



ارائه مدل مبتنی بر تاثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار پول و سرمایه با روش داده بنیاد و معادلات ساختاری

سوزان حسین زاده^۱

غلامرضا زمردیان^{۲*}

ابراهیم چیرانی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۸/۰۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۱/۱۱

چکیده

هدف اصلی این پژوهش ارائه مدل مبتنی بر تاثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار پول و سرمایه با روش داده بنیاد و معادلات ساختاری است. این پژوهش بر اساس نوع داده ها از نوع پژوهش های ترکیبی (کمی-کیفی)، با توجه به هدف از نوع پژوهش های بنیادی و اکتشافی به شمار می رود که در پی کشف مدل مبتنی بر تاثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار پول و سرمایه است. در بخش کیفی این پژوهش از رویکرد داده بنیاد استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش در بخش کیفی اساتید و پژوهشگران دانشگاهی آشنا و مسلط به سیاست های کلان اقتصادی هستند و تعداد ۱۴ نفر از آنها به عنوان نمونه در این پژوهش انتخاب شدند و از طریق مصاحبه های نیمه ساختار یافته اطلاعات مورد نیاز جمع آوری گردید. در این پژوهش از نمونه گیری نظری استفاده گردید. در بخش کمی نیز با توجه به شناسایی متغیرها در بخش کیفی، داده های مربوط به همان متغیرها از سال ۱۳۶۸ تا ۱۳۹۸ از سایت بانک مرکزی استخراج گردید. لازم به توضیح است که در بخش کیفی از نرم افزار ماکس کیودا و در بخش مدلسازی معادلات ساختاری از نرم افزار اسمارت پی ال اس استفاده شده است. در این بخش با استفاده از کدگذاری باز، محوری و انتخابی مدل اولیه شناسایی و با استفاده از نظرات اساتید و همچنین بهره گیری از چارچوب نظری، مدل کیفی نهایی گردید. برای آزمون روابط در مدل نهایی از روش مدلسازی معادلات ساختاری استفاده شد و روابط بین متغیرهای مدل مورد بررسی قرار گرفت. ضریب تعیین برای شاخص بازار سهام (TEPIX) ۰/۹۶۲ و برای بازار پول (M) ۰/۹۷۵ بدست آمده است، که نشان می دهند ۹۶/۲ درصد از تغییرات شاخص بازار سهام و ۹۷/۵ درصد از تغییر شاخص بازار پول توسط متغیرهای شناسایی شده در بخش کیفی قابل تبیین می باشد.

واژگان کلیدی: اقتصاد کلان، بازار پول و سرمایه، روش آمیخته، نظریه پردازی داده بنیاد، مدلسازی معادلات ساختاری.

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

^۲ استادیار گروه مدیریت، دانشکده مدیریت، واحد تهران مرکز، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) gh.zomorodian@gmail.com

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

مقدمه

اقتصاد جهان در سال های مختلف شوک های مثبت و منفی زیادی را در قیمت نفت خام و نرخ ارز تجربه کرده است و نرخ تورم جهانی هم دستخوش تغییراتی شده است. این شوک ها بر متغیرهای کلان اقتصادی در کشورهای جهان تأثیر گذاشته و اقتصاد این کشورها را با چالشی جدی روبرو کرده است و موجب شده تا آنها برای در امان ماندن از تأثیرات منفی ناشی از این تکان ها تدابیر مختلفی بیاندیشند. درواقع، اقتصادهای صادراتی نفت به شدت برای درآمد صادراتی خود به نفت متکی بوده و رشد آنها وابستگی شدید به واردات نشان می دهد. در نتیجه، آنها چرخه تجاری بی ثبات تری داشته و در معرض بحران بیشتری نسبت به سایر اقتصاد های کوچک باز قرار دارند (لئو و زانگ^۱، ۲۰۲۰). بازار نفت به دلیل عدم امید به کشف منابع جدید، کمبود سرمایه گذاری در تولید نفت و گاز رشد تقاضای نفت کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای نوظهور و یحران های سیاسی و مضامی در سطح جهان مورد تاکید است (امینیان، صراف، امام وردی و باغانی، ۱۳۹۷: ۵). درآمدهای نفتی در اقتصاد ایران نیز، یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر متغیرهای کلان اقتصاد می باشند. بخش نفت نه تنها به عنوان یکی از فعالیت های مهم اقتصادی بر سایر متغیرهای اقتصادی تأثیر می گذارد، بلکه درآمدهای ارزی حاصل از آن نقش مهمی را به عنوان منبع مهم مالی دولت و درآمد ارزی کشور ایفا می کنند. بنابراین، وابستگی اقتصاد ایران به درآمدهای ارزی نفتی باعث شده است که تکان های قیمت نفت تأثیر زیادی بر آن داشته باشد افزایش ناگهانی قیمت نفت پس از سال ۱۹۷۳، اقتصاد ایران را دچار یک دگرگونی اساسی کرد، به طوری که سهم بخش نفت درآمد ملی را نسبت به بخش های غیر نفتی، به طور قابل توجه افزایش داد. یکی از ویژگی های اکثر کشورهای صادر کننده نفت، وابستگی بالای اقتصاد این کشورها به درآمدهای نفتی است که این امر سبب آسیب پذیری این کشورها از شرایط رونق و رکود اقتصاد جهانی شده است. در برخی از کشورهای صادر کننده نفت همچون ایران، کل درآمدهای نفتی یا بخشی از آن در اختیار دولت قرار دارد که دولت از طریق اعمال سیاستهای مالی درآمدهای مذکور را به

اقتصاد تزریق می کند. بنابراین اثر درآمدهای نفتی بر اقتصاد کشورهای صادر کننده نفت از طریق سیاست مالی در اقتصاد جریان می یابد و با توجه به اینکه ساختار بودجه دولت و اعمال سیاست های مالی در اغلب کشورهای صادرکننده نفت به میزان بسیار زیادی به نفت وابسته است، اهمیت درآمدهای نفتی در این کشورها را دو چندان می سازد. بخشی از درآمدهای نفتی دولت از طریق بانک مرکزی به پول ملی تبدیل شده و در بودجه دولت لحاظ می شود و مابقی به صورت خالص دارایی های خارجی در بانک مرکزی نگهداری می شود که این امر منجر به افزایش منبع پایه پولی در اقتصاد می شود. افزایش حجم نقدینگی، از یکسو موجب انتقال منحنی تقاضای کل به سمت بالا و افزایش سطح عمومی قیمت ها شده و از سوی دیگر، افزایش مخارج دولت در تأمین نیازهای توسعه ای کشور را به دنبال دارد که این دو عامل در کنار یکدیگر سبب افزایش نرخ تورم می شود. از آنجا که تولید داخلی با سرعتی کندتر از تقاضای کل افزایش می یابد، با افزایش درآمدهای نفتی و ارزش پول ملی کشورهای صادر کننده نفت، واردات افزایش می یابد. افزایش واردات ماشین آلات و تجهیزات سرمایه ای منجر به بهبود شرایط به عرضه اقتصاد و در نتیجه افزایش تولید و رشد اقتصادی می شود (ساجدی، اپمینی فرد، نونژاد و حقیقت، ۱۳۹۸: ۱۷۷). امروزه نقش بازارهای مالی به خصوص بازار سرمایه در اقتصادهای نوظهور اهمیت روز افزون دارد. بازارهای مالی با فراهم آوردن امکان معاملات اوراق بهادار، از یک سو تأمین مالی بنگاه ها را به عهده دارند و از سوی دیگر بازدهی مناسبی برای خریداران این اوراق فراهم می کنند (دی مندونسا و داسلوا^۲، ۲۰۱۷). بازار سرمایه علاوه بر تجهیز، جذب منابع مالی و هدایت سرمایه ها به سمت فعالیت های مولد و اشتغال زا، نقش تأمین مالی بنگاه ها و موسسات اقتصادی را نیز بر عهده دارد (صادقی و تهرانی، ۱۳۹۸: ۵). با توجه به پویایی قیمت ها و نوسان به نسبت بالای قیمت سهام، سرمایه گذاران اغلب به دنبال کاهش ریسک های مرتبط با سهام هستند (حقوقی و آقابابائی، ۱۳۹۹: ۱۳). نظام مالی شامل شبکه ای از بازارهای مالی مؤسسه ها، شرکت های تجاری و تولیدی، خانوارها و دولت است که در آن نظام مشارکت داشته و

² De Mendonça & Da Silva¹ Luo, Y. & Zhang

عملیات آن را تنظیم می کنند. بانک ها و مؤسسات پولی که به منزله نهادهای اقتصادی موجود در سیستم پولی و مالی مطرح هستند، در جریان فعالیت های اقتصادی، درصدد جذب هرچه بیشتر نقدینگی در قالب سپرده، هدایت وجوه سپرده گذاران و سوق دادن آن به سمت بخش های فعال اقتصاد مثل بازرگانی، خدماتی و تولیدی هستند (جلیلیان، زنجیرچی و ناصر صدراآبادی، 1251399). یکی از مهم ترین شاخص های اقتصاد کلان، تمرکز بر منابع و مصارف وجوه نقد است که بخش عظیمی از منابع از سپرده های سپرده گذاران تأمین می شود از این رو تصمیم سپرده گذاران پیرامون نوع و میزان سپرده گذاری ها می تواند بر حجم سپرده ها و کیفیت منابع بانکی تأثیر به سزایی داشته باشد. وام تسهیلات بانکی نیز جزو مصارف به شمار می آیند که تغییر در مقدار وام و تسهیلات اعطایی بانک ها می تواند تغییرات مهمی در سرمایه گذاری، تولید و به طور کلی بخش حقیقی اقتصاد داشته باشد (هاتفی مجو مرد، زمانیان، شهیکي تاش و جلالی، 3291399).

در تجزیه و تحلیل مسایل کلان و شناخت الگوی اقتصاد کلان و اثر بخشی و کارایی سیاستهای بازرگانی کشورها اهمیت ویژه ای دارد. از این رو هر تغییر و تحولی که در واردات کشور رخ دهد و در فرآیند تولید، رشد و توسعه تأثیر به سزایی خواهد داشت. لذا اتخاذ سیاستهای مناسب برای واردات حائز اهمیت است، اما انتخاب استراتژی صحیح برای واردات منوط به در نظر گرفتن عوامل مؤثر بر آن میباشد. به همین جهت یکی از مسائل عمده و قابل طرح در زمینه واردات، بررسی عوامل مؤثر بر آن است. ثبات متغیرهای اقتصاد کلان همچون نرخ رشد تولید ناخالص داخلی، تغییرات نرخ تورم، تغییرات نرخ ارز از مهمترین عواملی هستند که بر مقدار واردات در یک کشور مؤثر هستند (لئو و زانگ، 2020). تورم از جمله شاخص های نشان دهنده بی ثباتی اقتصاد بوده و افزایش آن منجر به افزایش بی ثباتی اقتصاد می شود. نرخ تورم انگیزه بانک ها را برای نگهداری میزان نقدینگی تحت تاثیر قرار می دهد، چرا که افزایش تورم، ارزش واقعی دارایی ها (نه فقط وجه نقد، بلکه نرخ بازده واقعی تمام دارایی ها) و همچنین درآمد و سودآوری بانک ها را از محل اعطای

تسهیلات می دهد. از نظر گالوب¹ (1994)، ناطمینانی و بی ثباتی تورم دو اثر اقتصادی دارد؛ یکی تغییر تصمیم گیری های آتی که افراد و سرمایه گذاران را به فعالیت هایی متفاوت با آنچه مایل به انجام آن بودند، می کشاند. دیگری، تغییر تصمیم های اتخاذ شده در قبل (ناطمینان) گذاشتن و یا حتی تغییر پروژه های در حال تکمیل چنانچه تورم با آنچه انتظار می رفت، تفاوت داشته باشد (باوهنه کوینب، هومیسب و ماسارو²، 2019). با توجه به مطالب بیان شده، در کشورهای در حال توسعه همچون ایران، متغیرهای کلان اقتصادی در سه دهه گذشته بسیار پرنوسان بوده اند و اثر نامطلوبی بر بازارهای مالی گذاشته اند؛ بی شک بر تصمیمات مدیران نیز تاثیر گذاشته و آن ها را با تردیدهای جدی روبرو کرده اند و بررسی رابطه ی متغیرهای کلان اقتصادی اعم از نرخ ارز، تراز تجاری، تورم، نقدینگی، نرخ بهره، نرخ مالیاتی، رشد اقتصادی، تولید ناخالص داخلی، قیمت نفت، سرمایه گذاری در بازارهای پول و سرمایه از اهمیت ویژه ای برخوردار بوده و پژوهشگران حوزه ی اقتصادی همواره به دنبال شناسایی تاثیر این متغیرهای کلان اقتصادی بر این بازارها هستند. بنابراین هدف این تحقیق، طراحی مدل تبیین کننده اثر متغیرهای کلان اقتصادی به طور همزمان در هر دو بازار پول و سرمایه است.

این مقاله در چند بخش کلی تدوین شده است که در بخش اول مقدمه ی مقاله ارائه گردیده و در ادامه به مرور ادبیات نظری پژوهش پرداخته شده است. به دنبال آن روش اجرای پژوهش مورد بررسی قرار می گیرد. در بخش یافته های تحقیق به تشریح مراحل و گام های روش ویکور و تحلیل و مدلسازی پرداخته شده است. در انتهای مقاله نیز به نتیجه گیری بحث پرداخته شده است.

ادبیات نظری

بازارهای مالی را به دو دسته بازار پول و بازار سرمایه تقسیم کنیم، بانک ها از جمله نهادهای بازار پول به حساب می آیند. یعنی بازاری که حداکثر بر محصولات کوتاه مدت مالی همچون پول و برخی انواع اعتبارات، سپرده ها و وام ها فعالیت می کند. سرمایه گذاری ها ی داخل کشورها در بورس اوراق بهادار و همچنین توسط خود شرکت ها در زمینه دامنه کاری خود انجام می

² Bao, Hennequinb, Hommesb, Massaro

¹ Golob

شوند(شبان، ۱۳۹۴). مهمترین موضوع در مالیه احتمالا این است که آیا بازار سرمایه در تخصیص یا کاربرد منابع و اطلاعات اقتصادی کارا می باشد یا خیر. موضوعات دیگر نظریه مالی نظیر نوسانات، قابلیت پیش بینی، بورس بازی، و ناهنجاری ها نیز به کارایی بازار سرمایه مربوط می باشند و همگی وابسته به یکدیگر هستند و شواهد تجربی فراهم شده توسط آزمون های بیشمار کنونی بر روی این موضوعات که توسط پسران و ویکنز^۱ در سال ۱۹۹۹ انجام شد، در حمایت یا رد کارایی بازار سرمایه استفاده می شود. مفهوم کارایی بازار سرمایه حاکی از این است که همه ی اطلاعات مهم و مرتبط در دسترس در قیمت سهام منعکس می شود و آن را برا عملکرد بهتر و مداوم بازار غیر قابل کاربرد می کن(یاورمیان^۲، ۲۰۱۵). بازار سرمایه به عنوان یکی از مهم ترین گزینه های سرمایه گذاری، جایگاه مناسبی برای جذب سرمایه ها به شمار می رود و سرمایه گذاران فردی و نهادی با در نظر گرفتن درجه ریسک پذیری و بازدهی مورد انتظار، سهام مورد نظر خود را انتخاب می کنند. در نتیجه بازارهای سرمایه باید کارایی لازم را برای جذب سرمایه گذران و تامین منابع مالی و در نتیجه تخصیص بهینه منابع جهت بازدهی بیشتر آنها داشته باشند(مویجسون و ستچل^۳، ۲۰۱۹). برای رسیدن بازار سرمایه به این کارایی لازم است که نوسانات در بازار به صورت منطقی و بر اساس عوامل بنیادی ایجاد شود. بر اساس فرضیه بازار کارا، تغییرات در ارزش بنیادین به نوسانات قیمت دارایی منجر می شود. با این حال، محققان دریافته اند که علی رغم عدم وجود تغییرات در عوامل بنیادین، تغییرات با اهمیتی در قیمت دارایی ها اتفاق می افتد(هی و رن^۴، ۲۰۱۸).

رشد و توسعه بازار سرمایه به عنوان یکی از بخش های مهم اقتصاد هر کشوری نیازمند برخورداری از سیستم کارآمد مدیریت ریسک در آن می باشد. در دنیای کسب و کار، امروزه برای پیشرفت و توسعه بازار سرمایه ضرورت وجود سیستم یکپارچه مدیریت ریسک و تحلیل های سرمایه گذاری مبتنی بر ریسک، بیش از پیش اهمیت یافته است، به گونه ای که یکی از اصلی ترین وجه تمایز

سرمایه گذاران، اعم از حقیقی و حقوقی در دنیای رقابتی، اتخاذ استراتژی ها و جهت گیریهای صحیح در سرمایه گذاری و فعالیت های اقتصادی است(راکیکوت فرانچیوس^۵، ۲۰۲۱). یکی از مهمترین بخش های اقتصاد هر کشور، بازار سرمایه است. امروزه تحولات پیچیده و سریع در جهان بخش مهمی از بازار سرمایه کشورمان را با چالش های جدی روبرو ساخته است، کسب مزیت رقابتی پایدار و همچنین ثبات بازار سرمایه را به یکی از دغدغه های اصلی کشور تبدیل نموده است. کسب چنین مزیتی، از یکسو نیازمند آگاهی از دانش جدید مدیریت بر مبنای ریسک، و سپس استقرار سیستم مدیریت ریسک در سازمان ها و یا نهادهای سرمایه گذار در بازار سرمایه خواهد بود. با عنایت برگسترده گی بخش خصوصی در کشور ناشی از اجرای سیاست های اصل ۴۴ قانون اساسی، (گسترش مالکیت در سطح عموم، به منظور تامین عدالت اجتماعی...) آگاهی از دانش مدیریت پیوسته ریسک نه تنها کلید دستیابی سرمایه گذاران حقیقی یا سازمان های خصوصی و تجاری به مزیت رقابتی پایدار به شمار می آید، بلکه در این راستا سرمایه گذاران نیز با داشتن سیستم های مالی کارآمد می توانند از طریق تجزیه و تحلیل اطلاعات درباره فرصت های جدید سرمایه گذاری، تجمیع و تجهیز پس اندازهای خرد، نظارت بر سرمایه گذاری ها و مدیریت ریسک در بازار سرمایه، همچنین با کاهش هزینه های مبادلات از یکسو موجب تخصیص بهینه منابع مالی شده و در نهایت بازار سرمایه را در دستیابی به سطوح بالای کارایی و اثربخشی یاری رساند(سعادت جوی اوردکلو و علی رحیمی، ۵۹۱۳۹۳).

بازار سرمایه کارا برای توسعه اقتصادی حیاتی و مهم می باشد. با یک بازار سرمایه کارا، منابع مالی از لحاظ اقتصادی تخصیص می شوند. همچنین بازار سرمایه کارا افراد را جهت سرمایه گذاری در سهام تشویق و ترغیب می کند و به مدیران شرکت کمک می کند تا ثروت و دارایی سهامداران را به حداکثر برسانند(یاواس سیگدم^۶، ۲۰۲۰). نظریه ی کارایی بازار سرمایه توسط فاما^۷ در سال ۱۹۷۰

^۵ Racicot François, Raymond & Gregoriou

^۶ Yavas Cigdem

^۷ -Fama

^۱ Pesaran & Wickens

^۲ Yavrumyan

^۳ Muijsson & Satchell

^۴ He & Ren

نتایج پژوهش های انجام شده در این حوزه همواره بررسی رابطه ی متغیرهای کلان اقتصادی از اهمیت ویژه ای برخوردار بوده و پژوهشگران حوزه ی اقتصادی همواره به دنبال شناسایی تاثیر این متغیرهای کلان اقتصادی بر این بازارها هستند.

روش اجرای پژوهش

این پژوهش بر اساس نوع داده ها از نوع پژوهش های ترکیبی (کمی-کیفی)، با توجه به هدف از نوع پژوهش های بنیادی و اکتشافی به شمار می رود که در پی کشف مدل مبتنی بر تاثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار پول و سرمایه است. جامعه ی آماری پژوهش در بخش کیفی اساتید و پژوهشگران دانشگاهی آشنا و مسلط به سیاست های کلان اقتصادی هستند و تعداد ۱۴ نفر از آنها به عنوان نمونه در این پژوهش انتخاب شدند و از طریق مصاحبه های نیمه ساختار یافته اطلاعات مور نیز جمع آوری گردید. زمان انجام مصاحبه به طور میانگین بین ۳۰ دقیقه تا ۵۰ دقیقه بود. گاهی نیز مصاحبه ها به منظور اشتراک گذاری یافته های مقدماتی، تکمیل، اصلاح، جرح و تعدیل داده ها تکرار نیز شده است. پرسش های تکمیلی برای جهت دادن به مباحث و نیل به مقوله های مرتبط با پدیده مورد بررسی طرح می گردید. در این پژوهش از نمونه گیری نظری استفاده گردید. نمونه گیری نظری نوعی نمونه گیری هدفمند است که پژوهشگر در خلق یا کشف نظریه یا مفاهیمی که ارتباط نظری آن ها با نظریه در حال تکوین به اثبات رسیده است، یاری می کند. از آنجا که نمونه گیری تا رسیدن به حد اشباع نظری ادامه پیدا کرد، تعداد اعضای نمونه در پایان جمع آوری اطلاعات کیفی مشخص گردید و ۱۴ نفر اعضای نمونه ی این پژوهش کیفی را تشکیل دادند. در بخش کمی نیز با توجه به شناسایی متغیرها در بخش کیفی، داده های مربوط به همان متغیرها از سال ۱۳۶۸ تا ۱۳۹۸ از سایت بانک مرکزی استخراج گردید. لازم به توضیح است که در بخش کیفی از نرم افزار ماکس کیودا و در بخش مدلسازی معادلات ساختاری از نرم افزار اسمارت پی ال اس استفاده شده است.

یافته های پژوهش

در کار اصلی اش توسعه یافت. او اثربخشی و کارایی بازارهای سرمایه را بررسی کرد و بیان کرد که هیچ فرصتی برای یک سرمایه گذار جهت اجرای بهتر و عملکرد برتر در بازار وجود ندارد تا زمانی که همه ی اطلاعات قابل دسترس از پیش در قیمت سهام منعکس شوند. کارایی بازار سرمایه به عنوان یکی از مهمترین موضوعات قابل پژوهش در دهه های گذشته محسوب می شده است و این روند ادامه دارد. کارایی بازار سرمایه تحت تاثیر ظرفیت و قابلیت معامله کنندگان در جمع آوری و انتشار اطلاعات قرار می گیرد. بازارهای سرمایه ایی که کارایی بیشتری دارند سرمایه گذاران بیشتری را جذب خواهند کرد و در نتیجه نقدینگی بازار افزایش خواهد یافت. کارایی بازار سرمایه برای سرمایه گذاران بخاطر دارایی و ثروت وابسته ی آنها به تغییرات قیمت سهام مهم و حائز اهمیت می باشد (سیلان^۱، ۲۰۲۰). بطور کلی، کارایی بازار سرمایه ممکن است بر مصرف و سرمایه گذاری صرف شده تاثیر گذارد و در نتیجه بر عملکرد اقتصاد کلی تاثیر می گذارد. نظریه کارایی بازار سرمایه حاکی از این است که تغییرات قیم در بازار سهام یک مدل گام تصادفی را دنبال می کند. بدین معناست که تغییرات در قیمت سهام مستقل هستند و قیمت سهام روزانه در بازار اطلاعات زمان واقعی اعلام شده در روز مشابه را منعکس می کند. از آنجایی که خبرها از طریق بازار قابل پیش بینی نیستند، قیمت سهام که منعکس کننده ی خبرهای غیرقابل پیش بینی هستند، تصادفی می باشند. بر طبق نظریه کارایی بازار سرمایه، قیمت های کنونی اطلاعات قابل دسترس در مورد سود دهی آتی شرکت ها را منعکس می کنند (بارا و روجیرو^۲، ۲۰۲۱). وقتی اطلاعات جدید به بازار می رسند، قیمت های سهام سریعاً به اطلاعات دریافت شده تعدیل و اصلاح می شوند. بنابراین سرمایه گذاران در بازار نمی توانند از اطلاعات قابل دسترس جهت دستیابی به یک سود غیر عادی حداکثر استفاده را کنند. کارایی بازار سرمایه حاکی از این است که یک ارتباط مثبتی بین بازده ی مورد انتظار سهام و ریسک های سیستماتیک شان وجود دارد. عملکرد یا وظیفه اولیه ی بازار سرمایه تخصیص منابع مالی می باشد (رزاک^۳، ۲۰۱۶). با توجه به

³ Rezec

¹ Ceylan

² Barra & Ruggiero

پژوهشگر در این پژوهش با توجه به اقتضای پژوهش مبنی بر تاثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار پول و سرمایه، به جای استفاده از روش های کمی معمول، از روش کیفی نظریه داده بنیاد بهره جسته است. این روش به عنوان واکنشی به روش های کارکردگرا و ساختارگرا توسعه یافت. این روش شناسی برای اتخاذ قیاسی فهم نظری مستقیم از داده ها، بیشتر از اینکه آزمون کمی صورت گیرد، مفید است. زمانی که هدف اصلی پژوهشگر ارائه یک نظریه است، روش نظریه پردازی داده بنیاد در دسته ی موثرترین و وسیع ترین مدل های مورد استفاده در اجرای پژوهش های کیفی است. نظریه پردازی داده بنیاد در معرفی، کاوش و مطالعات تشریحی برای پدیده ها و در جایی که پژوهش های کمی انجام شده است، مورد استفاده قرار می گیرد. پژوهشگر در این پژوهش با نمونه گیری هدفمند از نمونه های مورد نظر و پرسش درباره ی تاثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار پول و سرمایه مصاحبه ها را شروع نمود. در گام کدگذاری محوری ضمن پیش رفتن مصاحبه ها، ارتباط مقوله ها در نمونه گیری نسبی از کدهای مصاحبه ها تا حدودی مشخص گردید. در آخرین گام کدگذاری انتخابی، نمونه گیری گزینشی از مقولات به عمل آمد و با توجه به علل مطرح شده ی تاثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار پول و سرمایه، انواع تاثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار پول و سرمایه و استراتژی های مربوطه از آنان پرسیده شد و در مرحله ی تکمیلی با توجه به ادبیات علم اقتصاد، شکل نهایی مدل تکمیل گردید.

گام اول: کدگذاری باز

با شروع مرحله گردآوری داده ها از طریق مصاحبه، کار کدگذاری نیز آغاز می گردد. کدگذاری باز در واقع مراحل خرد کردن داده ها در واحدهای معنایی تفکیک شده است. وقتی در داده ها، پدیده های خاصی را مشخص نمودیم، آنگاه می توان مفاهیم را بر محور آنها گروه بندی

کنیم. مفاهیم، پایه های اساسی ساختن نظریه به شمار می روند. کدگذاری باز در روش نظریه پردازی داده بنیاد، روندی است که در آن مفاهیم شناسایی می شوند و بر حسب خصوصیات و ابعادشان گسترش می یابند. روش های تحلیل که به وسیله ی آنها این اقدامات انجام می شود شامل پرسیدن درباره ی داده ها، مقایسه ی موارد، حوادث و دیگر حالت های پدیده ها برای کسب مشابهت و تفاوت ها است.

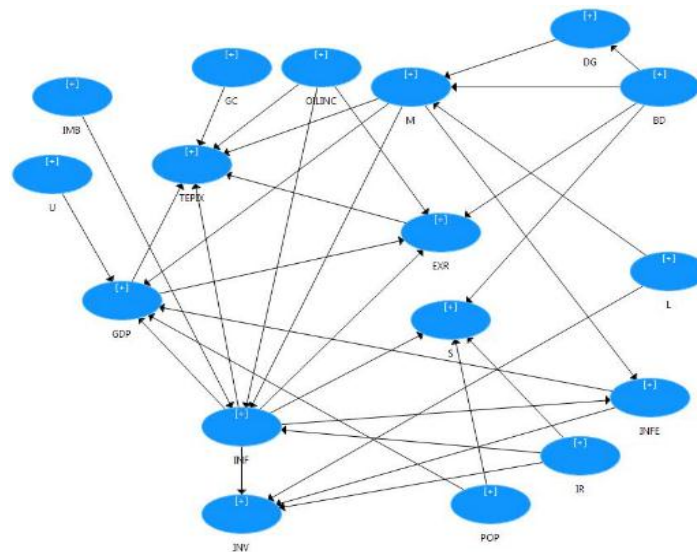
گام دوم: کدگذاری محوری

کدگذاری محوری عبارت است از سلسله رویه هایی که با آنها پس از کدگذاری باز با برقراری ارتباط بین مقوله ها به شیوه های جدید اطلاعات با یکدیگر مربوط می شوند. اینگونه مشخص کردن ویژگی های مقوله در واقع به آن دقت و ظرافت می بخشد. اگرچه کدگذاری باز و محوری رویکردهای تحلیلی متفاوتی هستند، اما وقتی پژوهشگر به کار تجزیه و تحلیل مشغول است، به طور منظم از یکی به دیگری می پردازد. در نظریه پردازی داده بنیاد، مقولات فرعی را در یک رشته ارتباط به یک مقوله ی دیگر ربط می دهیم که بیانی از شرایط علی، پدیده محوری، شرایط حاکم، شرایط زمینه ای، راهبردها و پیامدها است.

گام سوم: کدگذاری انتخابی

در این گام با توجه به علل و دلایل کدگذاری شده در دو مرحله ی قبل یعنی کدگذاری باز و کدگذاری محوری، از راه های مدیریت این علل، کدگذاری انتخابی به عمل آمده است. در شکل نهایی تاثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار پول و سرمایه با توجه به نمونه گیری انجام شده و ادبیات علم اقتصاد به دست آمده است که در شکل (۱) نشان داده شده است:

متغیرهای شناسایی شده از طریق مصاحبه که روابط آن در شکل (۱) ارائه شده است، در جدول (۱) معرفی شده است.



شکل (۱): مدل نهایی تاثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار پول و سرمایه

جدول (۱): متغیرهای شناسایی شده در بخش کیفی

ردیف	متغیر	ردیف	متغیر	ردیف	متغیر
اول	نرخ ارز	هفتم	درآمدهای نفتی	سیزدهم	سرمایه گذاری
دوم	نرخ تورم	هشتم	مخارج دولت	چهاردهم	شاخص بهای کالای های وارداتی
سوم	نرخ بهره	نهم	درآمدهای مالیاتی	پانزدهم	کسری بودجه
چهارم	تولید ناخالص داخلی	دهم	حجم پول	شانزدهم	بدهی دولت به بانک مرکزی
پنجم	نرخ بیکاری	یازدهم	جمعیت فعال	هفدهم	تسهیلات اعطایی سیستم بانکی
ششم	شاخص قیمت سهام	دوازدهم	تورم انتظاری	هجدهم	پس انداز

منظور ارزیابی اعتبار همگرایی از میانگین واریانس استخراج شده^۲ استفاده می شود. مقدار این ضریب از ۰ تا ۱ متغیر است که مقادیر بالاتر از ۰/۵ پذیرفته می شود. البته مقادیر بالاتر از ۰/۴ نیز با احتیاط می توان پذیرفت. روایی واگرا معیار بعدی بررسی برازش مدل های اندازه گیری است که دو موضوع را پوشش می دهد: الف: مقایسه میزان همبستگی بین شاخص های یک سازه با آن سازه و در مقابل همبستگی آن شاخص ها با سازه های دیگر؛ ب) مقایسه میزان همبستگی یک سازه با شاخص هایش در مقابل همبستگی آن سازه با سایر سازه ها.

مطابق با الگوریتم تحلیل داده ها در روش حداقل مربعات جزئی باید به تحلیل گزارش ضرایب پایایی ترکیبی سازه ها پرداخت. ضریب پایایی ترکیبی^۱ یا ضریب قابلیت اطمینان ساختاری عاملی است که در ارزیابی قابلیت اطمینان سازگاری درونی مدل های انعکاسی قابل استفاده است. مقدار این ضریب نیز بین صفر تا ۱ متغیر است که مقادیر بالاتر از ۰/۷ پذیرفته شده و مقادیر کمتر از ۰/۶۰ نامطلوب ارزیابی می شود. معیار بعدی بررسی برازش مدل های اندازه گیری، روایی همگرا است که به بررسی میزان همبستگی هر سازه با سئوالات خود می پردازد. به

^۱ composite reliability (CR)

^۲ Average variance extracted (AVE)

جدول (۲): بررسی پایایی و روایی همگرا

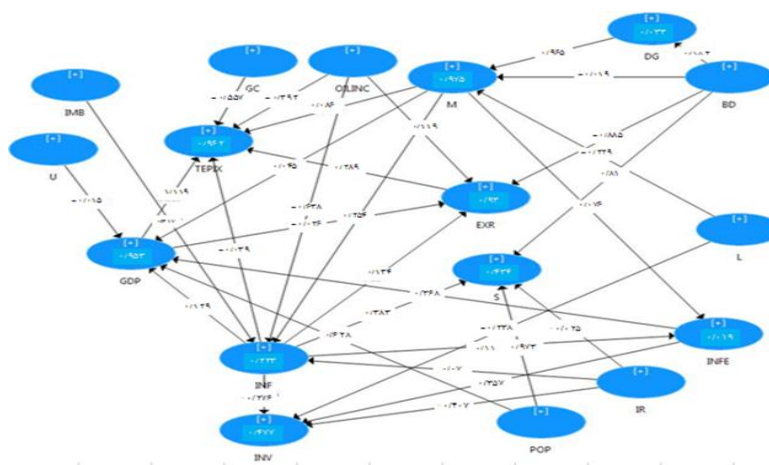
متغیرهای	پایایی	میانگین واریانس استخراج شده برای
مدل	ترکیبی	سنجش روایی همگرا
BD	1/00	1/00
DG	1/00	1/00
EXR	1/00	1/00
GC	1/00	1/00
GDP	1/00	1/00
IMB	1/00	1/00
INF	1/00	1/00
INFE	1/00	1/00
INV	1/00	1/00
IR	1/00	1/00
L	1/00	1/00
M	1/00	1/00
OILINC	1/00	1/00
POP	1/00	1/00
S	1/00	1/00
TEPIX	1/00	1/00
U	1/00	1/00

روش فرونل و لارکر است. میزان رابطه یک سازه با شاخص هایش در مقایسه با رابطه آن سازه با سایر سازه ها است. زمانی روایی و اگر ای یک مدل قابل قبول خواهد بود که سازه با شاخص های خود نسبت به سایر سازه ها، تعامل بیشتری داشته باشد (یعنی عددی که در قطر این ماتریس نمایش داده می شود باید از سایر اعداد هم ستون خود بزرگتر باشد). بر اساس جدول فوق می توان دریافت میزان همبستگی گویه های هر یک از متغیرهای پژوهش با سازه خود، بیشتر از میزان همبستگی این گویه ها با سایر سازه ها است (از سایر اعداد هم ردیف خود بزرگتر هستند)؛ سپس به بررسی ماتریس فرونل و لارکر پرداخته می شود. بر اساس این ماتریس قطر اصلی ماتریس از اعداد سمت چپ و پایین خود بیشتر باشد، نظر به اینکه تمامی متغیرها از این حالت برخوردار هستند، می توان وارد سایر مراحل برازش مدل ساختاری شد. برای تجزیه و تحلیل روابط در این پژوهش از مدل در حالت تخمین استاندارد استفاده می شود. حالت تخمین استاندارد ضرایب همگن شده هستند، یعنی مقیاس آنها یکی شده است و امکان مقایسه بین آنها وجود دارد. در حالتی که این مقدار بین

متغیرهای مکنون و آشکار مربوط به آن در نظر گرفته شود، برابر با همان ضرایب همبستگی یا بارهای عاملی هستند (در انجام تحلیل عاملی تاییدی) و اگر بین دو متغیر مکنون در نظر گرفته شوند، همان ضرایب مسیر یا بتاهای استاندارد شده ی رگرسیونی هستند. بارهای عاملی مدل در حالت تخمین استاندارد میزان تاثیر هر کدام از متغیرها و یا گویه ها را در توضیح و تبیین واریانس نمرات متغیر یا عامل اصلی نشان می دهد. در حالت برآورد استاندارد امکان مقایسه بین متغیرهای مشاهده شده ی تبیین کننده متغیرهای پنهان وجود دارد. نتایج تحلیل عاملی تاییدی متغیرهای نشان داد که مدل اندازه گیری متغیرها مناسب و کلیه اعداد و پارامترهای مدل معنادار است. نتایج مدل اندازه گیری حاکی از وجود روابط همبستگی و معناداری بین متغیرها در مدل است. با توجه به نمودار (۱) می توان بارهای عاملی هر یک از سوالات تحقیق را مشاهده نمود. مقدار ضریب تخمین استاندارد در صورتی که در منفی باشد، نوع تاثیر متغیرها منفی و هنگامی که نوع تاثیر از نوع مثبت باشد، متغیرها بر روی یکدیگر تاثیر مثبت دارند.

جدول (۳): روایی و اگر از طریق روش فورنل-لارکر

	BD	DG	EXR	GC	GDP	IMB	INF	INFE	INV	IR	L	M	OILINC	POP	S	TEPIX	U
BD	1																
DG	0/182	1															
EXR	0/954	0/091	1														
GC	0/191	0/603	0/102	1													
GDP	0/836	0/233	0/812	0/62	1												
IMB	0/915	0/002	0/948	0/242	0/895	1											
INF	0/258	0/019	0/346	0/265	0/111	0/22	1										
INFE	0/872	0/015	0/883	0/28	0/888	0/982	0/114	1									
INV	0/191	0/603	0/102	1	0/62	0/242	0/265	0/28	1								
IR	0/133	0/198	0/259	0/437	0/01	0/261	0/052	0/261	0/437	1							
L	0/311	0/013	0/114	0/526	0/404	0/201	0/038	0/254	0/526	0/459	1						
M	0/085	0/959	0/027	0/706	0/35	0/088	0/049	0/081	0/706	0/337	0/222	1					
OILINC	0/472	0/282	0/504	0/499	0/695	0/685	0/112	0/765	0/499	0/146	0/26	0/368	1				
POP	0/69	0/328	0/651	0/743	0/934	0/765	0/099	0/789	0/743	0/038	0/347	0/416	0/767	1			
S	0/043	0/951	0/043	0/573	0/333	0/167	0/077	0/162	0/573	0/149	0/134	0/96	0/418	0/377	1		
TEPIX	0/89	0/13	0/928	0/042	0/762	0/887	0/381	0/808	0/042	0/213	0/107	0/07	0/29	0/536	0/006	1	
U	0/379	0/375	0/329	0/508	0/557	0/405	0/005	0/395	0/508	0/064	0/21	0/395	0/365	0/601	0/387	0/308	1



شکل (۲): مدل نهایی تاثیر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار پول و سرمایه با توجه به مدل سازی معادلات ساختاری

با توجه به نتایج بدست آمده از تحلیل مدل سازی معادلات ساختاری ضریب تغییر بدست آمده برای شاخص بازار سهام (TEPIX) برابر با 0/962 و برای بازار پول (M) برابر با 0/975 بدست آمده است، که نشان می دهند ۹۶/۲ درصد از تغییرات شاخص بازار سهام توسط متغیرهای شناسایی شده در بخش کیفی قابل تبیین است. همچنین ۹۷/۵ درصد از تغییر شاخص بازار پول توسط متغیرهای شناسایی شده در بخش کیفی قابل تبیین می باشد.

بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش که با هدف ارائه مدل تبیین کننده تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازار پول و سرمایه، با روش داده بنیاد و معادلات ساختاری می باشد، متغیرهای نرخ ارز، نرخ تورم، نرخ بهره، تولید ناخالص داخلی، نرخ بیکاری، شاخص قیمت سهام، درآمدهای نفتی، مخارج دولت، درآمدهای مالیاتی، حجم پول، جمعیت فعال، تورم انتظاری، سرمایه گذاری، شاخص بهای کالای های وارداتی، کسری بودجه، بدهی دولت به بانک مرکزی، تسهیلات اعطایی سیستم بانکی و پس انداز در بخش کیفی شناسایی شده اند. در نهایت نتایج بدست آمده از تحلیل معادلات ساختاری ضریب تبیین بدست آمده برای شاخص بازار سهام (TEPIX) برابر با ۰/۹۶۲ و برای بازار پول (M) برابر با ۰/۹۷۵ بدست آمده است، که نشان می دهند ۹۶/۲ درصد از تغییرات شاخص بازار و همچنین ۹۷/۵ درصد از تغییر شاخص بازار پول توسط متغیرهای شناسایی شده در بخش کیفی قابل تبیین می باشد.

در ارتباط با متغیر شاخص قیمت سهام به عنوان اولین و مهم ترین عامل موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار می توان گفت این ادعا که متغیرهای اقتصادی مانند تورم، نقدینگی، نرخ ارز و ... محرک و مؤثر بر تغییرات قیمت های سهام هستند به عنوان یک تئوری مورد پذیرش واقع شده است. به هر حال، در دهه گذشته تلاش هایی برای بررسی تأثیر نیروهای اقتصادی به صورت نظری و سنجش آثار آن به صورت تجربی انجام شده است. رابطه پویای بین متغیرهای اقتصاد کلان و بازده های سهام به صورت گسترده ای مورد بررسی قرار گرفته است. مبنای تحقیقات مزبور بر این تئوری استوار است که قیمت های سهام منعکس کننده ارزش فعلی جریان های نقدی آینده آن سهم است. از این رو، متغیرهای اقتصادی هم بر جریان های نقدی آینده و هم بر نرخ بازده های مورد انتظار اثرگذار

هستند، بنابراین می توانند بر قیمت های سهام اثرگذار باشند. از شاخص های بازار به عنوان دماسنج اقتصاد نام برده می شود به طوری که رشد شاخص قیمت سهام، مبین رشد اقتصادی است و بازار سرمایه رقیبی برای بازار فلزات قیمتی از جمله طلا، سپرده های بانکی و ... نیز محسوب می شود. نتایج بیانگر است که متغیر حجم پول یکی از مهمترین اجزای دربرگیرنده اقتصاد کلان است که بر بازار پول و سرمایه تاثیر دارد. با توجه به اینکه مهم ترین نقش بانک مرکزی در کشورها حفظ ارزش پول ملی است، برای اجرای مؤثر این وظیفه از سوی بانک مرکزی در تمام کشورهای توسعه یافته قانون استقلال بانک مرکزی از دولت به تصویب رسیده است. از این رو اگر دولت بتواند به منابع پولی بانک ها دسترسی داشته باشد، به ویژه در جوامعی که قانون حاکمیت مناسبی وجود نداشته باشد، اقتصاد کشور دچار انواع بحران ها خواهد شد که اصلاح آن شاید به چند ده سال وقت نیاز داشته باشد. از سوی دیگر ابزار اعمال حاکمیت نیز برای بانک مرکزی سیاست های پولی است؛ که با استفاده از آن ها با حفظ ارزش پول ملی، به رشد و توسعه کشور کمک می نماید. البته در رشد و شکوفایی کشور، دولت نیز با استفاده از سیاست های مالی می تواند در کنار بانک مرکزی به این مهم کمک نماید.

طبق نتایج عامل دیگری که از اهمیت ویژه ای برخوردار بوده مخارج دولت است. امکان تاثیر مخارج دولتی بر رشد اقتصادی یکی از موضوعات شناخته شده در ادبیات اقتصادی است و بخش دولتی یکی از بخش های مهم در فرآیند و جریان سیکل اقتصادی کشورها محسوب می شود. از این رو استفاده از ابزارهای مختلفی مانند مخارج دولتی، یکی از مباحث قابل توجه در راستای امکان دستیابی به رشد اقتصادی بوده و از جهت دیدگاه اقتصاد خرد، عملیات و فعالیت های دولت بر زندگی روزانه هر فردی در جامعه تاثیرگذار بوده و مجموعه مقررات و قوانین، تصمیمات اداری حاکم بر هر جامعه، تعیین کننده رفتار آن ها است. در مقابل

از دیدگاه اقتصاد کلان، سیاست‌های اقتصادی دولت در پیوند با مسائلی مانند تخصیص منابع، ثبات اقتصادی و توزیع درآمد و ثروت قرار دارد. اقدامات سیاسی تثبیت اقتصادی دولت می‌تواند عاملی در جهت کم کردن شکاف بین مسیر محصول بالقوه و محصول تحقق یافته و حفظ محصول تحقق یافته در نزدیکی سطح بالقوه آن باشد. در این راستا مصارف دولتی زیاد فرایند رشد اقتصادی را کند و با مشکل مواجه می‌کند. به عبارت دیگر هزینه‌های دولتی مالیات خالصی را بر جامعه تحمیل می‌نماید که از منافع متناظر حاصله از آن، بیشتر است. بر عکس برخی از هزینه‌های سرمایه‌گذاری دولتی، خصوصاً سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌ها، اثر مثبت بر رشد دارد. دلیل آن تا حدی این است که این هزینه‌ها بازدهی سرمایه‌گذاری‌های خصوصی را افزایش می‌دهد.

در مورد اهمیت متغیر درآمدهای مالیاتی، کشورهای مختلف در زمینه نظام پولی و مالیاتی دارای ساختار مالیاتی متفاوتی هستند. در نظام مالیاتی این ساختار متفاوت به دلیل تفاوت در ترجیحات اجتماعی برای کالاهای عمومی در برابر کالاهای خصوصی است. بنابراین، دولت‌هایی که به دنبال اجرای سیاست‌های بازتوزیعی هستند، باید مالیات بر درآمد شخصی تصاعدی را اعمال کنند. در مقابل دولت‌های دیگر ممکن است مالیات‌های تصاعدی کمتری را اعمال کنند و به دنبال مالیات‌های تناسبی از قبیل مالیات بر مصرف، فروش یا مالیات بر ارزش افزوده باشند. بنابراین، یک نظام مالیاتی در صورت کارآمد بودن می‌تواند با اثرگذاری بر انگیزه کاری، رفتار مصرفی، پس انداز و سرمایه‌گذاری نقش مهمی در کارکرد مناسب نظام اقتصادی داشته باشد. بر این اساس، در سالهای اخیر در مورد اصلاح نظام مالیاتی بر اساس ساختار و نرخ‌ها و تأثیر آن بر اقتصاد بحث‌های زیادی مطرح شده است.

متغیرهای تورم و تورم‌انتظاری نیز از متغیرهای تاثیر گذار هستند. اقتصاد ایران در سال‌های گذشته همواره شاهد تورم دو رقمی بوده که شرایط تورمی بسیاری از متغیرهای اقتصادی را تحت تاثیر قرار می‌دهد، لذا محققان و تحلیلگران از زوایای متفاوتی به بررسی این پدیده پرداخته‌اند و سیاست‌گذاران اقتصادی به دنبال یافتن بهترین الگوی سیاست پولی بوده‌اند که تورم را به پایین‌ترین سطح خود برساند.

همچنین در این میان، یکی از متغیرهای مهم تأثیرگذار بر تورم ایران، نرخ ارز است. 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 شده 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 کاهش ارزش پول کشور، قیمت واردات و در نتیجه، هزینه نهاده‌های وارداتی افزایش یافته و تولید و قیمت‌های داخلی تحت تأثیر قرار می‌گیرند. بنابراین، افزایش قیمت واردات به واسطه کاهش ارزش پول داخلی یکی از دلایل افزایش تورم داخلی و تضعیف رابطه مبادله می‌باشد. تورم ایجاد شده در اثر کاهش ارزش پول ملی، توان واحدهای تولیدی در حفظ ارزش واقعی منابع را کاهش می‌دهد و بر این اساس، سازوکار تأثیر نوسان نرخ ارز و تأثیر آن بر متغیرهای کلان اقتصادی همواره مورد توجه است. در توجیه وجود این اثر نامتقارن می‌توان گفت که عموماً در دوره‌های افزایش قیمت نفت یکی از راهکارها جهت مقابله با تورم ناشی از افزایش تقاضای کل به واسطه تزریق ارز حاصل از صادرات نفت و افزایش میزان واردات (به ویژه کالاهای قابل مبادله) است با افزایش واردات بسیاری از بخش‌های تولیدی با آسیب مواجه شده و از چرخه تولید خارج می‌شوند، لذا بخشی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده در اقتصاد بلا استفاده مانده و میزان تولید کاهش یافته و بیکاری نیز

افزایش می یابد. در مقابل به هنگام کاهش درآمدهای ارزی میزان واردات نیز کاهش می یابد که بخشی از کاهش واردات متوجه کالاهای سرمایه ای و ماشین آلات تولیدی خواهد بود و منجر به کاهش سرمایه گذاری، تولید و اشتغال می گردد که اهمیت متغیرهای نرخ بیکاری، جمعیت فعال و شاخص بهای کالاهای وارداتی را نشان می دهد.

درآمدهای نفتی و میزان نوسان قیمتی آن نیز از اهمیت بالایی قرار دارد. نوسان های قیمت نفت، به طور مستقیم بر بودجه دولت و مخارج آن تاثیر می گذارند. به منظور بررسی اثر قیمت نفت بر رشد اقتصادی از این کانال، باید به بررسی اثر مخارج دولت بر رشد اقتصادی پرداخت. به اعتقاد اقتصاددانان مختلف، مخارج دولت می تواند اثر مثبت یا منفی بر رشد اقتصادی داشته باشد. اگر مخارج دولتی، موجب افزایش بهره وری بخش خصوصی شود، آنگاه تحت شرایطی که منفعت اجتماعی این مسأله از هزینه فرصت کم شدن منابع در اختیار بخش خصوصی بیشتر باشد، می توان گفت که مخارج بخش دولتی، تاثیر مثبتی بر رشد اقتصادی می گذارد. ولی اگر مخارج بخش دولتی، فقط در قالب مخارج مصرفی و غیرمولد باشد، آنگاه با توجه به کمتر بودن کارایی بخش عمومی نسبت به بخش خصوصی می توان گفت که سطح تولید کاهش نیز خواهد یافت. به عبارت دیگر، هر قدر که مخارج دولت، بیشتر مکمل مخارج بخش خصوصی باشد، رشد اقتصادی بیشتر افزایش می یابد و هر قدر مخارج دولتی بیشتر جانشین مخارج بخش خصوصی شود، قضیه عکس خواهد بود.

در ارتباط با تاثیر متغیر سرمایه گذاری می توان گفت افزایش سرمایه گذاری در سهام شرکت های دارای رشد، قیمت سهام آن ها افزایش و در دوره رکود به دلیل برتری سرمایه گذاری در دارایی های مالی با درآمد ثابت نسبت به سهام عادی کاهش می یابد. هنگامی که اقتصاد در دوره رونق قرار می گیرد، شاخص بورس (شاخصی پیشرو و معروف به دماسنج اقتصاد در ادبیات اقتصاد مالی) نیز هم جهت با رشد اقتصادی از روند مثبت برخوردار است و اشتیاق برای ورود به بازار سهام به دلیل سودآور بودن آن نسبت به نگهداری دارایی ها به صورت پول نقد افزایش می یابد و این افزایش تقاضا برای سرمایه گذاری در بازار سهام منجر به تغییر ترکیب سپرده های بانکی به سمت سپرده های فرار و

خروج سپرده ها و در نهایت کمبود نقدینگی و افزایش ریسک نقدینگی خواهد شد، اما در دوران رکود بازده سپرده های بانکی جذاب تر از درآمدزایی دارایی هایی چون طلا، ارز و مانند آنها است، بنابراین به سبب کاهش میزان تقاضا و تمایل برای ورود به بازار سهام، بانک ها با مشکلات کمبود نقدینگی مواجه نخواهد شد. بر همین اساس بروز ناطمینانی و نوسان در این متغیر با تحت تاثیر قرار دادن ارزش سهام بنگاه ها و ناطمینانی در درآمد سرمایه گذاران و بازده فعالیت های اقتصادی، منجر به ناتوانی در پرداخت بدهی ها به بانک ها و افزایش حجم مطالبات معوق بانک ها می شود. همچنین به دلیل ناطمینانی در بازده سهام شرکت های ثبت شده در بورس، سپرده گذاران و سرمایه گذاران به ترتیب تمایل کمتری نسبت به بانک ها بیشتر خواهد شد. در این شرایط با افزایش هجوم مشتریان به بانک ها برای خروج سپرده ها، بانک با کمبود منابع نقدی برای ایفای تعهدات به مشتریان مواجه و درنهایت در معرض ریسک نقدینگی قرار می گیرند.

همچنین نتایج اهمیت بالای متغیر پس انداز را نشان می دهد. طبق مدل های رشد درون زا و برون زا نرخ پس انداز به عنوان یک متغیر مهم در توضیح پدیده رشد اقتصادی در داخل کشور مطرح است هرچند به اندازه کافی در توضیح تفاوت های درآمدی بین کشورها ناموفق بوده است. در مدل های رشد درون زا نرخ رشد تولید سرانه به نرخ رشد دانش بستگی دارد و نرخ رشد تولید دانش نیز تابعی از میزان سرمایه و کار مورد استفاده در تحقیق و توسعه و به سطح اولیه تکنولوژی بستگی دارد؛ بنابراین افزایش سطح پس انداز لازمه دستیابی به رشد اقتصادی مستمر می باشد و پس انداز خانوارها از طریق فراهم سازی منابع مالی لازم برای سرمایه گذاری و ایجاد ظرفیتهای جدید دستیابی به تولید سرانه بالاتر را ممکن می سازد.

براساس نظر صندوق بین المللی پول، رژیم ارزی ایران از نوع نرخ ارز شناور مدیریت شده است بدین معنا که مسیر حرکت نرخ ارز از قبل تعیین یا هدف گذاری نمی شود. بنابراین نرخ ارز در ایران شناور است و برای اینکه بتوانند آن را مدیریت کنند، مسئولان پولی با توجه به شرایط اقتصادی کشور اقدام به مدیریت نرخ ارز می کنند. شرایط و شاخص های اقتصادی که می تواند مبنای مدیریت نرخ ارز باشد،

وضعیت تراز پرداخت ها و یا اندوخته های بین المللی می باشد. بنابراین هنگامی که صادرات نفت افزایش می یابد، درآمدهای ارزی کشور افزایش یافته که این امر موجب افزایش عرضه ارز و کاهش قیمت ارز می شود. مطابق با نظام ارزی ایران، دولت برای ثابت نگهداشتن قیمت ارز، اقدام به خرید ارز و افزایش نقدینگی در کشور می کند که این امر از یکسو کاهش نرخ بهره حقیقی و از سوی دیگر افزایش سطح عمومی قیمت ها را به دنبال دارد. نرخ ارز به عنوان قیمت یک واحد پول خارجی بر حسب واحدهای پول داخلی، تأثیر مهمی بر متغیرهای کلان اقتصادی، تولید، صادرات و تراز پرداخت ها دارد و به عنوان یکی از مهمترین متغیرها در تعیین قیمت واردات و صادرات هر کشور نقش ایفا می کند. به بیان دیگر نرخ ارز با تأثیر گذاشتن بر قیمت نسبی کالاهای داخلی و وارداتی، میتواند بر بخشهای دیگر اقتصادی کشور هم اثر گذارد. بر این اساس، نرخ ارز و تکانه های آن همواره یکی از عوامل اصلی تأثیرگذار بر صادرات غیرنفتی هستند و میتواند بیان کننده وضعیت اقتصادی کنونی در مقایسه با شرایط سایر کشورها باشد. البته نوسانات و ناطمینانی های حاصل از آن بر تمام بخش های اقتصادی تأثیر مشابه و یکسان ندارد اما برخی از محققان معتقدند با کاهش دامنه نوسانات ارزی، محیط مساعدتری را برای تولید تجارت و سرمایه گذاری می توان فراهم آورد. منبع ارز ناشی از تقاضای کشور برای کالاها، خدمات تولید شده و دارایی های کشورهای خارجی، از تقاضای کشورهای دیگر برای کالاها، خدمات تولید شده و دارایی های داخل کشور است. بدیهی است در صورتی که تقاضا برای کالاها، خدمات و داراییهای خارجی بیشتر از تقاضای کشورهای دیگر برای کالاها، خدمات و دارایی های داخلی باشد، در بازار ارز مازاد تقاضا وجود خواهد داشت که به مفهوم کسری تراز پرداخت هاست. البته این امر درباره کشورهایمانند ایران که دارای منابع فراوان نفت و گاز و یا منابع طبیعی هستند، می تواند با در نظر گرفتن درآمدهای نفتی و یا بدون در نظر گرفتن این درآمدها انجام شود.

با توجه به بزرگی دولت در اقتصاد ایران و همچنین تأثیرپذیری تصمیمات اقتصادی دولت از سیاست، نقش دولت بر بی ثباتی اقتصادی چشمگیر است؛ بنابراین کوچک سازی یا منطقی کردن اندازه دولت، کاستن از حجم

تصدی فعالیت های اقتصادی دولت، کاهش بار مالی و افزایش کارایی دولت می تواند بر افزایش ثبات اقتصادی کشور بیافزاید و لذا از آثار و پیامدهای آن بر بازار مالی بکاهد. در این راستا ایجاد و حفظ محیط باثبات اقتصاد کلان، جایگزین کردن انضباط مالی به جای بی ثباتی مالی در بودجه دولت سیاستی مناسب به نظر می رسد. با توجه به آن که کسری بودجه دولت در گسترش پایه پولی و ایجاد تورم نقش بسزایی دارد، کاهش کسری بودجه و محدودسازی نوسان های آن می تواند در ثبات اقتصادی و لذا ثبات در بازار مالی کشور مفید باشد. همچنین با دنبال کردن سیاست های اقتصادی بلندمدت و تصمیم گیری های برنامه ریزی شده و غیرغافلگیرانه می توان محیط اقتصادی باثبات تری را فراهم کرد؛ زیرا در وضعیت روزمره بودن سیاست ها و مشخص نبودن وضعیت بلندمدت، افراد به دلیل نداشتن دورنمای روشن اقتصادی برای آینده تصمیم گیری های خود را به تأخیر انداخته و از برنامه ریزی های بلندمدت خودداری می کنند.

منابع

- امینیان، طاهره؛ صراف، فاطمه؛ امام وردی، قدرت اله و باغانی، علی. (۱۳۹۷). اثرات نامتقارن شوک های قیمت نفت و ناطمینانی سیاست های اقتصادی بر بازده سهام صنایع در شرایط مختلف بازار، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱۱(۴۳): ۲۲-۵.
- جلیلیان، نگار؛ زنجیرچی، سید محمود و ناصر صدرآبادی، علیرضا. (۱۳۹۹). مدیریت ریسک نقدینگی و مشارکت مشتریان در تأمین نقدینگی بانکی، *نشریه علمی کاوشهای مدیریت بازرگانی*، ۱۲(۲۳): ۱۴۶-۱۲۵.
- حقوقی، سهیلا؛ آقابابائی، محمد ابراهیم. (۱۳۹۹). بررسی اثربخشی معاملات آتی سکه طلا جهت پوشش ریسک نوسانات قیمت سهام، *فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱۱(۴۳): ۱۳۱-۱۵۰.
- ساجدی، مهدی؛ اپیمینی فرد، عباس؛ نونژاد، مسعود و حقیقت، علی. (۱۳۹۸). بررسی اثر حداقل دستمزد بر متغیرهای اقتصاد کلان ایران در چارچوب یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی، *فصلنامه تحقیقات مدل سازی اقتصادی*، ۹(۳۷): ۲۲۷-۱۷۷.

- Alireza. (2019). Liquidity risk management and customer participation in providing liquidity of Bank, *Journal of Business Management Research*, 12(23):125-146. (In persian)
- Saadat Joy Ordkelo, Mehdi; Ali Rahimi, Mahdi. (2013). Risk management and its application in the capital market using the value at risk, *Industrial Management Journal*, 9(34): 59-73. (In persian)
- Sadeghi, Alireza; Tehrani, Reza. (2018). Evaluation of the financial performance of the companies listed in the capital market of Iran, *Journal of Securities Exchange*, 12(45): 5-24. (In persian)
- Sajdi, Mehdi; Epmini Fard, Abbas; Nunejad, Masoud and Haqhighat, Ali. (2018). The Effect of Minimum Wage on Iran's Macroeconomic Variables in The Framework of a Dynamic Stochastic General Equilibrium Model, *The Journal of Economic Modeling Research*, 9(37):177-227. (In persian)
- Shabani, Mohammad. (2014). International monetary and financial markets, Humanities Books Editing Organization of Universities (Samt), 7th edition. (In persian)
- Bao. T, Hennequinb. M, Hommesb. C & Massaro. D. (2019). Coordination on bubbles in large-group asset pricing experiments. *Journal of Economic Dynamics and Control*. Available online 23 May 2019 in Press, Corrected Proof What are Corrected Proof articles.
- سعادت جوی اوردکلو، مهدی؛ علی رحیمی، مهدی. (۱۳۹۳). مدیریت ریسک و کاربرد آن در بازار سرمایه با استفاده از مدل ریسک سنجی ارزش در معرض خطر، فصلنامه مدیریت صنعتی، ۹(۳۴): ۵۹-۷۳.
- شبابی، محمد. (۱۳۹۴). بازارهای پولی و مالی بین المللی، سازمان تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت)، چاپ هفتم.
- صادقی، علیرضا؛ تهرانی، رضا. (۱۳۹۸). ارزیابی عملکرد مالی سهام شرکت های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۲(۴۵): ۵-۲۴.
- هاتفی مجومرد، مجید؛ زمانیان، غلامرضا؛ شهیکی تاش، محمدنبی و جلالی، ام البنین. (۱۳۹۹). معمای نوسان بازار با توجه به ریسک سیستماتیک حباب در بازار اوراق بهادار ایران، نشریه علمی (فصلنامه) پژوهشها و سیاستهای اقتصادی، ۲۸(۹۳): ۳۲۹-۳۵۵.
- Aminian, Tahereh; Saraf, Fatemeh; Imam Vardi, Godratoallah and Baghani, Ali. (2017). Asymmetric effects of oil price shocks and economic policies uncertainty on industry stock returns, *Journal of Securities Exchange*, 11(43):5-22. (In persian)
- Jalilian, Negar; Zanjcheri, Seyyed Mahmoud and Naser Sadrabadi, Alireza. (2019). Liquidity risk management and customer participation in providing liquidity of Bank, *Journal of Business Management Research*, 12(23):125-146. (In persian)
- Hatfi Majumard, Majid; Zamaniyan, Gholamreza; Shahiki Tash, Mohammadnabi and Jalali, Umm al-Binin. (2019). Market Volatility Puzzle with Regard to the Systematic Risk of Bubble in the Securities Market of Iran, *quarterly journal of economic research and policies*, 28(93):329-355. (In persian)
- Hoghoghi, Sohaila; Aghababai, Mohammad Ebrahim. (2019). Investigate the effectiveness of gold coin dealing to hedge the risk of stock price volatility, *Financial Engineering and Securities Management*, 11(43):131-150. (In persian)
- Jalilian, Negar; Zanjcheri, Seyyed Mahmoud and Naser Sadrabadi,

risk transmission. *Finance Research Letters*, 33, 101222, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.06.020>

Racicot François-Éric, Raymond Théoret & Gregoriou Greg.(2021). The response of hedge fund higher moment risk to macroeconomic and illiquidity shocks, *International Review of Economics & Finance*, 14(26): 289 – 318.

Rezec, Michael. (2016). Alternative approaches in esg investing: four essays on investment performance & risk University of St Andrews, pp. 1-275.

Yavas Cigdem, Vural. (2020). Corporate risk-taking in developed countries: The influence of economic policy uncertainty and macroeconomic conditions, *Journal of Multinational Financial Management*, 54(124):17-41.

Yavrumyan, Evgenia. (2015). Efficient Market Hypothesis and Calendar Effects: Evidence from the Oslo Stock Exchange, Department of Economics University of Oslo, pp. 1-61.

Barra, Cristian & Ruggiero, Nazzareno .(2021). Do microeconomic and macroeconomic factors influence Italian bank credit risk in different local markets? Evidence from cooperative and non-cooperative banks, *Journal of Economics and Business*, 19(114):141 – 169.

Ceylan ,Ozgan.(2020), Time-Varying Risk Aversion and its Macroeconomic and Financial Determinants A Comparative Analysis in the U.S. and French Financial Markets, *Finance Research Letters*, 15(20):1- 27.

De Mendonça Ferreira Helder & da Silva Bernardo Rafael. (2017). Effect of banking and macroeconomic variables on systemic risk: An application of Δ COVAR for an emerging economy.

He, G., Ren, H. (2018). Financial constraints and future stock price crash risk. www.ssrn.com. DOI:10.2139/ssrn.3021307

Luo, Y. & Zhang, C. (2020). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 51, 101112.

Muijsson, C. & Satchell, S. (2019). The role of bank funding in systematic

Providing a Model for the Impact of Macroeconomic Variables on the Money and Capital Markets with an Approach to the Grounded Theory and Structural Equation Modeling

¹*Souzan Hosseinzadeh*

²*Gholamreza Zomorodian**

³*Ebrahim Chirani*

Abstract

this research seeks to develop a model for the impact of macroeconomic variables on the money and capital markets based on the grounded theory and structural equation modeling (SEM) technique. this is a basic and exploratory research conducted with a mixed (quantitative-qualitative) approach. The qualitative analysis was performed in MAXQDA software based on the grounded theory (GT). The statistical population included the university professors and scholars with expertise in the area of macroeconomic policies of whom 14 persons were selected, using theoretical sampling. The required information was obtained from the semi-structured interviews held with the sample experts. The quantitative part was performed in SmartPLS software based on the variables identified in the qualitative stage, in which the related data for the period 1989-2019 were extracted from the website of the Central Bank. using open, axial and selective coding, the preliminary model was formed. Next, consulting experts and profiting from the theoretical framework, the qualitative model was finalized. The relationships between the variables in the final model was tested using the SEM technique. Conclusion: the obtained coefficients of determination for the stock exchange index (TEPIX) and the money market were 0.962 and 0.975, respectively, indicating that 96.2 percent of the changes in TEPIX and 97.5 percent of the changes in the money market index could be explained by the identified macroeconomic variables.

Keywords: Macroeconomics; Money and capital markets; Mixed approach; The grounded theory (GT); Structural equation modeling (SEM)

¹ Ph.D. Candidate in Finance, Department of Management, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. s.hossinzadeh@yahoo.com

² Assistant Professor, Department of Management, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author) Gh.zomorodian@gmail.com

³ Assistant Professor, Department of Business Management, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. chirani@iaurasht.ac.ir