخت مبالغ بیشتری بابت واردات می‌شوند. افزایش نرخ ارز از یک‌سو باعث افزایش میزان بدهی و از سوی دیگر باعث افزایش بهای تمام‌شده‌ی تولیدات و خدمات ارائه شده توسط این شرکت‌ها می‌شود. افزایش بدهی کمبود نقدینگی را به همراه دارد و کمبود نقدینگی بنگاه‌های اقتصادی اثر منفی بر توزیع سود و شاخص بازده نقدی سهام دارد.

بر اساس نتایج حجم پول بر رونق بازار سهام تأثیر مثبت می‌گذارد. تغییر در حجم پول و پیش‌بینی افزایش قیمت‌های ناشی از آن، تقاضای افراد را برای نگهداری دارایی‌های پربازده مانند سهام، ارز و... به امید کسب سود بیشتر تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ این موضوع نیز به نوبه خود بر قیمت و شاخص سهام اثر می‌گذارد. بر این اساس می‌توان نتیجه گرفت که در کوتاه‌مدت افزایش حجم پول و انتظارات تورمی ناشی از آن می‌تواند اثر مثبتی بر روی بازار سهام داشته باشد.

بر اساس نتایج جمعیت فعال و نرخ بیکاری به ترتیب بر تولید ناخالص داخلی تأثیر مثبت و منفی می‌گذارند. در توضیح این مسئله باید عنوان نمود که افزایش نیروی کار به اقتصاد امکان می‌دهد تا بازدهی بالقوه‌ی خود را افزایش دهد. این افزایش می‌تواند از طریق رشد طبیعی جمعیت و در شرایطی ایجاد شود که نرخ تولد، بیشتر از نرخ مرگ‌ومیر است یا از طریق مهاجرت خالص و در شرایطی ایجاد شود که میزان مهاجرت به داخل کشور، بیشتر از مهاجرت به خارج از آن است. طبق نظریه‌های اقتصادی افزایش جمعیت فعال به خودی خود باعث افزایش تولید ناخالص داخلی می‌گردد؛ اما چنان چه سالانه بر جمعیت فعال به شکل فزاینده افزوده شود و موقعیت‌های مناسب شغلی برای این جمعیت پدید نیاید، تعداد کثیری از جمعیت فعال فاقد شغل و بیکار خواهند بود؛ در نتیجه این امر جمعیت فعال بیش از آن که به شاغلان بی‌افزاید در نرخ بیکاری انباشته خواهد شد و در نهایت در نتیجه آن سطح تولید کاهش خواهد یافت.

بر اساس نتایج نرخ تورم و حجم پول بر تولید ناخالص داخلی اثر منفی می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که اگر چه تورم هزینه نگهداری پول را در اقتصاد افزایش می‌دهد که با افزایش آن، انباشت سرمایه و رشد اقتصادی افزایش می‌یابد، اما کاهش سطح مصرف و عرضه نیروی کار منجر به نرخ‌های پائین تر رشد خواهد شد. افزایش تورم باعث می‌شود بنگاه‌ها ذخیره پول نگهداری شده خود را کاهش دهند که این امر منجر به افزایش هزینه‌های معاملاتی شده که اثر منفی بر سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی خواهد داشت. در رابطه با حجم پول نیز باید عنوان نمود که افزایش

حجم پول اگرچه به ایجاد یک دوره رونق مصنوعی و موقتی در اقتصاد می‌انجامد اما در دوره بعدی به افزایش نرخ تورم از یک طرف و ایجاد رکود اقتصادی از طرف دیگر می‌انجامد که این پدیده به رکود تورمی موسوم است. در واقع رونق اقتصادی اولیه و افزایش تولید با رکود اقتصادی پس از آن و کاهش تولید خنثی و تنها اثرات تورمی افزایش حجم پول باقی خواهد ماند.

بر اساس نتایج تورم‌انتظاری بر تولید ناخالص داخلی تأثیر منفی می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که با افزایش انتظارات تورمی، تقاضای کل در جامعه افزایش خواهد یافت. با افزایش تقاضا قیمت‌ها در اقتصاد افزایش می‌یابد و سبب ایجاد این انتظار می‌شود که همراه با تغییرات قیمت، با فرض سودآوری تولیدکننده کالاها، حجم سرمایه‌گذاری و میزان تولید آن‌ها افزایش یابد؛ اما در اقتصاد ایران با افزایش تقاضای کل، به دلایل مختلف، از جمله تنگنای اقتصادی، بالا بودن ریسک و نااطمینانی سرمایه‌گذاری، محدودیت‌های قانونی و دشواری‌های ساختاری در اقتصاد، نرخ‌گذاری دولتی بر روی برخی کالاها و ...، این موضوع بر متغیرهای واقعی نظیر تولید و سرمایه‌گذاری، تأثیر چندانی نداشته و به دلیل محیط نااطمینان اقتصادی افراد تمایل به سرمایه‌گذاری‌های تولیدی ندارند. این موضوع نشان می‌دهد که افراد ترجیح می‌دهند نقدینگی در دسترس خود را برای انگیزه‌های سفته‌بازی نگه دارند و یا اینکه به جای سرمایه‌گذاری در فرآیند تولید کالاها و خدمات، به خرید کالاهای مصرفی بادوام به عنوان انباشتی از ثروت اختصاص دهند و یا در حالتی بسیار بدبینانه‌تر افراد نقدینگی‌های خود را به کالاهای سرمایه‌ای یا به ارزهای خارجی تبدیل کرده و از کشور خارج کنند.

بر اساس نتایج سرمایه‌گذاری بر تولید ناخالص داخلی تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که اگر مقداری ناکافی از منابع، به کالاهای سرمایه‌ای اختصاص داده شود، اقتصاد رشد نخواهد کرد. در واقع، به دلیل اینکه در طول زمان از ارزش سرمایه کاسته می‌شود، بخشی از منابع باید به کالاهای سرمایه‌ای اختصاص داده شود تا اقتصاد در اندازه‌ی فعلی خود باقی بماند و کوچک‌تر نشود. بر این اساس افزایش سرمایه‌گذاری از طریق سرعت بخشیدن به نرخ انباشت سرمایه، زمینه افزایش نرخ رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد. در عین حال سرمایه‌گذاری خارجی مسیر اصلی ورود تکنولوژی‌های جدید از خارج به داخل است که می‌تواند موجبات افزایش نرخ رشد اقتصادی را فراهم نماید.

بر اساس نتایج متغیر تولید ناخالص داخلی بر نرخ تورم تأثیر منفی می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که تولید ناخالص داخلی یک متغیر روانه است و عدد آن نشان‌دهنده مقدار

### طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی

جریان کالا و خدمات، در یک دوره زمانی مشخص است. چنان چه این متغیر افزایش یابد بدین معنی است که میزان کالا و خدمات در دسترس افزایش یافته است؛ در نتیجه این امر با توجه به امکان پاسخگویی به تقاضای مصرفی جامعه، از تورم کاسته می‌شود. در این راستا با توجه به ساختار اقتصاد ایران کاهش حجم مداخله دولت در اقتصاد و کاهش تصدی‌گری‌های غیر ضروری در اقتصاد و حمایت مؤثر از بخش تولید از طریق تعیین دستمزد بر اساس کارایی و بهره‌وری، افزایش سطح دانش فنی در بخش تولید، توجه به بهسازی و نوسازی صنایع موجود، فراهم آوردن شرایط تجدید ارزیابی دارایی‌ها سبب برطرف شدن موانع تولید شده و در بلندمدت با گسترده نمودن ظرفیت تولیدی و کاهش شکاف عرضه و تقاضای اقتصاد سبب کاهش سطح عمومی قیمت‌ها می‌گردد.

بر اساس نتایج متغیر درآمدهای نفتی بر نرخ تورم تأثیر منفی می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که افزایش و یا کاهش درآمدهای نفتی از طریق کانال‌های مختلف بر نرخ تورم داخلی اقتصاد ایران تأثیر می‌گذارد. با توجه به ساختار اقتصاد ایران افزایش درآمدهای نفتی همواره از طریق تبدیل دلارهای نفتی به ریال و به تبع آن واردات گسترده و ورود آن به چرخه اقتصاد کشور به کاهش تورم منجر شده است. از سوی دیگر کاهش درآمدهای نفتی از طریق کاهش واردات و تأثیر مستقیم بر طرف عرضه و همچنین بروز کسری بودجه (و در برخی موارد رشد نقدینگی) به افزایش تورم داخلی دامن زده است. افزایش شدید در قیمت نفت باعث کسب درآمدهای هنگفت برای کشورهای صادرکننده آن می‌شود که از جمله پیامدهای آن، تقویت پول کشور مورد نظر یا کاهش نرخ ارز می‌باشد که می‌توان این موضوع را در هر دو سیستم نرخ ارز ثابت و شناور مشاهده کرد. در سیستم نرخ ارز شناور، ورود ارزهای خارجی باعث بالا رفتن ارزش پول ملی می‌شود. اما، اگر سیستم نرخ ارز ثابت باشد یا توسط دولت کنترل شود، ورود ارز خارجی به داخل کشور باعث افزایش حجم پول شده که این موضوع افزایش نقدینگی و در نهایت انبساط تقاضا و افزایش قیمت‌ها را در پی خواهد داشت.

بر اساس نتایج متغیر حجم پول بر نرخ تورم تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که رشد نقدینگی می‌تواند همچون شمشیر دولبه عمل کند، به طوری که اگر رشد نقدینگی به اندازه رشد تولید باشد ارزش پول ملی حفظ خواهد شد و همپای رشد اقتصادی پیش می‌رود؛ اما در مقابل اگر در شرایط نوسانات اقتصادی و هرج و مرج بازار باشد، افزایش نقدینگی می‌تواند به افزایش تورم در اقتصاد دامن بزند. در اقتصاد ایران رشد بی‌رویه حجم پول، باعث رشد سریع تقاضا

## فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره پنجاه / بهار ۱۴۰۱

برای کالاها و خدمات شده و چون در کوتاهمدت عرضه کالا و خدمات محدود است این امر منجر به ایجاد تورم در اقتصاد گردیده است.

بر اساس نتایج متغیر شاخص بهای کالاها و وارداتی بر نرخ تورم تأثیر منفی می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که با بالا رفتن قیمت مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای وارداتی، هزینه‌های تولید بالا رفته و قیمت تمام شده کالاها افزایش می‌یابد که این امر منجر به تحمیل هزینه مضاعف به بنگاه‌ها می‌شود. ضمن آن که با بالا رفتن قیمت‌ها در خارج کشور، انگیزه برای صادرات بالا می‌رود که از یک طرف در صورت عدم وجود قدرت تولید بیشتر، کاهش عرضه داخلی و افزایش قیمت‌ها را به همراه دارد و از طرف دیگر موجب بالا رفتن درآمد صادرکنندگان و قدرت خرید بیشتر آن‌ها و در نتیجه ایجاد فشار تقاضا می‌شود. نهایت آن که کسری تراز پرداخت‌ها موجب بالا رفتن ارزش ارزهای خارجی شده و مازاد تراز پرداخت‌ها، درآمدهای جدیدی در جامعه تزریق می‌کند که در صورت پایین بودن میل نهایی به پس‌انداز، قسمت اعظم آن به شکل مصرف و تقاضای بیشتر در اقتصاد ظاهر می‌گردد.

بر اساس نتایج متغیر تولید ناخالص داخلی بر نرخ ارز تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که با رشد تولید ناخالص داخلی، درآمد سرانه افزایش می‌یابد؛ در نتیجه این مسئله ممکن است تقاضا برای واردات کالاهای نهایی و یا واسطه‌ای خارجی جهت مصرف و یا سرمایه‌گذاری افزایش پیدا کند؛ لذا با واردات بیشتر، تقاضای ارز بالا می‌رود که در نتیجه آن نرخ ارز افزایش خواهد یافت. از سوی دیگر با توجه به ساختار اقتصاد ایران که در آن ورود و خروج سرمایه محدود است، افزایش درآمدها موجب افزایش تقاضا و به تبع آن افزایش نقدینگی و در نهایت و افزایش تورم نیز می‌شود که این امر در بلندمدت به نوبه خود کاهش ارزش پول ملی و افزایش نرخ ارز را سبب می‌گردد.

بر اساس نتایج متغیر درآمدهای نفتی بر نرخ ارز تأثیر منفی می‌گذارد. در این رابطه باید اذعان نمود که مهم‌ترین محل درآمدهای ارزی کشور از محل درآمدهای ناشی از صادرات نفت شکل می‌گیرد و بانک مرکزی از محل این درآمدها جهت تثبیت نرخ ارز در بازار، تزریق انجام می‌دهد تا بتواند این نرخ را کنترل کند. این اقدام سبب می‌شود تا نرخ ارز از حد متعادل خود در بازار بالاتر نرود؛ بنابراین با افزایش درآمد نفتی کشور، افزایش عرضه ارز و تزریق آن به بازار، می‌توان انتظار داشت که زمینه لازم برای کاهش نرخ ارز و افزایش ارزش پول ملی فراهم گردد.

## طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی

بر اساس نتایج متغیر کسری بودجه دولت بر نرخ ارز تأثیر منفی می‌گذارد. این امر بدین معنی است که به لحاظ آماری متغیر کسری بودجه دولت بر نرخ ارز اثر منفی و معنی‌دار دارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که با افزایش کسری بودجه دولت که عموماً ناشی از بدهی و استقراض از بانک مرکزی است، حجم نقدینگی در اقتصاد افزایش می‌یابد که این مسئله در کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری و به تبع آن تولید و صادرات را افزایش می‌دهد؛ این امر در نهایت به دلیل افزایش درآمدهای ارزی کشور، به افزایش ارزش پول ملی و کاهش نرخ ارز منجر می‌شود.

بر اساس نتایج متغیر نرخ تورم بر نرخ ارز تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که در شرایط تورمی به علت افزایش تقاضا و ضعف بخش تولید، ارزش پول ملی کاهش می‌یابد؛ ضمن آن که در چنین شرایطی افراد برای حفظ ارزش پول خود اقدام به خرید و نگهداری ارزهای خارجی می‌نمایند. در نتیجه عوامل اشاره شده نرخ ارز در بازار رسمی و یا غیررسمی افزایش می‌یابد.

بر اساس نتایج متغیر کسری بودجه دولت بر عرضه پول در جامعه تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که کسری بودجه از دو طریق استقراض از بانک مرکزی یا خلق پول برطرف می‌شود. در صورت استقراض از بانک مرکزی، بدهی دولت به بانک مرکزی افزایش می‌یابد که این مسئله سبب افزایش دارایی بانک مرکزی شده و حجم پول بالا رفته و به موجب آن سطح عمومی قیمت‌ها و نرخ بهره افزایش پیدا می‌کند. ضمن آن که اگر کسری بودجه از طریق خلق پول نیز برطرف شود، منجر به افزایش پول تحریری و در نتیجه افزایش حجم پول می‌شود؛ بیشتر این افزایش حجم پول، بدون اینکه با افزایش عرضه کالاها و خدمات در کوتاه‌مدت همراه باشد، به تشدید تورم در کوتاه‌مدت منتهی می‌گردد.

بر اساس نتایج متغیر بدهی دولت به بانک مرکزی بر عرضه پول تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که چنانچه هزینه‌های دولت از درآمدهای او فزونی یابد، دولت دچار کسری بودجه خواهد شد. در چنین شرایطی دولت برای جبران کسری بودجه خود ناچار است یا هزینه‌های خود را کاهش دهد و یا اقدام به استقراض از بانک مرکزی نماید. لذا به مرور زمان با عدم کاهش هزینه‌ها و یا تداوم استقراض، بدهی دولت به بانک مرکزی افزایش خواهد یافت. شایان ذکر است که در بلندمدت نتیجه چنین امری افزایش شدید نقدینگی در جامعه و تورم بسیار بالا خواهد بود.

بر اساس نتایج متغیر تسهیلات اعطایی سیستم بانکی بر عرضه پول تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که پولی که توسط افراد در بانک‌ها سپرده‌گذاری می‌شود بخشی

به صورت ذخایر قانونی حبس اما بخش باقیمانده قابلیت وام‌دهی به بخش‌های مختلف اقتصادی را دارند. چنان چه سیستم بانکی این بخش باقیمانده را صرف اعطای وام و تسهیلات نماید، با توجه به میزان ضریب فزاینده می‌توان انتظار داشت که نقدینگی و عرضه پول در جامعه افزایش یابد. شایان ذکر است که چنان تسهیلات اعطا شده در بخش‌های غیرمولد و سوداگرانه به کار گرفته شود، خلق نقدینگی و در نتیجه آن تورم در جامعه بسیار قابل توجه خواهد بود.

بر اساس نتایج متغیر کسری بودجه بر بدهی دولت به بانک مرکزی تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که چنان چه هزینه‌های دولت از درآمدهای او فزونی یابد، دولت دچار کسری بودجه خواهد شد. در چنین شرایطی دولت برای جبران کسری بودجه خود ناچار است یا هزینه‌های خود را کاهش دهد و یا اقدام به استقراض از بانک مرکزی نماید. لذا به مرور زمان با عدم کاهش هزینه‌ها و یا تداوم استقراض، بدهی دولت به بانک مرکزی افزایش خواهد یافت. شایان ذکر است که در بلندمدت نتیجه چنین امری افزایش شدید نقدینگی در جامعه و تورم بسیار بالا خواهد بود.

بر اساس نتایج متغیر نرخ تورم بر تورم انتظاری تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که با افزایش نرخ تورم دوره جاری، انتظارات درباره نرخ تورم آینده نیز تغییر می‌کند و این انتظارات ایجاد می‌گردد که تورم آینده همگام با تورم فعلی افزایش و یا حداقل در سطح فعلی باقی بماند.

بر اساس نتایج متغیر حجم پول بر تورم انتظاری تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که با افزایش حجم پول و نقدینگی، سطح قیمت کالاها و خدمات در اقتصاد بالا خواهد رفت؛ این مسئله سبب می‌شود تا انتظارات تورمی نیز به تدریج در پاسخ به رشد نرخ تورم افزایش یابد. شایان ذکر است که افزایش نرخ رشد حجم پول نرخ تورم را به صورت تدریجی در طول زمان افزایش می‌دهد، لذا با افزایش نرخ تورم جاری، انتظارات درباره نرخ تورم آینده نیز دستخوش تغییر می‌شود.

بر اساس نتایج متغیرهای نرخ تورم و تورم انتظاری بر سرمایه‌گذاری تأثیر منفی می‌گذارند. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که تورم بالا و انتظار تداوم آن برای سال‌های آتی علاوه بر آن که نظام قیمت‌ها را مختل می‌کند، باعث کاهش پس‌اندازها، از بین رفتن انگیزه‌های سرمایه‌گذاری، فرار سرمایه از بخش دولتی به سمت فعالیت‌های سفته‌بازی و دلالی می‌گردد و ریسک فعالیت‌های اقتصادی را افزایش می‌دهد. تورم، ارزش فعلی سرمایه‌گذاری‌هایی که با چند دوره تأخیر به بازدهی می‌رسند را کاهش می‌دهد و باعث ضرر و زیان به سرمایه‌گذاری‌های دیر بازده می‌شود. تورم و تغییرات زیاد آن

## طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین‌زاده، زمره‌دیان و چیرانی

موجب عدم اطمینان و در نتیجه سلب انگیزه و تأخیر در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری می‌شود و تخصیص منابع را دچار اختلال می‌کند، همچنین بر سوددهی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد.

بر اساس نتایج متغیر تسهیلات اعطایی سیستم بانکی بر سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید اذعان نمود که با افزایش قدرت وام‌دهی بانک‌ها، آن‌ها می‌توانند تسهیلات و وام‌های بیشتری را به بخش‌های مختلف اقتصادی اعطا کنند؛ نتیجه این امر افزایش سرمایه‌گذاری در جامعه است.

بر اساس نتایج متغیر نرخ بهره بر میزان سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که با افزایش نرخ بهره، تمایل به سپرده‌گذاری افزایش و تمایلی به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های اقتصادی و تولیدی بلندمدت وجود نخواهد داشت. ضمن آن که افزایش نرخ سود، هزینه فرصت سرمایه را افزایش می‌دهد که در نتیجه آن، صاحبان سرمایه با سود انتظاری بالاتر راغب به سرمایه‌گذاری می‌شوند. بدین ترتیب هزینه مبادله در کل اقتصاد افزایش و سرمایه‌گذاری سخت‌تر می‌گردد.

بر اساس نتایج متغیر پس‌انداز بر میزان تسهیلات اعطایی سیستم بانکی تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که با افزایش پس‌انداز افراد جامعه در بانک‌ها، ذخایر و در نتیجه قدرت وام‌دهی بانک‌ها افزایش می‌یابد. در نتیجه این امر بانک‌ها می‌توانند تسهیلات و وام‌های بیشتری را به بخش‌های مختلف اقتصادی اعطا کنند.

بر اساس نتایج متغیر جمعیت فعال بر میزان پس‌انداز تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که جمعیت فعال، شامل افرادی است که توانایی کار کردن و کسب درآمد را دارند؛ بنابراین می‌توان انتظار داشت که این افراد پس از کسب درآمد، بخشی از آن را پس‌انداز نمایند. بر این اساس هر چه تعداد جمعیت فعال افزایش یابد حجم پس‌انداز نیز در جامعه افزایش خواهد یافت. بر اساس نتایج متغیر کسری بودجه بر میزان پس‌انداز تأثیر منفی می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که افزایش کسری بودجه دولتی، خواه از طریق قرض گرفتن باشد خواه از طریق خلق پول، حجم پول را در اقتصاد افزایش می‌دهد؛ در نتیجه این امر نرخ بهره به طور غیرمستقیم در اقتصاد کاهش می‌یابد. کاهش نرخ بهره نیز به نوبه خود کاهش پس‌انداز را به دنبال دارد. از سوی دیگر در نتیجه افزایش کسری بودجه دولت، حجم عمده‌ای از مالیات‌ها از نسل‌های حاضر به نسل‌های آینده انتقال می‌یابد؛ این مسئله منجر به افزایش مصرف جاری و در نتیجه کاهش پس‌انداز بخش خصوصی در دوره جاری می‌شود. از آن جا که پس‌اندازهای افراد جامعه نیز به صورت

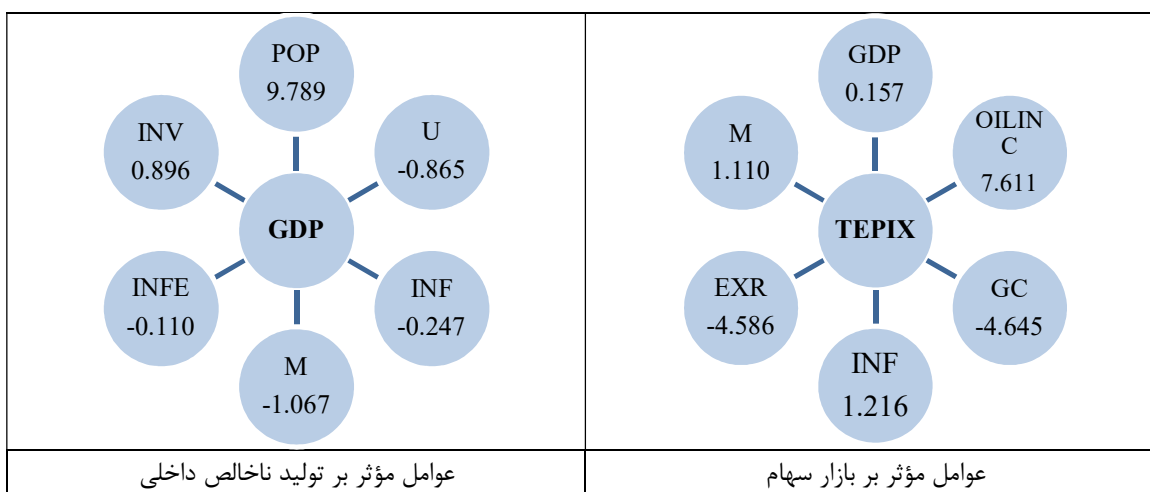
## فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره پنجاه / بهار ۱۴۰۱

دارایی‌های پولی منبع اصلی تأمین تسهیلات اعطایی سیستم بانکی را تشکیل می‌دهند، لذا حجم آن بر مقدار پس‌انداز و تسهیلات اعطایی اثرگذار می‌گذارد.

بر اساس نتایج متغیر نرخ تورم بر میزان پس‌انداز تأثیر مثبت می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که اگر چه نرخ تورم بالاتر عموماً با افزایش عدم اطمینان نسبت به نرخ بازده روی انواع دارایی‌ها همراه است که این امر به نوبه خود اثر کاهنده بر تمایل افراد نسبت به پس‌انداز دارد، اما چنانچه افزایش در نرخ تورم، به ویژه چنانچه با افزایش متناسب نرخ بهره اسمی همراه نباشد، ارزش واقعی ثروت خانوار را کاهش داده و موجب افزایش پس‌انداز می‌شود؛ پس‌انداز بیشتر بر وجوه قابل وام‌دهی بیشتر و بنابراین بر سرمایه‌گذاری بیشتر، دلالت خواهد داشت.

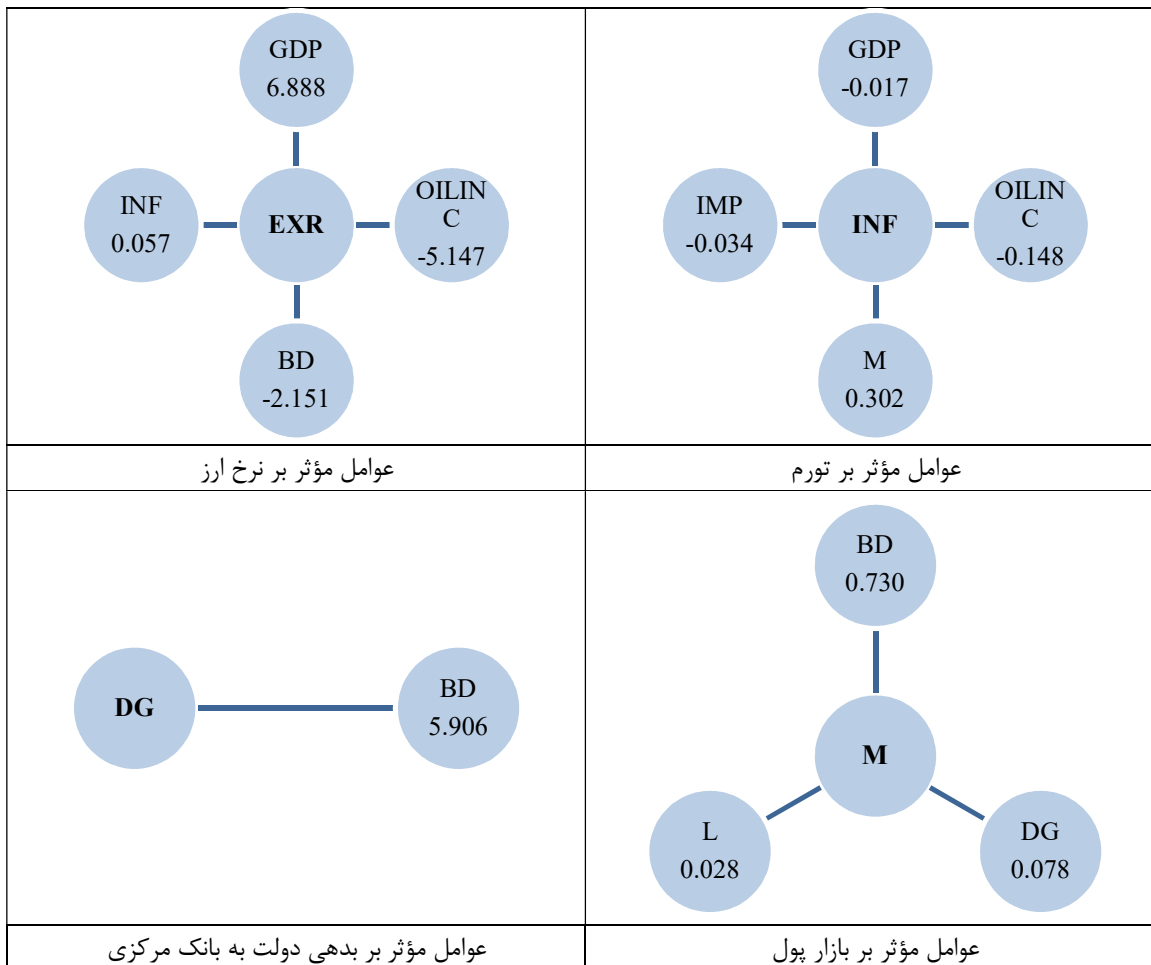
بر اساس نتایج متغیر نرخ بهره بر میزان پس‌انداز تأثیر منفی می‌گذارد. در رابطه با نتیجه به دست آمده باید عنوان نمود که افزایش نرخ بهره ارزش فعلی جریان‌های درآمدی آینده را که از سرمایه انسانی یا دارایی‌های مالی با بهره ثابت به دست می‌آید، کاهش می‌دهد. این امر در نهایت موجب جانشین شدن مصرف آینده به جای مصرف حال و یا به عبارت دیگر کاهش مصرف حال به دلیل افزایش قیمت آن می‌شود که در نتیجه آن حجم پس‌انداز در زمان حال در اقتصاد افزایش می‌یابد.

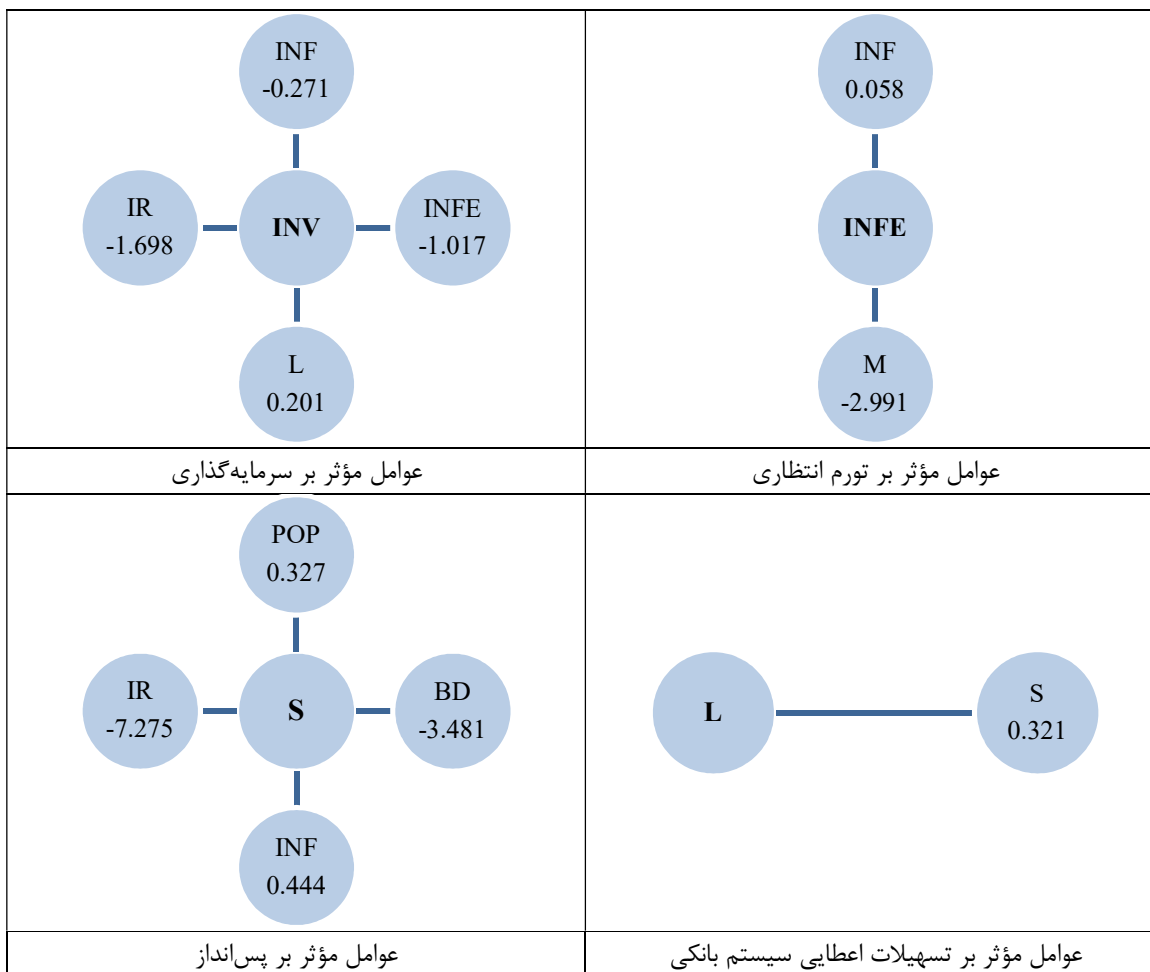
در نهایت نیز باید اذعان نمود که نتایج مطالعه حاضر مشابهت فراوانی با مطالعات کشاورز (۱۳۸۶)، عباسیان و همکاران (۱۳۸۷)، صفرزاده و جلالی‌نژاد (۱۳۸۹)، مهرگان و دلیری (۱۳۹۲)، صادقی و همکاران (۱۳۹۴)، هادیان و درگاهی (۱۳۹۶)، تاها و همکاران (۲۰۱۳)، هامرسلند و تورای (۲۰۱۴)، استیفن و همکاران (۲۰۱۵)، سوهاییبو و همکاران (۲۰۱۷) و اینایرات (۲۰۱۸) دارد.





طراحی مدل تبیین کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی





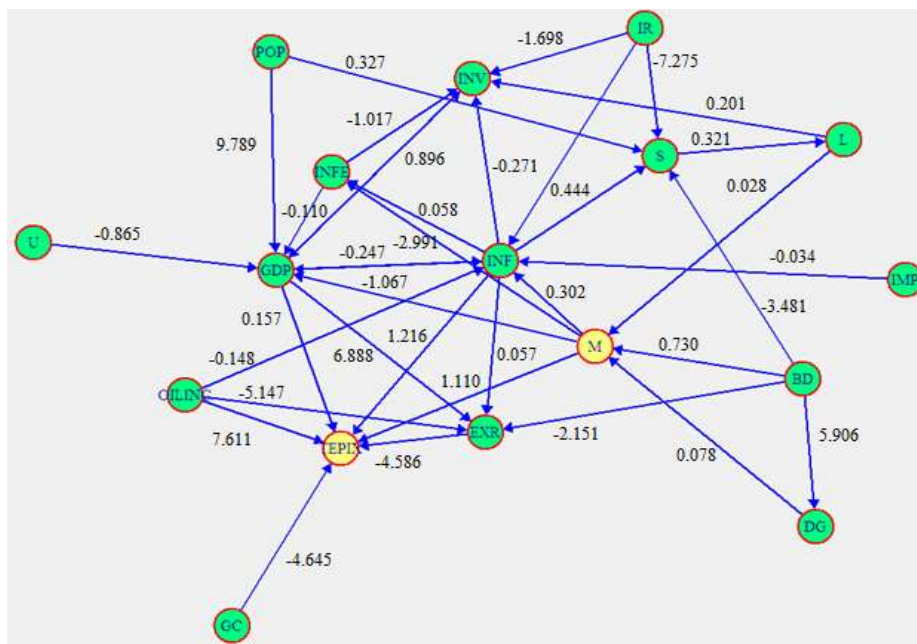
شکل ۱: آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر بازار سرمایه و پول.

مأخذ: یافته‌های تحقیق

شکل (۲) نقشه علی بیزین ارتباطات میان متغیرهای کلان اقتصادی را نشان می‌دهد. همان‌گونه که از اطلاعات نشان داده شده در شکل مشخص است بازارهای پول و سرمایه به صورت مستقیم و غیرمستقیم از متغیرها سیاست‌های اعمال شده در بازارهای مختلف تأثیر می‌پذیرند. به عنوان مثال چنان چه بر اثر سیاست‌های دولت و یا سایر مؤلفه‌های اقتصادی و غیراقتصادی حجم پس‌انداز در جامعه دستخوش تغییر شود، تسهیلات اعطایی از طریق سیستم بانکی تغییر می‌کند. این مسئله به طور

## طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر ... / حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی

مستقیم بر بازار پول تأثیر می‌گذارد. ضمناً با توجه به آن که تغییر در بازار پول بر بازار سرمایه تأثیرگذار است بازار سرمایه نیز از ناحیه تغییرات به وجود آمده در بازار پول متأثر می‌گردد. موارد اشاره شده آثار مستقیم تغییر پس‌انداز بر بازار پول و سرمایه است؛ حال آن که تغییرات در بازار پول به طور غیرمستقیم نیز بر سایر متغیرهای کلان اقتصادی از جمله تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم، نرخ ارز و ... تأثیر می‌گذارد که در نهایت این تأثیرات از طریق این متغیرها به سایر بازارها از جمله بازار سرمایه منتقل می‌شود.



شکل ۲: نقشه علی بیزین ارتباط متغیرهای کلان اقتصادی.

مأخذ: یافته‌های تحقیق

### جمع‌بندی و پیشنهادها

آثار اجرای سیاست‌های کلان اقتصادی بر بازارهای مختلف متفاوت است که این امر باعث ایجاد تحولات و تلاطم در بازارهای مختلف می‌گردد. اقتصاددانان عموماً معتقدند مهم‌ترین هدف سیاست‌گذاری اقتصادی، حصول اشتغال کامل، تثبیت قیمت‌ها، ایجاد تعادل در بازارها، موازنه پرداخت‌های خارجی و رشد اقتصادی است. در سیاست‌های کلان اقتصادی، سیاست‌های پولی و مالی از طریق تأثیر بر بازار عوامل تولید، بازار کالا و مخارج دولت به اقتصاد خانوارها انتقال می‌یابد؛ نحوه تأثیر

سیاست‌های تجاری نیز با بازارهای پولی و سرمایه مرتبط است. ضمن آن که در سیاست‌های کلان اقتصادی در مورد درآمد کشور، تولید ناخالص ملی و برنامه‌های توسعه برنامه‌ریزی و تصمیم‌گیری می‌شود؛ لذا اجرای سیاست‌های کلان اقتصادی و اثرات آن‌ها بر وضعیت اقتصادی کشور همیشه مدنظر دولت‌ها بوده و موجبات ارزیابی عملکرد دولت‌ها را فراهم نموده است. با این رویکرد در مطالعه حاضر ابتدا بر اساس مصاحبه‌های حضوری با خبرگان و نیز مطالعات مختلف ارتباطات کلی میان متغیرهای کلان اقتصادی استخراج شد؛ سپس نقشه‌ی علی‌بیزین (BCM) ارتباطات میان متغیرهای کلان اقتصادی ترسیم گردید. در ادامه نیز در چارچوب آمار استنباطی و با استفاده از سیستم معادلات همزمان به ظاهر نامرتب (SURE) ارتباطات مستقیم و غیرمستقیم متغیرهای کلان اقتصادی کمی‌سازی و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. با توجه نتایج حاصل از مطالعه حاضر، پیشنهادهای زیر ارائه شده است:

• نتایج بیان‌گر آن است که بازار سهام از سیاست‌های مالی دولت تأثیر می‌پذیرد و لذا تغییرات در سیاست مالی دولت می‌تواند بر بورس اوراق بهادار اثر منفی بگذارد. با توجه به بزرگی دولت در اقتصاد ایران و همچنین تأثیرپذیری تصمیمات اقتصادی دولت از سیاست، نقش دولت بر بی‌ثباتی اقتصادی چشمگیر است؛ بنابراین کوچک‌سازی یا منطقی کردن اندازه دولت، کاستن از حجم تصدی فعالیت‌های اقتصادی دولت، کاهش بار مالی و افزایش کارایی دولت می‌تواند بر افزایش ثبات اقتصادی کشور بیافزاید و لذا از آثار و پیامدهای آن بر بازار بورس بکاهد. در این راستا ایجاد و حفظ محیط باثبات اقتصاد کلان، جایگزین کردن انضباط مالی به جای بی‌ثباتی مالی در بودجه دولت سیاستی مناسب به نظر می‌رسد. با توجه به آن که کسری بودجه دولت در گسترش پایه پولی و ایجاد تورم نقش بسزایی دارد، کاهش کسری بودجه و محدودسازی نوسان‌های آن می‌تواند در ثبات اقتصادی و لذا ثبات در بورس اوراق بهادار کشور مفید باشد. همچنین با دنبال کردن سیاست‌های اقتصادی بلندمدت و تصمیم‌گیری‌های برنامه‌ریزی شده و غیرغافلگیرانه می‌توان محیط اقتصادی باثبات‌تری را فراهم کرد؛ زیرا در وضعیت روزمره بودن سیاست‌ها و مشخص نبودن وضعیت بلندمدت، افراد به دلیل نداشتن دورنمای روشن اقتصادی برای آینده تصمیم‌گیری‌های خود را به تأخیر انداخته و از برنامه‌ریزی‌های بلندمدت خودداری می‌کنند.

• نتایج حاصل از مطالعه حاضر نشان داد که ابزارهای سیاست پولی از جمله حجم پول بر بازار بورس ایران تأثیر مثبت دارد. در این راستا باید عنوان نمود که افزایش نرخ تورم و کاهش ارزش پول، سود تقسیمی و به تبع آن شاخص بازده نقدی سهام را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر می‌توان گفت که در شرایط تورمی تقاضا برای پول به عنوان یک دارایی کاهش می‌یابد و این سبب افزایش تقاضا برای سایر دارایی‌های جایگزین، از جمله اوراق بهادار می‌شود. افزایش تقاضا برای اوراق بهادار سبب افزایش

## طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی

قیمت سهام خواهد شد؛ اما نباید غافل بود که در شرایط تورمی که ارزش پول کاهش می‌یابد، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند سود خود را برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آتی پیش‌بینی کنند. اگر مردم نتوانند به پول اعتماد کنند، از آن در روابط تجاری خود کمتر استفاده خواهند کرد. این امر در بلندمدت سبب سرمایه‌گذاری و تولید کمتر و کاهش تعاملات مثبت اجتماعی خواهد شد. بر این اساس پیشنهاد می‌گردد دولت با کنترل حجم نقدینگی موجود در اقتصاد متناسب با نیازمندی‌های اقتصادی کشور و هدف برنامه‌ریزی شده تورم، از ایجاد شوک‌های قیمتی و همچنین ایجاد بی‌ثباتی در بازار سرمایه و به خصوص بازار سهام بکاهد. در این راستا وزارت اقتصاد و دارایی نقش مهمی را در تنظیم و هدایت فعالیت‌های بازار پول و هماهنگی سیاست‌های پولی با مجموعه سیاست‌های کلان اقتصادی دولت بر عهده دارد. این نهاد می‌تواند به منظور هماهنگ‌سازی جریان‌های پولی با جریان‌های واقعی برای ایجاد ثبات در اقتصاد ملی، کارآمدسازی شبکه بانکی کشور و همچنین ایجاد زمینه‌های لازم برای به کارگیری مؤثر سیاست پولی را در دستور کار قرار دهد.

• نتایج بیان‌گر آن است که سیاست‌های ارزی فعلی کشور که منجر به افزایش نرخ ارز شده است، پیامدهای منفی برای بازار سهام به دنبال داشته و لذا باعث کاهش سطح فعالیت‌ها در اقتصاد و بورس اوراق بهادار شده است. افزایش نرخ ارز از یک سو باعث افزایش میزان بدهی خارجی و از سوی دیگر باعث افزایش بهای تمام شده‌ی تولیدات و خدمات ارائه شده وارداتی، توسط شرکت‌ها می‌شود. نظر به این که افزایش بدهی شرکت کمبود نقدینگی را به همراه دارد و کمبود نقدینگی بنگاه‌های اقتصادی اثر منفی بر توزیع سود، بازده سهام و شاخص قیمت دارد و همچنین، افزایش بهای تمام شده محصولات تولیدی، کاهش حاشیه سود شرکت، کاهش قیمت و بازده سهام و به تبع کاهش شاخص سهام را در پی دارد. در این راستا تنظیم سیاست‌های ارزی، متناسب با هدف دستیابی به ثبات اقتصادی و مهار نوسان‌ها می‌تواند مفید باشد. با استفاده از سیاست‌های ارزی مناسب از جمله سیستم نرخ ارز شناور و مهار نوسان‌های اقتصادی، ثبات اقتصادی بالاتری فراهم می‌شود که البته لازمه این امر استقلال بانک مرکزی است.

• با توجه به تأثیرگذاری ابزار سیاستی نرخ بهره بر پسانداز و سرمایه‌گذاری، پیشنهاد می‌شود عواملی که می‌توانند در افزایش عکس‌العمل نرخ‌های بهره نسبت به سیاست‌های پولی مؤثر باشند شناسایی شوند و از طریق آن‌ها برای کاهش نرخ بهره تلاش شود. ضمن آن که در اقتصاد ایران برای آماده‌سازی زمینه سیاست کاهش نرخ بهره، باید در یک دوره میان‌مدت، سیاست کاهش تورم و هدف‌گذاری تورمی مورد توجه واقع شود و سپس از آماده شدن شرایط لازم به تدریج سمت و سوی

## فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره پنجاه / بهار ۱۴۰۱

سیاست‌ها به سمت کاهش نرخ بهره جهت‌دهی گردد. در نهایت نیز بایستی درباره افزایش اثربخشی کاهش نرخ سود تسهیلات بانکی بر سرمایه‌گذاری و در نتیجه بر رشد اقتصادی تدابیری اتخاذ شود که این امر مستلزم اصلاحات ساختاری و زیربنایی است.

• وجود انتظارات تورمی در بلندمدت، یکی از عوامل مهمی است که ثبات نرخ‌های تورم آتی را در سطوح پائین مورد تردید قرار می‌دهد؛ در این رابطه پیشنهاد می‌گردد که شرایط لازم برای کنترل هدفمند نرخ‌های تورم از طریق اتخاذ ابزارهای لازم پولی و سیاست‌های مالی مکمل آن فراهم گردد. استقلال بانک مرکزی و ایجاد اعتماد عمومی نسبت به عملکرد نظام پولی کشور از طریق شفاف‌سازی و ایجاد ثبات و پایداری در سیاست‌های پولی، همراه با تعدیل نظام مالی دولت از طریق اتخاذ سیاست‌های مناسب بودجه‌ای، از عوامل مؤثر در کنترل نرخ‌های تورم به شمار می‌رود. علاوه بر به کارگیری ابزارهای پولی، جلب باور و اعتماد مردم به اجرای تعهدات بانک مرکزی، امری ضروری است که پیشنهاد می‌گردد برای تحقق این امر تعاملی دوسوی بین دولت و بانک مرکزی وجود داشته باشد.

• با توجه به فرایند اثرات کاهش ارزش پولی طی سال‌های اخیر و تأثیر آن بر سطح تولید واقعی کشور، توصیه می‌شود که سیاست‌گذاران اقتصادی همراه با اجرای این سیاست‌ها، با اعمال بعضی از سیاست‌های موازی که تورم‌زا نیستند از تشدید شرایط تورمی ایران جلوگیری نمایند تا بدین صورت از خنثی شدن اثرات مثبت این سیاست بر کارایی اقتصادی و تخصیص بهینه منابع جلوگیری شود. ضمن آن که ایجاد و تصویب قوانین صحیح برای جلوگیری از بی‌برنامه بودن سیاست‌های پولی کشور و همچنین جلوگیری از بانک مرکزی در اعمال سیاست‌های پولی انبساطی جهت تأمین کسری بودجه دولت که باعث تورم و آسیب‌های جدی در ترازپرداخت‌های کشور می‌شود.

## طراحی مدل تبیین‌کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین‌زاده، زمردیان و چیرانی

### منابع

- (۱) دلیری، حسن و مهرگان، نادر. (۱۳۹۳). بررسی نقش قدرت انحصاری بانک‌های تجاری بر اثرگذاری سیاست پولی در اقتصاد ایران، فصلنامه سیاست‌گذاری پیشرفت اقتصادی، ۳(۳): ۳۹-۹.
- (۲) زمردیان، غلامرضا، نجفی شریعت‌زاده، ایرج و شعبان‌زاده، مهدی. (۱۳۹۴). بررسی اثرپذیری بازار سرمایه ایران از عدم اطمینان سیاست پولی و مالی، نشریه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۲۵: ۱۰۶-۸۱.
- (۳) صادقی، سید کمال، رنج پور، رضا، باقرزاده، فاطمه و سه‌ها موسوی، آذر. (۱۳۹۴). تأثیر سیاست‌های مالیاتی بر توسعه بازارهای مالی، پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۲۰(۶۵): ۶۱-۳۷.
- (۴) صفرزاده، حسین و جلالی نژاد، مهدیه. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر نوسانات نرخ سود در بازار پول بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عملکرد بازار سرمایه، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، ۵: ۱۳۳-۱۰۷.
- (۵) عباسیان، عزت‌الله، مرادپوراوادی، مهدی و عباسیون، وحید. (۱۳۸۷). اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۳۷: ۱۵۲-۱۳۵.
- (۶) غفاری، هادی، سعادت مهر، مسعود، سوری، علی و رنجیر فلاح، محمدرضا. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر افزایش نرخ سود تسهیلات بانک بر رشد اقتصادی ایران در قالب یک الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی نیوکینزی، فصلنامه اقتصاد مقداری، ۱۱(۱): ۳۱-۱.
- (۷) کشاورز، شیلا. (۱۳۸۶). تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازار بورس ایران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته علوم اقتصادی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شیراز، شیراز.
- (۸) گلمرادی، حسن، محسنی، رضا و گلمرادی، حسین. (۱۳۹۶). تأثیر بی‌ثباتی متغیرهای کلان اقتصادی بر منابع و مصارف نظام بانکی ایران، مطالعات مالی و بانکداری اسلامی، ۳(۵): ۳-۵.
- (۹) لطیفی، سمیه، راحلی، حسین، یادآور، حسین، سعدی، حشمت اله و شهرستانی، سید علی. (۱۳۹۷). شناسایی و تبیین مراحل اجرایی توسعه کشاورزی حفاظتی در ایران با رویکرد دلفی فازی، مهندسی بیوسیستم ایران، ۴۹(۱): ۱۲۰-۱۰۷.
- (۱۰) مانی، کامران، پژویان، جمشید و محمدی، تیمور. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر مالیات‌ها بر رابطه بازارهای مالی و رشد اقتصادی، پژوهشنامه اقتصادی، ۱۱(۴۳): ۳۷-۱۳.
- (۱۱) مقدم، محمدرضا و سزاوار، محمدرضا. (۱۳۹۴). بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار، بررسی‌های بازرگانی، ۷۵: ۱۲-۱.

- ۱۲) منصف، عبدالعلی و منصوری، نسرين، (۱۳۸۹). بررسی عوامل مؤثر بر حجم سپرده‌های بانکی (با تأکید بر نرخ سود اوراق مشارکت: ۱۳۶۷-۱۳۸۷)، دانش و توسعه، ۱۷: ۶۹-۹۰.
- ۱۳) نادعلی، محمد، رسولی، معصومه، سلطان‌العلمایی، سید محمد هادی، حاجی دولابی، هدی و نصیری، سمیرا (۱۳۹۶)، تعامل بازار پول و سرمایه در ایران. فصلنامه روند، ۲۴(۷۷): ۶۵-۱۱۴.
- ۱۴) هادیان، مهدی و درگاهی، حسن. (۱۳۹۶). نقش سیاست‌های اقتصاد کلان در ثبات مالی اقتصاد ایران، پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۲۲(۷۳): ۴۵-۸۲.
- 15) Amiri, A. G., & Gang, Z. (2018). The impact of monetary policy on economic growth in America's economy us
- 16) Arin, K. P., Mamun, A., & Purushothman, N. (2009). The effects of tax policy on financial markets: G3 evidence. *Review of Financial Economics*, 18(1), 33-46.
- 17) Cheng, K., & Yang, Y. (2020). Revisiting the effects of monetary policy shocks: Evidence from SVAR with narrative sign restrictions. *Economics Letters*, 196, 109598.
- 18) Chinzara, Z. (2011). Macroeconomic uncertainty and conditional stock market volatility in South Africa. *South African Journal of Economics*, 79(1), 27-49.
- 19) Dib, A. (2010). Banks, credit market frictions, and business cycles (No. 2010, 24). Bank of Canada Working Paper.
- 20) Hammersland, R., & Træe, C. B. (2014). The financial accelerator and the real economy: A small macroeconomic model for Norway with financial frictions. *Economic Modelling*, 36, 517-537.
- 21) Inairat, M. H. S. (2018). The effect of internal and external factors on stock market prices-evidence from Saudi Arabia. *The Business & Management Review*, 9(3): 413-423.
- 22) Lee, A. H., Chen, W. C., & Chang, C. J. (2008). A fuzzy AHP and BSC approach for evaluating performance of IT department in the manufacturing industry in Taiwan. *Expert systems with applications*, 34(1), 96-107.
- 23) Manakandan, S. K., Rosnah, I., Mohd, J. R., & Priya, R. (2017). Pesticide applicators questionnaire content validation: A fuzzy Delphi method. *The Medical journal of Malaysia*, 72(4), 228-235.
- 24) Roll, R. and Ross, S. A. (1980). "An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory", *Journal of Finance*.
- 25) Roll, R. and Ross, S. A. (1984). "The Arbitrage Pricing Theory Approach to Strategic Portfolio Planning", *Financial Analysts Journal*.
- 26) Ross, S.A. (1976). The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, *Journal of Economic Theory*, 13(3):341-360.



طراحی مدل تبیین کننده آثار سیاست‌های کلان اقتصادی بر.../حسین زاده، زمردیان و چیرانی

27) Poon, S. and Taylor, S.J. (1991). Macroeconomic Factors and the UK Stock Market, *Journal of Business and Accounting*, 18(5): 619-636.

28) Suhaibu, I., Harvey, S. K., & Amidu, M. (2017). The impact of monetary policy on stock market performance: Evidence from twelve (12) African countries. *Research in International Business and Finance*, 42, 1372-1382.

29) Taha, R., Colombage, S. R., Maslyuk, S., & Nanthakumar, L. (2013). Does financial system activity affect tax revenue in Malaysia? Bounds testing and causality approach. *Journal of Asian Economics*, 24, 147-157.

یادداشت‌ها :

- 
- 1- Ross
  - 2 - Chen et al.
  - 3 - Fisher and Jordan
  - ۴ - Roll and Ross
  - ۵ - Poon and Taylor
  - ۶ - Fisher
  - ۷ - Laidler and Parkin
  - ۸ - Elton and Gruber
  - 9-Arin et al
  - 10 - Chinzara
  - 11-Taha et al.
  - 12 -Hammersland and Toray
  - 13-Sтивен Pennings et al.
  - 14 - Suhaibu et al.