

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 می‌گردد. تحمل این سرمایه در روابط ساختاری بازارهای مالی حتی در اقتصادهای کشورهای توسعه یافته نیز دشوار به نظر می‌آید. با این حال، این ضربه‌های اقتصادی در کشورهای در حال توسعه به دلیل عملکرد بازار بورس مشکل آفرین تر است. چراکه به دنبال افت ارزش سرمایه در این نوع کشورها، منجر به بی‌ثباتی‌های مشهود در اقتصاد می‌گردد. از این رو، 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. اصلی‌ترین و متداول‌ترین بازار سرمایه، بازار بورس است که در کشور ما انواع مختلفی دارد: بورس اوراق بهادار، بورس کالا و بورس ارز. بورس اوراق بهادار با متمرکز 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 مهم‌ترین عواملی که فرا روی سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد، شاخص قیمت سهام است. از این رو آگاهی از عوامل مؤثر بر قیمت سهام از اهمیت فوق‌العاده‌ای 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 (بدری، دولو و دری نوکورانی، 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. ازجمله 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 سرمایه سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کمک فراوانی نماید (پیرائی و شهبازی، ۱۳۸۸).

از سویی دیگر، متداول‌ترین 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 خواهند بود (دوانی، ۱۳۸۳). به طور کلی امروزه در دنیا، شاخص‌ها مورد توجه ویژه‌ای قرار دارند؛ زیرا با کمک شاخص‌ها می‌توان بازدهی کل یا قسمتی از بازار را اندازه گرفت و با بازده پرتفویهای دیگر مقایسه کرد. همچنین، قیمت سهام، در بیشتر موارد بیانگر انتظارات بازار از وضعیت اقتصادی شرکت‌هاست 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 بهادار منجر به بهبود اقتصادی و رشد اقتصادی می‌گردد. لیکن جمعی دیگر از اقتصاددانان رشد اقتصادی را عامل بهبود عملکرد بازار سرمایه می‌دانند. در نتیجه 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 بهادار (پورتفولیو) 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 ایجاد شده 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 بهادار 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 بهادار، از اهمیت و توجه زیادی برخوردارند. شاید مهم‌ترین دلیل این توجه روزافزون، این باشد که شاخص‌های مزبور از تجمیع حرکت‌های قیمتی سهام تمامی شرکت‌ها یا طبقه خاصی از شرکت‌های موجود در بورس، به دست می‌آیند؛ و در نتیجه جهت و اندازه حرکت‌های قیمتی را در بازار سهام امکان‌پذیر می‌سازند

کاربرد اصلی و عمده شاخص ها، محاسبه بازدهی کل بازار یا عناصر مشخصی از بازار در یک دوره معین و استفاده از نرخ های بازده محاسبه شده به مثابه مبنایی^۱ برای قضاوت درباره پرتفوی های مختلف است. قیمت سهام، اغلب بیانگر انتظارات بازار از وضعیت اقتصادی شرکت هاست، از این رو شاخص های بازار نمایانگر وضعیت و عملکرد آتی کل اقتصاد هستند (صالح پور، ۱۴۰۰).

تحلیلگران اوراق بهادار، مدیران پرتفوی و سایر متصدیان اقتصادی، از شاخص های بازار برای بررسی متغیرهایی که حرکت کل قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می دهند، استفاده می کنند. شاخص کل قیمت سهام در بورس تهران، شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس است. این شاخص به طور روزانه محاسبه و اعلام می شود (راعی و پویان فرد، ۱۳۹۱).

۳. مبانی تئوریک 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 مهم ترین نظریه های مؤثر بر بازار سهام می پردازیم.

نظریه پرتفولیو

لغت پرتفولیو^۲ در عبارت ساده به ترکیبی از دارایی ها گفته می شود که توسط یک سرمایه گذار برای سرمایه گذاری تشکیل می شود. این سرمایه گذار می تواند فرد یا یک موسسه باشد. از نظر تکنیکی، یک پرتفولیو دربرگیرنده مجموعه ای از دارایی های واقعی و مالی سرمایه گذاری شده یک سرمایه گذار است. بسیاری از مردم از طریق برنامه ریزی و بر مبنای علمی و یا تصمیم معمولی پرتفولیویی از دارایی ها را تشکیل می دهند. به عبارت دیگر می توان گفت: پرتفولیو مجموعه دارایی های 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 سرمایه گذارانی که نظریه نوین پرتفوی را پذیرفته اند و به کار می بندند بر این باورند که «حریف بازار نیستند»؛ بنابراین انواع گوناگونی از اوراق بهادار را نگهداری می نمایند تا بازدهشان با

1. Benchmark

2. Portfolio

متوسط بازده بازار برابر شود. لذا، از آنجا که توانایی پیش‌بینی ندارند می‌کوشند «مجموعه‌ای متنوع» از اوراق بهادار 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 کالاها و 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 کالاها 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^۳، ۲۰۰۶).

1. Purchasing Power Parity

2. Fama

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

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

تغییرات هر کدام از دارایی‌های موجود در سبد دارایی‌ها نظیر پول نقد، سهام، نرخ ارزش 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 ارزش 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:

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

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

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

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

در این مدل، γ درجه ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار، E_p عایدی مورد انتظار سبد دارایی، V_p ریسک سبد دارایی، X_i بخشی از بودجه کل که به سرمایه‌گذاری نام اختصاص یافته X_j بخشی از بودجه کل است که به سرمایه‌گذاری نام اختصاص یافته و E_i عایدی مورد انتظار طرح نام، $\text{COV}(I, j)$ کوواریانس سرمایه‌گذاری i با سرمایه‌گذاری j است.

نظریه مارکویتز

در اوایل دهه ۱۹۵۰ هری مارکویتز^۴ مدل پایه پرتفولیو را بنیان نهاد که نظریه نوین پرتفولیو 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 (فرهمنده معین، سماوی و کوشا، 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؛ و 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 درک 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 عقلایی 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 غیر بنیادی 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 غیر بنیادی

لی (۱۹۸۸)^۱ طی مقاله‌ای عوامل مؤثر بر قیمت سهام را به اجزای بنیادی و غیر بنیادی 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 منتشرکننده 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 غیر بنیادی

تغییرات قیمت سهام فقط ناشی از عوامل بنیادی سهام نیست. عوامل غیر بنیادی نیز تأثیر قابل توجهی بر تغییرات قیمت سهام دارند. منظور از عوامل غیر بنیادی 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 غیر بنیادی سهام است. برخی از تحقیقات انجام‌شده بخش عمده نوسان پذیری قیمت‌های سهام را ناشی از اجزای غیر بنیادی 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 غیر بنیادی 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 این رو آگاهی از عوامل مؤثر بر قیمت سهام با اهمیت 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 اتخاذشده 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. Divuidends 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 وقایع، 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 در نتیجه، 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 در نتیجه 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 تسعیر و تصفیه بدهی‌ها به شمار می‌آید.

افزایش نرخ ارز از یک سو باعث افزایش میزان بدهی خارجی و از سوی دیگر باعث افزایش بهای تمام‌شده تولیدات و خدمات ارائه‌شده وارداتی، توسط این شرکت‌ها می‌شود. نظر به اینکه افزایش بدهی شرکت کمبود نقدینگی را به همراه دارد و کمبود نقدینگی بنگاه‌های اقتصادی اثر منفی بر توزیع سود، بازده سهام و شاخص قیمت دارد و همچنین، افزایش بهای 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 در نتیجه 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 رابطه این 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 در نهایت تعادل تجاری و تولید را تحت تأثیر قرار می‌دهد (فرهمنند معین و همکاران، ۱۳۹۸).

قیمت‌های سهام به وسیله ارزش حال جریان‌های نقدی آتی کاهش می‌یابد. به این دلیل نرخ ارز به صورت مستقیم قیمت‌های سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در نهایت، رابطه‌ای از طرف نرخ‌های ارز به قیمت‌های سهام وجود دارد.

مدل با جهت‌گیری سهام بیشتر بر حساب‌های نقدی در تعیین نرخ‌های ارز تأکید دارد. این مدل‌ها شامل مدل پرتفوی و مدل‌های پولی هستند. زنجیره علیت از قیمت‌های سهام به نرخ ارز در مدل‌های پرتفوی می‌تواند به وسیله چنین جریان‌هایی شرح داده شود: افزایش برون‌زا در قیمت دارایی‌های داخلی باعث افزایش تقاضای سرمایه‌گذاران برای دارایی‌های داخلی می‌شود و اغلب دارایی‌های خارجی را می‌فروشند، در نتیجه پول محلی تقویت می‌شود.

قیمت دارایی‌های داخلی از راه دیگری نیز می‌تواند نرخ ارز را تحت تأثیر قرار دهد. زمانی که قیمت دارایی‌های داخلی افزایش می‌یابد ثروت و تقاضا برای پول را افزایش می‌دهد. تقاضای بیشتر برای پول نرخ‌های بهره داخلی را افزایش می‌دهد که در نتیجه سرمایه بیشتری جذب می‌شود. جریان سرمایه‌های خارجی به سمت داخل، پول داخلی را تقویت می‌کند. بحث‌های فوق پیشنهاد می‌کنند که قیمت‌های سهام به طور منفی بر نرخ ارز تأثیر می‌گذارد (افزایش در قیمت‌های سهام پول داخلی را تقویت می‌کند، فرهمنند معین و همکاران، ۱۳۹۸).

۷. تأثیر سیاست‌های پولی بر شاخص قیمت سهام

دو کانال مهم برای انتقال اثرات سیاست پولی بر قیمت‌های سهام وجود دارد (مورلی^۱، ۲۰۰۹):

۱. نظریه Q توین: طبق این نظریه، تئوری سرمایه‌گذاری توین سازوکارهایی را فراهم می‌آورد که طبق آن سیاست پولی، ارزش‌گذاری سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. توین، Q را به عنوان قیمت بازاری بنگاه‌ها تقسیم بر هزینه جایگزینی سرمایه تعریف می‌کند. وقتی یک سیاست پولی انبساطی اجرا می‌شود، افزایش نقدینگی باعث افزایش تقاضا برای دارایی‌ها از جمله سهام می‌گردد و قیمت سهام بالاتر رفته، موجب افزایش Q خواهد شد. اگر Q بالا باشد، قیمت

1. Morley, B.

بازاری بنگاه‌ها نسبت به هزینه جایگزینی^۱ سرمایه بالاتر است و ارزش تجهیزات سرمایه‌ای نسبت به ارزش بنگاه تجاری پایین است. در نتیجه 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 کانال دیگر، اثر ثروت است که با تغییر ترازنامه مصرف‌کنندگان، تصمیمات مصرفی آن‌ها را تغییر می‌دهد. این کانال، از طریق نظریه چرخه زندگی مودیگلیانی و مدل MPS^3 توجیه می‌شود. طبق این نظریه منابع مصرفی در دوران زندگی از سه منبع سرچشمه 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 در نتیجه 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 وجوه 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 (طبیسیان، ۱۳۹۰).

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

بر اساس نظریه پولی تورم، افزایش مستمر نقدینگی با نرخ 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 عمده افزایش حجم نقدینگی منجر به افزایش تقاضا و هزینه‌های جاری می‌شود. به دلیل اینکه تحقیقات انجام‌شده 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، کانال‌های 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 تنزیل شده از جریان نقد آتی مورد انتظار است. نارایان و نارایان^۱ (۲۰۱۰) معتقدند که قیمت سهام عبارت است از قیمت تنزیل 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. کانال‌های 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. در نتیجه کاهش قیمت‌های سهام را به دنبال خواهد داشت.

اثر گردش: اگرچه افزایش قیمت نفت باعث افزایش تولید ناخالص ملی برای کشورهای صادرکننده نفت می‌شود. اما باید در نظر داشت که مصرف‌کننده نهایی محصولات و مشتقات نفتی، به طور عمده کشورهای در حال 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 در حال 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 در نتیجه 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 در نتیجه 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 آنجا که 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 متحد رفتار کرده است. این تعریف دارای پشتوانه حقوقی در سطح بین‌المللی با استفاده از مصوبات منشور ملل متحد است که توسط اکثریت کشورهای 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 وادار کردنش به پذیرفتن شرایط مورد نظر (فرهنگ علوم سیاسی، ۱۳۷۶).

- نظریه تحریم رابطه مستقیمی با به کارگیری قدرت اقتصادی دارد و بنا به تعریف رابرت ژیلپین^۱ تحریم اقتصادی یعنی دستکاری روابط اقتصادی به منظور اهداف سیاسی (مرون^۲، ۱۹۹۰).
- تحریم‌های اقتصادی عمدتاً 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 تحریم 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 یک‌جانبه، در این نوع تحریم، کشور فرستنده تحریم بر اساس تصمیم یک‌طرفه 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 ماتسیاک^۳، ۲۰۱۶).
- تحریم‌های اقتصادی اغلب در دو شکل اساسی ممنوعیت‌های تجاری و ممنوعیت‌های مالی اعمال می‌شود (آذری، دریایی، حق پناه و حسن‌زاده، ۱۳۸۷).
- مهم‌ترین موارد ممنوعیت‌های تجاری عبارت‌اند از:
- سهمیه‌بندی، تحدید و توقف کلی صادرات و واردات؛
 - سیاست تبعیض‌آمیز 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 اعمال‌شدنی 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 ممنوعیت در فروش نفت خام و واردات فرآورده‌های نفتی؛
- ایجاد اختلال در گشایش اعتبارات اسنادی برای تجار کشور؛
- ایجاد موانع 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، تحلیل‌گران 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، اسمعیل، (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). تحریم اقتصادی: آثار و پیامدها، سیاست‌ها و راهکارها، مؤسسه تدبیر اقتصاد.
- بدری، 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 کالان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه علوم اقتصادی، شماره ۳۹، ۱۲۳-۱۵۰.

- صالح‌پور، ماشاءالله (۱۴۰۰). تأثیر نوسان پذیری جریان‌های نقدی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار، چاپ اول، تهران: پادینا.
- طبیبیان، محمد (۱۳۹۰). *اقتصاد ایران*، چاپ نهم، تهران: مؤسسه عالی پژوهش در برنامه‌ریزی و توسعه.
- عباسیان، عزت اله، مرادپور اولادی، مهدی و عباسیان، وحید (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 کوشا، 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.
- کریم زاده، 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). Democraey, Dendency, and Destabilization: The Shaking of Alendes Regim, *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.