

**Applied Economics Studies, Iran (AESI)**

P. ISSN:2322-2530 & E. ISSN: 2322-472X

Journal Homepage: <https://aes.basu.ac.ir/>

Scientific Journal of Department of Economics, Faculty of Economic and Social Sciences, Bu-Ali Sina University, Hamadan, Iran.

Publisher: Bu-Ali Sina University. All rights reserved.

Copyright©2022, The Authors. This open-access article is published under the terms of the Creative Commons. (© The Author(s))



Investigating the Impact of Exchange Rate Shocks on the Stock Prices of Export and Import Companies in the Iranian Stock Market

Hamid Kordbacheh¹ , Reza Maaboudi² , Zeynab Dare Nazari³ 

Type of Article: Research

 <https://dx.doi.org/10.22084/aes.2025.30408.3755>

Received: 2025.01.11; Revised: 2025.03.04; Accepted: 2025.03.08

Pp: 9-42

Abstract

Fluctuations in exchange rates have widespread effects on production costs, financial performance, and the international competitiveness of firms, which, in turn, influence the stock prices of both exporting and importing companies. Consequently, examining the relationship between exchange rate shocks and the stock prices of these firms is crucial for a deeper understanding of market dynamics and economic trends. This paper aims to analyze the impact of exchange rate shocks on the stock prices of exporting and importing companies in Iran. To achieve this, seasonal data spanning from 2008 to 2022 were utilized, and the analysis was conducted using the Vector Autoregressive with Exogenous Variables (VARX) model. The results of the study indicate that a one-standard-deviation positive exchange rate shock exerts a significant and positive effect on the stock prices of both exporting and importing companies. Specifically, a positive exchange rate shock enhances the competitive position of exporting companies, which, in turn, increases the volume of goods and services exported. This rise in exports contributes to higher foreign exchange revenues, and, as investors tend to value the future prospects of firms, this increase in foreign exchange earnings directly drives up the stock prices of exporting companies. Conversely, a positive exchange rate shock-marked by an increase in the free exchange rate relative to the official rate-creates a favorable environment for importing companies. These companies, which procure their goods at the official exchange rate, can capitalize on the differential between the official and free exchange rates. By offering their products at higher prices in the domestic market, they can significantly enhance their profit margins, leading to a direct increase in the stock prices of importing firms.

Keywords: Exchange Rate Shock, Stock Prices of Exporting Companies, Stock Prices of Importing Companies, Vector Autoregressive with Exogenous Variables Approach.

JEL Classification: F31, E44, G13.

1. Associate Professor, Department of Economics, Faculty of Social Sciences and Economics, Alzahra University, Tehran, Iran (Corresponding Author). **Email:** h.kordbacheh@alzahra.ac.ir

2. Associate Professor, Department of Economics, Faculty of Humanities, Ayatollah Ozma Borujerdi University, Borujerdi, Iran.

3. PhD student in Economics, Department of Economics, Faculty of Social Sciences and Economics, Alzahra University, Tehran, Iran

Citations: Kordbacheh, H., Maaboudi, R. & Darenazari, Z., (2025). "Investigating the Impact of Exchange Rate Shock on the Stock Prices of Exporting and Importing Companies in Iran". *Journal of Applied Economics Studies in Iran*, 14(53): 9-42. <https://dx.doi.org/10.22084/aes.2025.30408.3755>

Homepage of this Article: https://aes.basu.ac.ir/article_5970.html?lang=en

1. Introduction

The stock market plays an important role in achieving economic growth by providing opportunities for long-term financing for enterprises and the efficient allocation of resources (Rahman et al., 2024). Therefore, identifying the factors influencing the stock market is of special importance. Since sudden and unexpected changes in exchange rates have profound and extensive effects on company performance, the impact of exchange rate shocks on stock prices has received significant attention from researchers in recent decades. Numerous studies have examined the impact of exchange rates on the stock market. According to the results of these studies, exchange rate shocks affect stock prices through their effect on the international competitiveness of companies (Nusair & Olson, 2022), inflation expectations, the value of national currency-based assets (Dimitrova, 2005), and the future foreign debts of companies (Pan et al., 2007). In such a way a positive exchange rate shock, which is associated with a depreciation of the national currency, can lead to an increase in revenues and stock prices of exporting companies through higher export earnings. Meanwhile, a positive exchange rate shock may reduce the stock prices of importing companies due to increased production costs (Pan et al., 2007). Despite the significant role of exchange rate shocks on stock prices, none of the studies conducted in the country have examined the impact of exchange rate shocks on stock prices separately for exporting and importing companies. Understanding the extent and nature of the impact of exchange rate shocks on the stock prices of export-oriented and import-oriented companies, while enhancing the ability of investors to predict and analyze the stock market, enables policymakers to create the necessary conditions for increasing returns and growth in the stock market, as well as reducing risks arising from exchange rate shocks through the adoption of effective policies. Therefore, this paper aims to examine the impact of exchange rate shocks on the stock prices of exporting and importing companies in the country.

2. Methodology

This paper aims to investigate the impact of exchange rate shocks on the stock prices of exporting and importing companies. Based on the literature and following the models of Lee et al. (2017), Kumar et al. (2021), and Jalaei et al. (2015), the logarithm of the stock prices of exporting and importing companies is considered as a function of the logarithm of the exchange rate, the logarithm of oil prices, the logarithm of housing prices, the logarithm of gold prices, the logarithm of gross domestic product, and a dummy variable for sanctions. Since some variables, including oil prices and sanctions, are exogenous

variables that affect economic variables but are not influenced by other variables, the Vector Autoregressive with Exogenous Variables (VARX) approach is used to estimate the research models. To measure the stock prices of exporting companies, the stock prices of the chemical, ceramics, and basic metals industries are used. To measure the stock prices of importing companies, the stock prices of the automobile manufacturing and pharmaceutical industries are utilized. The dummy variable sanctions include the number one for seasons where severe sanctions have been imposed and the number zero for other seasons. The data is quarterly and covers the period from 2009 to 2023. The source of the stock price data for export-oriented and import-oriented companies is the Securities and Exchange Organization, and the data for GDP and housing prices is from the Central Bank. Other data has been obtained from the Ministry of Economic Affairs and Finance website.

3. Findings and Discussion

The results showed that a one-standard-deviation positive exchange rate shock has a significant positive impact on the stock prices of export and import companies. Additionally, a one-standard-deviation positive gold prices shock has a significant negative impact on the stock prices of export and import companies in the short term. However, in the long term, a one-standard-deviation positive gold prices shock leads to an increase in the stock prices of export companies. A one-standard-deviation positive housing prices shock has a significant negative impact on the stock prices of export and import companies in the short term. Conversely, a one-standard-deviation positive housing prices shock leads to an increase in the stock prices of export companies in the long term. Moreover, one-standard-deviation positive economic growth has a significant negative impact on the stock prices of import companies in the short term. In the long term, a one-standard-deviation positive economic growth has a significant positive impact on the stock prices of both export and import companies.

4. Conclusion

The findings of this paper indicated that in the Iranian economy, a positive exchange rate shock increases the competitiveness of domestic companies in international markets, leading to an increase in the export of goods and services. The increase in the export of goods and services also results in higher income and profit margins for exporting companies. Furthermore, with the rise in currency rates, investors expect growth and increased revenue for exporting companies in the future. Therefore, the motivation to buy

shares of export companies rises, leading to an increase in profitability and the stock price of export companies. Additionally, the findings showed that a positive exchange rate shock is associated with an increase in the stock prices of importing companies. Given the multiple exchange rate system in the country, during a significant rise in currency rates, the government provides official currency to importing companies. Since importing companies, on the one hand, purchase imported goods with official currency and, on the other hand, raise their prices based on inflation, the increase in currency rates leads to higher profitability and consequently an increase in the stock prices of importing companies. According to the research results, one of the most important factors affecting the stock prices of exporting and importing companies in Iran is the fluctuations in currency rates. Since changes in currency rates have contradictory effects on the stock prices of these companies in the short term and long term, a key policy suggestion derived from this research is to create or strengthen effective mechanisms for controlling and managing currency rate fluctuations and their impacts on company performance. This action appears essential to reduce the risks arising from currency fluctuations and increase stock market stability.

Acknowledgments

The authors would like to appreciate the Editor-in- chief and the Reviewers for their time and comments that helped improve the paper.

Observation Contribution

The authors have equal contributions to the writing of the paper.

Conflict of Interest

The authors declares that there is no conflict of interest while observing publication ethics in referencing.



فصلنامه علمی مطالعات اقتصادی کاربردی ایران
شاپای چاپی: ۲۵۳۰-۲۳۲۲؛ شاپای الکترونیکی: ۴۷۲۸-۲۳۲۲
وبسایت نشریه: <https://aes.basu.ac.ir>
نشریه گروه اقتصاد، دانشکده علوم اقتصادی و علوم اجتماعی، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران
(CC) حق نشر متعلق به نویسنده(گان) است و نویسنده تحت مجوز Creative Commons Attribution License به مجله اجازه می‌دهد مقاله چاپ شده را در سامانه به اشتراک بگذارد، منوط بر این که حقوق مؤلف اثر حفظ و به انتشار اولیه مقاله در این مجله اشاره شود.



بررسی تاثیر تکانه نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی پذیرفته شده در بورس سهام ایران

حمید کردبچه^۱، رضا معبودی^۲، زینب دره‌نظری^۳

نوع مقاله: پژوهشی

شناسه دیجیتال: <https://dx.doi.org/10.22084/aes.2025.30408.3755>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۱۰/۲۲، تاریخ بازنگری: ۱۴۰۳/۱۲/۱۴، تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۲/۱۸

صص: ۹-۴۲

چکیده

نوسانات نرخ ارز تأثیرات گسترده‌ای بر هزینه‌های تولید، عملکرد مالی و رقابت‌پذیری بین‌المللی شرکت‌ها دارند و به تبع آن، قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی را تحت تأثیر قرار می‌دهند؛ بنابراین، بررسی ارتباط بین تکانه‌های نرخ ارز و قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی به درک بهتر پویایی‌های بازار و روندهای اقتصادی منجر می‌شود. هدف این پژوهش، تحلیل تأثیر تکانه‌های نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی در ایران است. به منظور انجام این تحلیل، از داده‌های فصلی طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۴۰۲ ه.ش. و رویکرد خودرگرسیون برداری با متغیر برون‌زا (VARX) استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهند بروز تکانه مثبت نرخ ارز به اندازه یک انحراف معیار، تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی دارد. تکانه مثبت نرخ ارز موجب تقویت قدرت رقابتی شرکت‌های صادراتی می‌شود. افزایش قدرت رقابت باعث افزایش میزان صادرات کالا و خدمات می‌گردد که نتیجه آن افزایش درآمدهای ارزی کشور است. از آنجا که سرمایه‌گذاران چشم‌انداز مثبت شرکت‌ها در آینده را مورد توجه قرار می‌دهند؛ لذا، تغییرات مثبت درآمدهای ارزی، دارای تأثیر مستقیم بر افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی است. از سوی دیگر، تکانه مثبت نرخ ارز با افزایش نرخ آزاد نسبت به نرخ ارز رسمی فرصتی مناسب برای شرکت‌های وارداتی فراهم می‌سازد. شرکت‌های وارداتی که کالاهای خود را با ارز رسمی وارد می‌کنند، از تفاوت بین نرخ‌های رسمی و آزاد بهره‌مند می‌شوند و محصولات خود را با قیمت‌های بالاتر در بازار داخلی عرضه می‌کنند. این افزایش در حاشیه سود، به طور مستقیم سبب افزایش قیمت سهام شرکت‌های وارداتی می‌شود.

کلیدواژگان: تکانه نرخ ارز، قیمت سهام شرکت‌های صادراتی، قیمت سهام شرکت‌های وارداتی، رویکرد خودرگرسیون برداری با متغیر درون‌زا.

طبقه‌بندی JEL: F31, E44, G13

۱. دانشیار گروه اقتصاد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

Email: h.kordbacheh@alzahra.ac.ir

۲. دانشیار گروه اقتصاد، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آیت‌الله العظمی بروجردی، بروجرد، ایران.

Email: maaboudi@abru.ac.ir

۳. دانشجوی دکتری اقتصاد، گروه اقتصاد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران.

Email: economic.nazari@gmail.com

۱. مقدمه

بازار سهام از طریق فراهم ساختن فرصت‌های تأمین مالی بلندمدت بنگاه و کارآیی تخصیص منابع، نقش مهمی در دستیابی به رشد اقتصادی ایفا می‌کند (رحمان و همکاران^۱، ۲۰۲۴)؛ بنابراین، شناسایی عوامل اثرگذار بر بازار سهام از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از آنجا که تغییرات ناگهانی و غیرمنتظره نرخ ارز، تأثیرات عمیق و گسترده‌ای بر عملکرد شرکت‌ها دارند، لذا، طی دهه‌های اخیر بررسی تأثیر تکانه نرخ ارز بر قیمت سهام مورد توجه بسیاری از محققان قرار گرفته است. به‌طوری که پژوهش‌های متعددی تأثیر نرخ ارز بر بازار سهام را بررسی کرده‌اند. براساس نتایج پژوهش‌های صورت گرفته، تکانه نرخ ارز از طریق تأثیر بر رقابت‌پذیری بین‌المللی شرکت‌ها (نصیر و اولسون^۲، ۲۰۲۲)، انتظارات تورمی، ارزش دارایی‌های مبتنی بر پول ملی (دمیترووا^۳، ۲۰۰۵) و بدهی‌های خارجی آتی شرکت‌ها (پان و همکاران^۴، ۲۰۰۷) قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. اما، تأثیر تکانه نرخ ارز بر قیمت سهام مبهم است و اجماعی در رابطه با تأثیر تکانه نرخ ارز بر قیمت سهام وجود ندارد (نصیر و اولسون، ۲۰۲۲). به نحوی که تکانه مثبت نرخ ارز که با کاهش ارزش پول ملی همراه است، می‌تواند از طریق افزایش درآمدهای صادراتی سبب افزایش درآمد و قیمت سهام شرکت‌های صادراتی شود. در حالی که کاهش ارزش پولی ملی ممکن است با افزایش هزینه‌های تولید، قیمت سهام شرکت‌های وارداتی را کاهش دهد. از سوی دیگر، تکانه مثبت نرخ ارز از طریق تأثیر بر انتظارات تورمی و ارزش دارایی‌ها و بدهی‌های خارجی، دارای اثرات متفاوت بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی است. بنابراین، تکانه نرخ ارز با توجه به صادرات یا واردات‌محور بودن شرکت‌ها و مجرای اثرگذاری می‌تواند دارای تأثیر مثبت یا منفی بر قیمت سهام باشد (پان و همکاران، ۲۰۰۷).

در این بین طی سال‌های اخیر، نرخ ارز در ایران با نوسانات بالایی مواجه شده است. از آنجا که وجود هرگونه رابطه معنادار بین نرخ ارز و بازار سهام بیان‌گر انتقال سریع نوسانات در یک بازار به بازار دیگر است، بنابراین، بررسی تأثیر تکانه نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی مهم و ضروری است. اما، علی‌رغم نقش مهم تکانه نرخ ارز بر قیمت سهام، در هیچ یک از پژوهش‌های صورت گرفته در کشور تأثیر تکانه نرخ ارز بر قیمت سهام به تفکیک شرکت‌های صادرات‌محور و واردات‌محور بررسی نشده است. لذا، پژوهش حاضر با بررسی تأثیر تکانه نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور و واردات‌محور، خلاء پژوهش‌های پیشین را برطرف می‌سازد. درک میزان و ماهیت اثرگذاری تکانه نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور و واردات‌محور ضمن افزایش توانایی سرمایه‌گذاران به‌منظور پیش‌بینی و تحلیل بازار سهام، سیاست‌گذاران را قادر می‌سازد از طریق اتخاذ سیاست‌های کارآ، بسترهای لازم را به منظور افزایش بازدهی و رشد بازار سهام و کاهش ریسک ناشی از بروز تکانه نرخ ارز فراهم سازند. با توجه به اهمیت موضوع، هدف این مقاله بررسی تأثیر تکانه نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور و واردات‌محور در کشور است. برای تجزیه و تحلیل روابط بین متغیرها از داده‌ها فصلی دوره زمانی ۱۴۰۲-۱۳۸۸ و رویکرد خودرگرسیون برداری با متغیر برون‌زا استفاده می‌شود.

¹ Rahman *et al.*

² Nusair & Olson

³ Dimitrova

⁴ Pan *et al.*

سازماندهی پژوهش به این شکل است که در ادامه و در بخش دوم مبانی نظری بررسی می‌شود؛ پیشینه پژوهش در بخش سوم ارائه می‌گردد. روش‌شناسی پژوهش در بخش چهارم معرفی می‌شود؛ بخش پنجم یافته‌های تجربی را تجزیه و تحلیل می‌کند؛ بخش ششم نیز به نتیجه‌گیری و پیشنهادات اختصاص دارد.

۲. مبانی نظری

۲-۱. رابطه نرخ ارز و بازار سهام

رابطه بین نرخ ارز و بازار سهام براساس سه دیدگاه مطرح می‌شود. مطابق دیدگاه اول، نرخ ارز بر بازار سهام اثرگذار است. نظریات مختلفی در رابطه با تأثیر نرخ ارز بر بازار سهام وجود دارند. اولین نظریه‌ای که تأثیر نرخ ارز بر بازار سهام را تبیین می‌کند، «نظریه برابری قدرت خرید»^۱ است. نظریه برابری قدرت خرید در ساده‌ترین شکل خود نشان می‌دهد در بلندمدت تغییرات نرخ ارز بین کشورها، بیان‌گر تغییرات قیمت‌های نسبی است. زمانی که نرخ تورم یک کشور بالاتر از سایر کشورها باشد، قیمت کالاهای داخلی در آن کشور نسبت به قیمت کالاهای خارجی بیشتر است. با افزایش قیمت کالاهای داخلی، تقاضا برای کالاهای خارجی و واردات افزایش و در مقابل تقاضا برای کالاهای داخلی و صادرات کاهش می‌یابد. با افزایش واردات و کاهش صادرات مزاد تقاضای پول خارجی و مزاد عرضه پول داخلی افزایش می‌یابد. در نتیجه، ارزش پول خارجی با افزایش و ارزش پول داخلی با کاهش مواجه می‌گردند (ابرینگا و همکاران^۲، ۲۰۱۴). بنابراین، نظریه قدرت خرید بیان می‌کند تورم سبب تغییرات نرخ ارز می‌شود. بر این اساس، انحراف نرخ ارز از سطح تعادلی بلندمدت، از طریق تأثیر بر رقابت‌پذیری بین‌المللی شرکت‌ها بر بازار سهام اثرگذار است. در واقع کاهش ارزش پول داخلی سبب ارزان شدن کالاهای داخلی می‌شود. ارزان شدن کالاهای داخلی به افزایش رقابت‌پذیری شرکت‌های داخلی و به تبع آن افزایش تقاضای خارجی برای کالاهای صادراتی می‌انجامد. افزایش تقاضا و فروش کالاهای صادراتی نیز با افزایش ارزش شرکت‌های صادرکننده همراه است. در صورت افزایش ارزش پول ملی نیز به دلیل گران شدن کالاهای داخلی برای خارجی‌ان و کاهش رقابت‌پذیری شرکت‌های صادراتی، تقاضا برای کالاهای صادراتی کاهش می‌یابد. کاهش تقاضا برای کالاهای صادراتی به کاهش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی منجر می‌گردد. در مقابل افزایش ارزش پول ملی از طریق کاهش هزینه تولید کالاهای وارداتی، ارزش شرکت‌های وارداتی را افزایش می‌دهد. کاهش ارزش پول ملی نیز به دلیل افزایش هزینه‌های تولید به کاهش ارزش شرکت‌های وارداتی می‌انجامد (پان و همکاران، ۲۰۰۷). بنابراین، نرخ ارز با توجه به صادرات‌محور و یا واردات‌محور بودن شرکت‌ها، رابطه معکوس یا مستقیم با بازار سهام هر کشور دارد.

دومین نظریه‌ای که تأثیر نرخ ارز بر بازار سهام را تبیین می‌کند، «نظریه پورتفولیو»^۳ است. پورتفولیو، شامل سبد دارایی‌های مالی مختلفی است که سرمایه‌گذاران نگهداری می‌کنند. با توجه به این که سبد دارایی‌های مالی افراد در برگینده ترکیبات مختلفی شامل پول نقد، سهام، اوراق قرضه، ارز و طلا است، لذا تغییرات حجم پول، نرخ ارز و قیمت طلا، تقاضا برای سهام و به تبع آن قیمت سهام را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهند (کریم‌زاده، ۱۳۸۵). بر این اساس، نظریه پورتفولیو مطرح‌شده توسط «برانسون»^۴ و «فرانکل»^۵ نشان می‌دهد نرخ ارز از

¹ Purchasing Power Parity (PPP) Theory

² Ebiringa et al.

³ Portfolio Theory

⁴ Branson

طریق تأثیر بر نحوه نگهداری دارایی‌ها بر جریان نقدی شرکت‌ها و در نتیجه قیمت سهام اثرگذار است. به نحوی که نرخ ارز تأثیر منفی بر قیمت سهام دارد (علیمی و ادیدیرن^۱، ۲۰۲۳).

در نهایت نرخ ارز از طریق تأثیر بر انتظارات آتی نرخ ارز بر قیمت سهام اثرگذار است. با افزایش نرخ ارز اسمی همراه با ارزان شدن پول داخلی، ارزش دارایی‌های مبتنی بر پول ملی و بازده سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ذکرشده کاهش می‌یابد که به نوبه خود انگیزه سرمایه‌گذاران برای نگهداری دارایی‌های مبتنی بر پول ملی از جمله سهام را کاهش می‌دهد. از این‌روی، سرمایه‌گذاران به فروش سهام اقدام می‌کنند که پی‌آمد آن کاهش قیمت سهام است (دمیتروا، ۲۰۰۵). همچنین، با افزایش نرخ ارز و کاهش ارزش پول ملی، منابع مالی به سمت سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی هدایت می‌شوند که اثرپذیری بیشتری از نرخ ارز دارند و دارای دارایی‌های ارزی بیشتری هستند. بنابراین، افزایش نرخ ارز، سود شرکت‌هایی که از دارایی خارجی بیشتری برخوردار هستند را افزایش و سود سایر شرکت‌ها را کاهش می‌دهد (پان و همکاران، ۲۰۰۷).

اما، براساس دیدگاه دوم که رویکرد سهام‌محور نام دارد، جهت علیت از بازار سهام به نرخ ارز است و بازار سهام عامل اثرگذار بر نرخ ارز تلقی می‌گردد. رویکرد سهام‌محور، براساس مدل پورترفولیو مطرح می‌شود. مدل پورترفولیو وضعیتی را توصیف می‌کند که در آن افزایش قیمت سهام منجر به افزایش سریع ثروت افراد می‌گردد. افزایش ثروت نیز از طریق تأثیر بر تقاضای پول، نرخ بهره و به تبع آن نرخ ارز را تحت تأثیر قرار می‌دهد (تول و همکاران^۲، ۲۰۱۸). در واقع مدل پورترفولیو بیان می‌کند قیمت سهام از طریق دو مجرای اثر ثروت و اثر انتظار بر نرخ ارز اثرگذار است. اثر ثروت نشان می‌دهد افزایش برون‌زای قیمت سهام به افزایش ثروت منجر می‌گردد که افزایش تقاضا برای پول و در نتیجه افزایش نرخ بهره را در پی دارد. افزایش نرخ بهره با جذب سرمایه‌گذاری خارجی سبب افزایش ارزش پول ملی می‌شود. مطابق اثر انتظار، افزایش برون‌زای قیمت سهام، انگیزه واسطه‌گران مالی بین‌المللی برای سرمایه‌گذاری در کشور را افزایش می‌دهد. جذب سرمایه‌گذاری بین‌المللی به افزایش تقاضا برای پول داخلی و به تبع آن افزایش ارزش پول ملی می‌انجامد (بهمنی اسکویی و ساه^۳، ۲۰۱۸). همچنین، افزایش جریان سرمایه در کشور بیان‌گر ریسک پایین است. ریسک پایین سبب ورود سرمایه به کشور و افزایش ارزش پول ملی می‌شود (پان و همکاران، ۲۰۰۷).

۲-۲. تأثیر قیمت نفت بر بازار سهام

نفت یکی از مهم‌ترین منابع تولید تلقی می‌گردد که بر بسیاری از متغیرهای اقتصادی از جمله قیمت سهام اثرگذار است. قیمت نفت به‌صورت مستقیم از طریق تأثیر بر جریان‌های نقدی آتی و به‌صورت غیر مستقیم از طریق تأثیر بر نرخ بهره مورد استفاده به‌منظور تنزیل جریان‌های نقدی آتی، بازار سهام را متأثر می‌سازد. نظریه‌های مختلفی در رابطه با تأثیر قیمت نفت بر بازار سهام وجود دارند. «نظریه هزینه»^۴ از جمله نظریه‌هایی است که تأثیر قیمت نفت بر بازار سهام را تبیین می‌کند. براساس این نظریه از آنجا که نفت به‌عنوان نهاده تولید تلقی می‌شود، افزایش قیمت نفت به افزایش هزینه تولید منجر می‌گردد. افزایش هزینه تولید نیز سودآوری شرکت‌ها و

⁵ Frankel

¹ Alimi & Adediran

² Tule *et al.*

³ Bahmani-Oslooee & Saha

⁴ Cost Theory

قیمت سهام را متأثر می‌سازد (الامگیر و امین^۱، ۲۰۲۱). اما، افزایش قیمت نفت تأثیر متفاوتی بر سودآوری شرکت‌ها دارد. به‌طوری که با افزایش قیمت نفت، هزینه تولید شرکت‌هایی با مصرف انرژی بالا نسبت به شرکت‌های دارای مصرف انرژی پایین، بیشتر افزایش می‌یابد. بنابراین، سودآوری شرکت‌های دارای مصرف انرژی بالا نسبت به سایر شرکت‌ها از کاهش بیشتری برخوردار می‌شود. مطابق دیدگاه مبتنی بر منبع، میزان منابع موجود و قابلیت‌های یک شرکت تأثیر مهمی بر رقابت‌پذیری در بازار دارند. با افزایش هزینه انرژی، شرکت‌های دارای منابع انرژی مؤثر و برخوردار از توانایی مدیریت انرژی می‌توانند مزیت رقابتی کسب کنند و سود خود را افزایش دهند (هرمن و همکاران^۲، ۲۰۲۳). یکی دیگر از نظریه‌هایی که تأثیر قیمت نفت بر بازار سهام را شرح می‌دهد، «نظریه مصرف»^۳ است. افزایش قیمت نفت باعث می‌شود تورم افزایش یابد. افزایش تورم سبب کاهش مصرف و قدرت خرید افراد می‌شود. بنابراین، افزایش قیمت نفت از طریق افزایش تورم به کاهش سودآوری شرکت‌ها و در نتیجه کاهش قیمت سهام می‌انجامد (کانگ و شن^۴، ۲۰۱۳).

با توجه به نظریات ذکرشده در بیشتر پژوهش‌ها نیز استدلال می‌شود تأثیر قیمت نفت بر بازار سهام به این امر بستگی دارد که کشورها صادرکننده یا واردکننده نفت باشند (مناگی و همکاران^۵، ۲۰۲۲). در کشورهای واردکننده، نفت به‌عنوان یک نهاده اصلی تولید در نظر گرفته می‌شود. بنابراین، افزایش قیمت نفت به افزایش هزینه تولید شرکت‌ها و بنگاه‌های تولیدی فعال در بورس منجر می‌شود. افزایش هزینه تولید نیز به کاهش سود شرکت‌ها و کاهش قیمت سهام منجر می‌شود. در مقابل افزایش قیمت نفت در کشورهای صادرکننده نفت با افزایش درآمد و ثروت همراه است. با افزایش درآمد و ثروت، مصرف و سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابند. افزایش مصرف، افزایش تقاضا در جامعه را در پی دارد. در صورت اتخاذ سیاست‌ها و راهبردهای مناسب، افزایش سرمایه‌گذاری نیز باعث می‌شود تولید و اشتغال افزایش یابند که به نوبه خود افزایش قیمت سهام را به دنبال دارد (فطرس و معبودی^۶، ۲۰۲۱). در مقابل برخی دیگر از پژوهش‌ها بیان می‌کنند تأثیر قیمت نفت بر بازار سهام به ماهیت تکانه‌های نفتی بستگی دارد. به نحوی که تکانه‌های سمت تقاضا تأثیر مثبت بر قیمت و بازده سهام دارند. تکانه‌های سمت عرضه نیز دارای تأثیر منفی بر قیمت و بازده سهام هستند. اما، تکانه‌های سمت عرضه که بیان‌گر دسترسی بیشتر به نفت هستند نسبت به تکانه‌های تقاضا تأثیر کمتری بر بازده و قیمت سهام دارند (مناگی و همکاران، ۲۰۲۲).

۳-۲. تأثیر قیمت طلا بر قیمت سهام

از نظر تاریخی، طلا به‌عنوان یک روش سرمایه‌گذاری قابل اعتماد در نظر گرفته می‌شود. به نحوی که سرمایه‌گذاران در زمان رکود مالی به دلیل اطمینان و سادگی معاملات به سرمایه‌گذاری در بازار طلا روی می‌آورند. دو «نظریه پوشش ریسک»^۷ و «نظریه پناهگاه امن»^۸ در رابطه با تأثیر قیمت طلا بر بازار سهام مطرح می‌شوند. براساس نظریه اول، طلا به‌عنوان یک پوشش برای بازار سهام در نظر گرفته می‌شود. طلا دارای هم‌بستگی

¹ Alamgir & Amin

² Herman *et al.*

³ Consumption Theory

⁴ Cong & Shen

⁵ Managi *et al.*

⁶ Fotros & Maaboudi

⁷ Hedging Theory

⁸ Safe Haven Theory

مثبت با تورم است و ابزار مناسبی برای پوشش تورم تلقی می‌گردد. علاوه بر این، از آن‌جا که طلا دارای همبستگی پایین با سایر دارایی‌ها است، سبد دارایی‌ها را تنوع می‌بخشد و ریسک کلی پرتفوی را کاهش می‌دهد (رضا و همکاران^۱، ۲۰۱۶). بنابراین، ارزش ذاتی طلا و پذیرش تاریخی آن به‌عنوان پول کالا، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در شرایط نااطمینانی اقتصادی، طلا را به‌عنوان یک دارایی در پرتفوی خود در نظر بگیرند. در واقع، برای بسیاری از سرمایه‌گذاران، طلا به‌عنوان نوعی از سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شود که صاحبان دارایی را در برابر ریسک مالی محافظت می‌کند. از آن‌جا که بازده طلا با بازده پرتفوی همبستگی منفی دارد، لذا در شرایط عادی طلا به‌عنوان یک پوشش برای بازار سهام تلقی می‌گردد. نظریه پناهگاه امن نیز بیان می‌دارد طلا تنها در شرایط بحرانی دارای همبستگی منفی یا فاقد همبستگی با پرتفوی است. از این‌روی، طلا به‌عنوان پناهگاه امن برای بازار سهام در نظر گرفته می‌شود (ویرا و همکاران^۲، ۲۰۲۳).

۴-۲. تأثیر قیمت مسکن بر قیمت سهام

رابطه بین قیمت مسکن و قیمت سهام براساس دو نظریه توضیح داده می‌شود. اولین نظریه، «اثر ثروت»^۳ است که تأثیر قیمت سهام بر قیمت مسکن را مورد ارزیابی قرار می‌دهد. مطابق اثر ثروت قیمت سهام از طریق دو مجرای تعدیل سرمایه‌گذاری و مصرف بر قیمت مسکن اثرگذار است. به‌طوری که افزایش قیمت سهام با افزایش سرمایه‌گذاری یا مصرف خانوارها را قادر می‌سازد پرتفوی خود را مجدد تعدیل کنند. بنابراین، اثر ثروت این فرضیه را مطرح می‌کند که قیمت سهام به افزایش قیمت مسکن منجر می‌شود. نظریه دوم، «اثر اعتبار»^۴ است که با تأکید بر موقعیت مالی خانوارها و ارزش وثیقه تأثیر قیمت مسکن بر قیمت سهام را مطرح می‌کند. افزایش قیمت مسکن باعث می‌شود ارزش وثیقه خانوارها افزایش یابد. افزایش ارزش وثیقه، توانایی دستیابی خانوارها به اعتبار مالی به منظور سرمایه‌گذاری جدید در بخش مسکن را افزایش می‌دهد. با افزایش سرمایه‌گذاری جدید در بخش مسکن، درآمد صاحبان مسکن افزایش پیدا می‌کند که به نوبه خود افزایش سرمایه‌گذاری در بازار سهام و افزایش قیمت سهام را در پی دارد (لی و همکاران^۵، ۲۰۱۷).

۵-۲. تأثیر رشد اقتصادی بر قیمت سهام

رابطه بین رشد اقتصادی و قیمت سهام توسط دو دیدگاه مطرح می‌شود. دیدگاه اول با استفاده از مدل «تنزیل سود سهام»^۶ نشان می‌دهد رشد اقتصادی عامل اثرگذار بر قیمت سهام است. براساس مدل تنزیل سود سهام، قیمت سهام برابر با ارزش حال سود سهام مورد انتظار آتی است (باسک^۷، ۲۰۲۰). از آن‌جا که رشد اقتصادی به افزایش بازده مورد انتظار سهام منجر می‌شود، لذا، بهبود رشد اقتصادی به افزایش قیمت سهام می‌انجامد. مطابق دیدگاه دوم بازار سهام بر رشد اقتصادی اثرگذار است. بازار سهام با ارائه ابزارهای مالی، این امکان را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌سازد که با تنوع بخشیدن به پورتفوی، هزینه و ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهند.

¹ Raza et al.

² Vieira et al.

³ Wealth Effect

⁴ Credit Effect

⁵ Lee et al.

⁶ Dividend discount model

⁷ Bask

علاوه بر این، بازار سهام توسعه یافته به تخصیص کارآمد سرمایه به سمت فعالیت‌های مولد منجر می‌شود که پی‌آمد آن افزایش رشد اقتصادی است (ابوشاملا و همکاران^۱، ۲۰۱۵).

۳. پیشینه پژوهش

نرخ ارز و قیمت سهام از متغیرهای مهم اقتصادی تلقی می‌شوند. بنابراین، بررسی رابطه بین نرخ ارز و قیمت سهام، مورد توجه بسیاری از محققان قرار گرفته است. به طوری که مطالعات مختلفی در رابطه با تأثیر نرخ ارز بر بازار سهام صورت گرفته‌اند. هدف از این بخش ارائه پژوهش‌های صورت گرفته در رابطه با تأثیر نرخ ارز بر قیمت سهام است. مطالعات صورت گرفته در رابطه با تأثیر نرخ ارز بر قیمت سهام از حیث موضوع به چند دسته تقسیم می‌گردند. دسته اول شامل مطالعاتی هستند که رابطه دوطرفه و انتقال بین نرخ ارز و بازار سهام را بررسی کرده‌اند. دسته دوم مطالعاتی را در برمی‌گیرد که تنها تأثیر نرخ ارز بر بازار سهام را بررسی کرده‌اند. دسته سوم، پژوهش‌های صورت گرفته در رابطه با تأثیر قیمت انواع دارایی‌ها بر بازار سهام و رابطه متقابل بازارها را در بر می‌گیرد.

مطالعاتی که رابطه دو طرفه و انتقال بین نرخ ارز و بازار سهام را بررسی کرده‌اند شامل مطالعات «رشنوادی و همکاران (۱۳۹۹)»، «ابونوری» و همکاران (۱۳۹۹) و «تول» و همکاران^۲ (۲۰۱۸) پژوهش‌های هستند. رشنوادی و همکاران (۱۳۹۹) با بهره‌گیری از رویکرد سیستم معادلات هم‌زمان رابطه هم‌زمان بین نرخ ارز و بازار سهام ایران را طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۸۶ ه‍.ش. بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهند نرخ ارز تأثیر مثبت و معناداری بر شاخص قیمت سهام دارد. همچنین، قیمت سهام نیز دارای تأثیر منفی و معنادار بر نرخ ارز است. ابونوری و همکاران (۱۳۹۹) با استفاده از رویکرد DECO-GARCH انتقال تلاطم بین نرخ ارز و بازدهی بازار سهام ایران به تفکیک صنایع مختلف را طی دوره زمانی ۱۳۹۸-۱۳۸۸ ه‍.ش. بررسی کردند. نتایج حاکی‌اند بین دو بازار انتقال تلاطم وجود دارد. همچنین، لحاظ شکست ساختاری در نوسانات، درجه پایداری نوسانات را کاهش می‌دهد. تول و همکاران (۲۰۱۸) با بکارگیری رویکرد «گارچ چند متغیره»^۳ سرریز نوسان بین بازده بازار سهام و نرخ ارز را ارزیابی کردند. نتایج نشان می‌دهند بدون در نظر گرفتن نقطه شکست، سرریز شوک یک طرف از بازار سهام به نرخ ارز وجود دارد. اما با در نظر گرفتن نقطه شکست، سرریز شوک بین بازار سهام و نرخ ارز دو طرفه است.

مطالعاتی که تنها تأثیر نرخ ارز بر قیمت سهام را بررسی کرده‌اند، شامل پژوهش‌های زیر هستند:

«بخشانی» (۱۳۹۴) با بهره‌گیری از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئی رابطه تغییرات نرخ ارز با قیمت سهام و نسبت قیمت به درآمد در ۴۹ شرکت پذیرفته شده در بورس را طی دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۱ ه‍.ش. ارزیابی کردند. آن‌ها دریافتند افزایش نرخ ارز سبب افزایش قدرت صادرات شرکت‌ها می‌شود. درواقع شرکت‌هایی که درآمد حاصل از فروش محصولات صادراتی خود را بر مبنای برابری نرخ ارز با ریال در بازار آزاد وصول می‌کنند، با تعدیل مثبت در درآمد مواجه می‌گردند. بنابراین، تغییرات نرخ ارز رابطه مثبتی با قیمت سهام و نسبت قیمت به درآمد دارند. «محرابیان و چگنی» (۱۳۹۲) با بهره‌گیری از رویکرد خود رگرسیون برداری تأثیر نرخ ارز و نوسانات آن بر شاخص قیمت سهام در ایران را طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۰

¹ Abushammala et al.

² Tule et al.

³ Multivariate GARCH

هش. را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهند نرخ ارز حقیقی تأثیر منفی و نوسانات نرخ ارز تأثیر مثبت بر قیمت سهام دارند. اما، اثر نرخ ارز بر بازار سهام بیشتر از نوسانات آن است. عدم تأثیرگذاری بالای نرخ ارز بر قیمت سهام در ایران ناشی از ناکارآمدی بورس در جذب سرمایه‌گذاری خارجی و ارتباط محدود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در انجام معاملات بین‌المللی است. «جلایی» و همکاران (۱۳۹۴) با استفاده رویکردهای داده‌های پانلی و واریانس ناهمسانی شرطی اتورگرسیون تعمیم‌یافته تأثیر شوک نرخ ارز بر بازده بازار سهام ایران را طی دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۵ ه.ش. مطالعه کردند. آن‌ها نشان می‌دهند شوک‌های مثبت ارزی به کاهش ارزش پول ملی منجر می‌شوند. کاهش ارزش پول ملی، بهبود وضعیت شرکت‌های صادراتی در بورس و بالارفتن بازدهی شرکت‌ها را در پی دارد. لذا، شوک‌های ارزی دارای تأثیر مثبت بر بازده بازار سهام هستند. «بیات» (۱۳۹۵) با بکارگیری رویکرد خودرگرسیون برداری تأثیر نوسانات نرخ ارز بر بازار بورس ایران را طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۲ ه.ش. بررسی کرد. وی دریافت افزایش نرخ ارز با افزایش ارزش شرکت‌های صادرات‌محور و کاهش سود شرکت‌های واردات‌محور همراه است. با توجه به حجم بالای شرکت‌های واردکننده در بورس، نرخ ارز تأثیر منفی بر شاخص قیمت سهام دارد. «ادیپور» (۱۳۹۵) با بهره‌گیری از رویکرد خودتوضیح با وقفه‌های توزیعی تأثیر ناطمینانی نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس را طی دوره زمانی ۱۳۷۸-۱۳۹۲ ه.ش. بررسی کرد. وی دریافت ناطمینانی نرخ ارز تأثیر منفی بر قیمت سهام شرکت‌های صنعتی دارد. در واقع بی‌ثباتی نرخ ارز از یک‌سو به افزایش سفته‌بازی ارزی و انتقال نقدینگی از بازار سهام به بازار ارز و سایر بازارها منجر می‌شود. از سوی دیگر، بی‌ثباتی نرخ ارز سبب تأخیر در تصمیم‌گیری‌ها می‌گردد که به نوبه خود اختلال در سرمایه‌گذاری و کاهش قیمت سهام شرکت‌های صنعتی را در پی دارد. «آذربایجانی» و همکاران (۱۳۹۶) با بکارگیری رویکرد خودتوضیح با وقفه‌های توزیعی غیرخطی تأثیر نامتقارن نرخ ارز بر شاخص قیمت سهام ایران را طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۸۰ ه.ش. بررسی کرد. نتایج نشان می‌دهند کاهش نرخ ارز اثر مثبت و معناداری بر شاخص قیمت سهام دارد. اما، افزایش نرخ ارز فاقد اثر معنادار بر شاخص قیمت سهام است. «حیدری» و همکاران (۱۳۹۷) با بهره‌گیری از رهیافت «غیرخطی مارکف سوئیچینگ»^۱ تأثیر نرخ ارز بر بازده سهام صنعت دارو در ایران را طی دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۴ ه.ش. بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهند نرخ ارز در رژیم اول تأثیر منفی و در رژیم دوم و سوم تأثیر مثبت بر بازده سهام صنعت دارو دارد. «مرادیان» و همکاران (۱۳۹۹) با استفاده از رویکرد MS-FITGARCH با نوآوری علی تغییر زمانی و عدم تقارن در واریانس شرطی اثرات نامتقارن شوک نرخ ارز بر بازده بازار سرمایه تهران را طی دوره زمانی ۲۰۱۷-۲۰۰۹ بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهند شوک‌های بازار ارز فاقد تأثیر معنادار بر بازار سرمایه هستند. «علیمی» و «ادیپور» (۲۰۲۳) با بهره‌گیری از رویکرد «پانل دیتا»^۲ رابطه بین نرخ ارز و قیمت سهام در ۱۲ کشور پیشرفته و ۱۳ کشور درحال ظهور را طی دوره زمانی ۲۰۲۲-۲۰۱۷ م. بررسی کردند. یافته‌ها نشان می‌دهند نرخ ارز رابطه منفی با بازار سهام دارد.

سایر مطالعاتی که تأثیر قیمت انواع دارایی‌ها بر قیمت سهام را مورد بررسی قرار داده‌اند به شرح زیر ارائه می‌گردند:

«صرافی زنجانی» و «مهرگان» (۱۳۹۷) با بهره‌گیری از رویکرد خودتوضیح با وقفه‌های توزیعی غیرخطی نامتقارن تأثیر شوک‌های مثبت و منفی ارزی و قیمت نفت بر شاخص سهام صنایع صادرات‌محور در ایران را طی دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۸۵ ه.ش. بررسی کردند. آن‌ها دریافتند افزایش نرخ دلار تقاضا برای خرید سهام شرکت-

¹ Markov switching non-linear approach

² Panel Data

های شیمیایی و فلزات اساسی را افزایش می‌دهد. همچنین، خرید مواد اولیه ارزان قبل از افزایش نرخ ارز و فروش محصولات به نرخ روز، افزایش سودآوری سهام شرکت‌های تولیدکننده را در پی دارد. لذا، افزایش نرخ دلار تأثیر مثبت و معناداری بر شاخص صنایع شیمیایی و فلزات اساسی دارد. اما، کاهش نرخ دلار فاقد اثر معنادار بر شاخص صنایع شیمیایی و فلزات اساسی است. همچنین، قیمت نفت در کوتاه‌مدت و بلندمدت تأثیر مثبت بر شاخص صنایع شیمیایی و فلزات اساسی دارد. «فطرس» و «هوشیدری» (۱۳۹۷) با بهره‌گیری از رویکرد همبستگی شرطی پویای گارچ رابطه پویا بین قیمت نفت، قیمت طلا و نرخ ارز با شاخص بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۹۵ ه‍.ش. مطالعه کردند. یافته‌ها نشان می‌دهند همبستگی شرطی بین بازدهی قیمت نفت، بازدهی قیمت طلا و بازدهی نرخ ارز با بازدهی شاخص بورس وجود دارد. «مرادی» و همکاران (۱۳۹۷) با استفاده از رویکرد تبدیل موجک پیوسته هم‌حرکتی و علیت بین بازار دارایی‌ها در ایران را طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۷۰ ه‍.ش. بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهند بازدهی ناشی از رشد قیمت در بازار مسکن عمدتاً در کوتاه‌مدت با بازارهای ارز و سهام دارای هم‌حرکتی است و جهت علیت از نرخ ارز به طرف بازار مسکن و از بازار مسکن به طرف بازار سهام است. همچنین، براساس نتایج هم‌حرکتی و اخلاف فاز، افزایش نرخ ارز و کاهش نرخ سود بانکی در کوتاه‌مدت علت افزایش نرخ بازدهی بازار سهام هستند. «گلشن» و همکاران (۱۴۰۱) با بکارگیری رویکرد خودتوضیح با وقفه‌های توزیعی تأثیر نوسانات نرخ ارز، قیمت طلا و قیمت نفت بر عملکرد شرکت‌ها فعال حوزه انرژی در بورس را طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۷ ه‍.ش. ارزیابی کردند. یافته‌ها حاکی‌اند نرخ ارز تأثیر مثبت بر قیمت سهام شرکت‌های فعال در حوزه انرژی دارد. همچنین، قیمت طلا تأثیر منفی و قیمت نفت تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت‌های فعال در حوزه انرژی دارد. «اکبر» و همکاران^۱ (۲۰۱۹) با استفاده از روش خودرگرسیون برداری بیزی رابطه بین بازار سهام، بازار طلا، نرخ ارز و نرخ بهره در پاکستان را طی دوره زمانی ۲۰۱۴-۲۰۰۱ م. بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهند نوسانات نامطلوب نرخ ارز تأثیر منفی بر قیمت سهام و قیمت طلا دارند. همچنین، کاهش قیمت سهام تأثیر مثبت بر بازار طلا و تأثیر منفی بر بازار ارز دارد. در نهایت کاهش قیمت طلا تأثیر مثبت بر نرخ ارز و قیمت سهام دارد. «کومار» و همکاران^۲ (۲۰۲۱) با بکارگیری رویکرد خود توضیح با وقفه‌های توزیعی غیرخطی تأثیر نرخ ارز، قیمت نفت و قیمت طلا بر قیمت سهام در هند را طی دوره زمانی ۲۰۱۹-۱۹۹۴ م. بررسی کردند. یافته‌ها حاکی‌اند نرخ ارز تأثیر منفی و قیمت نفت تأثیر مثبت بر قیمت سهام دارد. اما، قیمت طلا فاقد تأثیر معنادار بر قیمت سهام است. «زنگ» و همکاران^۳ (۲۰۲۲) با استفاده از رویکرد گارچ چندمتغیره سرریز ریسک و نوسان بین بازده نفت، نرخ ارز و بازار سهام در چین را طی دوره زمانی ۲۰۲۰-۲۰۰۵ م. بررسی کردند. آن‌ها دریافتند سرریز ریسک دوطرفه در بازارهای نفت، سهام و ارز وجود دارد.

مرور پیشینه پژوهش نشان می‌دهد نرخ ارز با توجه به عوامل مختلف از جمله میزان کارایی جذب سرمایه‌گذاری، میزان سرمایه‌گذاری در سایر بازارها و صادرات و واردات محور بودن شرکت‌ها دارای تأثیر مثبت، منفی و غیرخطی بر بازار سهام است. همچنین، مرور پیشینه پژوهش حاکی است علی‌رغم اینکه در پژوهش‌های مختلف تأثیر نرخ ارز بر قیمت سهام بررسی شده است، در هیچ یک از پژوهش‌های صورت گرفته در کشور تأثیر نرخ ارز بر قیمت سهام به تفکیک شرکت‌های صادراتی و وارداتی بررسی نشده است. درک میزان و ماهیت اثرگذاری نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی باعث می‌شود، کارایی سیاست‌های اتخاذ شده افزایش یابد. بنابراین، تفکیک و مقایسه تأثیر نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی مهم و ضروری است. لذا،

¹ Akbar et al.

² Kumar et al.

³ Zeng et al.

پژوهش حاضر با بررسی تأثیر نرخ ارز بر سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی، خلاء مطالعات پیشین را برطرف می‌سازد.

۴. روش‌شناسی پژوهش

۴-۱. تصریح الگو معرفی داده‌ها

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر تکانه‌های نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور و واردات‌محور است. در پژوهش‌های صورت گرفته تأثیر متغیرهای مختلف از جمله نرخ ارز، قیمت طلا، قیمت نفت (کومار و همکاران، ۲۰۲۱)، قیمت مسکن (لی و همکاران، ۲۰۱۷) و رشد اقتصادی (جلایی و همکاران، ۱۳۹۵) بر قیمت سهام بررسی شده‌اند. بنابراین، با توجه به ادبیات موضوع و به پیروی از الگوهای لی و همکاران (۲۰۱۷)، کومار و همکاران (۲۰۲۱) و جلایی و همکاران (۱۳۹۵)، تأثیر تکانه‌های نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور و واردات‌محور براساس روابط (۱) و (۲) تبیین می‌گردند:

$$lstoxt = \alpha_0 + \alpha_1 lex_t + \alpha_2 lpoil_t + \alpha_3 lpg_t + \alpha_4 lph_t + \alpha_5 lgdp_t + \alpha_6 DUM_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$lstomt = \beta_0 + \beta_1 lex_t + \beta_2 lpoil_t + \beta_3 lpg_t + \beta_4 lph_t + \beta_5 lgdp_t + \beta_6 DUM_t + v_t \quad (2)$$

در رابطه فوق $lstoxt$ لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور، lex_t لگاریتم نرخ ارز، $lpoil_t$ لگاریتم قیمت نفت، lpg_t لگاریتم قیمت طلا، lph_t لگاریتم قیمت مسکن، $lgdp_t$ لگاریتم تولید ناخالص داخلی، DUM_t متغیر مجازی تحریم و $lstomt$ لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های واردات‌محور را نشان می‌دهند. ε_t و v_t جمله اخلاص هستند و فرض می‌شود از فرآیند نوفه سفید^۱ پیروی می‌کنند. برای اندازه‌گیری قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور از قیمت سهام صنایع شیمیایی، کاشی و سرامیک و فلزات اساسی استفاده می‌گردد. برای اندازه‌گیری قیمت سهام شرکت‌های واردات‌محور از قیمت سهام صنایع ساخت خودرو و قطعات و محصولات دارویی بهره گرفته می‌شود. داده‌ها تواتر فصلی دارند و بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۴۰۲ ه.ش. را در بر می‌گیرند. مأخذ داده‌های قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور و واردات‌محور، سازمان بورس اوراق بهادار و داده‌های تولید ناخالص داخلی و قیمت مسکن بانک مرکزی است. سایر داده‌ها از سایت وزارت امور اقتصادی و دارایی اخذ شده‌اند. جدول (۱) روش اندازه‌گیری و مأخذ داده‌ها را به اختصار گزارش می‌کند.

جدول ۱: روش اندازه‌گیری و منبع داده‌ها

Tab. 1: Measurement method and data source

نام متغیر	روش اندازه‌گیری	منبع داده‌ها	نماد
لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های صادراتی	قیمت سهام صنایع شیمیایی، کاشی و سرامیک و فلزات اساسی	سازمان بورس اوراق بهادار	$lstoxt$
لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های وارداتی	قیمت سهام صنایع ساخت خودرو و قطعات و محصولات دارویی	سازمان بورس اوراق بهادار	$lstomt$
لگاریتم نرخ ارز	لگاریتم قیمت دلار در بازار آزاد	وزارت امور اقتصادی و دارایی	lex_t

¹ White noise process

$lpoil_t$	وزارت امور اقتصادی و دارایی	لگاریتم قیمت نفت برنت	لگاریتم قیمت نفت
lpg_t	وزارت امور اقتصادی و دارایی	لگاریتم قیمت سکه	لگاریتم قیمت طلا
lph_t	بانک مرکزی	لگاریتم شاخص قیمت هر متر زمین به سال پایه ۱۳۹۵	لگاریتم قیمت مسکن
$lgdp_t$	بانک مرکزی	تولید ناخالص داخلی به سال پایه ۱۳۹۵	لگاریتم تولید ناخالص داخلی
DUM_t	محاسبات پژوهش	برای فصل‌هایی که تحریم شدید صورت گرفته عدد یک و برای سایر فصل‌ها عدد صفر در نظر گرفته شده است.	متغیر مجازی تحریم

مأخذ: یافته‌های پژوهش

از آنجا که برخی از متغیرها از جمله قیمت نفت و تحریم متغیرهای برون‌زایی هستند که بر متغیرهای اقتصادی اثرگذار هستند، اما تحت تأثیر سایر متغیرها قرار ندارند، لذا به منظور برآورد الگوهای پژوهش از رویکرد خودرگرسیون برداری با متغیرها برون‌زا (VARX) استفاده می‌شود. بر این اساس متغیرهای لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های صادراتی، لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های وارداتی، لگاریتم نرخ ارز، لگاریتم قیمت طلا، لگاریتم قیمت مسکن و لگاریتم تولید ناخالص داخلی به صورت درون‌زا و لگاریتم قیمت نفت و متغیر مجازی تحریم به صورت برون‌زا در مدل لحاظ می‌شوند.

۴-۲. آمار توصیفی متغیرها

پیش از برآورد مدل، نخست، آمار توصیفی متغیرها ارائه می‌گردد و روند تغییرات متغیرها طی دوره زمانی ۱۴۰۲-۱۳۸۸ ه.ش. بررسی می‌شود. جدول (۲) آمار توصیفی متغیرها را گزارش می‌کند.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرها

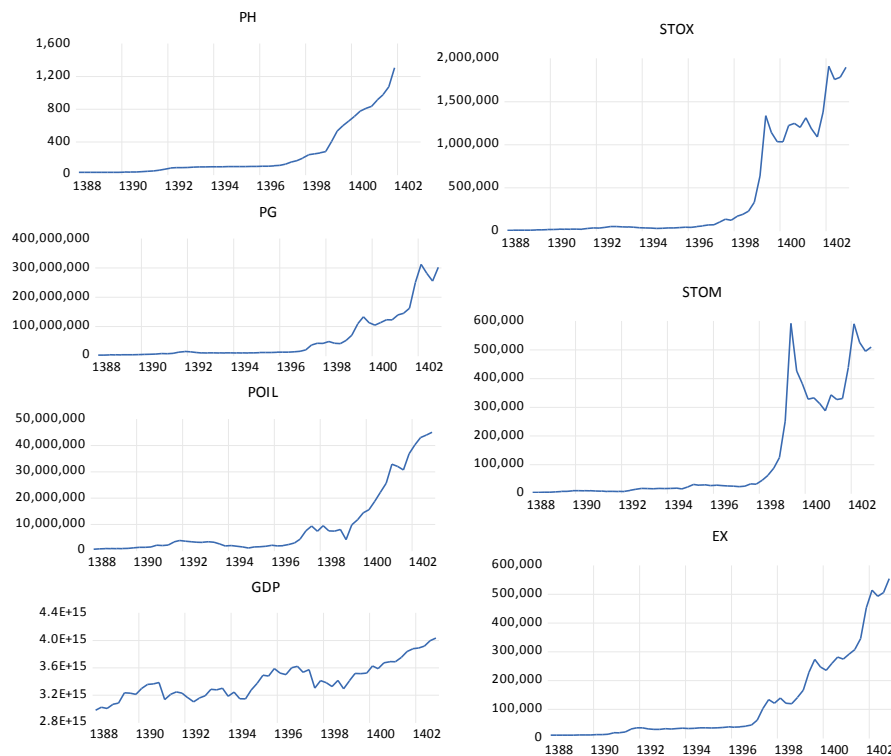
Tab. 2: Descriptive statistics of variables

نام متغیر	میانگین	میان	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی
لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های صادراتی	۱۱/۱۶	۱۰/۶۳	۱۴/۱۴	۸/۳۶	۱/۷	۰/۵۵
لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های وارداتی	۱۰/۲۸	۱۰/۰۲	۱۳/۲۹	۸/۰۶	۱/۵	۰/۶۱
لگاریتم نرخ ارز	۱۰/۸	۱۰/۴۸	۱۳/۰۲	۹/۲	۱/۱۵	۰/۳۱
لگاریتم قیمت نفت	۱۵/۰۶	۱۴/۹۲	۱۷/۴۲	۱۳/۲۴	۱/۱۴	۰/۵
لگاریتم قیمت طلا	۱۶/۶۵	۱۶/۲۶	۱۹/۳	۱۴/۵۸	۱/۳	۰/۴
لگاریتم قیمت مسکن	۴/۸	۴/۶	۷/۱۷	۳/۳۳	۱/۱۴	۰/۵
لگاریتم تولید ناخالص داخلی	۳۵/۷۵	۳۵/۷۴	۳۵/۸۹	۳۵/۶۳	۰/۰۶	۰/۲

مأخذ: یافته‌های پژوهش

مطابق نتایج جدول فوق، مقدار میانگین و میان‌متغیرها به یکدیگر نزدیک هستند که نشان می‌دهد داده‌ها پراکندگی کمی دارند. اندازه انحراف معیار نیز مؤکد این موضوع است.

نمودار ۱ روند تغییرات متغیرها را در بازه زمانی مورد بررسی نشان می‌دهد.



نمودار ۱: روند تغییرات متغیرهای پژوهش طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۴۰۲ ه.ش. (مأخذ: یافته‌های پژوهش).

Graph. 1: Trend of changes in research variables during the period 1388-1402

مطابق نتایج نمودار فوق قیمت مسکن در بازه زمانی مورد بررسی همواره افزایش یافته است. اما سایر متغیرها با نوسان همراه شده‌اند. به‌طوری که در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۸۹ ه.ش. افزایش نرخ ارز و رشد اقتصادی به افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی منجر شده است. در سال ۱۳۹۰ ه.ش. افزایش قیمت حامل‌های انرژی، قطع کامل و البته موقت عرضه نفت لیبی، تنش‌های خاورمیانه و احتمال قطع صادرات نفت ایران باعث شدند قیمت هر بشکه نفت به بیش از ۱۰۰ دلار افزایش یابد. افزایش قیمت نفت از طریق افزایش قیمت محصولات پتروشیمی و فولادی و افزایش تولیدات صنعتی به افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی منجر شد (خلاصه تحولات اقتصادی کشور، ۱۳۹۰ ه.ش.). در سال ۱۳۹۱ ه.ش. نرخ ارز در بازار آزاد با افزایش مواجه گردید. در این سال به‌واسطه افزایش قیمت جهانی طلا و افزایش تقاضا برای نگهداری طلا، قیمت طلا در کشور افزایش یافت. همچنین، تداوم تنش‌ها در خاورمیانه، ارائه مشوق‌های مالی از سوی بانک مرکزی آمریکا و کاهش حجم صادرات نفتی ایران، افزایش قیمت نفت را در پی داشتند. افزایش نرخ ارز، قیمت طلا و قیمت نفت نیز باعث شدند قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور افزایش و قیمت سهام شرکت‌های واردات‌محور کاهش یابد (خلاصه تحولات اقتصادی کشور، ۱۳۹۱ ه.ش.). در سال ۱۳۹۲ ه.ش. بهبود اوضاع اقتصادی جهان، افزایش تقاضا و کاهش تولید نفت اوپک به افزایش قیمت نفت انجامیدند. حذف نرخ ارز مرجع ۱۲۲۶۰ ریالی و تعدیل انتظارات فعالان اقتصادی باعث شدند نرخ ارز در بازار آزاد در یک روند نسبتاً باثبات قرار گیرد. همچنین، قیمت طلا به دلیل کاهش قیمت جهانی طلا و برقراری ثبات در بازار ارز، اندکی کاهش یافت. علی‌رغم کاهش قیمت طلا، افزایش نرخ ارز و افزایش قیمت نفت، قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور و

واردات‌محور در سال ۱۳۹۲ ه‍.ش. به دلیل انجام مذاکرات هسته‌ای و روی کار آمدن دولت یازدهم از روند صعودی برخوردار گردید (خلاصه تحولات اقتصادی کشور، ۱۳۹۲ ه‍.ش.). بانک مرکزی موفق شد در سال ۱۳۹۳ ه‍.ش. علاوه بر کنترل نوسانات نرخ ارز، شکاف بین نرخ ارز رسمی و غیررسمی را کاهش دهد. قیمت نفت در سال ۱۳۹۳ ه‍.ش. به دلیل مازاد عرضه نسبت به تقاضای نفت در بازارهای جهانی و افزایش تولید و عرضه نفت نامتعارف افزایش یافت. در سال ۱۳۹۳ ه‍.ش. قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور به دلیل کنترل نرخ ارز، کاهش قیمت نفت و طلا و تداوم مذاکرات هسته‌ای با کاهش مواجه گردید. اما، قیمت سهام شرکت‌های واردات‌محور افزایش یافت (خلاصه تحولات اقتصادی کشور، ۱۳۹۳ ه‍.ش.). در سال ۱۳۹۴ ه‍.ش. به دلیل کاهش تورم همراه با اجرای برجام، سهولت در نقل و انتقال بین‌المللی ارز و به تبع آن کاهش هزینه‌های معامله ارز، نرخ ارز در بازار غیررسمی ثبات نسبتاً پایداری یافت. کنترل نرخ ارز و کاهش قیمت نفت و طلا به کاهش قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور انجامید. با این وجود با اجرای برجام در سال ۱۳۹۴ ه‍.ش.، کاهش نرخ سود بانکی، کاهش قیمت خوراک پتروشیمی و خوش‌بینی فعالان بازار به شرایط آتی اقتصاد قیمت سهام شرکت‌های واردات‌محور افزایش اندکی یافت (خلاصه تحولات اقتصادی کشور، ۱۳۹۴ ه‍.ش.). در سال ۱۳۹۵ ه‍.ش. در ایران به دلیل کاهش تورم، کنترل انتظارات تورمی فعالان اقتصادی و اجرای سیاست‌گذاری ارزی در راستای حفظ ثبات بازار ارز، نرخ ارز در کشور روند با ثبات خود را حفظ کرد. با کنترل نرخ ارز و افزایش قیمت طلا، قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور و واردات‌محور افزایش یافت (خلاصه تحولات اقتصادی، ۱۳۹۵ ه‍.ش.).

در سال ۱۳۹۶ ه‍.ش. با افزایش تورم و افزایش تقاضای ارز به دلیل نااطمینانی از ادامه برجام، نرخ ارز افزایش پیدا کرد. در این سال توافق اعضای اوپک و غیر اوپک بر کاهش تولید و کاهش سطح سرمایه‌گذاری در صنعت نفت به افزایش قیمت جهانی نفت منجر گردید. با افزایش نرخ ارز، قیمت نفت و قیمت طلا، قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور کاهش و قیمت سهام شرکت‌های واردات‌محور کاهش پیدا کرد (خلاصه تحولات اقتصادی، ۱۳۹۶ ه‍.ش.). نرخ ارز در سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۹ ه‍.ش. در پی خروج آمریکا از برجام و یکسان‌سازی ناموفق نرخ ارز افزایش یافت. طی دوره زمانی ۱۳۹۷-۱۳۹۹ ه‍.ش. به دلیل تحریم نفت ایران، افزایش تقاضای جهانی نفت و تصمیم اعضای اوپک به منظور تولید نفت، قیمت نفت با افزایش مواجه گردید. در این دوره با کاهش نرخ سود بانکی از ۲۰ به ۱۸ درصد نیز توجه سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار بورس جلب می‌گردد. با افزایش شدید نرخ ارز، قیمت طلا و قیمت نفت، کاهش قیمت خوراک پتروشیمی و به تبع آن کاهش بهای تمام‌شده محصولات پتروشیمی، قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور و واردات‌محور با افزایش چشم‌گیری مواجه شد (خلاصه تحولات اقتصادی کشور، ۱۳۹۷-۱۳۹۹ ه‍.ش.). در سال ۱۴۰۰ ه‍.ش. در پی افزایش نرخ ارز، قیمت طلا و قیمت نفت، قیمت سهام شرکت‌های واردات‌محور کاهش یافت. همچنین، علی‌رغم رشد بازارها موازی به دلیل تأثیر نامطلوب ویروس کرونا بر بازار سهام، قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور کاهش پیدا کرد (خلاصه تحولات اقتصادی کشور، ۱۴۰۰ ه‍.ش.). در نهایت طی دوره زمانی ۱۴۰۱ و ۱۴۰۲ ه‍.ش. به دلیل افزایش نرخ ارز، قیمت سهام شرکت‌های صادرات‌محور و واردات‌محور افزایش یافت.

۵. یافته‌های پژوهش

۱-۵. تصریح مدل

در این بخش، پیش از برآورد الگوهای پژوهش برای اجتناب از رگرسیون کاذب نخست، لازم است مانایی داده‌ها آزمون شود. برای این منظور از آزمون «زیوت آندریوز»^۱ استفاده می‌گردد. جدول ۳ نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد زیوت آندریوز در حالت تغییرات زمان و مانایی در سطح و شیب تابع روند را گزارش می‌کند.

جدول ۳: نتایج آزمون ریشه واحد

Tab. 3: Unit root test results

تفاضل مرتبه اول			سطح			نام متغیر
شکست	آماره بحرانی	آماره آزمون	شکست	آماره بحرانی	آماره آزمون	
۱۳۹۷:Q۲	-۵/۵۷	-۶/۰۱	۱۳۸۸:Q۱	-۴/۸۲	-۳/۲۳	lstoxt
۱۳۹۹:Q۳	-۵/۵۷	-۵/۹۸	۱۳۹۸:Q۴	-۴/۸۲	-۴/۷۶	lstomt
۱۳۹۶:Q۴	-۵/۵۷	-۵/۵۹	۱۳۹۴:Q۱	-۴/۸۲	-۴/۰۸	lex _t
۱۳۹۵:Q۱	-۵/۵۷	-۸/۶	۱۳۹۳:Q۳	-۴/۸۲	-۴/۰۸	lpoilt
۱۳۹۲:Q۱	-۵/۵۷	-۵/۶۸	۱۳۹۲:Q۲	-۴/۸۲	-۳/۲۶	lpg _t
۱۳۹۲:Q۲	-۴/۸۲	-۴/۹۴	۱۳۹۹:Q۱	-۴/۸۲	-۳/۶	lph _t
۱۳۹۷:Q۱	-۵/۵۷	-۹/۶	۱۳۹۷:Q۳	-۴/۸۲	-۴/۱۱	lgdp _t

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

نتایج آزمون ریشه واحد نشان دادند تمام متغیرها با یک‌بار تفاضل‌گیری مانا می‌شوند. بنابراین، درجه انباشتگی متغیرها از مرتبه یک است. لذا، پیش از برآورد الگو، هم‌انباشتگی و رابطه بلندمدت بین متغیرهای پژوهش بررسی می‌گردد. پیش از بررسی هم‌انباشتگی بین متغیرها لازم است تعداد وقفه بهینه مدل تعیین شوند. برای این منظور از معیار شوارتز بیزین استفاده گردید و تعداد یک وقفه بهینه برای مدل در نظر گرفته شد. جدول ۴ نتایج وقفه بهینه مدل را نشان می‌دهد.

جدول ۴: نتایج تعیین وقفه بهینه

Tab. 4: Results of determining the optimal lag

الگوی ۲	الگوی ۱	وقفه
آماره شوارتز بیزین	آماره شوارتز بیزین	
-۳/۹۱	-۴/۴	۰
-۱۱/۵۷	-۱۱/۸۵	۱
-۱۰/۴۷	-۱۰/۶	۲
-۹/۷	-۱۰/۱۴	۳
-۸/۵۹	-۹/۲	۴
-۸/۴۵	-۹/۱۱	۵

مأخذ: یافته‌های پژوهش

^۱ Zivot Andrews

جداول ۵ و ۶ نتایج آزمون هم‌انباشتگی «یوهانسون»^۱ برای هر دو الگو را بر اساس آزمون حداکثر ویژه و آزمون اثر نشان می‌دهند.

جدول ۵: نتایج آزمون هم‌انباشتگی الگوی اول

Tab. 5: Results of the cointegration test of the first model

فرض صفر	آزمون اثر		آزمون حداکثر مقادیر ویژه	
	آماره آزمون	سطح احتمال	آماره آزمون	سطح احتمال
$r = 0$	۱۱۷/۵۳	۰/۰۰۰	۶۳/۹۴	۰/۰۰۰
$r \leq 1$	۵۳/۶	۰/۳۷	۲۸/۳۳	۰/۱۴
$r \leq 2$	۲۵/۳۷	۰/۷۷	۱۶/۹۲	۰/۴۶
$r \leq 3$	۸/۴۶	۰/۹۷	۷/۶۲	۰/۸۵
$r \leq 4$	۰/۸۲	۰/۹۹۹۸	۰/۰۸	۰/۹۹۹۸

مأخذ: یافته‌های پژوهش

جدول ۶: نتایج آزمون هم‌انباشتگی الگوی دوم

Tab. 6: Results of the cointegration test of the second model

فرض صفر	آزمون اثر		آزمون حداکثر مقادیر ویژه	
	آماره آزمون	سطح احتمال	آماره آزمون	سطح احتمال
$r = 0$	۸۹/۹۷	۰/۰۰۱	۴۱/۳۱	۰/۰۰۱
$r \leq 1$	۴۲/۶۶	۰/۱۴	۲۱/۸۳	۰/۲۳
$r \leq 2$	۲۰/۸۳	۰/۳۷	۱۶/۳۲	۰/۲۱
$r \leq 3$	۴/۵۱	۰/۸۶	۳/۸	۰/۸۷
$r \leq 4$	۰/۶۶	۰/۴۱	۰/۰۶۶	۰/۴۱

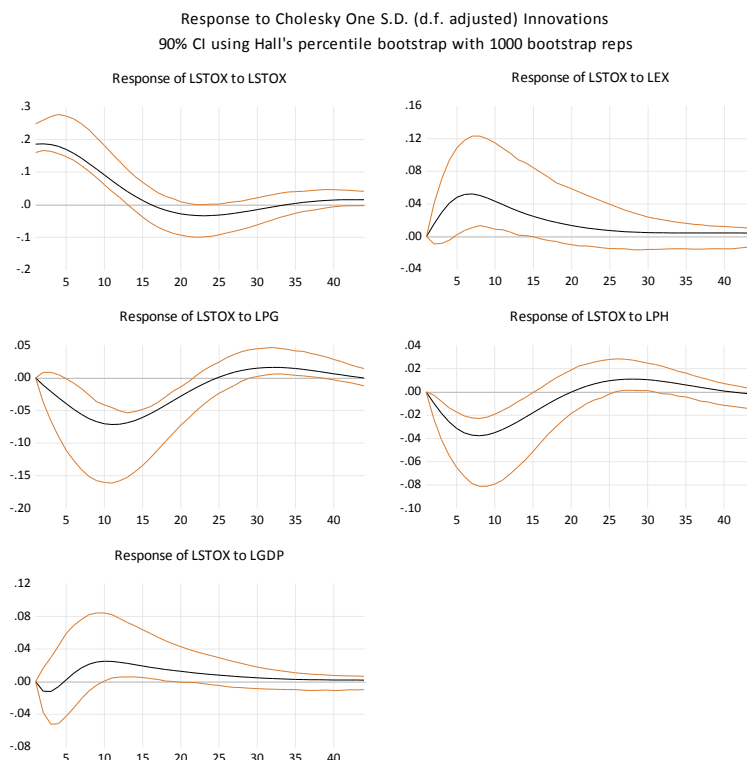
مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج هر دو آزمون حداکثر مقادیر ویژه و آزمون اثر نشان می‌دهند یک بردار هم‌جمعی وجود دارد که بر رابطه تعادلی بلندمدت بین متغیرهای پژوهش دلالت دارد. در نتیجه، بر پایه آزمون یوهانسون، وجود هم‌انباشتگی بین متغیرها در هر دو الگو تأیید می‌شود.

۲-۵. نتایج برآورد الگو

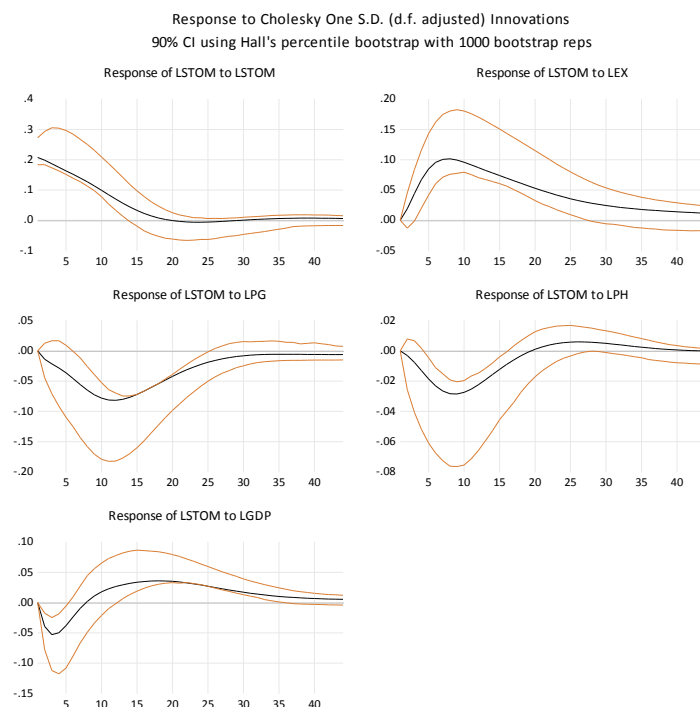
در این بخش نتایج حاصل از برآورد الگوهای پژوهش ارائه می‌شوند. از آن‌جا که متغیرها انباشته از مرتبه یک هستند، لذا، برای برآورد الگوهای پژوهش از روش VARX بهره گرفته شده است. در روش VARX برای تفسیر ضرایب مدل از توابع واکنش آنی استفاده می‌گردد. توابع واکنش آنی رفتار پویا متغیرهای درون‌زای سیستم را در واکنش به بروز تکنانه‌ای به میزان یک انحراف معیار نشان می‌دهند. نمودارهای ۲ و ۳ به ترتیب نتایج توابع واکنش آنی متغیرهای لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های وارداتی را ارائه می‌کنند.

¹ Johansen cointegration test



نمودار ۲: نتایج توابع واکنش آنی متغیر لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های صادراتی (مأخذ: یافته‌های پژوهش)

Graph. 2: Results of the instantaneous response functions of the logarithm variable of the stock prices of exporting companies



نمودار ۳: نتایج توابع واکنش آنی متغیر لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های وارداتی (مأخذ: یافته‌های پژوهش)

Graph. 3: Results of the instantaneous response functions of the logarithm variable of the stock prices of imported companies

در ادامه نتایج توابع واکنش آنی به ترتیب برای متغیرهای قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی، نرخ ارز، قیمت طلا، قیمت مسکن و رشد اقتصادی بررسی می‌شوند.

۳-۵. قیمت سهام شرکت صادراتی و وارداتی

متغیرهای اصلی در پژوهش حاضر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی هستند. لذا، نخست، تأثیر تکانه قیمت سهام شرکت‌های وارداتی و صادراتی بر قیمت سهام شرکت‌های ذکرشده بررسی می‌شود. مطابق نتایج توابع واکنش آنی تکانه مثبت قیمت سهام شرکت‌های صادراتی تأثیر معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی دارد. به‌طوری که بروز یک انحراف معیار تکانه مثبت قیمت سهام شرکت‌های صادراتی در دوره اول تا سیزدهم با افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی همراه است. اما در سایر دوره‌ها یک انحراف معیار تکانه مثبت قیمت سهام شرکت‌های صادراتی فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی است.

هم‌چنین، نتایج نشان می‌دهند تکانه قیمت سهام شرکت‌های وارداتی تأثیر معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی دارند. به‌طوری که یک انحراف معیار تکانه مثبت قیمت سهام شرکت‌های وارداتی در دوره اول تا سیزدهم به افزایش قیمت سهام شرکت‌های وارداتی می‌انجامد. اما در سایر دوره‌ها یک انحراف معیار تکانه مثبت قیمت سهام شرکت‌های وارداتی فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی است. از آنجا که اطلاعات شرکت در قیمت سهام منعکس می‌شوند، بنابراین، سرمایه‌گذاران به سرعت به تکانه قیمت سهام واکنش نشان می‌دهند و قیمت‌ها به سمت ارزش واقعی شرکت همگرا می‌شوند.

۴-۵. نرخ ارز

نرخ ارز مهم‌ترین متغیر اثرگذار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی است که در مدل لحاظ شده است. نتایج توابع واکنش آنی نشان می‌دهند نرخ ارز تأثیر معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی دارد. به نحوی که یک انحراف معیار تکانه مثبت نرخ ارز در دوره اول تا پنجم تأثیر معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی ندارد. در دوره ششم تا پانزدهم، یک انحراف معیار تکانه مثبت نرخ ارز دارای تأثیر مثبت و معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی است. اما، بروز یک انحراف معیار تکانه مثبت نرخ ارز در سایر دوره‌ها، تأثیر معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی ندارد. طی دهه اخیر نرخ ارز در کشور با افزایش شدیدی مواجه گردیده است. افزایش نرخ ارز دارای اثرات متفاوتی بر اقتصاد کشور است. به نحوی که بروز تکانه مثبت نرخ ارز از یک سو سبب افزایش تورم مورد انتظار آتی می‌شود. با افزایش تورم و کاهش ارزش پول ملی، سرمایه‌گذاران میزان نگهداری سهام را کاهش می‌دهند که با کاهش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی همراه است. از سوی دیگر، افزایش نرخ ارز به دلیل کاهش قیمت کالاهای داخلی برای خارجی‌ان، افزایش رقابت‌پذیری و در نتیجه افزایش میزان صادرات کالا و خدمات شرکت‌های صادراتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار کشور را در پی دارد. علاوه بر این، افزایش نرخ ارز سبب افزایش ارزش دارایی‌های سرمایه‌ای شرکت‌ها می‌گردد. افزایش صادرات و افزایش ارزش دارایی‌های سرمایه‌ای نیز به افزایش سودآوری و قیمت سهام شرکت‌های صادراتی منجر می‌شود. از آنجا که با بروز تکانه مثبت نرخ ارز در دوره اول تا پنجم، اثرات منفی و مثبت تکانه مثبت نرخ ارز بر

قیمت سهام یکدیگر را خنثی می‌کنند، لذا، نرخ ارز فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی است. اما، با گذشت زمان انتظارات تورمی تعدیل می‌شوند. با تعدیل انتظارات تورمی و خوش‌بینی سرمایه‌گذاران نسبت به بازار سهام، مجدداً سرمایه‌گذاری در بازار سهام افزایش می‌یابد که پی‌آمد آن افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی است. در نهایت از دوره بیست‌ویکم تا بیست‌وچهارم به دلیل اینکه سرمایه‌گذاران، عوامل بنیادی بازار سهام را مود توجه قرار می‌دهند، تکانه مثبت نرخ ارز فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی است.

بروز یک انحراف معیار تکانه مثبت نرخ ارز در دوره اول و دوم تأثیر معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی ندارد. اما، بروز یک انحراف معیار تکانه نرخ ارز در دوره سوم تا بیست‌ونهم تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی دارد. در سایر دوره‌ها بروز یک انحراف معیار تکانه نرخ ارز فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی است. تأثیر نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی از مجرای هزینه واردات است. با افزایش نرخ ارز و کاهش ارزش پول ملی، کالاهای خارجی گران‌تر می‌شوند. بنابراین، قیمت مواد اولیه وارداتی افزایش پیدا می‌کند. افزایش قیمت مواد اولیه وارداتی نیز به افزایش هزینه تولید در شرکت‌های وارداتی می‌انجامد که پی‌آمد آن کاهش حاشیه سود و در نتیجه کاهش قیمت سهام شرکت‌های وارداتی است. بنابراین دولت به‌منظور حمایت از تولیدکنندگان، ارز نیمایی در اختیار تولیدکنندگان قرار می‌دهد که جبران سود کاهش‌یافته سهام‌داران را در پی دارد. بنابراین، در کوتاه‌مدت نرخ ارز فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی است. اما با گذشت زمان شرکت‌های وارداتی با اجرای راهکارهای مختلف از جمله افزایش قیمت کالا بیشتر از افزایش نرخ ارز و انتقال هزینه تولید به مصرف‌کنندگان، سود خود را افزایش می‌دهند. افزایش سود شرکت‌های وارداتی نیز سبب افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران در بازار سهام و در نتیجه افزایش قیمت سهام شرکت‌های وارداتی می‌شود. افزایش مشارکت در بازار سهام باعث می‌شود قیمت سهام افزایش یابد. اما، با گذشت زمان تکانه مثبت نرخ ارز به دلیل اثرگذاری سایر متغیرها، فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی است.

۵-۵. قیمت طلا

مطابق الگوی پژوهش یکی دیگر از متغیرهای اثرگذار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی قیمت طلا است. نتایج توابع واکنش آنی نشان می‌دهند قیمت طلا دارای اثر معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی است. به‌طوری که یک انحراف معیار تکانه مثبت قیمت طلا در دوره اول تا چهارم، فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی است. اما، یک انحراف معیار تکانه مثبت قیمت طلا در دوره پنجم تا بیست و یکم به کاهش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی منجر می‌شود. در سایر دوره‌ها یک انحراف معیار تکانه مثبت قیمت طلا فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی است.

بروز یک انحراف معیار تکانه مثبت قیمت طلا در دوره اول تا ششم فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی است. اما، یک انحراف معیار تکانه مثبت قیمت طلا در دوره هفتم تا بیست و ششم به کاهش قیمت سهام شرکت‌های وارداتی منجر می‌شود. در سایر دوره‌ها نیز بروز تکانه مثبت قیمت طلا به میزان یک انحراف معیار فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی است.

طی سال‌های اخیر قیمت طلا در کشور با نوسانات بسیاری همراه گردیده است. در دوره اول و دوم ممکن است سرمایه‌گذاران به دلیل عدم آگاهی از تأثیر مستقیم قیمت طلا بر بازار سهام به بروز نوسان در قیمت طلا واکنش نشان ندهند. اما، افزایش پیوسته طلا در بلندمدت نشان‌دهنده بی‌ثباتی اقتصادی و افزایش فشارهای تورمی است. از آن‌جا که ایران همواره با مشکلاتی از جمله ناپایداری اقتصادی و کاهش ارزش پول ملی همراه است، لذا، افزایش مداوم قیمت طلا که بیان‌گر عدم اعتماد به پول داخلی است به افزایش بی‌ثباتی اقتصادی می‌انجامد. از آن‌جا که اغلب سرمایه‌گذاران طلا را به‌عنوان یک پناهگاه امن در دوره ناپایداری اقتصادی تلقی می‌کنند، با افزایش بی‌ثباتی اقتصادی و افزایش تورم همراه با افزایش سودآوری در بازار طلا، افراد سرمایه خود را از بازار سهام به بازار طلا انتقال می‌دهند که پی‌آمد آن کاهش قیمت سهام است. اما، در بلندمدت به دلیل اثر ثروت، تمایل افراد به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های صادراتی افزایش می‌یابد که به نوبه خود افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی را به دنبال دارد.

۵-۶. قیمت مسکن

قیمت مسکن به عنوان دیگر متغیر موثر بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی در نظر گرفته می‌شود. مطابق نتایج توابع واکنش آنی، قیمت سهام تأثیر معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی دارد. به طور مثال در دوره اول تا سوم یک انحراف معیار تکنانه قیمت مسکن در دوره اول فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی است. بروز یک انحراف معیار تکنانه مثبت قیمت مسکن از دوره دوم تا پانزدهم به کاهش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی منجر می‌شود. بروز تکنانه مثبت قیمت مسکن به اندازه یک انحراف معیار از دوره بیست و پنجم تا سی و دوم سبب افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی می‌گردد. یک انحراف معیار تکنانه مثبت در قیمت مسکن در سایر دوره‌ها فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی است.

در دوره اول تا چهارم یک انحراف معیار تکنانه مثبت قیمت مسکن فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی است. یک انحراف معیار تکنانه مثبت قیمت مسکن از دوره چهارم تا شانزدهم سبب کاهش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی می‌شود. در سایر دوره‌ها تکنانه قیمت مسکن اثر معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی ندارد.

بررسی روند تغییرات قیمت مسکن نشان می‌دهد قیمت مسکن در ایران طی چند سال اخیر با افزایش چشمگیری مواجه گردیده است. افزایش قیمت مسکن از طریق عوامل مختلفی سبب کاهش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی در کشور گردیده است. به طوری که افزایش قیمت مسکن باعث می‌شود، سودآوری سرمایه‌گذاری در بازار مسکن افزایش یابد که به نوبه خود انحراف سرمایه از بازار سهام به بازار مسکن را در پی دارد. انتقال سرمایه از بازار سهام به بازار مسکن سبب کاهش سودآوری بازار سهام و در نتیجه کاهش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی می‌شود. اما، با گذشت زمان، افزایش قیمت مسکن سبب افزایش ثروت حقیقی می‌شود. با افزایش ثروت حقیقی، توانایی سرمایه‌گذاری افراد افزایش می‌یابد. بنابراین، سرمایه‌گذاری در شرکت‌های صادراتی افزایش پیدا می‌کند که پی‌آمد آن افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی در بلندمدت است. اما، قیمت سهام شرکت‌های وارداتی به دلیل تأثیرپذیری بالا از سایر متغیرهای اقتصادی از جمله نرخ ارز، در بلندمدت تحت تأثیر قیمت مسکن قرار ندارد.

۷-۵. رشد اقتصادی

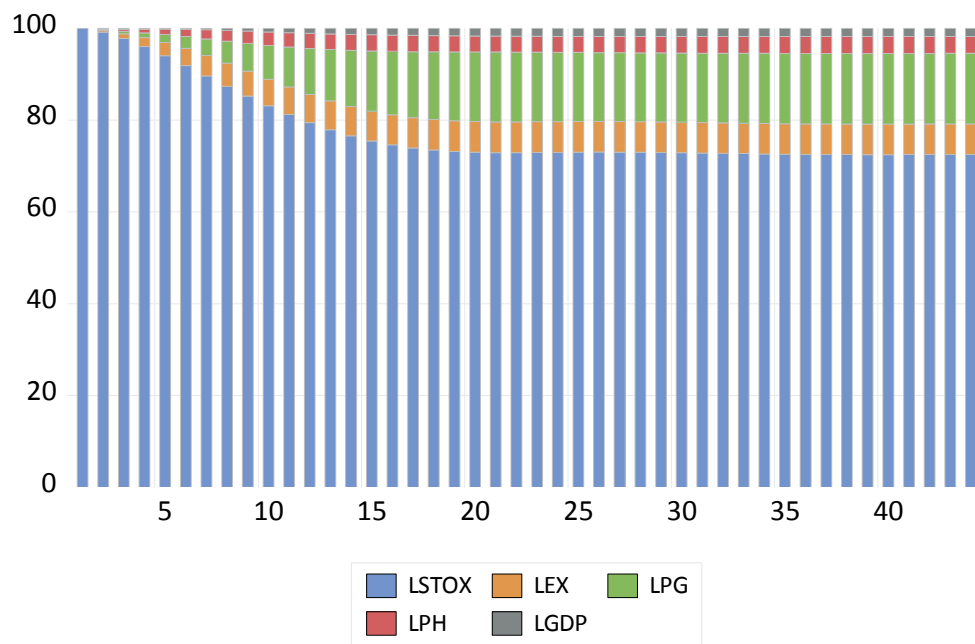
در نهایت مطابق الگوی پژوهش آخرین متغیر اثرگذار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی رشد اقتصادی است. نتایج توابع واکنش نشان می‌دهند رشد اقتصادی تأثیر معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی دارد. به نحوی که بروز یک انحراف معیار تکانه مثبت تولید ناخالص داخلی از دوره دهم تا بیست و یکم سبب افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی می‌شود. اما، بروز یک انحراف معیار تکانه مثبت تولید ناخالص داخلی در سایر دوره‌ها فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی است.

یک انحراف معیار تکانه مثبت تولید ناخالص داخلی در دوره دوم تا پنجم به کاهش قیمت سهام شرکت‌های وارداتی می‌انجامد. از دوره دوازدهم تا سی و پنجم یک انحراف معیار تکانه مثبت تولید ناخالص داخلی سبب افزایش افزایش سهام شرکت‌های وارداتی می‌شود. در سایر دوره‌ها بروز یک انحراف معیار تکانه مثبت تولید ناخالص داخلی فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی است.

تکانه مثبت تولید ناخالص داخلی، نگران‌های درباره افزایش قیمت‌ها و در نتیجه بروز تورم به همراه دارد. بنابراین، در صورتی که سرمایه‌گذاران انتظار داشته باشند رشد اقتصادی به افزایش تورم منجر گردد، به منظور جلوگیری از کاهش ثروت حقیقی، سرمایه خود را از بازار سهام به سایر بازارهای موازی از جمله بازار مسکن و طلا انتقال می‌دهند که پی‌آمد آن کاهش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی است. همچنین، بررسی روند تغییرات رشد اقتصادی نشان می‌دهد، در دوره زمانی مورد بررسی رشد اقتصادی در کشور به‌طور متوسط کاهش یافته است. به‌طوری که در برخی از سال‌ها کشور رشد اقتصادی منفی تجربه کرده است. رشد منفی اقتصادی باعث ایجاد نااطمینانی و ریسک در کشور شده است. لذا، با توجه به شرایط کشور، سرمایه‌گذاران ممکن است افزایش رشد اقتصادی را موقتی تلقی کنند که به نوبه خود تمایل سرمایه‌گذاری در بازار سهام و در نتیجه قیمت سهام شرکت‌های وارداتی را در کوتاه‌مدت کاهش می‌دهد. رشد اقتصادی از دو طریق قیمت سهام شرکت‌های صادراتی را در کوتاه‌مدت متأثر می‌سازد. اثر اول افزایش درآمد شرکت‌های صادراتی به دلیل افزایش تولید است. اثر دوم کاهش قیمت سهام ناشی از افزایش تورم و نااطمینانی است. در کوتاه‌مدت اثر اول و دوم رشد اقتصادی بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی یکدیگر را خنثی می‌کنند. لذا، رشد اقتصادی در کوتاه‌مدت فاقد اثر معنادار بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی است. اما با گذشت زمان و تعدیل انتظارات سهام‌داران رشد اقتصادی به افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی می‌انجامد.

در ادامه نتایج تجزیه واریانس بررسی می‌شوند. نمودار ۴ و ۵ به ترتیب نتایج تجزیه واریانس متغیرهای لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های وارداتی را نشان می‌دهند.

Variance Decomposition of LSTOX using Cholesky (d.f. adjusted) Factors

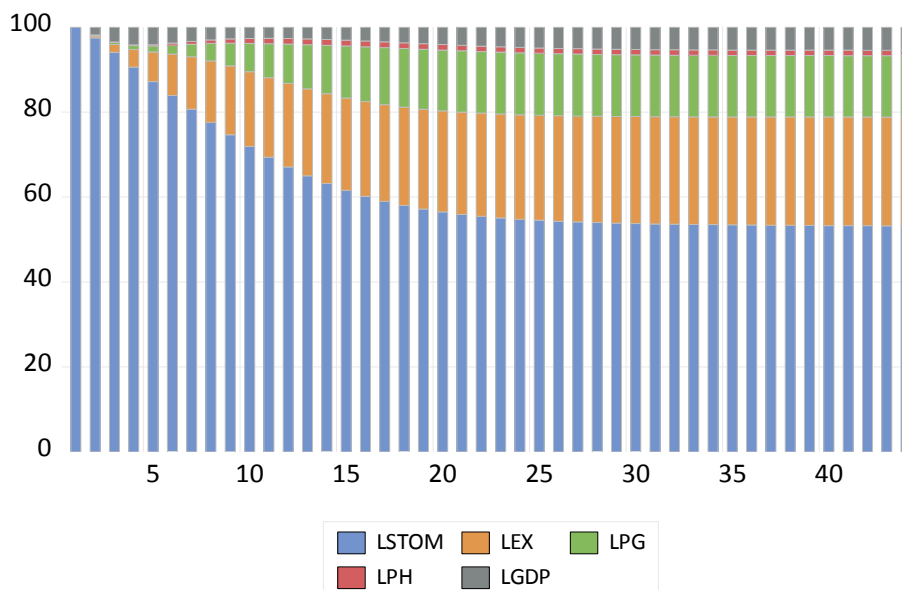


نمودار ۴: نتایج تجزیه واریانس متغیر لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های صادراتی (مأخذ: یافته‌های پژوهش).

Graph. 4: Results of variance Decomposition of LSTOX

نتایج تجزیه واریانس نشان می‌دهند در دوره اول صد درصد نوسانات قیمت سهام شرکت‌های صادراتی، توسط تغییرات قیمت سهام شرکت‌های صادراتی توضیح داده می‌شود. با گذشت زمان سهم سایر متغیرها از توضیح واریانس افزایش و سهم تغییرات قیمت سهام شرکت‌های صادراتی از توضیح واریانس کاهش پیدا می‌کند. به نحوی که سهم تغییرات قیمت سهام شرکت‌های صادراتی از توضیح واریانس قیمت سهام در دوره ۴۴ به ۷۲/۵۳ درصد می‌رسد. با این وجود تغییرات قیمت سهام بیشترین سهم از توضیح نوسانات قیمت سهام شرکت‌های صادراتی را دارا است. همچنین، نتایج تجزیه واریانس حاکی‌اند پس از تغییرات قیمت سهام، به طور متوسط قیمت طلا بیشترین سهم از نوسانات قیمت سهام شرکت‌های صادراتی را به خود اختصاص دهد.

Variance Decomposition of LSTOM using Cholesky (d.f. adjusted) Factors



نمودار ۵: نتایج تجزیه واریانس متغیر لگاریتم قیمت سهام شرکت‌های وارداتی (مأخذ: یافته‌های پژوهش).

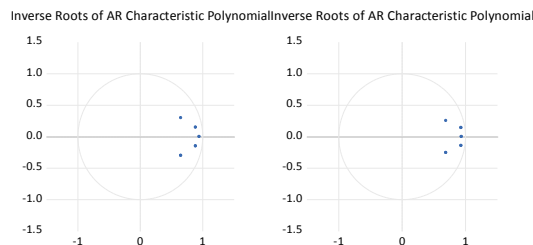
Graph. 5: Results of variance Decomposition of LSTOM

نتایج تجزیه واریانس قیمت سهام شرکت‌های وارداتی نیز حاکی‌اند در دوره اول صد درصد نوسانات قیمت سهام، به‌وسیله تغییرات قیمت سهام شرکت‌های وارداتی توضیح داده می‌شود. با گذشت زمان، سهم سایر متغیرها از توضیح واریانس افزایش و سهم تغییرات قیمت سهام شرکت‌های وارداتی از توضیح واریانس کاهش می‌یابد. به نحوی که سهم تغییرات قیمت سهام شرکت‌های وارداتی از توضیح واریانس قیمت سهام شرکت‌های وارداتی در دوره ۴۴ به ۵۳/۲۱ درصد می‌رسد. با این وجود تغییرات قیمت سهام در دارای بیشترین سهم از توضیح نوسانات قیمت سهام شرکت‌های وارداتی هستند. همچنین، نتایج تجزیه واریانس حاکی‌اند پس از تغییرات قیمت سهام، نرخ ارز به طور متوسط بیشترین سهم از نوسانات قیمت سهام شرکت‌های وارداتی را دارا است.

بازار سهام ایران طی دهه‌های اخیر از نوسانات بسیاری برخوردار شده است. با توجه به نوسانات گسترده بازار سهام و عدم تقارن اطلاعات میزان مشارکت سرمایه‌گذاران در بازار سهام به چند دلیل تحت تأثیر تغییرات گذشته قیمت سهام قرار دارد. قیمت سهام ارتباط مستقیم با معیارهای عملکرد شرکت‌ها از جمله سود هر سهم، رشد درآمد و حاشیه سود دارد. همچنین، تغییر قیمت سهام منعکس‌کننده احساسات جمعی سرمایه‌گذاران است. بنابراین، تغییر در قیمت سهام بیان‌گر تغییر اعتماد سرمایه‌گذاران و روند آتی بازار است که تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به نحوی که سرمایه‌گذاران اغلب از الگوهای قیمتی گذشته قیمت سهام برای تصمیمات سرمایه‌گذاری بهره می‌گیرند. این موضوع نشان می‌دهد تغییرات قیمت سهام در گذشته بر الگوی قیمت آتی سهام اثرگذار است. بنابراین، تغییرات قیمت سهام نسبت به عوامل بنیادی، سهم بیشتری از توضیح نوسانات را دارا است.

۸-۵. ثبات و پایداری مدل

آخرین گام در مدل خودرگرسیون برداری بررسی پایداری مدل است.



نمودار ۶: بررسی پایداری الگوهای پژوهش (مأخذ: یافته‌های پژوهش).

Graph. 6: Examining the sustainability of research models

با توجه به نتایج نمودار فوق از آنجا که تمام ریشه‌های درون دایره واحد قرار دارند، مدل خودرگرسیون برداری پایدار است. بنابراین، اگر تکنانه‌ای به مدل وارد شود با گذشت زمان از بین می‌رود.

۶. نتیجه‌گیری

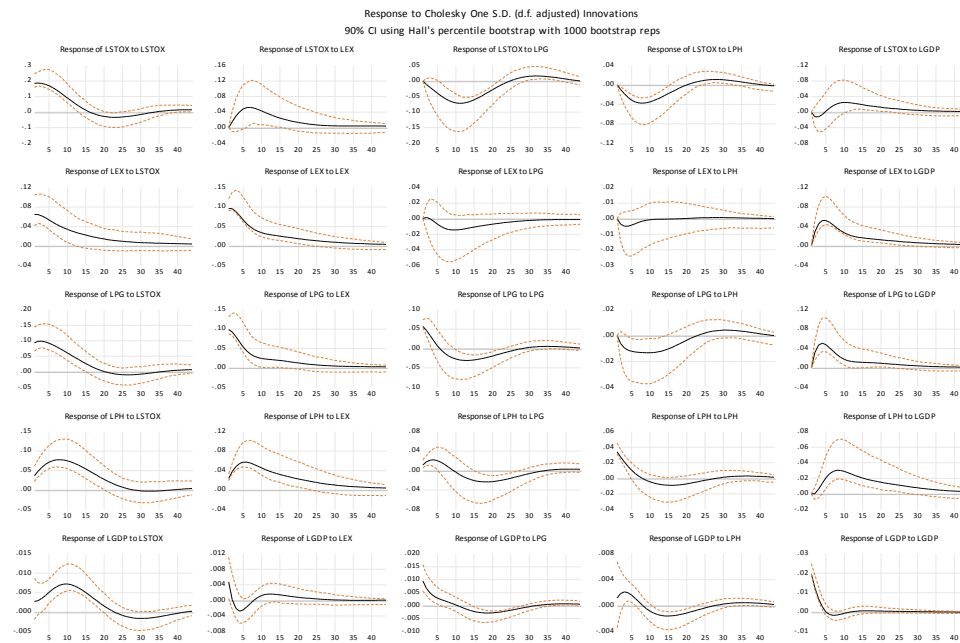
نوسانات نرخ ارز یکی از عوامل کلیدی اقتصادی هستند که تأثیر عمیقی بر عملکرد شرکت‌ها دارند. در واقع شرکت‌های صادراتی و وارداتی، به دلیل ارتباط مستقیم با بازارهای خارجی به شدت تحت تأثیر تغییرات نرخ ارز قرار دارند. به نحوی که افزایش یا کاهش نرخ ارز می‌تواند سودآوری، هزینه‌ها و در نهایت ارزش سهام این شرکت‌ها را تغییر دهد. از این‌روی، بررسی تأثیر تکنانه نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی، نه تنها برای سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها، بلکه برای سیاست‌گذاران اقتصادی نیز اهمیت ویژه‌ای دارد. با توجه به اهمیت موضوع، پژوهش حاضر با استفاده از رویکرد خودرگرسیون برداری با متغیر برون‌زا و داده‌های فصلی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۴۰۲ ه.ش. تأثیر تکنانه نرخ ارز بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی در ایران را بررسی کرده است. نتایج نشان دادند یک انحراف معیار تکنانه مثبت نرخ ارز تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی دارد. طی دهه اخیر نرخ ارز در کشور، افزایش چشم‌گیری یافته است. افزایش نرخ ارز به کاهش ارزش پول ملی منجر می‌شود. کاهش ارزش پول ملی از طریق افزایش قدرت رقابت شرکت‌های داخلی در بازارهای بین‌المللی، صادرات کالا و خدمات را افزایش می‌دهد. افزایش صادرات کالا و خدمات نیز سبب افزایش درآمد و حاشیه سود شرکت‌های صادراتی می‌شود. علاوه بر این، با افزایش نرخ ارز، سرمایه‌گذاران انتظار رشد و افزایش درآمد شرکت‌های صادراتی در آینده را دارند. بنابراین، انگیزه خرید سهام شرکت‌های صادراتی افزایش می‌یابد که به نوبه خود افزایش سودآوری و قیمت سهام شرکت‌های صادراتی را در پی دارد. همچنین، یافته‌ها نشان دادند یک انحراف معیار تکنانه مثبت نرخ ارز تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی دارد. با توجه به سیستم چندنرخه در کشور، در زمان افزایش شدید نرخ ارز، دولت ارز رسمی در اختیار

شرکت‌های وارداتی قرار می‌دهد. از آنجا که شرکت‌های وارداتی از یک‌سو کالاهای وارداتی را با ارز رسمی خریداری می‌کنند و از سوی دیگر قیمت کالاهای خود را براساس تورم افزایش می‌دهند، لذا، افزایش نرخ ارز به افزایش سودآوری و در نتیجه افزایش قیمت سهام شرکت‌های وارداتی می‌انجامد. نتایج پژوهش‌های بخشانی (۱۳۹۴)، جلایی و همکاران (۱۳۹۴)، بیات (۱۳۹۵)، صرافی زنجانی و مهرگان (۱۳۹۷)، رشنودی و همکاران (۱۳۹۹) و گلشن و همکاران (۱۴۰۱) تأثیر مثبت نرخ ارز بر قیمت سهام را تأیید می‌کنند. یک انحراف معیار تکانه مثبت قیمت طلا در کوتاه‌مدت تأثیر منفی و معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی دارد. اما، در بلندمدت یک انحراف معیار تکانه مثبت طلا به افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی می‌انجامد. طی دهه اخیر قیمت طلا در کشور افزایش شدیدی یافته است. طلا به‌عنوان یک دارایی امن در نظر گرفته می‌شود که بر ارزش پول ملی اثرگذار است. به نحوی که افزایش قیمت طلا به افزایش تورم منجر می‌شود. افزایش تورم سبب افزایش بی‌ثباتی اقتصادی می‌گردد. افزایش بی‌ثباتی اقتصادی همراه با افزایش سودآوری در بازار طلا باعث می‌شوند افراد به‌منظور برخورداری از سود بالاتر، سرمایه خود را از بازار سهام به بازار طلا انتقال می‌دهند که پی‌آمد آن کاهش قیمت سهام است. اما، در بلندمدت اثر افزایش ثروت حقیقی، باعث می‌شوند سرمایه‌گذاری در شرکت‌های صادراتی و در نتیجه قیمت سهام شرکت‌های صادراتی افزایش یابند. یک انحراف معیار تکانه مثبت قیمت مسکن در کوتاه‌مدت تأثیر منفی و معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی دارد. اما، یک انحراف معیار تکانه مثبت قیمت مسکن در بلندمدت به افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی می‌انجامد. بررسی روند تغییرات قیمت مسکن در ایران نشان می‌دهد، طی سال‌های اخیر قیمت مسکن در کشور همواره افزایش یافته است. افزایش قیمت مسکن و در نتیجه افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری در این بخش باعث می‌شوند سرمایه‌گذاران با تعدیل پورتفوی، سرمایه خود را از بازار سهام به بازار مسکن انتقال دهند که نتیجه آن کاهش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی است. اما در بلندمدت، افزایش قیمت مسکن از طریق افزایش ثروت حقیقی صاحبان مسکن، میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های صادراتی را افزایش می‌دهد. یک انحراف معیار تکانه مثبت رشد اقتصادی در کوتاه‌مدت تأثیر منفی و معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های وارداتی دارد. در بلندمدت، یک انحراف معیار تکانه مثبت رشد اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی دارد. رشد اقتصادی با ایجاد تورم همراه می‌شود. تورم باعث می‌شود در کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران به دلیل نااطمینانی و بی‌ثباتی اقتصادی، سرمایه خود را از بازار سهام به سایر بازارهای موازی انتقال دهند که نتیجه آن کاهش قیمت سهام شرکت‌های وارداتی است. اما، در بلندمدت، همراه با تعدیل احساسات سرمایه‌گذاران، بهبود رشد اقتصادی سبب افزایش قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی می‌شود.

۶-۱. توصیه‌های سیاستی

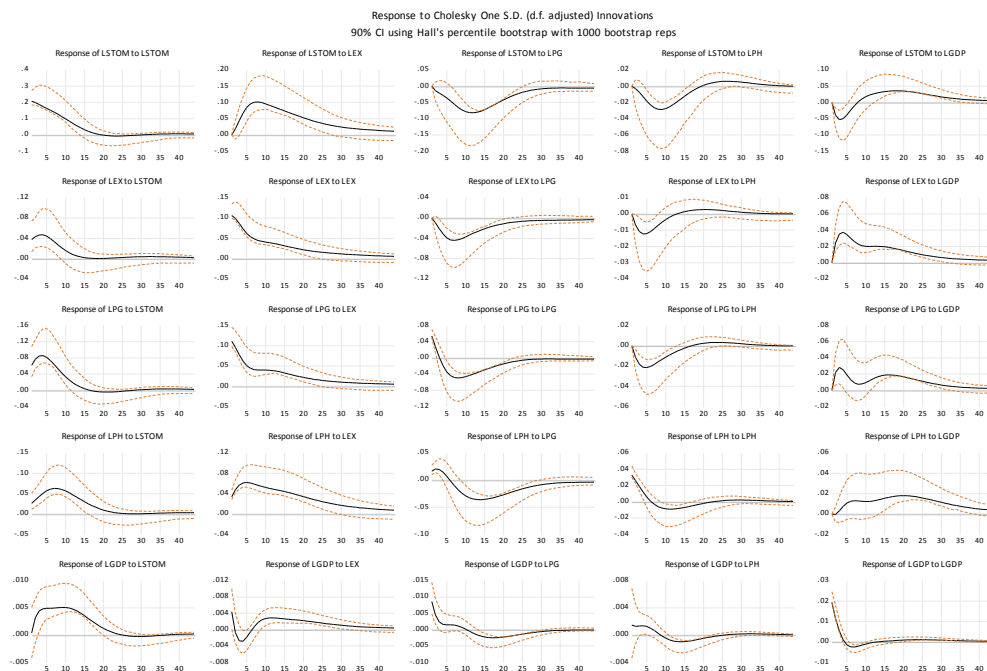
با توجه به نتایج تحقیق، یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر قیمت سهام شرکت‌های صادراتی و وارداتی در ایران، نوسانات نرخ ارز است. از آنجا که تغییرات نرخ ارز تأثیرات متضادی بر قیمت سهام این شرکت‌ها در کوتاه‌مدت و بلندمدت دارند، پیشنهاد سیاستی اصلی که از این تحقیق استخراج می‌شود، ایجاد یا تقویت سازوکارهای مؤثر برای کنترل و مدیریت نوسانات نرخ ارز و تأثیرات آن بر عملکرد شرکت‌ها است. این اقدام به‌منظور کاهش ریسک‌های ناشی از نوسانات ارزی و افزایش ثبات در بازار سهام ضروری به نظر می‌رسد. جزئیات چنین

سازوکارهایی خارج از چارچوب این مطالعه است و می‌تواند موضوع یک تحقیق مستقل دیگر باشد که با بررسی دقیق سازوکارهای موجود و کاستی‌های آن‌ها و با توجه به شرایط اقتصادی کشور و تجربیات بین‌المللی، پیشنهادی عملی برای کاهش اثرات منفی نوسانات نرخ ارز در کوتاه‌مدت و بلندمدت ارائه دهد.



نمودار ۳: نتایج توابع واکنش آنی الگوی اول

Graph. 3: Results of the instantaneous response functions of the first model



نمودار ۴: نتایج توابع واکنش آنی الگوی دوم

Graph. 4: Results of the instantaneous response functions of the second model

سپاسگزاری

نویسندگان از داوران مقاله بابت نظراتشان که به بهبود مقاله کمک کردند، قدردانی می‌کنند.

درصد مشارکت نویسندگان

نویسندگان در نگارش مقاله دارای سهم برابر هستند.

تعارض منافع

نویسندگان ضمن رعایت اخلاق نشر در ارجاع‌دهی، اعلام می‌دارند که هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

کتابنامه

- ابونوری، اسمعیل؛ کشاورزحداد، غلامرضا؛ و میرزاآقاسب، ایمان، (۱۳۹۹). «برآورد انتقال تلاطم بین نرخ ارز و بازدهی بازار سهام به تفکیک صنایع در ایران». *سیاست‌گذاری اقتصادی*، ۱۲(۲۳): ۲۷۸-۲۵۳. <https://doi.org/10.22034/EPJ.2020.1628>
- ادیب‌پور، مهدی، (۱۳۹۵). «سنجش تأثیر نااطمینانی نرخ ارز بر شاخص قیمت سهام شرکت‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار». *پژوهشنامه اقتصاد کلان*، ۱۱(۲۲): ۱۰۵-۱۳۱. <https://doi.org/10.22080/IEJM.2017.11876.1531>
- آذربایجانی، کریم؛ مبینی‌دهکردی، مصطفی؛ و کمالیان، علیرضا، (۱۳۹۶). «تحلیل اثرات نامتقارن نرخ ارز بر شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران: رهیافت NARDL». *اقتصاد و الگوسازی*، ۸(۳۲): ۵۹-۹۱. [Dor: 20.1001.1.24765775.1396.8.32.3.3](https://doi.org/10.22080/IEJM.2017.11876.1531)
- بخشانی، صفیه، (۱۳۹۴). «بررسی تأثیر تغییرات نرخ ارز بر قیمت سهام و نسبت P/E با استفاده از SEM-PLS». *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، ۳(۱۲): ۱۶۴-۱۴۹. <http://qjefp.ir/article-1-319-fa.html>
- بیات، مرضیه، (۱۳۹۵). «بررسی تأثیر نوسانات نرخ ارز و تورم بر بازار بورس اوراق بهادار تهران طی دوره (۹۲-۱۳۸۸ ه.ش)». *فصلنامه نظریه‌های اقتصاد مالی*، ۱(۲): ۵۴-۳۵. <https://tfe.raja.ac.ir/article-1-60-fa.pdf>
- جالایی، سیدعبدالمجید؛ رحیمی‌پور، اکبر؛ و میر، هدیه، (۱۳۹۴). «بررسی تأثیر شوک‌های ارزی بر بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران». *جستارهای اقتصادی ایران*، ۱۲(۲۳): ۱۶۵-۱۶۱. https://iee.rihu.ac.ir/article_947.html?lang=fa
- حیدری، حسن؛ محمدزاده، یوسف؛ و رفاح‌کهریز، آرش، (۱۳۹۷). «بررسی تأثیر نرخ ارز بر بازده سهام صنعت دارو در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رهیافت مارکف سوئیچینگ». *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۶(۲): ۵۶-۳۵. <https://doi.org/10.22108/AMF.2017.21420>

- رشنوادی، یعقوب؛ نوروزی، حسین؛ فیروزان سرنقی، توحید؛ و بیگی، شاهرخ، (۱۳۹۹). «بررسی تعاملات بین نرخ ارز و بازار سهام در ایران: رویکرد سیستم معادلات هم‌زمان». *فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی*، ۱۱(۳۹): ۱۱۳-۱۴۸. <http://jemr.khu.ac.ir/article-1-1898-fa.html>

- صراف‌زنجانی، محمد؛ و مهرگان، نادر، (۱۳۹۷). «اثر نامتقارن ریسک نرخ ارز بر شاخص سهام صنایع صادرات‌محور با استفاده از مدل NARDL». *فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی*، ۹(۳۳): ۸۹-۱۱۶. <https://jemr.khu.ac.ir/article-1-1623-fa.html>

- فطرس، محمدحسن؛ و هوشیدری، مریم، (۱۳۹۷). «ارتباط‌های پویا بین قیمت نفت، قیمت طلا و نرخ ارز با شاخص سهام بورس اوراق بهادار تهران». *مطالعات اقتصاد انرژی*، ۱۴(۵۸): ۸۹-۱۱۶. <https://iiesj.ir/article-1-1099-fa.html>

- کریم‌زاده، مصطفی، (۱۳۸۵). «بررسی رابطه بلندمدت شاخص قیمت سهام بورس با متغیرهای کلان پولی با استفاده از روش هم‌جمعی در اقتصاد ایران». *پژوهش‌های اقتصادی ایران*، ۸(۲۶): ۴۱-۵۴. https://ijer.atu.ac.ir/article_3707.html

- گلشن، محمدحسین؛ مزینی، امیرحسین؛ و نجار زاده، رضا، (۱۴۰۱). «تأثیر شوک‌های نرخ ارز بر روی عملکرد شرکت‌های فعال حوزه انرژی در بورس اوراق بهادار تهران: مطالعه موردی صنایع پتروشیمی و پخش فرآورده‌های نفتی». *پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی*، ۳(۱): ۴۳-۱۱. [DOR: 20.1001.1.27171809.1401.3.1.1.4](https://doi.org/10.1001.1.27171809.1401.3.1.1.4)

- محرابیان، آزاده؛ و چگنی، ایلناز، (۱۳۹۳). «اثر نرخ ارز و نوسانات آن بر شاخص قیمت سهام در ایران». *اقتصاد کاربردی*، ۴(۱۳): ۶۵-۷۸. <https://www.sid.ir/paper/202009/fa>

- مرادیان، هاجر؛ حقیقت، علی؛ زارع، هاشم؛ و ابراهیمی، مهرزاد، (۱۳۹۹). «اثر شوک ارز بر بازده بازار سرمایه تهران مدل "MS-FI-TGARCH"». *دانش سرمایه‌گذاری*، ۹(۳۳): ۲۳۹-۲۲۷. <https://www.sid.ir/paper/388658/fa>

- مرادی، مهوش؛ آهنگری، سیدعبدالمجید؛ و آرمین، سید عزیز، (۱۳۹۷). «هم‌حرکتی و علیت میان بازار دارایی‌ها (بازار مسکن و دارایی‌های مالی) در اقتصاد ایران: رویکرد آنالیز موجک». *فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران*، ۷(۲۸): ۱۶۳-۱۸۱. [DOR: 20.1001.1.23222530.1397.7.28.7.5](https://doi.org/10.1001.1.23222530.1397.7.28.7.5)

- Abounoori, E., Keshavarz Hadad, G., & Mirzaaghasanab, I., (2020). "Estimation of the volatility transmissions between the exchange rate and the stock market returns in terms of individual industries in Iran". *The Journal of Economic Policy*, 12(23): 253-278. <https://doi.org/10.22034/EPJ.2020.1628> (In Persian)

- Abushammala, S. N., Alabdullah, T. T. Y., & Ahmed, E. R., (2015). "Causal Relationship between Market Growth and Economic Growth. Comparison Study". *European Journal of Business and Management*, 7(33): 31-36. https://www.researchgate.net/publication/285588247_Causal_Relationship_between_Market_Growth_and_Economic_Growth_Comparison_Study

- Adibpour, M., (2016). "Measuring the Effect of Exchange Rate Uncertainty on Industrial Corporates Stock Price Index of Tehran Stock Exchange". *Macroeconomics Research Letter*, 11(22): 105-131. <https://doi.org/10.22080/IEJM.2017.11876.1531> (In Persian)

- Alamgir, F. & Amin, S. B., (2021). "The nexus between oil price and stock market: Evidence from South Asia". *Energy Reports*, 7: 693-703. <https://doi.org/10.1016/j.egy.2021.01.027>

- Alimi, A. S. & Adediran, I. A., (2023). "A new look at stock price-exchange rate nexus: Analysis of COVID-19 pandemic waves in advanced and emerging economies". *Scientific African*, 20: e01671. <https://doi.org/10.1016/j.sciaf.2023.e01671>
- Akbar, M., Iqbal, F. & Noor, F., (2019). "Bayesian analysis of dynamic linkages among gold price, stock prices, exchange rate and interest rate in Pakistan". *Resources Policy*, 62: 154-164. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2019.03.003>
- Azarbayjani, K., Mobini Dehkordi, M. & Kamalian, A., (2018). "Analyzing the asymmetric effects of exchange rate on the stock price index of Tehran stock exchange: the NARDL approach". *Journal of Economics and Modelling*, 8(32): 59-91. DOR: 20.1001.1.24765775.1396.8.32.3.3 (In Persian)
- Bahmani-Oskooee, M. & Saha, S., (2018). "On the relation between exchange rates and stock prices: A non-linear ARDL approach and asymmetry analysis". *Journal of Economics and Finance*, 42: 112-137. <https://link.springer.com/article/10.1007/s12197-017-9388-8>
- Bakhshani, S., (2016). "A Study of the Effect of Exchange Rate Changes on Stock Prices and P/E Ratio by Using SEM-PLS". *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies*, 3(12): 149-164. <http://qjefp.ir/article-1-319-fa.html> (In Persian)
- Bask, M., (2020). "Pure announcement and time effects in the dividend-discount model". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 77: 266-270. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.10.009>
- Cong, R. G. & Shen, S., (2013). "Relationships among energy price shocks, stock market, and the macroeconomy: evidence from China". *The Scientific World Journal*, 2013(1): 171868. <https://doi.org/10.1155/2013/171868>
- Fotros, M. H., (2018). "Dynamic Relationships between Oil Prices, Gold Prices and Exchange Rates with Indicators of Tehran Stock Exchange". *Quarterly Energy Economics Review*, 14(58): 89-116. <https://iiesj.ir/article-1-1099-fa.html> (In Persian)
- Dimitrova, D., (2005). "The relationship between exchange rates and stock prices: Studied in a multivariate model". *Issues in political Economy*, 14(1): 3-9. https://www.researchgate.net/publication/242767951_The_Relationship_between_Exchange_Rates_and_Stock_Prices_Studied_in_a_Multivariate_Model
- Ebiringa, O. T. & Anyaogu, N. B., (2014). "Exchange rate, inflation and interest rates relationships: An autoregressive distributed lag analysis". *Journal of Economics and Development Studies*, 2(2): 263-279. <https://jeds.thebrpi.org/vol-2-no-2-june-2014-abstract-15-jeds>
- Fotros, M. H. & Maaboudi, R., (2021). "Co-Movement between Oil Price and Iranian Stock Market Returns: Wavelet Analysis Method". *Journal of Applied Economics Studies in Iran*, 10(38): 55-68. <https://doi.org/10.22084/aes.2021.24350.3303>
- Golshan, M. H., Mozayani, A. & Najarzadeh, R., (2022). "The Impact of Exchange Rate Explosions on the Performance of Energy Companies in Tehran Stock Exchange: Case Study of Petrochemical Industries and Oil Products Distribution". *Budget and Finance Strategic Research*, 3(1): 43-11. DOR: 20.1001.1.27171809.1401.3.1.1.4 (In Persian)
- Heidari, H., Mohammadzadeh, Y. & Refah-Kahriz, A., (2018). "An investigation of the effect of exchange rate on the pharmaceutical industry stock return in Tehran Stock Exchange: An application of the markov switching approach". *Journal of Asset Management and Financing*, 6(2): 35-56. <https://doi.org/10.22108/AMF.2017.21420> (In Persian)
- Herman, R., Nistor, C. & Jula, N. M., (2023). "The Influence of the Increase in Energy Prices on the Profitability of Companies in the European Union". *Sustainability*, 15(21): 15404. <https://doi.org/10.3390/su152115404>

- Jalaei, S. A., Rahimpur, A. & Mir, H., (2015). "Investigation of the effect of currency shocks on stock returns in Tehran Stock Exchange". *Journal of Economic Essays; an Islamic Approach*, 12(23): 135-162. https://jee.rihu.ac.ir/article_947.html?lang=fa (In Persian)
- Karimzadeh, M., (2006). "Examination long run relationship between stock price index and monetary microeconomics variables by using co integration technique in economy of Iran". *Iranian Journal of Economic Research*, 8(26): 41-54. https://ijer.atu.ac.ir/article_3707.html (In Persian)
- Kumar, S., Choudhary, S., Singh, G. & Singhal, S., (2021). "Crude oil, gold, natural gas, exchange rate and Indian stock market: Evidence from the asymmetric nonlinear ARDL model". *Resources Policy*, 73: 102194. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102194>
- Kumeka, T. T., Uzoma-Nwosu, D. C. & David-Wayas, M. O., (2022). "The effects of COVID-19 on the interrelationship among oil prices, stock prices and exchange rates in selected oil exporting economies". *Resources policy*, 77: 102744. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2022.102744>
- Lee, M. T., Lee, C. L., Lee, M. L. & Liao, C. Y., (2017). "Price linkages between Australian housing and stock markets: wealth effect, credit effect or capital switching?". *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 10(2): 305-323. <https://doi.org/10.1108/IJHMA-05-2016-0037>
- Managi, S., Yousfi, M., Zaied, Y. B., Mabrouk, N. B. & Lahouel, B. B., (2022). "Oil price, US stock market and the US business conditions in the era of COVID-19 pandemic outbreak". *Economic Analysis and Policy*, 73: 129-139. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2021.11.008>
- Mehrabian, A. & Chegeni, I., (2014). "The effect of exchange rate and its volatility on stock price index in Iran". *Iranian Journal of Applied Economics*, 4(13): 65-78. <https://www.sid.ir/paper/202009/fa> (In Persian)
- Moradi, M., Ahanghari, A. & Arman, S. A., (2018). "Co-movement and causality between Assets Market (housing and financial assets): in Iran Economy: Wavelet analysis". *Journal of Applied Economics Studies in Iran*, 7(28): 163-181. [DOR: 20.1001.1.23222530.1397.7.28.7.5](https://doi.org/10.1016/j.jaes.2018.07.005) (In Persian)
- Moradian, H., Haghighat, A., Zare, H., & Ebrahimi, M., (2020). "Effects of exchange rates shocks on Tehran stock market returns: MSFITGARCH model". *Journal of Investment Knowledge*, 9(33): 227-239. <https://www.sid.ir/paper/388658/fa> (In Persian)
- Nusair, S. A. & Olson, D., (2022). "Dynamic relationship between exchange rates and stock prices for the G7 countries: A nonlinear ARDL approach". *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 78: 101541. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101541>
- Pan, M. S., Fok, R. C. W. & Liu, Y. A., (2007). "Dynamic linkages between exchange rates and stock prices: Evidence from East Asian markets". *International Review of Economics & Finance*, 16(4): 503-520. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2005.09.003>
- Rahman, S. U., Faisal, F., Ali, A., Mansor, N. N. A., Haq, Z. U., Sulimany, H. G. H. & Ramakrishnan, S., (2024). "Assessing Country Risk in the Stock Market and Economic Growth Nexus: Fresh Insights from Bootstrap Panel Causality". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 94: 294-302. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2024.02.005>
- Rashnavadi, Y., Norouzi, H., Firoozansarnaghi, T. & Beigi, S., (2020). "Investigation interaction between exchange rate and stock market in Iran: A simultaneous equation system approach". *Journal of Economic Modeling Research*, 11(39): 113-148. <http://jemr.khu.ac.ir/article-1-1898-fa.html> (In Persian)

- Raza, N., Shahzad, S. J. H., Tiwari, A. K. & Shahbaz, M., (2016). "Asymmetric impact of gold, oil prices and their volatilities on stock prices of emerging markets". *Resources Policy*, 49: 290-301. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2016.06.011>
- Sarrafi Zanjani, M. & Mehregan, N., (2018). "Asymmetric effect of exchange rate risk on the stock index of export-oriented industries using the NARDL model". *Journal of Economic Modeling Research*, 9(33): 89-116. <https://jemr.khu.ac.ir/article-1-1623-fa.html> (In Persian)
- Tule, M., Dogo, M. & Uzonwanne, G., (2018). "Volatility of stock market returns and the naira exchange rate". *Global Finance Journal*, 35: 97-105. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.08.001>
- Vieira, D. S., de Carvalho, P. V., Curto, J. D. & Laureano, L., (2023). "Gold's hedging and safe haven properties for European stock and bond markets". *Resources Policy*, 85: 103817. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2023.103817>
- Zeng, H., Ahmed, A. D., Lu, R. & Dai, N., (2022). "Dependence and spillover among oil market, China's stock market and exchange rate: new evidence from the Vine-Copula-CoVaR and VAR-BEKK-GARCH frameworks". *Heliyon*, 8(11): <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e11737>