Explaining the Threshold Effects of Foreign Exchange Market Pressure on Stock Returns with the Influence of Risk Aversion Indicators in Aiming to Improve Marketing Management in Financial Markets[1]

[*] **Maryam Sadeghi Sanabadi**
[**] **Hossein Sharifi Renani**
[***] **Maryam Emami Mibody**

Abstract

The aim of this paper is to explain the threshold effects of foreign exchange market pressure on stock returns by taking into account the effects of risk aversion indicators in order to improve marketing management in financial markets. For this purpose, a threshold approach model (STAR) was used based on the Iranian economy's quarterly data during the period 1380:1-1402:4. Based on statistical tests related to the correct specification of the model, foreign exchange market pressure was selected as the threshold variable of the two regimes, so that the change in coefficients is a function of foreign exchange market pressure. In conditions of low foreign exchange market pressure (linear regime), liquidity risk and credit risk have a negative effect on the stock return index in order to improve marketing management; while in the high foreign exchange market pressure regime (non-linear regime), the effect of liquidity risk and credit risk on the stock return index in order to improve marketing management increases, and with increasing foreign exchange market pressure, the stock return index will decrease. In fact, in Iran, due to high inflation, governments have always tried to set the exchange rate at a low level in order to prevent price increases. The result of this type of intervention has been the inflexibility of the nominal exchange rate in response to economic changes and developments, which could be a factor in the decline of the real exchange rate in the last few decades in Iran. Also, the relatively moderate average degree of intervention of the Central Bank indicates that the intervention policy of the Central Bank has not played a successful role in neutralizing the pressure on the foreign exchange market. The reason for this is that in the single-product economy of Iran, the government is the main supplier of foreign exchange. The Central Bank is also obliged to provide financial resources for the government budget. Therefore, foreign exchange intervention in the market is mainly carried out in order to provide rial resources for the government budget.

Key Words: Foreign exchange market pressure, stock returns, risk aversion, marketing management, financial markets, threshold approach model.

JEL classification: E52, F44, E31, E62, E69.

---

1 **Cite this article:** Sadeghi Sanabadi, Maryam; Sharifi Renani, Hossein, Emami Mibody, Maryam (2025). Explaining the Threshold Effects of Foreign Exchange Market Pressure on Stock Returns with the Influence of Risk Aversion Indicators in Aiming to Improve Marketing Management in Financial Markets, Journal of Marketing Management, 20(1): 129-150.

[*] Department of Economics, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran, E-mail: sadeghistu@gmail.com

[**] Associate Professor of Economics, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran (corresponding author), E-mail: h.sharifi@khuisf.ac.ir

[***] Assistant Professor of Accounting, Shahinshahr Branch, Islamic Azad University, Shahinshahr, Iran, E-mail: m.emami@shaiau.ac.ir

مجله
مدیریت بازاریابی
شماره ۶۶ - بهار ۱۴۰۴

تبیین اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز بر بازده سهام با اثرپذیری از شاخص‌های ریسک گریزی در راستای بهبود مدیریت بازاریابی در بازارهای مالی [۱]

[*] مریم صادقی سنابادی
[**] حسین شریفی رنانی
[***] مریم امامی میبدی

دریافت: ۱۴۰۴/۰۲/۳۰ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۴/۱۱

چکیده

هدف مقاله حاضر تبیین اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز بر بازده سهام با اثرپذیری از شاخص‌های ریسک گریزی در راستای بهبود مدیریت بازاریابی در بازارهای مالی است. برای این منظور از مدل با رویکرد آستانه‌ای (STAR) بر اساس داده‌های فصلی اقتصاد ایران طی دوره ۱۴۰۲:۴-۱۳۸۰:۱ استفاده شد. بر اساس آزمون‌های آماری مربوط به تصریح صحیح الگو، فشار بازار ارز به عنوان متغیر آستانه دو رژیم انتخاب شد، به‌طوری که تغییر ضرایب تابعی از فشار بازار ارز هستند. در شرایط فشار بازار ارز پایین (رژیم خطی)، ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری تاثیری منفی بر شاخص بازده سهام در راستای بهبود مدیریت بازاریابی دارد؛ در حالی‌که در رژیم بالای فشار بازار ارز (رژیم غیرخطی)، تاثیر ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری در شاخص بازده سهام در راستای بهبود مدیریت بازاریابی افزایش می‌یابد و با افزایش فشار بازار ارز، شاخص بازده سهام کاهش خواهد یافت. در حقیقت در ایران به دلیل وجود تورم بالا، دولت‌ها همواره سعی کرده‌اند که نرخ ارز را در سطح پایین تنظیم کنند تا از این طریق مانع از افزایش سطح قیمت‌ها شوند. نتیجه این نوع دخالت، عدم انعطاف‌پذیری نرخ ارز اسمی در واکنش به تغییرات و تحولات اقتصادی بوده است که این می‌تواند عاملی جهت کاهش نرخ ارز واقعی در چند دهه اخیر در ایران باشد. همچنین میانگین نسبتاً متوسط درجه مداخله بانک مرکزی حاکی از این مطلب است که سیاست مداخله بانک مرکزی نقش موفقی در خنثی ساختن فشار بازار ارز نداشته است. دلیل این مطلب آن است که در اقتصاد تک محصولی ایران عرضه‌کننده اصلی ارز دولت است. بانک مرکزی نیز موظف به تأمین منابع مالی بودجه دولت است. از این‌رو، عمدتاً مداخله ارزی در بازار به منظور تأمین منابع ریالی بودجه دولت صورت می‌گیرد.

واژگان کلیدی: فشار بازار ارز، بازده سهام، ریسک گریزی، مدیریت بازاریابی، بازارهای مالی، مدل رویکرد آستانه‌ای.

طبقه‌بندی JEL: E52، F44، E31، E62، E69.

---

[۱] استناد به این مقاله: صادقی سنابادی، مریم؛ شریفی رنانی، حسین؛ امامی میبدی، مریم (۱۴۰۴). تبیین اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز بر بازده سهام با اثرپذیری از شاخص‌های ریسک گریزی در راستای بهبود مدیریت بازاریابی در بازارهای مالی. مدیریت بازاریابی / شماره ۶۶ / بهار ۱۴۰۴: ۱۲۹-۱۵۰.

[*] دانشجوی دکتری رشته اقتصاد، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران، رایانامه: sadeghistu@gmail.com

[**] دانشیار اقتصاد، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول)، رایانامه: h.sharifi@khuisf.ac.ir

[***] استادیار حسابداری، واحد شاهین شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهین شهر، ایران، رایانامه: m.emami@shaiau.ac.ir

۱- مقدمه

تجزیه و تحلیل بازاریابی نقش مهمی در ایجاد بینش برای بهبود تصمیم گیری در بازاریابی و کسب مزیت رقابتی برای بازارهای مالی دارد (میرمیران[1]، ۲۰۲۴). دستیابی به شناخت کافی از بازار و کنترل منابع ارزشمند مزیت رقابتی، همچون قابلیت‌های بازاریابی می‌تواند شواهدی واقعی برای مدیران در راستای تشخیص نیاز به بهبود قابلیت‌ها فراهم کند. قابلیت‌های بازاریابی شرکت را قادر می‌سازد تا به‌صورتی تاثیرگذار، جهت‌گیری‌های استراتژیکی که به منظور مطابقت با شرایط بازار مالی طراحی شده است را اجرا و به اهداف عملکردی خاص دست پیدا کند (رادولکا[2]، ۲۰۲۵). در محیط پیچیده، پویا و بسیار متغیر امروزی، شرکت‌ها و بازارهای مالی نیازمند طراحی و اتخاذ استراتژی‌هایی هستند که بتوانند آنها را در بهبود روزافزون عملکردشان یاری رساند. مدیریت بازاریابی یکی از پیش‌نیازهای بازارهای مالی از جمله سهام برای دستیابی به اهداف مدیریت بازاریابی و عملکرد مالی است (رضایی و همکاران، ۱۴۰۲). جمع‌آوری و تحلیل اطلاعات بازار مالی، شناسایی فرصت‌ها و تهدیدها، بخش‌بندی بازار مالی، تعیین بازار هدف، تدوین استراتژی‌های بازاریابی، هماهنگی تیم‌های فروش و تبلیغات، و نظارت بر اجرای برنامه‌های بازاریابی برای رسیدن به اهداف مالی سازمان از جمله وظایف اصلی مدیریت بازاریابی است (پانچنکو[3] و همکاران، ۲۰۲۳). بازار سهام به‌عنوان یک بازار مالی، جایی است که سهام شرکت‌ها خرید و فروش می‌شود و تحت تأثیر عوامل مختلف اقتصادی و روانی قرار دارد. مدیریت بازاریابی در بازار سهام به معنای برنامه‌ریزی و اجرای فعالیت‌هایی است که به جذب سرمایه‌گذاران، ایجاد ارتباط موثر با ذینفعان و ارتقاء شناخت و اعتماد نسبت به سهام یا شرکت‌های فعال در این بازار کمک می‌کند (پارانی و جولیانا[4]، ۲۰۲۵).

توسعه‌ی بازارهای مالی در کشور مانند تمامی کشورهای جهان به عنوان یکی از مهم‌ترین ارکان توسعه‌ی اقتصادی، در زمره‌ی اهداف اصلی دولت و دستگاه‌های حکومتی قرار داشته است. به همین دلیل، گسترش و پیشرفت روز افزون بازارهای مالی در کشور و ارتقای سطح خدمات مالی در بازار در پهنه‌ی جهان، موجب اهتمام جدی اندیشمندان و فعالان این رشته از فعالیت‌های کسب و کار برای تشکیل بازارهای سرمایه‌ی شده است. تجربه‌های اقتصادی جهان به ویژه در دو دهه اخیر این مطلب را به اثبات می‌رساند که ثبات اقتصادی کشورها مدیون ثبات بازارهای مالی آنهاست (لئو و همکاران[5]، ۲۰۲۴).

مدیریت بازاریابی با تحقیقات بازار و تحلیل رفتار مشتریان، نیازها و خواسته‌های آن‌ها را شناسایی می‌کند و محصولات و خدماتی مطابق با این نیازها طراحی می‌نماید که این امر باعث افزایش فروش و درآمد می‌شود (عابدی و همکاران، ۱۴۰۳). مدیریت بازاریابی با توسعه محصولات و خدمات جدید و معرفی آن‌ها به بازار، به بهبود عملکرد مالی و رشد بازار کمک می‌کند (دبیری فرد و رحیمی، ۱۴۰۳). مدیریت بازاریابی به عنوان قلب تپنده کسب‌وکار، با درک عمیق از بازار و مشتریان، طراحی استراتژی‌های هدفمند و بهره‌گیری از فناوری‌های نوین، نقش بسیار مؤثری در بهبود بازار مالی و افزایش سودآوری شرکت‌ها دارد. همچنین با تدوین استراتژی‌های مناسب شامل قیمت‌گذاری، تبلیغات، توزیع و برندسازی، مدیریت بازاریابی می‌تواند سهم بازار را افزایش داده و رقابت‌پذیری شرکت را در بازار مالی تقویت کند (بیگلو و همکاران، ۱۴۰۳).

بحران‌های مالی، وجود عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و انواع ریسک در چند سال اخیر گواهی بر این مدعاست. صندوق بین‌المللی پول هزینه‌های بحران مالی اخیر جهان را در حدود ۱۱/۹ تریلیون دلار برآورد کرده است. مطالعات مختلفی نظیر مطالعات؛ بوبکیر و همکاران (۲۰۱۹)[6]، ایوافندی (۲۰۱۹)[7] و لطف‌الله و همکاران (۲۰۱۸)[8] وجود دارد که نشان می‌دهد بین ارزش پول ملی، عدم ثبات مالی، نوسانات ارزی، ریسک و عملکرد شرکت‌ها رابطه منفی وجود دارد. این مورد خصوصاً برای

[1] Mirmiran
[2] RĂDULICĂ
[3] Panchenko et al
[4] Parani, R., & Juliana
[5] Heng Luo et al
[6] Sabri Boubaker, Duc Khuong Nguyen, Vanja Piljak, Andreas Savvides
[7] Kharisya Ayu Effend.
[8] Lutfullah Lutf, Hafizullah Omarkhil

کشورهایی که اقتصاد آن‌ها درحال گذار بوده، صادق است. با افزایش رقابت در فعالیت‌های سنتی، پیچیده شدن مبادلات و گسترش بازارهای مالی، فعالیت شرکت‌های تجاری و تخصصی، هر روز ابعاد گسترده‌تری به خود می‌گیرد و شرکت‌ها پیوسته تلاش می‌کنند با اجرای سیاست‌های مناسب با تقاضای بازار و تنوع بخشیدن به خدمات خود، سهم بیشتری از تقاضای بازار را به خود اختصاص دهند (جلال علی و همکاران[1]، ۲۰۲۴). تحقیقات تحقیقات بازار و بازاریابی به مدیران کمک می‌کند تا با اطلاعات دقیق و تحلیل داده‌ها، ریسک‌های احتمالی را کاهش داده و تصمیمات استراتژیک بهتری اتخاذ کنند که این موضوع برای بهبود بازار مالی حیاتی است. بررسی مدیریت بازاریابی به شرکت‌ها و نهادهای مالی کمک می‌کند تا با شناخت بهتر نیازهای بازار، خدمات مالی متناسب ارائه دهند و از این طریق سهم بازار خود را افزایش دهند. شناسایی رفتار بازده بازارهای مالی نیازمند توجه به پویایی‌های موجود در فرایند تعدیل به سمت تعادل بلندمدت در این بازارها می‌باشد و این موضوع برای سیاستگذاران و سرمایه‌گذاران بازار سرمایه با توجه به نوسانات سایر بازارها مانند بازار ارز از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از طرف دیگر بروز بحران‌های مالی، انواع شوک‌ها، نوسانات و اثرات تحریم طی چند دهه اخیر و اصلاحات ایجاد شده در بازارهای مالی، ضرورت توجه به پیوندهای میان بازار ارز، شاخص‌های ریسک گریزیو اثرگذاری بر بازده سهام را مورد تأکید قرار داده است. بر این اساس در مطالعه حاضر به تبیین اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز بر بازده سهام با اثرپذیری از شاخص‌های ریسک گریزی در راستای بهبود مدیریت بازاریابی در بازارهای مالی طی دوره زمانی ۱۳۸۰:۱-۱۴۰۲:۴ و به کارگیری رویکرد آستانه‌ای انتقال ملایم پرداخته می‌شود.

۲- بیان مسئله

بازارهای مالی به عنوان بخش حیاتی و مرکزی در اقتصاد هر کشور، نقش اساسی در تخصیص منابع، تامین مالی بنگاه‌ها و ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند. در این میان، بازار سهام به عنوان یکی از مهم‌ترین اجزای بازارهای مالی، به دلیل تاثیر مستقیم بر ثروت سرمایه‌گذاران و اقتصاد کلان، همواره مورد توجه سیاست‌گذاران، فعالان بازار و پژوهشگران قرار داشته است. بازده سهام، که نشان‌دهنده عملکرد و وضعیت بازار سرمایه است، تحت تأثیر مجموعه‌ای از عوامل متنوع اقتصادی، سیاسی و روانی قرار می‌گیرد. یکی از مهم‌ترین و پیچیده‌ترین عوامل موثر بر بازده سهام، تغییرات و نوسانات بازار ارز است که به دلیل ماهیت دوگانه آن (اقتصادی و روانی) می‌تواند پیامدهای قابل توجهی بر عملکرد بازار سرمایه داشته باشد.نوسانات شدید نرخ ارز و فشارهای مرتبط با بازار ارز، به ویژه در اقتصاد هایی که با عدم ثبات اقتصادی و تحریم‌های بین‌المللی مواجه هستند، باعث افزایش ریسک و عدم اطمینان در بازارهای مالی می‌شوند. این فشارها می‌توانند از طریق افزایش هزینه‌های واردات، کاهش سودآوری شرکت‌ها، تغییر انتظارات سرمایه گذاران و انتقال شوک‌های خارجی به بازار سهام اثرگذار باشند. اهمیت این موضوع زمانی بیشتر می‌شود که تاثیرات فشار بازار ارز بر بازده سهام، به صورت خطی نبوده و پس از عبور از یک آستانه خاص به شکل قابل توجهی تغییر کند (جلال علی و همکاران[2]، ۲۰۲۴). این نوع تاثیرات که به آن اثرات آستانه‌ای گفته می‌شود، نشان می‌دهد که واکنش بازار سهام نسبت به فشارهای ارزی می‌تواند در سطوح مختلف فشار به شکل متفاوتی ظاهر شود؛ به نحوی که تغییرات جزئی نرخ ارز ممکن است بازده سهام را چندان تحت تاثیر قرار ندهد اما پس از رسیدن به یک نقطه حساس، نوسانات و واکنش‌های بازار به طور قابل توجهی تشدید گردد.علاوه بر این، عوامل رفتاری مانند شاخص‌های ریسک گریزی سرمایه گذاران نقش مهمی در تعیین واکنش بازار سهام به تغییرات نرخ ارز ایفا می‌کنند. ریسک گریزی، که نشان دهنده میزان تحمل یا عدم تحمل سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک است، می‌تواند شدت و جهت تاثیر فشارهای ارزی را تعدیل کند. برای مثال، در شرایطی که سرمایه‌گذاران از ریسک گریزی بالایی برخوردار هستند، حتی فشارهای نسبتا کوچک بازار ارز می‌تواند منجر به خروج سرمایه و کاهش بازده سهام شود، در حالی که در شرایط ریسک پذیری بالاتر، بازار

[1] Diary Jalal Ali et al

[2] Diary Jalal Ali et al

ممکن است نسبت به این فشارها مقاوم‌تر عمل کند. این نکته اهمیت درک تعامل میان فشار بازار ارز و ریسک گریزی سرمایه‌گذاران را برجسته می‌کند، چرا که تنها از طریق شناخت دقیق این تعامل می‌توان به درک بهتری از نوسانات بازار سهام دست یافت.از منظر مدیریت بازاریابی در بازارهای مالی، شناخت دقیق این روابط پیچیده و چندوجهی از اهمیت بالایی برخوردار است. مدیریت بازاریابی در بازار سرمایه، علاوه بر جنبه‌های سنتی بازاریابی، باید توانایی تحلیل شرایط اقتصادی، رفتاری و روانی بازار را نیز داشته باشد تا بتواند استراتژی‌های مناسب برای جذب سرمایه، حفظ اعتماد سرمایه‌گذاران و بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها طراحی و اجرا نماید . در این راستا، بررسی اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز و تاثیرات شاخص‌های ریسک گریزی، می‌تواند به ارائه راهکارهای کارآمد برای بهبود فرآیندهای تصمیم‌گیری در مدیریت بازاریابی منجر شود. به عبارت دیگر، با شناسایی سطوح حساس فشار ارزی و رفتار سرمایه‌گذاران در مواجهه با ریسک، مدیران می‌توانند استراتژی‌های بازاریابی و مالی خود را به گونه‌ای تنظیم کنند که پاسخگویی به نیازهای بازار بهبود یافته و از بروز واکنش‌های منفی شدید جلوگیری شود.از سوی دیگر، در شرایط اقتصادی کنونی که بازارهای مالی با تحولات سریع و پیچیده‌ای مواجه‌اند، نیاز به پژوهش‌های عمیق و دقیق در این زمینه بیش از پیش احساس می‌شود. مطالعات پیشین عمدتاً به بررسی اثرات خطی تغییرات نرخ ارز بر بازده سهام پرداخته‌اند و کمتر به ابعاد آستانه‌ای و نقش تعدیلی ریسک گریزی سرمایه‌گذاران توجه داشته‌اند. این خلا تحقیقاتی، فرصت مناسبی برای انجام پژوهشی فراهم می‌آورد که بتواند با به‌کارگیری مدل‌های پیشرفته آماری و اقتصادسنجی، اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز را با در نظر گرفتن شاخص‌های رفتاری و روان‌شناختی سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار دهد (کلیکومه و همکاران[1]، ۲۰۲۰). از این رو، هدف اصلی این پژوهش تبیین اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز بر بازده سهام با تاکید بر اثرپذیری از شاخص‌های ریسک گریزی سرمایه‌گذاران و ارائه راهکارهای بهبود مدیریت بازاریابی در بازارهای مالی است. این هدف کلی در چارچوب اهداف جزئی شامل شناسایی آستانه‌های اثرگذار فشار بازار ارز، تحلیل نقش تعدیلی شاخص‌های ریسک گریزی و ارائه مدل‌های کاربردی برای تصمیم‌گیری بهتر در بازار سرمایه دنبال می‌شود. با توجه به اهمیت و پیچیدگی موضوع، این تحقیق در پی آن است تا با بهره‌گیری از روش‌های نوین تحلیل داده‌ها و رویکردهای رفتاری و مالی، پاسخی علمی، مستند و کاربردی به مسئله مذکور ارائه نماید و به این ترتیب، خلأ موجود در ادبیات پژوهشی را پر کرده و به بهبود عملکرد بازار سرمایه کمک کند.

در ادبیات مالی و اقتصاد رفتاری، مطالعات متعددی به بررسی تأثیر نرخ ارز بر بازار سهام پرداخته‌اند، اما اغلب این تحقیقات، تاثیرات را به صورت خطی و یکنواخت فرض کرده‌اند و کمتر به ماهیت غیرخطی و آستانه‌ای فشارهای ارزی توجه شده است. علاوه بر این، نقش شاخص‌های ریسک گریزی سرمایه‌گذاران به عنوان عامل تعدیلی در این رابطه، به طور کامل مورد تحلیل قرار نگرفته و اغلب پژوهش‌ها اثر ریسک‌گریزی را به شکل محدود و در قالب مدل‌های رفتاری ساده بررسی کرده‌اند. این موضوع باعث شده است که فهم عمیق‌تری از نحوه تعامل فشارهای ارزی با رفتار سرمایه‌گذاران و تاثیر آن بر بازده سهام شکل نگیرد. در نتیجه، شکاف نظری اصلی در عدم وجود مدل‌های جامع و پویا است که اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز را با در نظر گرفتن شاخص‌های رفتاری ریسک گریزی به طور همزمان تحلیل کنند.

با توجه به شرایط اقتصادی خاص کشورهایی مانند ایران، که نوسانات ارزی شدید و مکرر، تحریم‌ها و عدم قطعیت‌های اقتصادی، فضای بازار سرمایه را به شدت متاثر کرده است، نیاز به مطالعات بومی و زمینه‌محور در این حوزه به شدت احساس می‌شود. بسیاری از تحقیقات موجود در زمینه تأثیر نرخ ارز بر بازار سهام، به داده‌ها و شرایط کشورهای توسعه‌یافته محدود بوده‌اند و کمتر به بررسی این رابطه در شرایط اقتصادی ایران و کشورهای مشابه پرداخته‌اند. همچنین، شاخص‌های ریسک گریزی در این بازارها به دلایل فرهنگی، اقتصادی و روان‌شناختی ممکن است رفتار متفاوتی داشته باشند که در مطالعات قبلی به طور کامل لحاظ نشده است. لذا یک شکاف

[1] Ikechukwu Kelikume et al

زمینه‌ای مهم، فقدان پژوهش‌های بومی است که این موضوع را در بستر اقتصاد و بازار مالی ایران بررسی کند.
در عرصه عملی، بسیاری از مدیران مالی، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران اقتصادی با عدم شناخت دقیق اثرات فشارهای ارزی در سطوح مختلف و تاثیرات رفتارهای ریسک گریزی سرمایه‌گذاران مواجه هستند. این کمبود دانش باعث می‌شود تصمیم‌گیری‌ها در حوزه مدیریت بازاریابی و استراتژی‌های مالی کمتر دقیق و اثربخش باشد و به افزایش نوسانات و ریسک‌های غیرضروری منجر گردد. همچنین، ابزارها و مدل‌های کاربردی برای پیش‌بینی و مدیریت این اثرات به اندازه کافی توسعه نیافته‌اند و مدیران بازار سرمایه فاقد راهنمایی‌های جامع در این زمینه هستند. بنابراین، شکاف عملیاتی عمده در نبود مدل‌ها و چارچوب‌های عملیاتی است که بتوانند اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز را با توجه به شاخص‌های ریسک گریزی شناسایی و مدیریت کنند و در بهبود فرآیندهای بازاریابی و مدیریت مالی موثر باشند.

۳- ادبیات موضوع

۳-۱- مدیریت بازاریابی بازار ارز و سهام

مدیریت بازاریابی در بازار ارز و سهام، فرآیندی پویا و تخصصی است که با شناخت عمیق بازار، طراحی محصولات و خدمات متناسب، استفاده از ابزارهای نوین بازاریابی و تمرکز بر رضایت و وفاداری مشتریان، می‌تواند به رشد و موفقیت نهادهای مالی کمک کند. این حوزه نیازمند ترکیب دانش مالی و بازاریابی، تحلیل مستمر بازار و به‌کارگیری استراتژی‌های رقابتی و نوآورانه است (یاداو و همکاران، ۲۰۲۴). بازار ارز و نوسانات نرخ ارز به طور مستقیم و غیرمستقیم بر مدیریت بازاریابی تأثیر می‌گذارند. این تأثیرات شامل تغییر در قیمت‌گذاری، رقابت‌پذیری، استراتژی‌های صادرات، مدیریت ریسک ارزی، تغییر در تقاضا و قدرت خرید مشتریان، و نیاز به نوآوری و استفاده از فناوری‌های نوین است. بنابراین، مدیران بازاریابی باید با درک دقیق این عوامل و به کارگیری راهکارهای مناسب، از جمله تنوع بازار هدف، مدیریت ریسک، بهبود کیفیت محصولات و بهره‌گیری از دیجیتالیزاسیون، کسب و کار خود را در برابر نوسانات بازار ارز مقاوم و پایدار کنند (احمدی امیرآبادی و همکاران، ۱۴۰۳).
برای بهبود مدیریت بازاریابی در بازار سهام می‌توان از راهکارها و استراتژی‌های زیر بهره برد که به افزایش جذب و حفظ مشتریان، ارتقای جایگاه برند و رشد سهم بازار کمک می‌کنند (رمزی و همکاران، ۱۴۰۳).
راهکارهای بهبود مدیریت بازاریابی در بازار سهام:

- **تعیین مزیت رقابتی و تمایز کارگزاری یا شرکت سرمایه‌گذاری**

برای جذب مشتریان بیشتر، باید مشخص کنید که کارگزاری یا شرکت شما چه ویژگی منحصربه‌فردی دارد که دیگر رقبا ندارند. این تمایز می‌تواند در خدمات تخصصی، مشاوره بهتر، فناوری‌های نوین یا قیمت‌گذاری رقابتی باشد. تمایز خود را به طور مستمر توسعه و بهبود دهید تا در ذهن مشتریان جایگاه ویژه‌ای پیدا کنید.

- **شناسایی دقیق مخاطبان هدف و شخصی‌سازی پیام‌ها**

شناخت دقیق گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران (مثلاً سرمایه‌گذاران تازه‌کار، حقوقی‌ها یا معامله‌گران حرفه‌ای) و طراحی کمپین‌های مدیریت بازاریابی متناسب با نیازهای هر گروه، اثربخشی بازاریابی را افزایش می‌دهد. همچنین تقسیم‌بندی مشتریان بر اساس وفاداری و ارائه خدمات خاص به هر گروه، موجب افزایش رضایت و وفاداری می‌شود.

- **استفاده از بازاریابی محتوایی و آموزشی**

تولید محتوای تخصصی، آموزشی و تحلیلی درباره بازار سهام، ابزارهای مالی و روندهای بازار، به جذب و حفظ مشتریان کمک می‌کند. این محتوا می‌تواند از طریق وبلاگ، ویدئو، وبینار و شبکه‌های اجتماعی منتشر شود و باعث افزایش آگاهی و اعتماد سرمایه‌گذاران شود.
با اجرای این راهکارها، مدیریت بازاریابی در بازار سهام به صورت هدفمند، اثربخش و مشتری‌محور بهبود یافته و موجب رشد پایدار و افزایش سهم بازار خواهد شد (رمزی و همکاران، ۱۴۰۳).

۲-۳- استراتژی ایجاد محدودیت در پارامترهای مدل

یکی از استراتژی‌های مطرح برای بهبود پیش‌بینی‌ها در شرایط گسست ساختاری استفاده از نظریه اقتصادی برای ایجاد محدودیت پارامترهای مدل است. در این رهیافت برای پارامترهای مدل شروط یا محدودیت‌هایی را با توجه به وضعیت کلی اقتصادی قرار می‌دهند. برای بررسی موضوع مطابق روشی که کم‌پل و تامسون ارائه کرده‌اند، فرض کنید که مدل رگرسیونی پیش‌بینی بازده سهام بصورت رابطه ۱ باشد (اوا و همکاران[1]، ۲۰۱۸):

$$r_{t+1} = \alpha_i + \beta_i x_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

که در آن (rt+1) بازده سهام است و شاخص i در xit نشان دهنده متغیرهای پیش بینی کننده هستند که می‌تواند تا k متغیر افزایش یابد. اگر برآورد پارامترهای β و α که با برآوردکننده حداقل مربعات از داده‌های موجود تا زمان t بدست آمده‌اند را با ($\widehat{\alpha_i, \beta_i}$) نشان دهیم. رابطه‌ای که بر اساس آن پیش بینی بدست می‌آید، بصورت رابطه زیر خواهد بود (کامپل و تامپسون[2]، ۲۰۰۸).

$$r_{t+1} = \alpha_i + \beta_i x_{i,t}$$

با توجه به این که این برآوردها بر اساس داده‌های درون نمونه‌ای بدست آمده‌اند، برای پیش‌بینی برون نمونه‌ای، لزوماً کارآ نخواهند بود. برای حل این مشکل، با استفاده از نظریه‌های بازار مالی، محدودیت‌هایی برای این پارامترها لحاظ می‌شود. به‌ویژه بر اساس مبانی نظری مانند مدل گوردن، مثبت یا منفی بودن ضرایب رگرسیون قابل شناسایی است. بنابراین اگر علامت برآورد ضریب رگرسیون یعنی (β) که با علامت مورد انتظار مدل‌های نظری یکی نباشد، مقدار صفر برای آن در نظر گرفته می‌شود. همچنین از آنجا که مفهوم صرفه بازده باید بزرگتر از صفر باشد، چنانچه برای ($\hat{r}_{t+1}$) مقدار کوچک‌تر از صفر حاصل شود، مقدار آن صفر منظور می‌گردد. این‌روش، عدم قطعیت‌های برآورد پارامترهای مدل را در بازه برون نمونه‌ای کاهش می‌دهد و در مقایسه با رگرسیون بدون محدودیت، نتایج بهتری را ارائه کرده است.

فریرا و سانتا کلارا نیز از این‌رویکرد برای پیش‌بینی بازده استفاده کرده‌اند. در مطالعه آن‌ها از شیوه جمع اجزا استفاده شده است، به این معنا که بازده سهام به سه جزء تفکیک شده و برای هر جزء بطور جداگانه بازه‌ای تعریف شده است و با توجه به مفروضات نظری و تجربی، نتایج آن پیش‌بینی شده است. فریرا و سانتا کلارا در مطالعه خود از داده‌های بورس نیویورک برای بازه زمانی ۱۹۲۷ تا ۲۰۰۷ استفاده کرده‌اند. آن‌ها بیان کرده‌اند که در این‌روش از نرخ بازده نقدی به‌عنوان متغیر پیش‌بینی کننده استفاده شده و عرض از مبدا رگرسیون با متوسط داده‌های تاریخی و نرخ رشد تصحیح شده است. روش دیگری که در این رهیافت مورد استفاده قرارگرفته است، استفاده از گمان پیشینی در مدل‌سازی بیزی برای تعیین پارامترهای رگرسیون‌های پیش‌بینی بوده است. ازجمله مطالعاتی که از رویکرد بیزی برای تصحیح پارامترهای رگرسیون استفاده کرده‌اند می‌توان به مدل باربریز و تحقیق واچر و واروسویتارانا اشاره کرد (واچتر و واروساویتارانا[3]، ۲۰۰۹). در مطالعه باربریز[4] که درباره بازار سهام بورس نیویورک است، این مسئله بررسی شده است که در افق‌های بلندمدت چه میزان انتخاب اولیه نسبت به پارامترهای مدل می‌تواند بر پیش‌بینی بازده تاثیر بگذارد. باربریز در این مطالعه داده‌های بازار سهام نیویورک را در بازه زمانی ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۵ استفاده کرده است و با متغیر سودنقدی پیش‌بینی بازده را در محدوده برون نمونه‌ای انجام داده است. در مدلی که باربریز استفاده کرده است، عدم قطعیت پارامترهای در تحلیل رگرسیون بی‌زی وارد شده است، به این معنا که چون در مدل بیزی پارامترهای مدل ثابت فرض نمی‌شوند و متغیر تصادفی محسوب می‌شوند، با فرض عدم قطعیت پارامترها تاثیر آن‌ها روی پیش‌بینی بازده و تصمیم سرمایه‌گذار را نشان داده است (باربریز[5]، ۲۰۰۰). جمع‌بندی مطالعات مرتبط با استراتژی محدودیت‌سازی در مدل نشان می‌دهد که این نوع مدل‌سازی، نسبت به مدل‌های رگرسیونی ساده دقت بهتری در پیش‌بینی برون نمونه‌ای دارد، ولی بدلیل تفاسیر

[1] Tolosa Leticia Eva and Nicolas María Claudia
[2] Campbell & Thompson
[3] Wachter & Warusawitharana
[4] Barberis
[5] Barberis

مختلفی که می‌توان از مبانی نظری برای تعیین محدودیت‌ها بدست آورد، استفاده از این‌روش وابسته به دیدگاه نظری خواهد بود.

۳-۳- بررسی نظریه رویکرد بازار کالا در خصوص رابطه فشار بازار ارز و شاخص قیمتی سهام

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

۴-۲- پیشینه تحقیق

یاداو[4] و همکاران (۲۰۲۴)، در مطالعه‌ای به بررسی مدل موفقیت کسب و کار مدیریت مالی و مدیریت بازاریابی در شرکت‌های کوچک و متوسط پرداختند. این مدل همچنین اهمیت رویکردهای بازاریابی مشتری‌محور را که به اندازه کافی انعطاف‌پذیر هستند تا به شرایط متغیر بازار واکنش نشان دهند، مورد بحث قرار می‌دهد. برای اینکه شرکت‌های کوچک و متوسط بتوانند امکانات را تشخیص دهند، ترجیحات مشتری را درک کنند و مشارکت‌های بلندمدت ایجاد کنند، بر اهمیت مدیریت بازاریابی دیجیتال، مدیریت ارتباط با مشتری و تحقیقات بازار تأکید می‌کند. این مقاله تحقیقاتی بر اهمیت حیاتی فناوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها برای عملیات مالی و بازاریابی شرکت‌های کوچک و متوسط تأکید می‌کند. این مقاله استفاده از ابزارها و روش‌های معاصر را برای بهبود تصمیم‌گیری، ساده‌سازی فرآیندها و ترویج گسترش شرکت‌ها ترویج می‌دهد. مدل موفقیت کسب‌وکار مدیریت مالی و مدیریت بازاریابی این مقاله به عنوان یک راهنمای مفید برای شرکت‌های کوچک و متوسطی عمل می‌کند که به دنبال دستیابی به موفقیت بلندمدت در یک فضای کسب‌وکار پویا و بی‌رحم هستند.

لئو و همکاران[5] (۲۰۲۴) در مقاله‌ای به بررسی تاثیر عدم اطمینان اقتصادی بر بازدهی بانک-نقش تعدیل کننده حاکمیت کشور می‌پردازند. این مطالعه تاثیر عدم قطعیت اقتصادی (EU) را بر بازدهی بانک‌های اسلامی (IBs) و بانک‌های متعارف (CB) در کشورهایی که استانداردی را برآورده می‌کنند که در آن سهم ۱٪ از دارایی‌های بانکداری اسلامی بخشی از کل دارایی‌های بخش بانکداری داخلی آنها است، بررسی می‌کند. علاوه بر این، این مطالعه با استفاده از روش کمی مبتنی بر داده‌های ثانویه از سال ۲۰۰۶ تا ۲۰۲۱، اثر تعدیل‌کننده حکمرانی کشور (CG) را مورد بررسی قرار داد. اتحادیه اروپا بر اساس نتایج رگرسیون اساسی، بازدهی بانک را افزایش می‌دهد. CG اثر مثبت اتحادیه اروپا بر بازدهی بانک را تعدیل کرد. تست‌های استحکام اضافی نشان داد که اتحادیه اروپا به طور مثبت با هر دو نوع بازدهی بانک‌ها مرتبط است. ارزش مقاله از این جهت منحصربه‌فرد است که مقالات کمی اثر تعدیل کننده CG را بر تاثیر اتحادیه اروپا بر بازدهی بانک‌ها بررسی کرده‌اند، که درک اتحادیه اروپا و CG را افزایش می‌دهد. این نتایج پیامدهای مهم سیاستی را نشان می‌دهد که به موجب آن بانک‌ها باید به سرمایه‌گذاری و بهبود استراتژی‌های مدیریت ریسک خود ادامه دهند. علاوه بر این، دولت‌ها و نهادهای نظارتی باید

[1] Zhenjun Fan
[2] Ma and Kao
[3] Smita Mahapatra et al
[4] Yadav et al
[5] Heng Luo et al

شیوه‌های حکمرانی خوب را در اولویت قرار دهند، زیرا این اقدامات می‌تواند کارایی بانک‌ها را بهبود بخشد.

جلال علی و همکاران[1] (۲۰۲۴) در مقاله‌ای به بررسی تاثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و شوک‌های قیمت نفت بر عملکرد سهام بانک‌های گروه ۲۰: انسجام موجک و علیت ناپارامتریک در رویکرد چندک پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که اثرات نااطمینانی سیاست اقتصادی و قیمت نفت بر ارزش سهام بانک‌ها به طور قابل‌توجهی در کشورهای مختلف و در طول زمان متفاوت است. به طور قابل‌توجهی، در طول دوره‌های استرس، ما یک رابطه معکوس بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و سهام بانک‌ها در کشورهای مختلف مانند برزیل، کانادا، فرانسه، هند، روسیه و ایالات متحده آمریکا مشاهده می‌کنیم که ژاپن همبستگی نامطلوب به‌ویژه قوی و بلندمدت را نشان می‌دهد. به طور مشابه، تاثیر قیمت نفت در درجه اول در دوره‌های بحران مشاهده می‌شود، اما نشان‌دهنده یک حرکت مشترک قابل‌توجه با سهام بانک‌ها در کشورهای نمونه به جز برزیل است. تجزیه‌وتحلیل تجربی ما پیامدهای ارزش‌مندی برای سیاست‌گذاران، بانکداران، سرمایه‌گذاران و مدیران پرتفوی دارد.

پنچنکو و همکاران (۲۰۲۳)، در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر مدیریت بازاریابی بر بهبود عملکرد مالی شرکت‌های صنعتی پرداختند. هدف این مطالعه، فعالیت‌های شرکت‌های صنعتی است. وظیفه علمی آن نشان دادن تأثیر مثبت اجرای یک استراتژی بازاریابی موفق بر جنبه‌های مالی فعالیت‌های یک شرکت صنعتی است. روش تحقیق شامل یک رویکرد ترکیبی در استفاده از روش‌های نظری عمومی و روش‌های ریاضی و اقتصادسنجی برای تشکیل مدل‌ها و حل مسائل است. نتیجه اصلی این مطالعه، مدل تشکیل‌شده از تأثیر اجرای یک مدیریت بازاریابی موفق بر فعالیت‌های شرکت است. این مدل بر جنبه‌های مالی فعالیت تمرکز دارد و با این واقعیت متمایز می‌شود که تأثیر مالی یک مدیریت بازاریابی موفق را برای شرکت‌های صنعتی نشان می‌دهد. ارزش عملی نتایج به‌دست‌آمده در ارائه اهمیت مدیریت بازاریابی برای بهبود عملکرد مالی شرکت‌های صنعتی آشکار می‌شود. این مطالعه محدودیتی دارد و فرآیند تشکیل یک مدیریت بازاریابی را در نظر نمی‌گیرد، بلکه فقط اجرای آن را در نظر می‌گیرد.

داهمنا و و همکاران (۲۰۲۱)[2] در مطالعه‌ای به بررسی غیرخطی بودن در بازده سهام: آیا ریسک گریزی، تمایل سرمایه‌گذاران و شوک‌های سیاست پولی مهم هستند؟ در این مطالعه از یک مدل انتقال ملایم استفاده شده که در آن، محرک‌های بازده سهام به طور جداگانه به‌عنوان یک متغیر آستانه در نظر گرفته می‌شوند. نتایج نشان می‌دهد که بازدهی شاخص کاهش می‌یابد، زیرا سرمایه‌گذاران به‌دنبال شوک مثبت به شاخص نوسان برای بیشتر بازارها ریسک گریزتر می‌شوند. یک سیاست پولی محدودکننده بر بازده شاخص، در رژیم کم‌برای برخی کشورها، تاثیر منفی می‌گذارد و چنین تاثیری در رژیم بالا برای بازارهای نقدشونده‌تر بیشتر می‌شود. زمانی که سرمایه‌گذاران بدبینی یا خوش بینی شدیدی از خود نشان می‌دهند، بازار به آرامی باتوجه‌به واکنش‌های ناهمگون شرکت‌کنندگان در بازار و میزان جبران ریسک‌های تجاری اضافی، از حالت نزولی به حالت صعودی تغییر می‌کند. ارزیابی عملکرد پیش‌بینی‌کننده شواهد قانع‌کننده‌ای برای برتری مدل با شوک‌های پولی به‌عنوان یک متغیرگذار بر مدل‌های رقیب ارائه می‌دهد.

یلدیرم و و همکاران[3] (۲۰۱۹) در مطالعه‌ای به بررسی عدم قطعیت سیاست پولی، تمایل سرمایه‌گذاران و عملکرد بازار سهام ایالات متحده: شواهد جدید از تحلیل هم انباشتگی غیرخطی با مدل غیرخطی خود رگرسیون با وقفه‌های توزیعی (NARDL) پرداختند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که یک رابطه دوسویه و منفی بین عملکرد بازار سهام ایالات متحده و عدم اطمینان سیاست پولی در کوتاه‌مدت وجود دارد. علاوه بر این، تاثیر عدم قطعیت سیاست پولی بر احساسات سرمایه‌گذاران به طور قابل‌توجهی منفی است و در بلندمدت به‌شدت نامتقارن نیست. از سوی دیگر، در کوتاه‌مدت، افزایش حساسیت سرمایه‌گذاران به شوک‌های کلان اقتصادی، به‌شدت نااطمینانی سیاست پولی را افزایش می‌دهد، درحالی‌که

[1] Diary Jalal Ali et al

[2] Meriam Dahmene, Adel Boughrara, Skander Slim

[3] Ecenur Ugurlu-Yildirim, Baris Kocaarslan et al

کاهش حساسیت تاثیر قابل‌توجهی بر عدم اطمینان سیاست پولی ندارد. درنهایت، ما یک رابطه مثبت و دوسویه بین قیمت سهام و احساسات سرمایه‌گذاران در کوتاه‌مدت و بلندمدت پیدا کردیم. در بلندمدت، کاهش حساسیت سرمایه‌گذاران به نوسانات کلان اقتصادی (خوشبین‌تر شدن) تاثیر مثبت بیشتری بر قیمت سهام دارد تا تاثیر منفی بر قیمت سهام، زیرا سرمایه‌گذاران بدبین‌تر می‌شوند. پیامدهای تحلیل ما برای سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران برای تعیین تصمیمات موثر سیاست اقتصادی و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مناسب مهم است.

تاج امیر و همکاران (۱۴۰۳)، در مطالعه خود به بررسی ارایه مدل راهبردی مدیریت بازاریابی و تاثیر آن بر عملکرد مالی در جهت توسعه سرمایه گذاری در صنعت فولاد خوزستان پرداختند. روش پژوهش حاضر آمیخته است که طی دو مرحله کیفی و کمی با استفاده از نظریه داده بنیاد انجام شد. داده‌های مرحله کیفی از طریق انجام مصاحبه با ۱۵ نفر از خبرگان و کارشناسان حوزه بازاریابی که از طریق روش نمونه گیری هدفمند انتخاب شده بودند، جمع آوری و با نرم‌افزار تحلیل داده‌های کیفی مکس.کیو.دی.ای تحلیل شد. نتایج به دست آمده از تحلیل مبانی نظری و مصاحبه‌های پژوهش، منجر به الگوی نهایی مدیریت بازاریابی شد که دارای ۷ مقوله اصلی محصول، شبکه توزیع، بازار، مشتری، تجزیه و تحلیل رقبا، تبلیغات و برند می‌باشد. تجزیه و تحلیل رقبا و محصول در نقش «عوامل زمینه ای» بازار در نقشِ «عوامل مداخله گر»، تبلیغات، برند و شبکه توزیع در نقش «راهبردها و استراتژی ها» و نقش مدیریت بازاریابی در نقش «پیامد» شناسایی شده است. به منظور برازش الگوی مذکور، تعداد ۲۰۰ نفر از مدیران و کارشناسان صنعت فولاد خوزستان که به روش نمونه گیری تصادفی ساده انتخاب شدند، به پرسشنامه محقق ساخته مدیریت بازاریابی که منتج از نتایج بخش کیفی بود و همچنین بعد مالی پرسشنامه عملکرد سازمانی کاپلان و نورتون (۲۰۰۱) پاسخ دادند، داده‌ها با استفاده از نرم افزار لیزرل مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌ها حاکی از برازش مطلوب مدل پیشنهادی بود.

پردل و اسفندیاری (۱۴۰۳) در مقاله‌ای به بررسی تاثیر نااطمینانی سیاست اقتصادی بر قیمت نفت (مطالعه موردی: کشورهای عضو اوپک) پرداختند. جامعه آماری در این پژوهش کشورهای عضو اوپک بوده و داده‌ها شامل ۶ مقطع بین سال‌های ۲۰۰۳-۲۰۱۷ می‌باشد. داده‌ها از گزارش‌های بانک جهانی، پایگاه داده اوپک، پایگاه داده عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و پایگاه داده بانک جهانی و وب‌سایت OECD استخراج شده است. متغیرهای مدل قیمت واقعی نفت اوپک متغیرهای وابسته و متغیرهای مستقل شامل عدم قطعیت سیاست اقتصادی، شاخص ارزش افزوده صنعت، شاخص نرخ بهره واقعی، رانت نفت، انرژی‌های تجدیدپذیر و انتظارات قیمت نفت است. با استفاده از رگرسیون هسته: برآوردگر خطی محلی، میزان و جهت اثر عدم قطعیت سیاست اقتصاد جهانی بر قیمت نفت برآورد شده است. نتایج نشان می‌دهد که شاخص انرژی جایگزین و شاخص نرخ بهره با یک وقفه پایدار ثابت هستند. در اکثر کشورهای موردمطالعه، شاخص ارزش افزوده بخش صنعت با وقفه بر قیمت واقعی نفت تاثیر می‌گذارد.

ناهیدی امیرخیز (۱۴۰۱) در مقاله‌ای به تحلیل تاثیر نامتقارن نوسان نرخ ارز بر بازده سهام در بازار سرمایه ایران برای دوره زمانی ۱۳۵۸-۱۳۹۸ پرداختند. نتایج این مطالعه حاکی از آن است که نوسان نرخ ارز تاثیر معنی‌دار و مثبت بر روی بازده سهام دارد. بعلاوه در این مطالعه اثر نوسانات بین بازار ارز و بازار سهام آزمون شده است. به دلیل وجود درجه پایینی از نوسانات همزمان در بین این دو بازار، سرمایه‌گذاران می‌توانند با تخصیص سرمایه خود بین ارز و سهام، ریسک حاصل از سرمایه‌گذاری را کاهش دهند.

مظفری و همکاران (۱۴۰۰)، در مطالعه خود به بررسی ارائه مدل مدیریت بازاریابی خدمات مالی در کارگزاری‌های بورس اوراق بهادار پرداختند. جامعه مورد پژوهش شامل ۲۱ خبره در حوزه بازاریابی وکارگزاری‌ها می‌باشد که به روش اشباع نظری انتخاب گردیده است. با توجه به وزن به‌دست آمده از شاخص‌های این پژوهش در مراحل سه‌گانه‌ی دلفی، بی شترین اهمیت را شاخص‌های تدوین تخفیفات کارگزاران، تدوین قوانین و مقررات انت شار اوراق بهادار، ایستگاه‌های معاملاتی و عقد قراردادها و همچنین کمترین اهمیت را شاخص‌های حفظ کرامت

مشتری، تدوین استراتژی، درک نیازهای مشتریان، تمایل مردم در سرمایه گذاری و زیرساخت‌های فناوری را به‌خود اختصاص داده‌اند. نتایج تحلیل کیفی توسط نرمافزار MAXQDA نشان داد که مولفه‌های مدل بازاریابی خدمات مالی در کارگزاری‌های بورس اوراق بهادار شامل جذب، حفظ و نگهداری مشتری، سهم بازار، عملکرد دلالان و واسطه‌ها، آمیخته بازاریابی خدمات، استقرار سیستم جامع، سرمایه‌گذاری، تنوع شرکت‌ها و عوامل محیطی می‌باشند. درنهایت تعداد ۷۶ شاخص به تایید نهایی خبرگان رسید.

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

با نگاهی به مطالعات انجام شده در داخل کشور، قابل مشاهده است که تحقیقات گوناگونی در خصوص عوامل اثرگذار بر بازده سهام صورت گرفته است که بدان‌ها اشاره گردید، ولی نوآوری مطالعه حاضر نگاه کردن به تبیین اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز بر بازده سهام با اثرپذیری از شاخص‌های ریسک گریزی در راستای بهبود مدیریت بازاریابی در بازارهای مالی و عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی است که باتوجه به شرایط اقتصادی کشور ایران و سیاست ارزی بانک مرکزی در جهت کنترل بازار، بررسی موضوع حاضر می‌تواند شکاف مطالعات قبلی در این حوزه را به خوبی نشان دهد.

۴- روش‌شناسی تحقیق

هدف این مطالعه با پیروی از مطالعات لئو و همکاران[1] (۲۰۲۴)، جلال علی و همکاران۲ (۲۰۲۴)، داهمنا و همکاران (۲۰۲۱)۳، گرگوری و همکاران۴ (۲۰۱۹) و اوا و همکاران۵ (۲۰۱۸)، تبیین اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز بر بازده سهام با اثرپذیری از شاخص‌های ریسک گریزی در راستای بهبود مدیریت بازاریابی در بازارهای مالی است. شکل عمومی مدل LSTR، با توجه به این که متغیر وابسته شاخص بازده سهام و متغیرهای توضیحی؛ شاخص‌های ریسک گریزی و عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی است، به صورت زیر می‌باشد:

(۱)

$$\begin{aligned} y_t = {} & \alpha_0 + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 \Delta EPU_t + \beta_3 \Delta INT_t \\ & + \beta_4 \Delta LR_t + \beta_5 \Delta EX_t + \beta_6 \Delta CR_t \\ & + (\theta_1 y_{t-1} + \theta_2 \Delta EPU_t \\ & + \theta_3 \Delta INT_t + \theta_4 \Delta LR_t + \theta_5 \Delta EX_t \\ & + \theta_6 \Delta CR_t) F(S_t, \gamma, c) + u_t \end{aligned}$$

که در آن تابع گذار F برابر است با:

$$F(\gamma, s_t, c) = (1 + EX\{-\gamma(s_t - c)\})^{-1}, \qquad \gamma > 0$$

(۲)

y: بازده دارایی سهام: بازده کل دارایی‌های یک شرکت به عنوان نتیجه فعالیت‌ها و کارایی شرکت‌ها در رابطه با بکارگیری آن‌ها می‌باشد. یکی از معیارهای اندازه‌گیری کارایی، محاسبه بازده دارایی‌هاست. بازده دارایی‌ها، توانایی شرکت را در ایجاد سود با توجه به میزان سرمایه گذاری انجام شده در شرکت اندازه گیری می‌کند و از تقسیم سودخالص عملیاتی شرکت بر منابع بکار گرفته شده بدست می‌آید. اعتبار بازده دارایی‌ها، به اندازه گیری مناسب سود و دارایی‌های مورد استفاده شرکت بستگی دارد. بازده دارایی‌ها را می‌توان بر اساس سیستم دوپونت بدست آورد. برای بدست آوردن این نرخ از نسبت گردش دارایی‌ها و نسبت حاشیه سود خالص استفاده می‌شود. گردش دارایی‌ها از تقسیم فروش بر مجموع دارایی‌ها

[1] Heng Luo et al
[2] Diary Jalal Ali et al
[3] Meriam Dahmene, Adel Boughrara, Skander Slim
[4] Andros Gregoriou et al
[5] Tolosa Leticia Eva and Nicolas María Claudia

بدست می‌آید همچنین حاشیه سود خالص از تقسیم سود خالص متعلق به سهامداران عادی بر فروش بدست می‌آید (سن و اروک، ۲۰۰۹). risk Liquidity: ریسک نقدینگی است و عبارت است از (بدهی بانکهای دولتی به بانک مرکزی + سپرده‌های جاری، پس انداز و کوتاه مدت) منهای (وجوه نقد + سکه + خالص مانده حساب نزد بانک مرکزی + سپرده نزد سایر بانکهای دولتی + اوراق مشارکت خریداری شده) تقسیم بر (جمع دارایی ها). risk Credit: ریسک اعتباری که عبارت است از (مانده وام‌های اعطایی بانک+ مانده تعهدات بانک) تقسیم بر (جمع دارایی ها). INT: درجه مداخله بانک مرکزی، EX: فشار بازار ارز که نحوه محاسبه این دو شاخص در ادامه تشریح خواهد شد.

عدم اطمینان سیاست اقتصادی (EPU): با توجه به شرایط اقتصادی حاکم در ایران که همواره به دلیل نیازهای بودجه‌ای دولت شاهد تغییرات نرخ ارز، رشد عرضه پول، عدم رشد اقتصادی نامناسب و همچنین وابسته‌شدن اقتصاد ایران به درآمدهای نفتی که منجر به عدم توجه به درآمد مالیاتی در کشور شده است؛ لازم است تا شاخصی مختص به اقتصاد ایران معرفی شود که عدم اطمینان سیاستی برای اقتصاد ایران را پوشش دهد. در این راستا با پیروی از مطالعات لونی و همکاران[1] (۱۴۰۰) برای اقتصاد ایران ابتدا نوسانات سه شاخص، سیاست‌های مالی، پولی و ارزی با استفاده از روش فیلتر هودریک پرسکات محاسبه گردیده و در ادامه شاخص ترکیبی از نوسانات متغیرهای ذکرشده برآوردشده و به‌عنوان شاخص عدم اطمینان اقتصادی معرفی خواهد شد. شیوه کار برای اندازه‌گیری شاخص عدم اطمینان بدین صورت است که ابتدا نوسانات متغیرهای سیاست پولی (پایه پولی و نرخ بهره)، مالی (کسری بودجه و مالیات) و ارزی (نرخ ارز) همچنین نوسانات متغیرهای تورم و رشد اقتصادی با استفاده از فیلتر هودریک - پرسکات محاسبه شده و سپس با استفاده از تحلیل مؤلفه‌های اصلی (PCA) شاخص عدم اطمینان اقتصادی ایجاد می‌شود. روش تحلیل مؤلفه‌های اصلی، ابعاد کلیه مشاهدات را بر اساس شاخص ترکیبی و دسته‌بندی مشاهدات مشابه کاهش می‌دهد. در این روش، متغیرهای موجود در فضای چند حالته هم بسته، به مجموعه‌ای از مؤلفه‌های غیر هم‌بسته خلاصه می‌شود که هر یک ترکیب خطی از متغیرهای اصلی است. مؤلفه‌های غیرهم بسته به دست‌آمده، مؤلفه‌های اساسی (PC) هستند که از بردارهای ویژه ماتریس کوواریانس یا ماتریس همبستگی متغیرهای اصلی به دست می‌آیند. کاهش تعداد متغیرها و یافتن ساختار ارتباطی بین متغیرها، از مهم‌ترین کاربردهای روش تحلیل مؤلفه‌های اصلی است. مزیت اصلی کاربرد این روش در اقتصادسنجی، از بین‌بردن هم‌خطی در مدل‌ها به واسطه تعداد زیاد متغیرهای مؤثر در مدل است.

به منظور بررسی ویژگی‌های مدل STR با تابع انتقال لاجستیک بر اساس مدل ون‌دیک[2] (۱۹۹۹)، فرض می‌شود می‌شود متغیر وابسته‌ی y تنها تابعی از مقادیر وقفه‌دار خودش باشد. در این صورت با فرض یک تابع انتقال دو رژیمی رابطه زیر به دست می‌آید:

(۳)

$$y_t = \left(\theta_0 + \theta_1 y_{t-1} + \cdots \theta_p y_{t-p}\right) + \left(\phi_0 + \phi_1 y_{t-1} + \cdots \phi_p y_{t-p}\right) G(EX_t, \gamma, c) + u_t$$

$$\mathrm{G(EX_t, \gamma, c)} = \frac{1}{1 + \exp\{-\gamma(EX_{\mathrm{t}} - \mathrm{c})\}}$$

نتایج این مدل یک مدل LSTR دو رژیمی نامیده می‌شود که پارامتر مکان c نقطه‌ای از انتقال بین دو رژیم حدی $\mathrm{G(EX_t, \gamma, c)} = 0$ و $\mathrm{G(EX_t, \gamma, c)} = 1$ را نشان می‌دهد که $G(\mathrm{EX_t}, \gamma, c) = 0.5$ است. γ نشانگر سرعت انتقال بین رژیم‌ها بوده و مقادیر بیش‌تر γ بیانگر تغییر سریع‌تر رژیم است. بازه زمانی مطالعه حاضر، داده‌های فصلی از ۱۳۸۰ تا ۱۴۰۲ بوده و همه داده‌ها از سایت بانک مرکزی استخراج شده است.

[1] Loni

[2] Van Dijk

جدول(۱): شاخص عدم اطمینان سیاست اقتصادی

سیاست	علائم اختصاری	تعریف عملیاتی
سیاست‌پولی[1]: مجموعه عوامل و مکانیسم‌هایی که سبب می‌شود تا بانک مرکزی بتواند میزان پول در اقتصاد را به منظور دستیابی به ثبات قیمتی و رشد اقتصادی پایدار تنظیم نماید، سیاست پولی است. ابزارهای سیاست پولی معمولا عملیلات بازار باز، تغییرات نرخ ذخیره قانونی بانک‌ها و تغییر در نرخ تنزیل مجدد است.	IR	نرخ بهره: نرخ بهره عبارت است از هزینه استقراض پول که وام‌گیرنده باید آن را پرداخت نماید. به عبارت‌دیگر هزینه‌ای که وام دهنده میتوانست به با به‌کارگیری پول خود سود به‌دست آورد ولی با قرض‌دادن از آن امتناع ورزیده است، گفته می‌شود.
	M	پایه پولی[2]: به مقدار کل پول ایجادشده توسط بانک مرکزی که قابلیت نقدشوندگی بالا دارد گفته می‌شود که به طور دقیق‌تر شامل موارد زیر است.کل پول نقد، شامل اسکناس و سکه که در دست مردم و در گردش عمومی است به‌علاوه مقداری از کل پول مردم که در بانک‌ها سپرده‌گذاری شده‌اند و کل پول‌هایی که توسط بانک‌های تجاری در بانک مرکزی ذخیره شده‌است.
سیاست‌مالی[3]: سیاست‌مالی به مجموع سیاست‌هایی که منجر به تغییرات هزینه یا درآمد دولت شده و از این طریق تولید را تحت تاثیر قرار می‌دهد. سیاست مالی برای اولین بار توسط کینز مطرح‌شده و ابزارهای این سیاست هزینه‌های دولت و نرخ مالیات است.	BD	کسری بودجه: کسری بودجه عبارت‌است از فزونی هزینه‌های دولت نسبت به درآمدهای دولت و معمولا زمانی که اقتصاد در رکود قرار دارد از این سیاست استفاده می‌شود.
	TAX	مالیات: مالیات در واقع انتقال بخشی از درآمدهای جامعه به دولت یا بخشی از سود فعالیت‌های اقتصادی است که نصیب دولت می‌شود. درآمدهای مالیاتی معمولا از دو طریق حاصل می‌شود که اولین مورد استفاده از تغییرات نرخ مالیات است که در دوران رکود اقتصادی از طرف دولت میزان این نرخ کاهش یافته و در دوران رونق اقتصادی افزایش می‌یابد و دومین مورد پایه مالیاتی است که عبارت است از اعمال مالیات بر کالاهایی و واحدهای اقتصادی که قبلا مالیات شامل نمی‌شده است.
سیاست ارزی: به مکانیسمی که سبب می‌شود تا نرخ ارز در یک اقتصاد تعیین شود؛ سیستم ارزی یا سیاست ارزی گفته می‌شود و در حالت کلی دو مورد از سیاست‌های ارزی غالب، سیستم ارزی ثابتی است که بانک مرکزی در جهت حمایت از نرخ ازر تصویبی در بازار دخالت می‌کند و در سیستم ارزی شناور نرخ ازر تصویبی مطرح نبوده و مکانیسم بازار میزان نرخ ارز را تعیین می‌کند.	ER	نرخ ارز: نرخ ارز عبارت از واحدی است که در آن ارزش پول داخلی با پول خارجی ارزش‌گذاری شده و مبادله صورت می‌گیرد. به عبارت دیگر نرخ ارز عبارت است از مقداری از واحد پولی ملی که برای بدست آوردن واحد پول کشور دیگر باید پرداخت شود.
نرخ تورم: تورم عبارت است از متوسط افزایش سطح عمومی قیمت‌ها بصورت مکرر. در این تعریف مشخص است که اگر افزایش قیمت موقتی باشد تورم محسوب نمی‌شود.	INF	در محاسبه تورم ابتدا شاخص قیمت ۳۸۶ کالا در ایران محاسبه شده و متوسط رشد شاخص قیمتی تحت عنوان تورم شناخته می‌شود.در مفاهیم شاخص قیمتی معمولا دو شاخص قیمتی تولید کننده و مصرف کننده مطرح است.
رشد اقتصادی: به رشد تولید ناخالص داخلی یک کشور در بازه زمانی خاص رشد اقتصادی گفته می‌شود.	GDP	تولید ناخالص داخلی : کل ارزش ریالی محصولات نهایی تولیدشده توسط واحدهای اقتصادی مقیم یک کشور در دورهی زمانی معین (سالانه یا فصلی) تعریف می‌شود. درواقع، تولید ناخالص داخلی یک متغیر روانه است که عدد آن برای اقتصاد نشان‌دهنده مقدار ریالی جریان کالا و خدمات، در یک دوره زمانی مشخص (عموماً یک سال) است.

[1] monetary policy
[2] monetary base
[3] Fiscal Policy

۴-۱- نحوه مدلسازی واکنش سیاستی بانک مرکزی به فشار بازار ارز

فشار بازار ارز با استفاده از تغییرات نرخ ارز، تغییرات ذخایر خارجی و تغییرات اعتبارات داخلی بانک مرکزی اندازه‌گیری و محاسبه می‌شود. در نظام‌های نرخ ارز میانی، مادامی‌که مداخله در بازار ارز صرفاً از طریق خریدوفروش ذخایر ارزی صورت بگیرد، فشار بازار ارز را می‌توان از رابطه (۴) به دست آورد:

$$EMP_t = \Delta e_t + \eta \Delta r_t \qquad (۴)$$

در معادله (۴)، Δe_t تغییرات نرخ ارز، Δr_t تغییرات ذخایر خارجی و $\eta = -\frac{\partial e_t}{\partial r_t}$، کشش نرخ ارز نسبت به ذخایر خارجی هست. رابطه (۴) بسته به نوع مداخله بانک مرکزی در بازار ارز، تعدیل می‌شود. برای مثال چنانچه سیاست‌گذار پولی باهدف کنترل نرخ ارز و تأثیر بر بازار ارز، علاوه بر ابزارهای تغییرات نرخ ارز و ذخایر خارجی، از ابزار دیگری تحت عنوان تغییرات اعتبارات داخلی بانک مرکزی، استفاده نماید و برای این کار از ابزارهای غیرمستقیمی نظیر نرخ سود بانکی، بهره بگیرد؛ بخشی از فشار بازار ارز توسط ترکیب داخلی پایه پولی کاهش می‌یابد. در این صورت فشار بازار ارز با استفاده از رابطه زیر به دست می‌آید (ویمارک، ۱۹۹۵):

$$EMP_t = \Delta e_t + \eta\,[\,\lambda \Delta d_t + \Delta r_t] \qquad (۵)$$

Δd_t، تغییرات در اعتبارات داخلی بانک مرکزی و λ بیانگر درصدی از تغییرات اعتبارات داخلی بانک مرکزی است که به خاطر مداخله غیرمستقیم ایجادشده است. طبق تعریف ویمارک (۱۹۹۵)، شاخص مداخله بانک مرکزی در بازار ارز عبارت است از «بخشی از فشار بازار ارز که به‌وسیله مداخله بانک مرکزی حذف می‌شود». بسته به روش مداخله بانک مرکزی در بازار ارز کشور، شاخص مداخله به شرح ذیل به دو نوع "شاخص مداخله مستقیم" و "شاخص مداخله مستقیم و غیرمستقیم" تقسیم می‌شود:

شاخص مداخله مستقیم:

$$I_t = \frac{\eta \Delta r_t}{EMP_t} \qquad (۶)$$

شاخص مداخله مستقیم و غیرمستقیم:

$$I_t = \frac{\eta\,[\,\lambda \Delta d_t + \Delta r_t]}{EMP_t} \qquad (۷)$$

بر اساس مدل ویمارک (۱۹۹۵)، فشار بازار ارز، به‌طور هم‌زمان نوسانات نرخ ارز و میزان مداخلات بانک مرکزی در بازار ارز را تبیین می‌نماید، بطوریکه در نظام نرخ ارز شناور، تمامی فشار بازار ارز در تغییرات نرخ ارز و در نظام نرخ ارز ثابت، تمامی فشار بازار ارز در «تغییرات ذخایر خارجی» بانک مرکزی منعکس می‌گردد. ولیکن در حضور مداخله و در یک نظام ارزی شناور مدیریت‌شده، بخشی از فشار بازار ارز از طریق تغییرات نرخ ارز و بخش دیگر آن با تغییرات ذخایر خارجی بانک مرکزی، خنثی می‌گردد.

۵- نتایج و تجزیه‌وتحلیل یافته‌ها

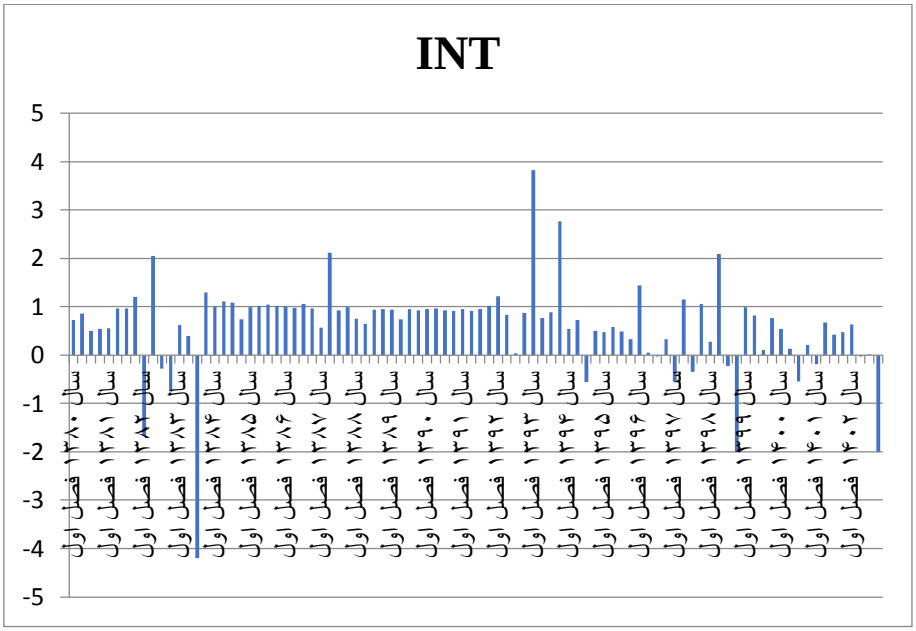
۵-۱- برآورد مقادیر درجه مداخله بانک مرکزی

درجه مداخله بانک مرکزی در بازار ارز با استفاده از رابطه (۷) محاسبه و در نمودار شماره (۱) در طول فصل اول سال ۱۳۸۰ تا فصل چهارم سال ۱۴۰۲ نشان داده شده است.

درجه مداخله بانک مرکزی در نمودار شماره (۱) گزارش شده است. میانگین درجه مداخله ۰/۶ است. در فاصله زمانی فصل اول ۱۳۸۰ تا فصل چهارم ۱۴۰۲ فعالیت‌های مداخله بانک مرکزی به طور متوسط ۶۰ درصد فشار بازار ارز را حذف کرده است. درجه مداخله برآورد شده بانک مرکزی نشان می‌دهد که در ۷۹ فصل $I_t>0$ است. بنابراین، بانک مرکزی در دوره مورد بررسی در اغلب فصل‌ها (۷۹ فصل از ۹۲ فصل) سیاست مداخله ناهمسو را اجرا کرده است. علاوه بر این، در فصل‌هایی که درجه مداخله (Intervention) بزرگ‌تر از یک و EMP مقدار مثبتی دارد (۱۳ فصل)، از این رو بانک مرکزی افزایش ارزش ریال را دنبال کرده و تغییرات ذخایر خارجی کمتر از میزان افزایش تقاضا برای پول داخلی بوده است. در فصل‌هایی که درجه مداخله بزرگ‌تر از یک و EMP مقدار منفی دارد (۷ فصل)، سیاست‌گذاران کاهش ارزش ریال را دستور کار خود قرار داده‌اند و در این دوران تغییرات ذخایر خارجی بیشتر از میزان افزایش تقاضا برای پول داخلی بوده است. در ۱۴ فصل از کل فصل‌های مورد بررسی I_t منفی است. به عبارت دیگر، بانک مرکزی در این ۱۴ فصل از تغییرات نرخ ارز که به وسیله نیروهای بازار ایجاد شده، حمایت کرده است. در ۱۱ فصل مقدار I_t منفی، در حالی که EMP

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

نمودار (۱): مقادیر درجه مداخله بانک مرکزی



منبع: یافته‌های تحقیق

۵-۲- نتایج آزمون‌های ریشه واحد

در جدول ۱ نتایج این آزمون‌ها برای سری زمانی متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق ارائه شده است. مطابق با نتایج حاصله متغیرهای مدل در سطح پایا نمی‌باشند و قدرمطلق آماره دیکی – فولر از قدرمطلق مقادیر بحرانی این آماره در سطح احتمال ۱٪ ، ۵٪ و حتی ۱۰٪ کوچکتر است. اما پس از یکبار تفاضل گیری این متغیرها بصورت پایا درآمده اند؛ درنتیجه متغیرها انباشته از درجه یک یا I(1) می‌باشند.

جدول (۲): نتایج آزمون ریشه واحد ADF

متغیر		مقدار آماره ADF		درجه انباشتگی
		در سطح	تفاضل مرتبه اول	
بازده دارایی سهام	Y	-۱/۱۳۴	-۷/۱۵۲	I(1)
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	EPU	-۱/۲۷	-۶/۷۸۵	I(1)
درجه مداخله بانک مرکزی	INT	-۱/۱۱۱	-۹/۳۹۸	I(1)
فشار بازار ارز	EX	- ۰/۹۷۸	-۷/۱۷۴	I(1)
ریسک نقدینگی	LR	-۱/۳۷۹	-۶/۹۳۵	I(1)
ریسک اعتباری	CR	-۱/۱۰۲	-۸/۴۵۹	I(1)

منبع: یافته‌های تحقیق

۵-۳- آزمون خطی بودن، انتخاب متغیر انتقال و نوع مدل

برای تخمین مدل رگرسیون انتقال ملایم، به منظور انتخاب متغیر انتقال، تمامی متغیرهای موجود در مدل مورد آزمون قرار داده می‌شوند. از میان متغیرهای آزمون شده، هر متغیری که با احتمال بیشتری فرضیه صفر خطی بودن را رد کند به عنوان متغیر انتقال انتخاب خواهد شد.

جدول (۳): نتایج آزمون فرضیه خطی بودن مدل

فرض صفر	آمارهF	سطح معنی داری
b1=b2=b3=b4=0	۳/۷۸۹	۰/۰۰۰
b1=b2=b3=0	۲/۹۸۷	۰/۰۲
b1=b2=0	۲/۷۰۶	۰/۰۴
b1=0	۲/۷۱۹	۰/۰۵

منبع: یافته‌های تحقیق

همان‌گونه که در نتیجه آزمون انجام شده در جدول (۳) نیز مشهود است فرضیه خطی بودن رابطه بین متغیرها مردود است، بنابراین احتمال وجود رابطه خطی بین متغیرها نفی می‌گردد. همچنین لازم به ذکر است که مدل (STR) پیشنهادی توسط متغیر انتقال انتخاب شده به عنوان مدل بهینه جهت برآورد مدل در ایران انتخاب می‌شود. مطابق نتایج جدول شماره ۴، متغیر انتقال در مدل برآورد شده، فشار بازار ارز بوده و فرضیه صفر مبنی برخطی بودن مدل رد شده و مدل (LSTR) مرتبه اول مورد تأیید قرار می‌گیرد.

جدول (۴): انتخاب متغیر انتقال و نوع مدل

مدل پیشنهادی	آمارهF۲	آماره F ۳	آماره F ۴	آماره F	متغیر
LSTR	۰/۵۴۸	۰/۷۸۱	۰/۶۹۸	۰/۷۸۵	EX (t)

منبع: یافته‌های تحقیق

۴-۵- نتایج تخمین مدل

با استفاده از یک مدل LSTR که در آن متغیر انتقال نرخ ارز است، تابع تبیین اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز بر بازده سهام با اثرپذیری از شاخص‌های ریسک گریزی و عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی مدل‌سازی می‌شود. نتایج برآورد قسمت خطی مدل (رژیم اول) نشان می‌دهد که متغیرهای عدم قطعیت سیاست اقتصادی، درجه مداخله بانک مرکزی، فشار بازار ارز، ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری رابطه منفی با شاخص بازده سهام در اقتصاد ایران دارند. همچنین نتایج برآورد قسمت غیرخطی مدل (رژیم دوم) نشان از وجود رابطه منفی متغیرهای عدم قطعیت سیاست اقتصادی، درجه مداخله بانک مرکزی، فشار بازار ارز، ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری با شاخص بازده سهام را نشان می‌دهد. اختلاف ضرایب متغیرها در دو رژیم حاکی از متفاوت بودن اثرگذاری متغیرهای نرخ عدم قطعیت سیاست اقتصادی، درجه مداخله بانک مرکزی، فشار بازار ارز، ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری بر روی شاخص بازده سهام در هر رژیم است. در شرایط فشار بازار ارز پایین (رژیم خطی)، ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری تاثیری منفی بر شاخص بازده سهام در راستای بهبود مدیریت بازاریابی دارد؛ در حالی‌که در رژیم بالای فشار بازار ارز (رژیم غیرخطی)، تاثیر ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری در شاخص بازده سهام در راستای بهبود مدیریت بازاریابی افزایش می‌یابد و با افزایش فشار بازار ارز، شاخص بازده سهام کاهش خواهد یافت.

عواملی همچون بالا بودن ریسک فعالیت اقتصادی و به خصوص تولیدی در کشور، ضعف مقررات در زمینه‌ی اعطای تسهیلات، وجود رانت‌های سیاسی و اقتصادی در ارائه‌ی تسهیلات، قدرت خلق پول بانک‌ها، ضعف مدیریت بانک مرکزی، عدم استقلال بانک مرکزی، ناکارا بودن سیستم بانکداری ایران، اقتصاد رانتیر، نوسانات شدید نرخ ارز، نوسانات شدید و بالا بودن نرخ بهره، دستوری بودن نرخ بهره، بالا بودن تورم و تورم انتظاری که منجر به رکود فعالیت‌های اقتصادی و حتی کاهش ارزش حقیقی تسهیلات بازگشتی به بانک‌ها می‌گردد. بالا بودن ریسک فعالیت بانکداری (ریسک اعتباری) و انتقال این ریسک به سایر بخش‌های پولی و مالی اقتصاد، افزایش هزینه و پیچیده شدن فرآیند دریافت تسهیلات، تحمیل این هزینه

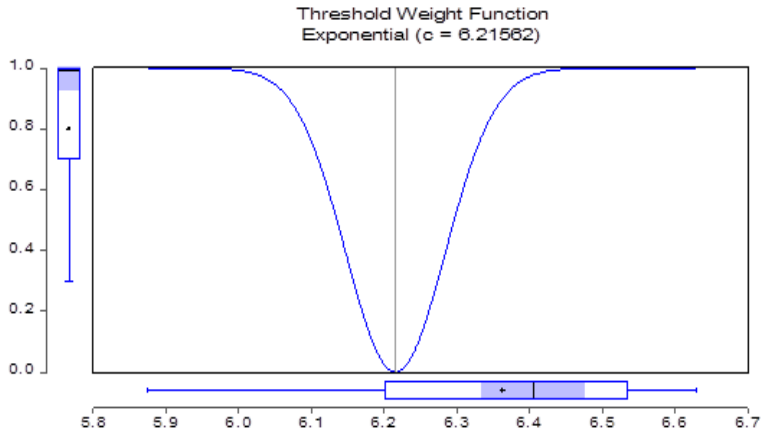
به سایر تسهیلات و کاهش توان تامین اعتبار، انحراف و عدم تحقق اهداف تسهیلات و درنهایت اختلال در سیستم پولی و بانکی کشور، از تاثیرات ویران‌کننده‌ی رقابتی شدن بانک‌ها بر سیستم اقتصادی کشور است. همچنین وقوع عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، شوک‌های پولی و مالی منجر به ایجاد شرایط رکودی در کشور و کاهش بازده سهام شرکت‌ها می‌شود. از لحاظ ساختار اقتصادی و بر اساس اصول علم اقتصاد، افزایش نرخ دلار به‌صورت پایدار موجب رونق اقتصادی در جامعه می‌شود، اما اگر این افزایش به‌صورت مقطعی باشد، نمی‌توان رونق اقتصادی را مشاهده کرد. افزایش شناور و مدیریت شده نرخ ارز باعث ثبات نسبی در بازار ارز خواهد شد و این موضوع باعث می‌شود تا فعالان اقتصادی بتوانند برای تولیدات و صادرات خود برنامه‌ریزی بلندمدت داشته باشند. با افزایش قیمت دلار، شرکت‌های وارداتی درخوراک و قطعات دچار مشکل می‌شوند، زیرا باید با قیمت بالا ارز را تهیه کنند و قطعات یا محصولات مورد نیاز را خریداری کنند. واردکننده‌ها به همان نسبت که قیمت خرید محصولاتشان افزایش داشته، قیمت ارائه آن را به مصرف‌کننده افزایش می‌دهند. این موضوع به ضرر مصرف‌کننده خواهد بود و موجب افزایش قیمت کالا خواهد شد. این موضوع موجب می‌شود تا تقاضا برای محصولات داخلی بیشتر شده و بازار رقابتی به لحاظ قیمت محصول به وجود آید. افزایش نرخ ارز و کاهش تضعیف پول ملی، منجر به افزایش میزان بدهی خارجی، توسط این شرکت‌ها می‌شود و افزایش بدهی به طور کل کمبود نقدینگی را به همراه خواهد داشت، که در مجموع کمبود نقدینگی بنگاه‌های اقتصادی اثر منفی بر توزیع سود سهام، بازده سهام شرکت‌ها دارد، همچنین باید توجه داشت با افزایش نرخ ارز احتمال اینکه سرمایه از بازار سهام خارج شده و وارد بازار پول شود نیز افزایش می‌یابد. بنابراین می‌توان گفت افزایش نرخ ارز به طور مداوم، نقدینگی بازار سهام را کاهش خواهد داد.

جدول (۵): برآورد الگو به وسیله مدل LSTR

برآورد قسمت خطی مدل					
متغیر		ضریب	انحراف معیار	t آماره	احتمال
عرض از مبدا	C	۰,۶۳۶۲۲۳	۰,۰۰۷۶۰۹	۸۳,۶۱۹۹۶	۰,۰۰۰۰
وقفه بازده دارایی سهام	Yt-1	-۰,۳۸۹۳۹۵	۰,۱۸۱۶۷۸	-۲,۱۴۳۳۲۷	۰,۰۳۵۸
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	EPU	-۰,۰۸۳۸۳۶	۰,۰۱۱۰۰۸	-۷,۶۱۵۷۷۲	۰,۰۰۰۰
درجه مداخله بانک مرکزی	INT	-۰,۱۳۲۷۷۶	۰,۰۵۰۸۹۰	-۲,۶۰۹۰۸۷	۰,۰۰۹۲
فشار بازار ارز	EX	-۰,۰۵۷۶۶۳	۰,۰۰۷۵۷۲	-۷,۶۱۵۷۷۲	۰,۰۰۰۰
ریسک نقدینگی	LR	-۰,۰۳۵۷۴۵	۰,۰۰۶۶۱۲	-۵,۴۰۶۱۱۸	۰,۰۰۰۰
ریسک اعتباری	CR	-۰,۰۷۳۴۳۸	۰,۰۳۰۱۳۳	-۲,۴۳۷۱۴۹	۰,۰۱۴۸
برآورد قسمت غیرخطی مدل					
عرض از مبدا	C	۰,۴۴۳۱۲۰	۰,۰۳۳۶۵۱	۱۳,۱۶۸۱۸	۰,۰۰۰۰
وقفه بازده دارایی سهام	Yt-1	-۰,۳۹۸۴۴۲	۰,۲۰۶۱۳۹	-۱,۹۳۲۸۸۰	۰,۰۵۷۵
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	EPU	-۰,۱۲۲۷۷۹	۰,۰۲۲۴۱۱	-۵,۴۷۸۴۰۵	۰,۰۰۰۰
درجه مداخله بانک مرکزی	INT	-۰,۱۹۰۵۴۱	۰,۰۲۷۲۱۴	-۷,۰۰۱۴۸۰	۰,۰۰۰۰
فشار بازار ارز	EX	-۰,۰۸۴۷۸۴	۰,۰۰۰۴۸۸	-۱۷۳,۶۰۱۶	۰,۰۰۰۰
ریسک نقدینگی	LR	-۰,۰۶۳۱۴۳	۰,۰۱۶۲۰۵	-۳,۸۹۶۵۹۷	۰,۰۰۰۱
ریسک اعتباری	CR	-۰,۰۸۷۹۲۹	۰,۰۳۷۶۴۳	-۲,۳۳۵۸۵۱	۰,۰۲۰۵
(C) حد آستانه ای		۶,۲۱۵	۰,۰۱۸۹	۳۲۸,۸۳۵	۰,۰۰۰۰
(γ) پارامتر شیب		-۰,۵۱۰۶۸۴	۰,۰۱۲۹۴۰	-۳۹,۴۶۶۷۷	۰,۰۰۰۰
ضریب تعدیل شده ۰/۸۸= (۲R)					

منبع: یافته‌های تحقیق

مقایسه ضرایب در دو رژیم مختلف بر اساس متغیر انتقال و مقادیر آن صورت می‌پذیرد و مقدار متغیر انتقال می‌تواند تابع انتقال و در نتیجه رژیم حاکم را تعیین نماید. در تخمین فوق متغیر انتقال فشار بازار ارز می‌باشد که مقدار حد آستانه برآورد شده برای این متغیر برابر با ۶,۲۱ درصد بوده است. بر اساس فاصله فشار بازار ارز از این مقدار آستانه الگو از دو رژیم حدی مختلف تبعیت می‌نماید. با مقایسه ضرایب الگو در دو رژیم مختلف ملاحظه می‌گردد که با عبور فشار بازار ارز از حد آستانه (۶,۲۱) (انتقال از بخش خطی به غیرخطی) واکنش بازار به تغییرات این متغیر به شدت افزایش یافته، بدین ترتیب که هر چه نوسانات بازار ارز بیشتر شده است، سیاست‌گذاران تلاش کرده‌اند که با عکس‌العمل بیشتر به آن، رشد نرخ ارز را کنترل نموده و از افزایش آن جلوگیری کنند. این در حالی است که واکنش به انحرافات فشار بازار ارز کاهش می‌یابد. بنابراین شرایطی که نرخ ارز رشد بالاتری را تجربه می‌کند، سیاست‌گذاران بیشتر به دنبال کنترل فشار بازار ارز می‌باشند و کمتر به انحرافات آن توجه می‌کنند.



نمودار (۱): ارتباط بین تابع انتقال و متغیر انتقال نرخ ارز

منبع: یافته‌های تحقیق

۵-۶- آزمون‌های تشخیصی

در مطالعه حاضر از آزمون دوربین واتسون برای بررسی خودهمبستگی استفاده می‌شود.

جدول (۶): نتایج آزمون خودهمبستگی

آمارهٔ F	Prob	دوربین واتسون
۱/۳۵۴	۰/۵۹	۲/۰۳۱

منبع: یافته‌های تحقیق

همان‌طور که در جدول فوق مشهود است، نتایج آزمون خودهمبستگی دوربین واتسون نشان می‌دهد، بین اجزای اخلال همبستگی وجود ندارد، بنابراین فرض سوم استاندارد کلاسیک مبنی بر عدم خودهمبستگی بین جملات خطا نقض نمی‌گردد. از این رو تخمین‌زننده‌ها از ویژگی‌های لازم (حداقل واریانس و کارآیی) برخوردارند.

یکی دیگر از فروض استاندارد کلاسیک فرض واریانس همسانی می‌باشد، در مطالعه حاضر از آزمون بروش- پاگان - گادفری استفاده می‌شود.

جدول (۷): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

آمارهٔ F	Prob	بروش- پاگان- گادفری
۱/۱۲۵	۰/۵۳۶	۱/۱۸۹

منبع: یافته‌های تحقیق

همان‌طور که در جدول مشاهده می‌گردد، نتایج آزمون حکایت از عدم وجود ناهمسانی واریانس دارند.

۵-۶-۱- آزمون ثابت ماندن ضرایب بین دو رژیم

از دیگر سنجه‌های مناسب برای ارزیابی کیفیت مدل تخمین زده شده، بررسی تغییرات ضرایب بین دو رژیم است. در صورتی که مدل برآورد شده تخمین مناسبی باشد، انتظار می‌رود ضرایب با تغییر رژیم ثابت و بدون تغییر باقی بمانند.

جدول (۸): نتایج آزمون ثبات پارامتر انتقال هموار

فرض صفر	آمارهٔ F	Prob
b1=b2=b3=b4=0	۰/۳۷۹	۰/۷۹۵
b1=b2=b3=0	۰/۳۲۴	۰/۷۹۹
b1=b2=0	۰/۱۹۶	۰/۸۲۵
b1=0	۰/۱۷۹	۰/۸۳۴

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول نیز مشهود است، آزمون ثابت ماندن ضرایب بین دو رژیم نشان می‌دهد ضرایب در اثر تغییر رژیم تغییر نمی‌کنند.

۶- جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این مقاله به منظور برآورد تبیین اثرات آستانه‌ای فشار بازار ارز بر بازده سهام با اثرپذیری از شاخص‌های ریسک گریزی در راستای بهبود مدیریت بازاریابی در بازارهای مالی، از مدل رویکرد آستانه‌ای و بر اساس داده‌های فصلی سال ۱۳۸۰ الی ۱۴۰۲ استفاده شد. نامتقارن بودن اثرات نشان می‌دهد که تقریب خطی نمی‌تواند اثرات غیر خطی متغیرها را به صورت رضایت‌بخشی در رژیم‌های مختلف توضیح دهد. به عبارت دیگر الگوی سری زمانی غیرخطی با لحاظ کردن تغییرات رژیم و ضرایب متغیر در طول زمان، توانایی بیشتری برای تبیین رفتار شاخص بازده سهام در اقتصاد ایران نسبت به الگوی خطی دارد و پویایی‌های تاثیر متغیرهای اسمی و حقیقی بر شاخص بازده سهام در اقتصاد ایران را به نحو کامل‌تری به تصویر می‌کشد. بر اساس آزمون‌های آماری مربوط به تصریح صحیح الگو، فشار بازار ارز به عنوان متغیر آستانه دو رژیم انتخاب شد، به‌طوری که تغییر ضرایب تابعی از فشار بازار ارز هستند. در شرایط فشار بازار ارز پایین (رژیم خطی)، ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری تاثیری منفی بر شاخص بازده سهام در راستای بهبود مدیریت بازاریابی دارد؛ در حالی‌که در رژیم بالای فشار بازار ارز (رژیم غیرخطی)، تاثیر ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری در شاخص بازده سهام در راستای بهبود مدیریت بازاریابی افزایش می‌یابد و با افزایش فشار بازار ارز، شاخص بازده سهام کاهش خواهد یافت. در حقیقت در ایران به دلیل وجود تورم بالا، دولت‌ها همواره سعی کرده‌اند که نرخ ارز را در سطح پایین تنظیم کنند تا از این طریق مانع از افزایش سطح قیمت‌ها شوند. نتیجه این نوع دخالت، عدم انعطاف‌پذیری نرخ ارز اسمی در واکنش به تغییرات و تحولات اقتصادی بوده است که این می‌تواند عاملی جهت کاهش نرخ ارز واقعی در چند دهه اخیر در ایران باشد. همچنین میانگین نسبتاً متوسط درجه مداخله بانک مرکزی حاکی از این مطلب است که سیاست مداخله بانک مرکزی نقش موفقی در خنثی ساختن فشار بازار ارز نداشته است. دلیل این مطلب آن است که در اقتصاد تک محصولی ایران عرضه‌کننده اصلی ارز دولت است. بانک مرکزی نیز موظف به تأمین منابع مالی بودجه دولت است. از این‌رو، عمدتاً مداخله ارزی در بازار به منظور تأمین منابع ریالی بودجه دولت صورت می‌گیرد. بنابراین با استفاده از شاخص درجه مداخله بانک مرکزی می‌توان تحلیلی کاربردی از فعالیت‌های بانک مرکزی در بازار ارز ارائه نمود. ضمن اینکه با استفاده از مقادیر شاخص‌های مذکور می‌توان تابع عکس‌العمل سیاست مداخله بانک مرکزی را برآورد کرد. مدیریت بازاریابی می‌تواند به کاهش ریسک‌های مالی شرکت‌ها کمک کند. مدیریت بازاریابی با تمرکز بر شناخت بهتر بازار، مشتریان و رقبا، به شرکت‌ها امکان می‌دهد استراتژی‌های موثرتری برای فروش و جذب مشتریان تدوین کنند که این امر موجب افزایش عملکرد مالی و کاهش نوسانات بازده سهام می‌شود. به عبارت دیگر، مدیریت بازاریابی به همراه مدیریت ریسک، می‌تواند ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک شرکت‌ها را کاهش دهد و به بهبود بازده و ارزش شرکت کمک کند. مدیریت بازاریابی در بازار ارز با تمرکز بر مدیریت سرمایه، ریسک، روانشناسی بازار و استفاده از ابزارهای مالی و سیاست‌های بانک مرکزی، می‌تواند نوسانات بازار ارز را کاهش دهد و شرایط بهتری برای سرمایه‌گذاری فراهم

کند. این مدیریت به طور مستقیم و غیرمستقیم بر شاخص بازده سهام نیز تأثیرگذار است، زیرا ثبات و پیش‌بینی‌پذیری در بازار ارز به افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و بهبود عملکرد بازار سهام منجر می‌شود. افزایش سهم بازار که نتیجه مستقیم مدیریت بازاریابی موثر است، شاخص مهمی برای سودآوری و موفقیت شرکت‌ها محسوب می‌شود و می‌تواند بازده سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. بهبود مدیریت بازاریابی با تمرکز بر تحلیل بازار، مشتری‌مداری، طراحی استراتژی‌های هدفمند و ثبات مدیریتی، موجب افزایش عملکرد مالی شرکت‌ها، افزایش سهم بازار، کاهش ریسک و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود. این عوامل به طور مستقیم بر بازارهای مالی و ارزش سهام شرکت‌ها تاثیرگذار بوده و می‌تواند با مدیریت بازاریابی منجر به رشد پایدار و بهبود وضعیت مالی شرکت‌ها در بورس شود. بنابراین، با بهبود مدیریت بازاریابی و تلفیق آن با مدیریت ریسک، شرکت‌ها می‌توانند ریسک‌های مالی خود را به طور موثرتری مدیریت کرده و ثبات و ارزش مالی خود را افزایش دهند. این موضوع برای مدیران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بازار سرمایه اهمیت بالایی دارد و می‌تواند به اتخاذ تصمیمات بهینه‌تر منجر شود. مطابق نتایج شاخص فشار بازار ارز در ایران موید نظریه سنتی رویکرد پولی می‌باشد. بنابراین لازم است سیاست‌های پولی انبساطی با لحاظ تثبیت یا عدم تثبیت نرخ ارز تنظیم گردند.

۷- پیشنهادات

طراحی و پیاده‌سازی «سیستم هشدار سریع» برای شناسایی آستانه‌های بحرانی نرخ ارز که پس از آن واکنش بازار سهام شدیدتر می‌شود.

در مواقعی که نرخ ارز به حدود بحرانی نزدیک می‌شود، اطلاع رسانی شفاف و کاهش ابهام‌های سیاستی می‌تواند از ریسک‌گریزی بیش از حد سرمایه‌گذاران جلوگیری کند.

کنترل هیجانات ارزی با استفاده از ابزارهای بازار باز، تسهیل دسترسی به اطلاعات ارزی و مهار انتظارات تورمی به کاهش اثرگذاری منفی فشارهای ارزی بر بازار سرمایه منجر می‌شود.

توسعه ابزارهای تحلیل درون سازمانی برای شناسایی زمان‌هایی که شوک‌های ارزی می‌توانند اثر غیرخطی بر سبد سهام مشتریان داشته باشند.

طراحی ماژول‌هایی برای ارزیابی رفتار مشتریان ریسک‌گریز و تدوین واکنش‌های رفتاری آن‌ها در زمان بحران.

هنگام نزدیک شدن به آستانه‌های بحرانی نرخ ارز، صندوق‌ها باید ترکیب دارایی‌ها را به‌صورت پویا تغییر داده و نسبت به محافظت از پرتفوی سرمایه‌گذاران اقدام کنند.

طراحی پیام‌های بازاریابی متناسب با سطح نگرانی سرمایه‌گذاران در دوره‌های نوسانات ارزی.

دسته بندی مشتریان به سرمایه گذاران محافظه کار، معتدل و جسور و تدوین کمپین‌های بازاریابی جداگانه برای هر دسته در مواجهه با شوک ارزی.

طراحی برنامه‌های آموزشی جهت افزایش درک عمومی سرمایه‌گذاران از ارتباط بین نرخ ارز، شاخص‌های ریسک و بازده سهام.

توانمند سازی بازاریابان سرمایه گذاری با دانش مالی رفتاری جهت طراحی پاسخ‌های هدفمند و موقعیت محور به مشتریان.

تنظیم زمان بندی کمپین‌ها، عرضه صندوق‌ها یا محصولات مالی در بازه‌هایی که نوسانات ارزی کنترل شده‌تر است یا بازار در وضعیت با ثبات‌تری قرار دارد.

فهرست منابع

رحمتی، ناهید. احدی سرکانیف سید یوسف. (۱۴۰۰). بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری. دوره ۷ شماره۱.

بیگلو، لیلا؛ نیکی اسفهلان، حکیمه؛ جزنی، نسرین؛ البرزی، محمود (۱۴۰۳)، مدل بازاریابی دیجیتال در صنایع کوچک و متوسط ایران به روش فراترکیب. مدیریت بازاریابی / شماره ۶۵، ۷۱-۱۰۵.

پردل، پروانه، اسفندیاری، مرضیه. (۱۴۰۳). تاثیر نااطمینانی سیاست اقتصادی بر قیمت نفت (مطالعه

موردی: کشورهای عضو اوپک). فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد مقداری، ۲۱(۱)، ۶۳-۸۵.

دبیری فرد، آریانا؛ رحیمی باغملک، جهانبخش(۱۴۰۳) تحلیل شکاف استقرار هوش مصنوعی در شرکتهای تبلیغاتی و بازاریابی در ایران با استفاده از رویکرد ترکیبی ANP و .DEMATEL مدیریت بازاریابی / شماره ۵۶ / زمستان/ ۱۰۷-۱۲۸.

رضایی،حامد و صبوری، فهیمه وکمالی، ناصر . (۱۴۰۲). تأثیربازاریابی دوسو توان بر بهبود عملکرد بازار و مالی با رویکرد مدیریت هوشمند. مدیریت استراتژیک هوشمند، ۲(۲)، ۱۰۸-۸۹.

رمزی مژده، علی؛ وطن پرست، محمدرضا؛ مشکی، مهدی(۱۴۰۳)، نقش فشار مدیرعامل در تصمیم گیریهای مدیریت سود با تأکید بر ویژگیهای شخصیتی مدیران مالی. مدیریت بازاریابی / شماره ۶۴/ ۶۷-۸۷.

علی مظفری، محمدحسین رنجبر، سراج الدین محبی، سعید مرادپور(۱۴۰۰). ارائه مدل بازاریابی خدمات مالی در کارگزاریهای بورس اوراق بهادار، فصلنامه مدیریت کسب و کار، شماره ۵۰.

فروغ عابدی، حمیدرضا وکیلی فرد، حمیدرضا کردلوئی، مریم خلیلی عراقی(۱۴۰۳)، یکپارچه سازی بازاریابی مبتنی بر خلق ارزش در صنعت بانکداری. مجله مدیریت بازاریابی، شماره ۶۵، ۱۲۹-۱۴۹.

فریبا احمدی امیرآبادی، ملیحه علیفری، زهرا هنرمندی(۱۴۰۳) بررسی نقش تعدیل گری ریسک پذیری مدیران و شرکت در رابطه میان عدم اطمینان سیاست اقتصادی و نوآوری در شرکت ها، مجله مدیریت بازاریابی، شماره ۶۳.

تاج آمیری، آزاده. آندرواژ، لیلا. حسین پور، محمد. (۱۴۰۳). ارایه مدل راهبردی ظرفیت‌های بازاریابی و تاثیر آن بر عملکرد مالی در جهت توسعه سرمایه گذاری در صنعت فولاد خوزستان. مجله دانش و سرمایه گذاری، دوره۱۳، شماره ۵۰، تیر ۱۴۰۳.

ناهیدی امیرخیز. (۱۴۰۱). تاثیر نامتقارن نوسان نرخ ارز بر بازده سهام در بازار سرمایه ایران. فصلنامه اقتصاد محاسباتی، ۱(۲)، ۸۷-۱۰۷.

Alazzam, F.A.F., Shakhatreh, H.J.M., Gharaibeh, Z.I.Y., Didiuk, I., & Sylkin, O. (2023). Developing an information model for E-Commerce platforms: A study on modern socio-economic systems in the context of global digitalization and legal compliance. Ingénierie des Systèmes d'Information, 28(4), 969- 974. https://doi.org/10.18280/isi.280417

Dahmene, M., Boughrara, A., & Slim, S. (2021). Nonlinearity in stock returns: Do risk aversion, investor sentiment and, monetary policy shocks matter?. International Review of Economics & Finance, 71, 676-699.

Eliwa, Y., Gregoriou, A., & Paterson, A. (2019). Accruals quality and the cost of debt: the European evidence. International Journal of Accounting & Information Management.

Eva, T. L., & Claudia, N. M. (2018). Effect of free float ratio on the behavior of shares valuation in companies listed in Latin American capital market. Firm Value: Theory and Empirical Evidence, 33.

Fan, Z., Zhang, Z., & Zhao, Y. (2021). Does oil price uncertainty affect corporate leverage? Evidence from China. Energy Economics, 98, 105252.

Jamal, F.N., Othman, N.A., Nizam, N.Z., Jelita, A., Rohmah, W., & Dzakiyullah, N.R. (2022). Green marketing: Reviewing aspect of communication tools. International Journal of Sustainable Development and Planning, 17(4), 1085-1092. https://doi.org/10.18280/ijsdp.170405

Kelikume, I., & Muritala, O. (2020). The impact of changes in oil price on stock market: Evidence from Africa. International Journal of Management, Economics and Social Sciences (IJMESS), 8(3), 169-194.

Luo, H., Kamarudin, F., & Nor, N. M. (2024). The impact of economic uncertainty on bank efficiency—the moderating role of country governance. Heliyon, 10(6).

Marilena Ionica RĂDULICĂ 2025. Assessing the Marketing Performance of Financial-Banking Organizations, a Prerequisite for Increasing Competitiveness. Journal of Emerging Trends in Marketing and Management – Vol I, No. 1/2025.

Parani, R., & Juliana (2025). A storytelling-based marketing strategy using the Sigale-gale storynomics as a communication tool for

promoting Toba tourism. International Journal of Sustainable Development and Planning, 18(4), 1209-1217. https://doi.org/10.18280/ijsdp.180425

Sameer Yadav , Dr. Seema Balan , D. Barani , Rahul Hemant Sutar4 , Dr. Aditya Prasad Sahoo & Dr. Prashant Surgonda Patil 2024. FINANCIAL AND MARKETING MANAGEMENT BUSSINESS SUCCESS MODEL IN SMALL AND MEDIUM SCALE ENTERPRICES. World Journal of Management and Economics ISSN: 1819-8643.

Seyed Farzad Mirmiran 2024. Sales & Marketing Management Trends In 2025; Tracking and Measuring Sales Performance. Conference Paper ·December 2024 DOI: 10.5281/zenodo.14434188

Vladimir Panchenko, Halyna Levkiv, Bohdana Kosovych, Oksana Butkevych, Vitalii Nianko(2023). INFLUENCE OF MARKETING STRATEGY ON IMPROVING THE FINANCIAL PERFORMANCE OF INDUSTRIA ENTERPRISES. FINANCIAL AND CREDIT ACTIVITY: PROBLEMS OF THEORY AND PRACTICE Volume 6 (53), 2023.

Yendra (2023). The Role of Digital Marketing in Improving Company Financial Performance. ATESTASI: JURNAL ILMIAH AKUNTANSI Vol 6, Issue 1, (2023), 474 – 492.

Diary Jalal Ali ,Boren Sargon, Dlawar Mahdi Hadi.(2024). The impact of economy policy uncertainty and oil price shocks on G20 banks' stock performance: Wavelet coherence and non-parametric causality in quantiles approach. Heliyon, 10(7): 15 April 2024, e28846

Campbell, John Y. and Samuel B. Thompson. (2008). Predicting excess stock returns out of sample: Can anything beat the historical average? The Review of Financial Studies 21(4): 1509-1531.

Jessica Wachter, Missaka Warusawitharana (2009). Predictable returns and asset allocation: Should a skeptical investor time the market? Journal of Econometrics, 2009, vol. 148, issue 2, 162-178

Nicholas Barberis. (2000). Investing for the Long Run when Returns Are Predictable. The Journal of Finance. 55(1): 225-264.

S. Mahapatra and S.N. Bhaduri, Dynamics of the impact of currency fuctuations on stock markets in India: Assessing the pricing of exchange rate risks, Borsa Istanbul Rev. 19 (2019), no. 1, 15–23.

Ecenur Ugurlu-Yildirim, Baris Kocaarslan, Beyza M. Ordu-Akkaya. (2019). Monetary policy uncertainty, investor sentiment, and US stock market performance: New evidence from nonlinear cointegration analysis. International Journal of Finance & Economics, 26(2), 1724-1738.