

بررسی انواع متغیرهای کلان اقتصادی بر قیمت و عملکرد بازار سهام

محمدحسین صیادیان

کارشناسی ارشد فناوری اطلاعات دانشگاه صنعتی ارومیه

mhs13730823@gmail.com

بازار سرمایه در کشورها همواره در معرض نوسانات گسترده‌ای قرار دارد. این نوسانات سبب ورود و خروج مقدار قابل توجهی از سرمایه می‌گردند. تحمل این سرمایه در روابط ساختاری بازارهای مالی حتی در اقتصادهای کشورهای توسعه‌یافته نیز دشوار به نظر می‌آید. با این حال، این ضربه‌های اقتصادی در کشورهای در حال توسعه به دلیل عملکرد بازار بورس مشکل آفرین نیست. چراکه به دنبال افت ارزش سرمایه در این نوع کشورها، منجر به بی ثباتی‌های مشهود در اقتصاد می‌گردد. از این‌رو، چگونگی تعامل بازار سرمایه با ارکان نظام اقتصادی همواره از مسائل مهم محسوب شده است. چراکه بازار سرمایه از طریق اثرگذاری بر فرآیندهای تأمین مالی و سرمایه‌گذاری در تمامی بخش‌های اقتصاد، بر روی بازدهی کل اقتصاد تأثیر می‌گذارد. اصلی ترین و متدائل ترین بازار سرمایه، بازار بورس است که در کشور ما انواع مختلفی دارد: بورس اوراق بهادار، بورس کالا و بورس ارز. بورس اوراق بهادار با تمدن کردن سرمایه‌ها و تخصیص بهینه آن‌ها، در راستای افزایش تولید و اهداف توسعه اقتصادی و اجتماعی، نقش کلیدی ایفا می‌کند. در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، یکی از مهم ترین عواملی که فرا روی سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد، شاخص قیمت سهام است. از این‌رو آگاهی از عوامل مؤثر بر قیمت سهام از اهمیت فوق العاده‌ای برخوردار است. در این مطالعه به روش توصیفی- تحلیلی و با بهره‌گیری از منابع کتابخانه‌ای به بررسی انواع متغیرهای کلان اقتصادی بر قیمت و عملکرد بازار سرمایه می‌پردازیم.

واژگان کلیدی: متغیرهای کلان اقتصادی، بازار سرمایه، بازار بورس، شاخص قیمت سهام.

۱. مقدمه

یکی از مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر رشد و توسعه اقتصادی هر کشوری، بازار سهام است. عملکرد این بازار بر دیگر بخش‌های اقتصادی کشور تأثیر گذاشته و موفقیت آن می‌تواند به موفقیت اقتصادی هر کشوری منجر شود. بازار سرمایه از یک سو وظیفه تجهیز و تخصیص بهینه مالی موردنیاز شرکت‌ها و از سوی دیگر وظیفه افزایش نقدشوندگی، مدیریت ریسک، افزایش شفافیت اطلاعاتی و تسهیل مبادلات اوراق بهادار بین سرمایه‌گذاران را بر عهده دارد. همچنین بازار سرمایه به شفافیت مبادلات پولی و مالیاتی کمک شایانی می‌نماید (بدرجی، دولو و دری نو کورانی، ۱۳۹۵).

امروزه با رشد اقتصادی در کشورها سرمایه به عنوان عامل مهم تولیدی نسبت به گذشته اهمیتی دوچندان یافته است و همین پررنگ شدن نقش آن در اقتصاد کلان کشورها اتخاذ سیاست‌هایی برای جلب سرمایه گردیده است. از جمله مهم‌ترین اقدامات کشورهای توسعه‌یافته، گسترش بازارهای سرمایه و تشویق سرمایه‌گذاران خارجی است. بازار سرمایه به‌ویژه به دلیل اثرات ضد تورمی در مقایسه با بازار پول، در تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری از اولویت برخوردار بوده و حائز اهمیت است. شناخت عوامل مؤثر بر بازار سهام می‌تواند به جهت‌دهی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کمک فراوانی نماید (پیرائی و شهسواری، ۱۳۸۸).

از سویی دیگر، متدالوں ترین نقطه شروع برای سرمایه‌گذاران در موقع خرید سهام، بررسی روند تغییرات قیمت سهام است. این قیمت تحت تأثیر دو عامل قرار دارد: نخست عواملی که بر یک سهم به خصوصی تأثیر می‌گذارند و دیگری عواملی که بر کل بازار سهام اثر دارند. در بازار سرمایه، عامل دوم به نام ریسک بازار شناسایی می‌شود. شاخص‌های قیمت سهام و بیش از آن، تغییرات این شاخص‌ها، بیان‌کننده درجه ریسک این شاخص‌ها در بازار سرمایه خواهد بود (دوانی، ۱۳۸۳). به طور کلی امروزه در دنیا، شاخص‌ها مورد توجه ویژه‌ای قرار دارند؛ زیرا با کمک شاخص‌ها می‌توان بازدهی کل یا قسمی از بازار را اندازه گرفت و با بازده پرتفوهای دیگر مقایسه کرد. همچنین، قیمت سهام، در بیشتر موارد بیانگر انتظارات بازار از وضعیت اقتصادی شرکت‌های است و با روند حرکتی بازار بورس، بازده سرمایه‌گذاری این بازار با فرصت‌های دیگر سرمایه‌گذاری، در بخش زمین، ساختمان، طلا، ارز و جز این‌ها قابل مقایسه و سنجش است (عباسیان، مرادپور اولادی و عباسیان، ۱۳۸۷). برخی از اندیشمندان معتقدند که بهبود عملکرد بازار سرمایه یا به عبارتی بورس

اوراق بهادر منجر به بهبود اقتصادی و رشد اقتصادی می‌گردد. لیکن جمعی دیگر از اقتصاددانان رشد اقتصادی را عامل بهبود عملکرد بازار سرمایه می‌دانند. درنتیجه در هر دو صورت، شناسایی عوامل تأثیرگذار بر شاخص قیمت سهام کاملاً مهم است.

با توجه به مطالب مزبور و اهمیت شاخص قیمت سهام در بازار بورس و اوضاع اقتصادی کشور، در این مطالعه ابتدا شاخص قیمت سهام مطرح شده است سپس دیدگاهها و نظریه‌های مطرح شده در این زمینه بررسی گردیده است که بنا بر آن، اولین تئوری مهم برای بنا نهادن پایه نظری این پژوهش، تئوری سبد اوراق بهادر (بورتفولیو) است و تأثیر نظریه برابری و نظریه مارکویتز نیز مطرح شده است. در ادامه عوامل اقتصادی مؤثر بر شاخص سهام و تقسیم‌بندی آن‌ها پرداخته شده است و مهم‌ترین این عوامل به طور مفصل بررسی و بحث شده است.

۲. شاخص قیمت سهام

در بورس‌های معتبر دنیا شاخص‌های متعددی برای بررسی و تجزیه و تحلیل عملکرد این بورس‌ها مورد محاسبه قرار می‌گیرد. نخستین شاخص مورد استفاده در بورس سهام، شاخص قیمت سهام است که خود به چندین روش محاسبه می‌شود. شاخص برای اندازه‌گیری تغییرات ارزش سهام به کار می‌رود و از نظر کاربردی کمیتی است که نماینده چند متغیر است. به طور کلی شاخص وسیله‌ای برای اندازه‌گیری و مقایسه پدیده‌هایی است که دارای ماهیت و خاصیت مشخصی هستند؛ بنابراین بر مبنای آن می‌توان تغییرات ایجادشده در متغیرهای معینی را در طول یک دوره بررسی نمود. شاخص قیمت سهام همواره تحت تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی در دوره‌های مختلف قرار داشته است (عباسیان و همکاران، ۱۳۸۷).

عمده شاخص‌های بازار اوراق بهادر مربوط به سهام و اوراق قرضه است. شاخص‌های قیمت سهام در تمامی بازارهای مالی دنیا، به مثابه یکی از مهم‌ترین معیارهای سنجش عملکرد بورس اوراق بهادر، از اهمیت و توجه زیادی برخوردارند. شاید مهم‌ترین دلیل این توجه روزافزون، این باشد که شاخص‌های مزبور از تجمعی حرکت‌های قیمتی سهام تمامی شرکت‌ها یا طبقه خاصی از شرکت‌های موجود در بورس، به دست می‌آیند؛ و درنتیجه جهت و اندازه حرکت‌های قیمتی را در بازار سهام امکان‌پذیر می‌سازند.

کاربرد اصلی و عمده شاخص‌ها، محاسبه بازدهی کل بازار یا عناصر مشخصی از بازار در یک دوره معین و استفاده از نرخ‌های بازده محاسبه شده به مثابه مبنای^۱ برای قضاوت درباره پرتفوهای مختلف است. قیمت سهام، اغلب بیانگر انتظارات بازار از وضعیت اقتصادی شرکت‌هاست، از این‌رو شاخص‌های بازار نمایانگر وضعیت و عملکرد آتی کل اقتصاد هستند (صالح پور، ۱۴۰۰).

تحلیلگران اوراق بهادر، مدیران پرتفوی و سایر متخصصان اقتصادی، از شاخص‌های بازار برای بررسی متغیرهایی که حرکت کل قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهند، استفاده می‌کنند. شاخص کل قیمت سهام در بورس تهران، شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است. این شاخص به طور روزانه محاسبه و اعلام می‌شود (راعی و پویان فرد، ۱۳۹۱).

۳. مبانی تئوریکی بازار سهام

قبل از ورود به بحث اصلی و بررسی متغیرهای اثرگذار کلان اقتصادی بر قیمت سهام، لازم است مبانی مورد نیاز و مهم بازار سهام از جمله نظریه پرتفولیو، نظریه برابری قدرت خرید و ... مطرح و بررسی شود. لذا در این بخش، به بررسی مهم‌ترین نظریه‌های مؤثر بر بازار سهام می‌پردازیم.

نظریه پرتفولیو

لغت پرتفولیو^۲ در عبارت ساده به ترکیبی از دارایی‌ها گفته می‌شود که توسط یک سرمایه‌گذار برای سرمایه‌گذاری تشکیل می‌شود. این سرمایه‌گذار می‌تواند فرد یا یک موسسه باشد. از نظر تکنیکی، یک پرتفولیو در برگیرنده مجموعه‌ای از دارایی‌های واقعی و مالی سرمایه‌گذاری شده یک سرمایه‌گذار است. بسیاری از مردم از طریق برنامه‌ریزی و بر مبنای علمی و یا تصمیم معمولی پرتفولیوی از دارایی‌ها را تشکیل می‌دهند. به عبارت دیگر می‌توان گفت: پرتفولیو مجموعه دارایی‌های یک نفر یا یک سازمان است (جونز، ۱۳۸۴).

از آنجا که قیمت سهام تحت تأثیر عوامل اقتصادی از قبیل نرخ ارز، حجم پول، تورم و ... است بنابراین سرمایه‌گذارانی که نظریه نوین پرتفوی را پذیرفته‌اند و به کار می‌بندند بر این باورند که «حریف بازار نیستند»؛ بنابراین انواع گوناگونی از اوراق بهادر را نگهداری می‌نمایند تا بازدهشان با

1. Benchmark
2. Portfolio

متوسط بازده بازار برابر شود. لذا، از آنجاکه توانایی پیش‌بینی ندارند می‌کوشند «مجموعه‌ای متنوع» از اوراق بهادر را نگهداری کنند تا بتوانند به نرخ بازده‌ی مطلوب خود که نزدیک نرخ بازده بازار است، دست یابند.

نظریه برابری قدرت خرید (PPP)

نظریه «برابری قدرت خرید^۱» حالتی را بیان می‌دارد که در آن نرخ‌های ارز در تعادل بوده و هر یک از ارزها قدرت خرید یکسانی در بین کشورها دارند. بدین معنی که ضریب سطح قیمت دو کشور برای تهیه سبد مشخصی از کالاهای خدمات، یکسان هستند. زمانی که سطح قیمت‌ها در داخل کشوری افزایش می‌یابد (مانند کشوری که تورم را تجربه می‌کند)، نرخ ارز آن کشور برای بازگشت به وضعیت برابری قدرت خرید باید کاهش یابد (فارمر، ۱۳۹۲).

بر اساس نظریه برابری قدرت خرید (PPP) تغییرات نرخ ارز طبق سطح عمومی قیمت‌های نسبی بین دو کشور تعیین می‌شود. این ارتباط با فرض اینکه مقدار کالاهای سبد ثابت باشد، همیشه برقرار خواهد بود. بنابراین، تغییرات نرخ ارز و قدرت خرید پول‌ها در مقایسه با یکدیگر، اهمیت و شدت تأثیرگذاری نرخ ارز در اوضاع اقتصادی هر جامعه را مشخص می‌سازد. از سوی دیگر بازارهای پولی بین‌المللی نیز برای مقایسه با این ریسک، سیاست‌هایی را به کار می‌بندند. همچنین بر اساس نظریه برابری قدرت خرید (PPP)، تغییرات نرخ ارز بر قیمت تمام‌شده کالاهای و سرمایه‌گذاری شرکت‌های در بورس اثر می‌گذارد. طبق این تغییرات، نرخ ارز از طریق تغییر سطح عمومی قیمت‌های نسبی دو کشور تعیین می‌شود. حال، اگر بخواهیم این ارتباط را معکوس بینیم، تغییرات نرخ ارز بیانگر تغییرات در سطح عمومی قیمت‌ها خواهد بود. از سویی دیگر بر اساس مدل فاما^۲ (۱۹۸۴) چون تغییرات لگاریتم نرخ ارز با تفاوت تغییر در لگاریتم شاخص قیمت خارجی و داخلی برابر است، لذا اگر نرخ ارز نوسان داشته باشد، باید نسبت شاخص خارجی به شاخص داخلی نیز دچار مشکل شود (به نقل از گان، لی، یانگ و ژانگ، ۲۰۰۶).

1. Purchasing Power Parity

2. Fama

3. Gan, C., Lee, M., Yong, H. H. A., Zhang, J.

همچنین از آنجا که ارز همانند پول نقد، سپرده بانکی و سهام در سبد دارایی سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد، تأثیرات نرخ ارز بر شاخص قیمت سهام را می‌توان در چارچوب نظریه نگهداری دارایی در سبد سرمایه‌گذاری یا همان نظریه پرتfoliyo بررسی کرد (نیه و لی^۱، ۲۰۱۹).

تغییرات هر کدام از دارایی‌های موجود در سبد دارایی‌ها نظیر پول نقد، سهام، نرخ ارز و غیره، تقاضا برای سهام در این بازار را تحت تأثیر قرار داده و متعاقب آن باعث تغییر قیمت سهام می‌شوند (لی و استرازیچ^۲، ۲۰۰۳). از آنجا که ارز از جمله دارایی‌های نامطمئن و ریسکی محسوب می‌شود، تغییرات این متغیر را در چهارچوب مدل مارکویتز^۳ (۱۹۵۹) می‌توان بررسی کرد. مدل مارکویتز به صورت زیر است:

$$\text{Minimize: } -\gamma E_p + V_p,$$

$$E_p = \sum_{i=1}^N X_i E_i,$$

$$V_p = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j COV(i, j),$$

$$\sum_{i=1}^N X_i = 1, \quad \gamma \geq 0,$$

در این مدل، y درجه ریسک گریزی سرمایه‌گذار، E_p عایدی مورد انتظار سبد دارایی، V_p ریسک سبد دارایی، X_i بخشی از بودجه کل که به سرمایه‌گذاری i م اختصاص یافته و E_i بخشی از بودجه کل است که به سرمایه‌گذاری i م اختصاص یافته و E_i عایدی مورد انتظار طرح i م، COV کوواریانس سرمایه‌گذاری i با سرمایه‌گذاری j است.

نظریه مارکویتز

در اوایل دهه ۱۹۵۰ هری مارکویتز^۴ مدل پایه پرتfoliyo را بنیان نهاد که نظریه نوین پرتfoliyo بر آن استوار است. پیش از مارکویتز، سرمایه‌گذاران با مفاهیم بازده و ریسک با مسامحه برخورد می‌کردند. اگرچه آنان با مفهوم ریسک آشنا بودند، معمولاً آن را کمی نمی‌نمودند. سرمایه‌گذاران

-
1. Nieh, C. C., Lee, C. F.
 2. Lee, J., Strazicich, M.
 3. Markowitz, H.
 4. Harry Markowitz

از سال‌ها پیش به طور شهودی می‌دانستند که متنوع سازی، یک رویکرد هوشمندانه است: گفته می‌شد «همه تخم مرغ‌ها را در یک سبد نگذاریم». اما مارکویتز نخستین کسی بود که مفهوم متنوع سازی در سبد سرمایه‌گذاری به طور عام و سبد سهام به طور خاص را به طور رسمی توسعه داد. او به طور کمی نشان داد که چرا و چگونه، متنوع سازی سبد سرمایه‌گذاری (سهام)، ریسک آن را برای سرمایه‌گذاری کاهش می‌دهد (فرهنگ معین، سماوی و کوشان، ۱۳۹۸).

متنوع سازی تا چه اندازه برای سرمایه‌گذار اهمیت دارد؟ بی‌اندازه اهمیت دارد: آن اندازه که می‌توان گفت نخستین قاعده مدیریت سبد سرمایه، متنوع سازی است. به دلیل اینکه سرمایه‌گذاران نمی‌توانند در مورد آینده مطمئن باشند، لذا اگر مایلند ریسک خود را کاهش دهند باید به متنوع سازی مبادرت ورزند.

مارکویتز نخستین کسی بود که مفهوم پرتفولیوی کارا یا سبد سهام (سرمایه‌گذاری) کارا را استخراج و به این صورت تعریف نمود که دارای کمترین ریسک برای یک سطح بازده منتظره معین یا دارای بیشترین بازده برای یک ریسک معین است. سرمایه‌گذار می‌تواند سبد سهام کارا به ازای یک بازده معین را از طریق مشخص نمودن یک بازده انتظاری برای سبد سهام و کمینه کردن ریسک سبد سهام در این سطح بازده شناسایی کند؛ یا سطح ریسک مورد علاقه خویش را برای سبد سهام مشخص نموده و بازده انتظاری سبد سهام را با این سطح ریسک بیشینه نماید. به این ترتیب، مجموعه سبدهای سهام کارا که اصطلاحاً مرز کارا نامیده می‌شوند حاصل می‌گردد. برای تعیین یک مجموعه سبد سهام کارا، ضروری است که بازده انتظاری و انحراف معیار بازده برای هر سبد سهام را تعیین کنیم. برای انجام این کار باید مدل مارکویتز را در ک کنیم (صالح پور، ۱۴۰۰). مارکویتز برای توسعه مدل خویش، برخی مفروضات پایه‌ای را در نظر گرفت. سرمایه‌گذاران:

۱. نسبت به بازده علاقه‌مند و نسبت به ریسک بی‌علاقه‌اند؛

۲. در تصمیم‌گیری رفتار عقلابی دارند؛

۳. بر مبنای بیشینه کردن مطلوبیت منتظره خویش تصمیم می‌گیرند؛

بنابراین مطلوبیت سرمایه‌گذاری تابع ریسک و بازده انتظاری اوست که دو پارامتر عمده تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری هستند. مدل او بر مبنای روابط ریسک و بازده انتظاری سبد سرمایه‌گذاری بنا شده است.

۴. عوامل مؤثر بر قیمت سهام

مطالعات مختلفی در خصوص بررسی و تقسیم‌بندی عوامل مؤثر بر قیمت سهام صورت گرفته است. یکی از این مطالعات در مقاله پورحیدری و پهلوان (۱۳۸۷)، به صورت عوامل بنیادی و غیربنیادی مؤثر بر قیمت سهام، مطرح شده است. در مطالعه دیگر، یاری و فرماندوست حقیقی (۱۳۸۱) این عوامل را به دو دسته داخلی و خارجی تقسیم می‌کند. در ادامه به شرح هر یک از این مطالعات پرداخته می‌شود.

عوامل بنیادی و غیربنیادی

لی (۱۹۸۸)^۱ طی مقاله‌ای عوامل مؤثر بر قیمت سهام را به اجزای بنیادی و غیربنیادی تقسیم کرده و این اجزا را مورد بررسی قرار داده است.

اجزای بنیادی

عوامل بنیادی، عوامل ناشی از ویژگی‌های خود سهام هستند. برای مثال، سود تقسیمی، سود خالص و جریانات نقدی شرکت منتشر کننده سهام، عوامل بنیادی تأثیرگذار بر قیمت سهام هستند. منطقی است که رابطه تنگاتنگی میان سود شرکت، نرخ تنزیل و قیمت سهام وجود داشته باشد. ارزش یک سهام برابر با ارزش تنزیل یافته سودهای دریافتی آتی (جریانات نقدی) مورد انتظار است. نرخ تنزیل نیز با نرخ بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران برابر است. بنابراین، اگر سود سهام و سود تقسیمی شرکت افزایش یابد، یا نرخ تنزیل کاهش یابد، در صورت یکسان بودن سایر شرایط، قیمت سهام افزایش می‌یابد.

اجزای غیربنیادی

تغییرات قیمت سهام فقط ناشی از عوامل بنیادی سهام نیست. عوامل غیربنیادی نیز تأثیر قابل توجهی بر تغییرات قیمت سهام دارند. منظور از عوامل غیربنیادی عواملی مانند متغیرهای کلان اقتصادی هستند که بر بخش واقعی فعالیت‌های اقتصادی تأثیر می‌گذارند. در سال‌های اخیر، تأثیر عوامل کلان اقتصادی بر نوسانات قیمت سهام توجه محققین را به خود جلب کرده است. نقشی که عوامل کلان اقتصادی در تشریح نوسانات قیمت سهام ایفا می‌کند برای بازار سرمایه بسیار مهم است.

1. Lee, B.S.

بسیاری از سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به استفاده از اطلاعات راجع به عوامل کلان اقتصادی در زمینه قیمت‌گذاری دارایی‌ها هستند. از سوی دیگر، این مطالعات برای اقتصاددانان نیز مثمر ثمر خواهد بود، زیرا به آن‌ها کمک می‌کند برخی از منابع ریسک سیستماتیک را شناسایی کرده و قیمت‌گذاری این ریسک‌ها در بازار سهام را مد نظر قرار دهند.

البته مشخص نیست که واقعاً چه کسری از نوسان قیمت‌های سهام تحت تأثیر عوامل بنیادی و چه کسری تحت تأثیر عوامل غیربنیادی سهام است. برخی از تحقیقات انجام شده بخش عمده نوسان پذیری قیمت‌های سهام را ناشی از اجزای غیربنیادی موجود در بازار می‌دانند. برای مثال، لی (۱۹۹۸) نتیجه گرفت که حدود نیمی از انحراف در قیمت‌ها به تغییرات سود خالص و سود تقسیمی بستگی ندارد و حتی به وسیله تغییرات نرخ بهره نیز نتوانست سایر تغییرات حاصل از عوامل غیر بنیادی را توجیه کند. به هر حال باید این نکته را مد نظر داشت که اجزای بنیادی و غیربنیادی بر یکدیگر تأثیر متقابل دارند و نمی‌توان آن‌ها را کاملاً از یکدیگر تفکیک کرد (پورحیدری و پهلوان، ۱۳۸۷).

عوامل داخلی و بیرونی

در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، یکی از مهم‌ترین عواملی که فراروی سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد شاخص قیمت سهام است. از این‌رو آگاهی از عوامل مؤثر بر قیمت سهام بالایمیت است (کریم زاده، ۱۳۸۵). عوامل مؤثر بر قیمت سهام به صورت زیر طبقه‌بندی می‌شود (یاری و فرماندوست حقیقی، ۱۳۸۱):

اجزای داخلی

آن دسته از عوامل مؤثر بر قیمت سهام است که در ارتباط با عملیات شرکت و تصمیمات اتخاذ شده در شرکت است. مانند عایدی هر سم (EPS)^۱، سود تقسیمی هر سم (DPS)^۲، نسبت قیمت بر درآمد (P/E)^۳، افزایش سرمایه، تجزیه سهام و عوامل درون شرکتی دیگر.

-
1. Earning per share
 2. Dividends per share
 3. price To Earning Ratio

اجزای بیرونی

عواملی که خارج از اختیارات مدیریت شرکت بوده و به گونه‌ای فعالیت شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند؛ این عوامل آن از دسته از واقع، حوادث و تصمیماتی است که در خارج از شرکت رخ می‌دهد، ولی بر قیمت سهام مؤثر است. این عوامل به دو دسته تقسیم می‌شود:

عوامل سیاسی

عواملی نظیر جنگ، صلح، قطع رابطه سیاسی و اقتصادی با دیگر کشورها، تغییر ارکان سیاسی، روی کار آمدن احزاب سیاسی رقیب و غیره که همه این مسائل روی قیمت سهام تأثیر بسزایی دارند (صالح پور، ۱۴۰۰).

عوامل اقتصادی

رکود و رونق اقتصادی بورس را به شدت متأثر می‌سازد. به طوری که رونق اقتصادی، سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های دارای رشد را افزایش خواهد داد و درنتیجه، قیمت سهام آن‌ها افزایش می‌یابد. در شرایط رکود نیز بازار سهام دچار رکود خواهد شد. زیرا در این وضعیت، سرمایه‌گذاری در دارایی مالی با درآمد ثابت، به سرمایه در سهام عادی ترجیح داده می‌شود.

- متغیرهای حقیقی (GNP، پس‌انداز، نرخ مالیات و غیره)
- متغیرهای پولی (حجم نقدینگی، نرخ ارز، نرخ سود بانکی و نرخ تورم) (به نقل از فارمر، ۱۳۹۲).

۵. نرخ ارز و شاخص قیمت سهام

نرخ ارز قیمت یک واحد پول خارجی در مبادله با پول رایج یک کشور است، نرخ ارز بین پول‌های ملی کشورهای مختلف ارتباط برقرار کرده و مقایسه قیمت و هزینه‌های بین‌المللی را ممکن می‌سازد (فرجی، ۱۳۸۹).

نرخ ارز یکی از عوامل تعیین‌کننده در محاسبه سودآوری و کارایی پروژه‌های سرمایه‌گذاری است. در حقیقت، ثبات نرخ ارز باعث کاهش عدم اطمینان در فضای اقتصاد داخلی شده و درنتیجه سرمایه‌گذاران به سهولت در مورد سرمایه‌گذاری در زمان حال و آینده تصمیم می‌گیرند. ارتباط بین بازار سهام و نرخ ارز نیز با توجه به میزان صادرات و واردات کشورها، می‌تواند مثبت یا منفی باشد.

تغییرات نرخ ارز، رقابت‌پذیری شرکت‌ها را در سطوح بین‌المللی از طریق تغییر در درآمدها و هزینه‌ها تحت تأثیر قرار می‌دهد و این امر نیز به نوبه خود بر سهام شرکت‌ها در بازار بورس تأثیر می‌گذارد (دورنبوش و فیشر^۱، ۱۹۸۰).

نرخ ارز در کشورهای در حال توسعه یکی از متغیرهای اقتصادی اثرگذار به شمار می‌آید. با توجه به اینکه شرکت‌ها و مؤسسات در این نوع از کشورها به طور عمده نیازهای خود را به صورت واردات از کشورهای توسعه‌یافته تأمین می‌کنند، بنابراین، تغییرات نرخ ارز به عنوان یکی از عوامل مهم و اثرگذار در تعییر و تصفیه بدھی‌ها به شمار می‌آید.

افزایش نرخ ارز از یک سو باعث افزایش میزان بدھی خارجی و از سوی دیگر باعث افزایش بهای تمام‌شده تولیدات و خدمات ارائه‌شده وارداتی، توسط این شرکت‌ها می‌شود. نظر به اینکه افزایش بدھی 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 تمام‌شده محصولات تولیدی، کاهش حاشیه سود شرکت، کاهش قیمت و بازده سهام و به تبع کاهش شاخص سهام را در پی دارد، می‌توان گفت تغییر در نرخ ارز می‌تواند دو اثر متفاوت بر قیمت سهام داشته باشد. از یکسو، افزایش نرخ ارز (از بعد تقاضا) منجر به افزایش درآمد شرکت‌های صادرکننده کالا و درنتیجه افزایش قیمت سهام آن‌ها شده و از سوی دیگر (از بعد عرضه) منجر به کاهش سود شرکت‌های واردکننده نهادهای واسطه‌ای و کاهش قیمت سهام آن‌ها شود (ابونوری، ۱۳۸۵).

۶. اثرات تغییرات شاخص قیمت سهام بر نرخ ارز

بر اساس نظریه‌های اقتصادی رابطه دوطرفه‌ای بین قیمت سهام و نرخ ارز وجود دارد. قیمت سهام نیز به نوبه خود بر نرخ ارز تأثیر می‌گذارد (تأثیرپذیری بازار ارز از بازار سهام).

مدل‌های نظری مانند شواهد تجربی با پیشگویی‌هایی درباره واقعیت‌ها و هدایت رابطه علیتی بین بازار ارز خارجی و بازار سهام آمیخته هستند. به طور کلی، مدل‌ها در مورد رابطه‌این دو متغیر در دو گروه دسته‌بندی می‌شوند: مدل‌های با جهت‌گیری نرخ ارز و مدل‌های با جهت‌گیری سهام. مدل‌های با جهت‌گیری نرخ ارز فرض می‌کنند که نرخ‌های ارز رقابت‌پذیری صادراتی شرکت‌های داخلی را

1. Dornbusch, R., Fischer, S.

تحت تأثیر قرار می‌دهند که درنهايت تعادل تجاري و توليد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (فرهمند معين و همکاران، ۱۳۹۸).

قيمت‌های سهام به وسیله ارزش حال جريان‌های نقدی آتی کاهش می‌يابد. به اين دليل نرخ ارز به صورت مستقيم قيمت‌های سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. درنهايت، رابطه‌اي از طرف نرخ‌های ارز به قيمت‌های سهام وجود دارد.

مدل با جهت‌گيری سهام بيشتر بر حساب‌های نقدی در تعين نرخ‌های ارز تأكيد دارد. اين مدل‌ها شامل مدل پرتفوي و مدل‌های پولی هستند. زنجيره علیت از قيمت‌های سهام به نرخ ارز در مدل‌های پرتفوي می‌تواند به وسیله چنین جريان‌هایی شرح داده شود: افزایش بروزنزا در قيمت دارايی‌های داخلی باعث افزایش تقاضای سرمایه‌گذاران برای دارايی‌های داخلی می‌شود و اغلب دارايی‌های خارجي را می‌فروشنند، درنتیجه پول محلی تقویت می‌شود.

قيمت دارايی‌های داخلی از راه ديگري نيز می‌تواند نرخ ارز را تحت تأثیر قرار دهد. زمانی که قيمت دارايی‌های داخلی افزایش می‌يابد ثروت و تقاضا برای پول را افزایش می‌دهد. تقاضای بيشتر برای پول نرخ‌های بهره داخلی را افزایش می‌دهد که درنتیجه سرمایه‌بیشتری جذب می‌شود. جريان سرمایه‌های خارجي به سمت داخل، پول داخلی را تقویت می‌کند. بحث‌های فوق پیشنهاد می‌کند که قيمت‌های سهام به طور منفي بر نرخ ارز تأثیر می‌گذارد (افزایش در قيمت‌های سهام پول داخلی را تقویت می‌کند، فرهمند معين و همکاران، ۱۳۹۸).

۷. تأثیر سياست‌های پولی بر شاخص قيمت سهام

دو کanal مهم برای انتقال اثرات سياست پولی بر قيمت‌های سهام وجود دارد (مورلي^۱، ۲۰۰۹):

۱. نظريه Q توبيين: طبق اين نظريه، تئوري سرمایه‌گذاري توبيين سازوکارهایي را فراهم می‌آورد که طبق آن سياست پولی، ارزش گذاري سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. توبيين Q را به عنوان قيمت بازاری بنگاه‌ها تقسيم بر هزينه جايگزيني سرمایه تعريف می‌کند. وقتی يك سياست پولی ابساطي اجرا می‌شود، افزایش نقدينگي باعث افزایش تقاضا برای دارايی‌ها از جمله سهام می‌گردد و قيمت سهام بالاتر رفته، موجب افزایش Q خواهد شد. اگر Q بالا باشد، قيمت

1. Morley, B.

بازاری بنگاهها نسبت به هزینه جایگزینی^۱ سرمایه بالاتر است و ارزش تجهیزات سرمایه‌ای نسبت به ارزش بنگاه تجاری پایین است. درنتیجه بنگاهها می‌توانند سهام جدید منتشر کرده و قیمت بالاتری را نسبت به تجهیزاتی که می‌خرند، به دست آورند. بنابراین مخارج سرمایه‌گذاری، به دلیل آنکه بنگاهها می‌توانند تعداد کالاهای سرمایه‌ای جدید را با انتشار مقدار کمی از سهام به دست آورند، افزایش می‌یابد. از طرف دیگر، بنگاهها کالای سرمایه‌ای جدید را زمانی که Q پایین است خریداری نمی‌کنند، به این دلیل که ارزش بازاری بنگاهها نسبت به هزینه سرمایه پایین است.

۲. اثر ثروت^۲: یک کanal دیگر، اثر ثروت است که با تغییر ترازنامه مصرف کنندگان، تصمیمات مصرفی آن‌ها را تغییر می‌دهد. این کanal، از طریقه نظریه چرخه زندگی مودیگلیانی و مدل MPS^۳ توجیه می‌شود. طبق این نظریه منابع مصرفی در دوران زندگی از سه منبع سرچشم می‌گیرد: سرمایه انسانی، سرمایه واقعی، سرمایه مالی. یکی از اجزای مهم ثروت مالی، سهام است. زمانی که قیمت‌های سهام افزایش می‌یابد، ثروت مالی و به تبع آن مصرف افزایش می‌یابد. پس همانند حالت قبل که افزایش حجم پول باعث افزایش قیمت سهام شد، در اینجا نیز افزایش حجم پول با افزایش قیمت انتظاری سهام و درنتیجه افزایش ثروت منجر به افزایش مصرف و تولید کل می‌گردد (افزایش در قیمت‌های سهام پول داخلی را تقویت می‌کند).

۸. نقدینگی و شاخص قیمت سهام

حجم پول عبارت است از میزان اسکناس و مسکوک در دست اشخاص، به اضافه سپرده‌های دیداری بخش خصوصی نزد بانک‌ها. از آنجایی که موجودی‌های مردم در حساب‌های پس‌انداز و مدت‌دار نیز می‌تواند با سرعت به قدرت خرید مبدل شود، مجموع وجهه در حساب‌های پس‌انداز و مدت‌دار را در اصطلاح شبه پول می‌گویند. به این ترتیب نقدینگی طبق تعریف عبارت است از مجموع حجم پول و شبه پول (طیبیان، ۱۳۹۰).

1. Replacement of Capital
2. Wealth Effect
3. Marginal Propensity Save

بر اساس نظریه پولی تورم، افزایش مستمر نقدینگی با نرخی بیش از حاصل ضرب نرخ رشد درآمد حقیقی و کشش درآمدی تقاضا برای پول، شرط لازم و کافی برای تورم مستمر به شمار می‌آید. از سوی دیگر، برخی اعتقاد دارند که افزایش نقدینگی می‌تواند تقاضا برای انجام سرمایه‌گذاری‌ها و از جمله سهام را افزایش دهد؛ بنابراین، رابطه بین نقدینگی و شاخص‌ها باید مثبت باشد. این فرضیه زمانی قابل طرح است که رشد نقدینگی، باعث گسترش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تولیدی شود. با توجه به اینکه در ایران زیربنای اقتصادی برای جذب سرمایه‌گذاری‌ها در بخش‌های تولیدی کافی و مناسب نیست و اغلب نقدینگی به جای استفاده در امور تولیدی، صرف فعالیت‌های سوداگری می‌شود. بنابراین، به طور عمدۀ افزایش حجم نقدینگی منجر به افزایش تقاضا و هزینه‌های جاری می‌شود. به دلیل اینکه تحقیقات انجام شده در زمینه نظریه پولی تورم در ایران نیز نشان داده که افزایش نقدینگی در جامعه همراه و همگام با افزایش تولید ناخالص داخلی نمی‌شود و عامل تشدید‌کننده تورم به شمار می‌آید، به نظر می‌رسد رابطه بین نرخ رشد نقدینگی و شاخص‌های بازار سهام، یک رابطه منفی باشد (سجادی، فرازمند و صوفی، ۱۳۸۹).

۹. قیمت نفت و شاخص قیمت سهام

از لحاظ نظری، کanal‌های بسیاری وجود دارد که تغییرات قیمت نفت می‌تواند بازده‌های سهام را تحت تأثیر قرار دهد. اصلی‌ترین منطق برای اینکه تغییرات قیمت نفت، شاخص سهام را تحت تأثیر قرار دهد، آن است که ارزش سهام برابر با مجموع تنزيل شده از جریان نقد آتی مورد انتظار است. نارایان و نارایان^۱ (۲۰۱۰) معتقدند که قیمت سهام عبارت است از قیمت تنزيل شده جریان نقدی آتی مورد انتظار. این جریان نقد از رویدادهای اقتصاد کلان که ممکن است توسط شوک‌های نفت تحت تأثیر قرار گیرد، تأثیر می‌پذیرد. کanal‌های اثر‌گذاری قیمت نفت در قالب پنج اثر مورد بررسی قرار می‌گیرد:

- اثر درآمدی
- اثر گردشی
- اثر انتظارات

1. Narayan, P. K., Narayan, S.

- اثر ارزی

- اثر خلق نقدینگی

اثر درآمدی: قیمت‌های نفت بالاتر به معنای انتقال ثروت از کشورهای واردکننده نفت به کشورهای صادرکننده نفت هست. اثر این تغییر قیمت بستگی به این دارد که دولت با این افزایش درآمد ناشی از افزایش قیمت نفت چه می‌کند. اگر این افزایش درآمد در جهت خرید کالاها و خدمات داخلی باشد، می‌تواند باعث افزایش ثروت عمومی گردد. همچنین با افزایش تقاضا برای کار و سرمایه، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تجاری زیادی را فراهم خواهد نمود. بنابراین، اثر مثبت بر جریان نقدی آتی بنگاه‌ها دارد. ولی از طرف دیگر، افزایش قیمت نفت به عنوان یکی از نهاده‌های تولید به معنای افزایش هزینه و کاهش درآمدهای بنگاه‌ها خواهد بود و اثر منفی بر جریان نقدی آتی خواهد داشت. درنتیجه کاهش قیمت‌های سهام را به دنبال خواهد داشت.

اثر گردشی: اگرچه افزایش قیمت نفت باعث افزایش تولید ناخالص ملی برای کشورهای صادرکننده نفت می‌شود. اما باید در نظر داشت که مصرف کننده نهايی محصولات و مشتقات نفتی، به طور عمده کشورهای درحال توسعه هستند. به دلیل اینکه کشورهای صادرکننده نفت اغلب خود به دلیل عدم توانایی و نداشتن فناوری لازم برای فرآوری نفت خام، واردکننده محصولات و مشتقات نفتی هستند، بنابراین افزایش قیمت نفت باعث افزایش بهای تمام‌شده محصولات تولیدشده توسط کشورهای صنعتی می‌شود که این خود منجر به افزایش ارزش پولی واردات و اثر منفی بر جریان نقدی آتی برای بنگاه‌ها، در کشورهای درحال توسعه می‌شود. با توجه به اینکه ایران نیز از جمله این کشورها به شمار می‌آید، بنابراین، شاید رابطه بین افزایش درآمد نفتی با افزایش شاخص سهام یک رابطه عکس باشد.

اثر انتظارات: از آنجا که عمده درآمدهای دولت در ایران از منبع نفت حاصل می‌شود، اگر قیمت نفت و درنتیجه درآمد کشور افزایش یابد، باعث شکل‌گیری انتظارات خوشبینانه در مورد ایجاد رونق و افزایش فعالیت‌ها در سطح اقتصاد کشور خواهد شد. شکل‌گیری این انتظارات برای شرکت‌های حاضر در بورس و انتظار افزایش سودآوری آن‌ها باعث خواهد شد که ارزش فعلی جریان نقدی آتی و درنتیجه شاخص سهام با رشد مثبت مواجه شود. از طرف دیگر، عمده شرکت‌ها، نفت را به عنوان نهاده در فرآیند تولید کالاها و خدمات به کار می‌برند. اگر قیمت نفت

افزایش یابد، هزینه تولید برای شرکت‌های وابسته به نفت نیز افزایش می‌یابد؛ بنابراین، تمایل به افزایش در قیمت‌های نفت، ممکن است با تأثیر بر انتظارات، تصمیم سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهامی خاص را تحت تأثیر قرار دهد که منجر به کاهش تقاضا برای آن سهام خواهد شد و با کاهش تقاضا برای این نوع سهام، ممکن است قیمت‌های سهام را کاهش دهد؛ بنابراین اثر کلی این کانال نیز مبهم است.

اثر ارزی: از آنجاکه مبالغ پرداختی حاصل از درآمدهای نفتی به پول خارجی پرداخت می‌گردد، افزایش قیمت نفت باعث می‌شود که ذخایر ارزی افزایش یابد که نتیجه آن افزایش ارزش پول ملی در مقابل پول خارجی خواهد بود. به دلیل آنکه تغییرات نرخ ارز می‌تواند اثرات متفاوتی داشته باشد، اثر تغییرات نرخ ارز را به طور مجزا در بخش قبلی بررسی شد.

اثر خلق نقدینگی (افزایش حجم پول): از آنجا که افزایش قیمت نفت، افزایش درآمدهای ارزی را به همراه خواهد داشت و از طرف دیگر این بانک مرکزی است که ارز حاصل از درآمدهای نفتی را از دولت خریداری کرده و در مقابل آن پول در اختیار دولت قرار می‌دهد، طبیعی است انتظار داشته باشیم که افزایش قیمت نفت، افزایش نقدینگی در جامعه را به همراه داشته باشد. اگر نقدینگی لازم از طریق انتشار پول توسط بانک مرکزی تأمین گردد، باعث خلق نقدینگی در جامعه خواهد شد.

به هر حال مکانیزم انتقال شوک‌های قیمت نفت بر بازده بازار سهام نامشخص بوده و اثر کلی شوک‌های قیمت نفت بر بازدههای سهام بسته به این دارد که اثرات مثبت و منفی هم‌دیگر را چگونه و به چه میزانی خنثی نمایند (حسن‌زاده و کیانوند، ۱۳۹۳).

تحریم

تحریم عمل دسته‌جمعی و کیفری است که متضمن اقدامات لازم دیپلماتیک، اقتصادی یا نظامی در برابر کشوری که برخلاف مصوبات منشور ملل متحده رفتار کرده است. این تعریف دارای پشتونه حقوقی در سطح بین‌المللی با استفاده از مصوبات منشور ملل متحده است که توسط اکثریت کشورها پذیرفته شده است. اما تعریف دیگری نیز از تحریم با مجازات اقتصادی ارائه شده است. تدابیری نظیر محاصره محدود یا کامل اقتصادی به منظور وارد آوردن فشار اقتصادی بر یک دولت برای وادر کردنش به پذیرفتن شرایط مورد نظر (فرهنگ علوم سیاسی، ۱۳۷۶).

نظریه تحریم رابطه مستقیمی با به کارگیری قدرت اقتصادی دارد و بنا به تعریف رابرт ژیلپین^۱ تحریم اقتصادی یعنی دستکاری روابط اقتصادی به منظور اهداف سیاسی (مرон^۲، ۱۹۹۰). تحریم‌های اقتصادی عمده‌تاً از دو طریق اعمال می‌شود: تحریم تجاری و تحریم مالی. تحریم‌های تجاری با محدود کردن یا قطع کردن انواع روابط وارداتی و صادراتی همراه می‌شود. در تحریم‌های مالی محدودیت و فشارهایی بر روابط مالی کشور هدف اعمال می‌شود؛ یعنی سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و معاملات مالی کشور تحت فشار قرار می‌گیرد.

تقسیم‌بندی دیگری می‌توان از جهت «منشأ تحریم» را نیز در نظر داشت. اول، تحریم یک جانبه، در این نوع تحریم، کشور فرستنده تحریم بر اساس تصمیم یک طرفه خود تحریم را اعمال می‌کند. دوم، تحریم چندجانبه که از سوی چند کشور علیه کشور هدف صورت می‌گیرد. سوم، تحریم سازمان ملل است که به وسیله شورای امنیت اعمال می‌شود (استی و ماتیسیاک^۳، ۲۰۱۶).

تحریم‌های اقتصادی اغلب در دو شکل اساسی ممنوعیت‌های تجاری و ممنوعیت‌های مالی اعمال می‌شود (آذری، دریابی، حق پناه و حسن‌زاده، ۱۳۸۷).

مهم‌ترین موارد ممنوعیت‌های تجاری عبارت‌اند از:

- سهمیه‌بندی، تحدید و توقف کلی صادرات و واردات؛
- سیاست تبعیض آمیز تعرفه‌ای، شامل رد همکاری بیشتر با کشور هدف و پذیرش امتیاز تعرفه‌ای عمومی؛
- تعلیق و لغو موافقتنامه‌های تجاری و پروژه‌های مشترک و ممنوع کردن صادرات تکنولوژی؛
- تهیه لیست سیاهی از معاملات تجاری در حال انجام توسط کشور هدف؛
- قطع، تعلیق و لغو کمک‌های فنی و برنامه‌های آموزشی؛

ممنوعیت مالی نیز جنبه دیگری از تحریم‌های مالی بوده و به یکی از اشکال ذیل اعمال شدنی است:

- ممنوعیت بیمه‌ها و سایر خدمات مالی؛
- مالیات بر صادرات کشور؛

¹ Robert Gilpin

² Meron, J.

³ Esty, B. C., Matysiak, G. A.

- ایجاد محدودیت‌های مالی و بانکی؛
- تحریم نقل و انتقالات مالی؛
- مسدود کردن دارایی‌های خارجی کشور؛
- ایجاد منعیت در فروش نفت خام و واردات فرآورده‌های نفتی؛
- ایجاد اختلال در گشايش اعتبارات اسنادی برای تجار كشور؛
- ایجاد موافع جذب سرمایه‌گذاری خارجی؛

۱۰. نتیجه‌گیری

بنابر مطالب بیان شده می‌توان چنین نتیجه گرفت که بازارهای مالی یکی از مهم‌ترین بخش‌های اقتصادی کشورها می‌باشند. به دلیل ارتباط نزدیک این بازارها با ساختار اقتصادی هر کشور رکود و رونق آن می‌تواند شرایط اقتصادی آن کشور را تحت تأثیر قرار دهد. یکی از اجزای مهم این بازار، شاخص سهام است. بررسی مطالب نشان داد که متغیرهای اقتصادی تأثیرگذار بر قیمت سهام به دو بخش خرد و کلان تقسیم می‌شوند. متغیرهای خرد در سطح شرکت و صنعت مطرح می‌شوند. متغیرهای کلان اقتصادی که شامل متغیرهایی نظیر نرخ بهره، نرخ ارز، قیمت جهانی نفت، شاخص تولیدات صنعتی و غیره می‌باشند، منحصر به بنگاه یا صنعتی خاص نباشد و با عملکرد کل بازار ارتباط دارد. با توجه به تأثیرگذاری قابل ملاحظه قابل متغیرهای کلان در بازار سهام، تحلیل گران مالی همواره در تلاش هستند تا مهم‌ترین متغیرهای تأثیرگذار بر عملکرد بازار را شناسایی و بر طبق آن پیش‌بینی‌های بهتری از آینده قیمت سهام و بازارهای سرمایه ارائه دهند.

منابع

- ابونوری، اسماعیل، (۱۳۸۵). بررسی تأثیر متغیرهای اقتصادی و دارایی‌های جایگزین بر قیمت سهام در ایران: یک الگوی خودهمبسته با وقفه‌های توزیعی، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، شماره ۲۹، ۱۷-۴۶.
- آذری، مصطفی، دریایی، محمد‌هادی، حق پناه، محمود، حسن‌زاده، محمد (۱۳۸۷). تحریر اقتصادی: آثار و پیامدها، سیاست‌ها و راهکارها، مؤسسه تدبیر اقتصاد.
- بدربیان، احمد، دولو، مریم و دری نوکورانی، مریم (۱۳۹۵). بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد بازار سهام، *چشم‌انداز مدیریت مالی*، شماره ۱۳، ۹-۳۵.
- پورحیدری، امید و پهلوان، محمدرضا (۱۳۸۷). تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازدهی بورس اوراق بهادار، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال ۱، شماره ۱، ۷۱-۹۹.
- پیرائی، خسرو شهسواری، محمدرضا (۱۳۸۸)، تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازار بورس ایران، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی*، سال ۹، شماره ۱، ۲۱-۳۸.
- جونز، چارلز، (۱۳۸۴)، *مدیریت سرمایه‌گذاری*، ترجمه رضا تهرانی و عسگر نوربخش، تهران: انتشارات نگاه دانش.
- حسن‌زاده، علی، کیانوند، مهران (۱۳۹۳)، اثر شوک‌های متقارن و نامتقارن نفتی بر شاخص قیمتی در بازار بورس اوراق بهادار تهران، *دوفصلنامه اقتصادی پولی-مالی*، سال ۲۱، شماره ۸.
- دونانی، غلامحسین (۱۳۸۳). بورس، سهام و نحوه قیمت‌گذاری سهام، چاپ سوم، تهران: نشر نخستین.
- راعی، رضا و احمد، پویان فرد (۱۳۹۱). *مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته*، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
- سجادی، سید حسین، فرازمند، حسن و صوفی، علی (۱۳۸۹). بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهشنامه علوم اقتصادی*، شماره ۳۹، ۱۲۳-۱۵۰.

- صالح پور، مشاء الله (۱۴۰۰). تأثیر نوسان پذیری جریان‌های نقدی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار، چاپ اول، تهران: پادینا.
- طبییان، محمد (۱۳۹۰). اقتصاد ایران، چاپ نهم، تهران: مؤسسه عالی پژوهش در برنامه‌ریزی و توسعه.
- عباسیان، عزت‌الله، مرادبور اولادی، مهدی و عباسیان، حیدر (۱۳۸۷). اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران: فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، سال ۱۲، شماره ۳۶، ۱۳۵-۱۵۲.
- فارمر، راجر (۱۳۹۲). اقتصاد چگونه عمل می‌کند؟ (اقتصاد کلان و بازارهای مالی)، ترجمه نادر مهرگان و مهدی کرامت‌فر، تهران: انتشارات نور علم.
- فرجی، یوسف (۱۳۸۹). پول، ارز و بانکداری، چاپ چهاردهم، تهران: شرکت چاپ و نشر بازرگانی.
- فرهمند معین، حامد، سماوی، محمدابراهیم و کوشان، عماد (۱۳۹۸). بازار سرمایه ایران: مبانی، ضعف و قوت، تهدیدات و فرصت‌ها و راهبردها، چاپ اول، تهران: نشر آموزشی تألیفی ارشدان.
- فرهنگ علوم سیاسی (۱۳۷۶). مرکز اطلاعات و مدارک علمی ایران.
- کریم‌زاده، مصطفی (۱۳۸۵). بررسی رابطه بلندمدت شاخص قیمت سهام بورس با متغیرهای کلان پولی با استفاده از روش همجمعی در اقتصاد ایران، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، سال ۸، شماره ۲۶، ۴۱-۵۴.
- یاری، ثریا و فرماندوست حقیقی، کامبیز (۱۳۸۱). عوامل اساسی در تعیین قیمت سهام، مجله بورس، شماره ۳۳.

- Dornbusch, R., Fischer, S. (1980). Exchange Rates and the Current Account. *The American Economic Review*, 70(5), 960-971.
- Esty, B. C., Matysiak, G. A. (2016). *Modern Project Finance: A Casebook*. New York, NY: Wiley.
- Gan, C., Lee, M., Yong, H. H. A., Zhang, J. (2006). Macroeconomic Variables and Stock Market Interactions: New Zealand Evidence. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(4), 89-101.
- Lee, B.S. (1998). Permanent, Temporary, and Non-Fundamental Components of Stock Prices, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33.

- Lee, J., Strazicich, M. (2003). Minimum LM unit root test with two structural breaks, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, PP. 1082-1089.
- Markowitz, H. (1959). Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investments. *J. Wiley*.
- Meron, J. (1990). Democracy, Dependency, and Destabilization: The Shaking of Alendes Regime, *Political Science Quarterly*, Vol. 105, No. 1.
- Morley, B. (2009). Exchange Rates and Stock Prices in the Long run and Short run.
- Narayan, P. K., Narayan, S. (2010). Modelling the Impact of Oil Prices on Vietnam's Stock Prices. *Applied Energy*, 87(1), 356-361.
- Nieh, C. C., Lee, C. F. (2019). Dynamic Relationship between Stock Prices and Exchange Rates for G-7 Countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 41(4), 477-490.
- Poitras, M. (2004). The Impact of Macroeconomic Announcements on Stock Prices: In Search of State Dependence. *Southern Economic Journal*, 549-565.