

کسری بودجه^۱ و نوسانات بازار سهام^۲ با تعدیل گر نرخ ارز^۳

فرشید نامامیان، استادیار بازاریابی. گروه مدیریت بازرگانی. واحد کرمانشاه. دانشگاه آزاد اسلامی. کرمانشاه.

Email: farshidnamamian@gmail.com، ایران،

مهدی عباسی، دانشجوی دکتری مدیریت مالی. گروه مدیریت مالی. واحد کرمانشاه. دانشگاه آزاد اسلامی.

Email: mabbasi.hatim@gmail.com، ایران، کرمانشاه.

اردوان رحیمی فیروزآباد، کارشناسی ارشد برنامه‌ریزی و تحلیل اقتصادی، دانشگاه آزاد اسلامی یاسوج

Email: ardavan1390rahimi@gmail.com

چکیده - این مقاله رابطه بین کسری بودجه و نوسانات بازار سهام را با استفاده از متغیر واسطه‌ای نرخ تبادل ارز واقعی و به روش مروری، با مطالعه کارهای انجام شده بر روی تأثیرات کسری بودجه بر نرخ تبادل ارز واقعی و همچنین اثرات تغییر نرخ ارز واقعی بر بازار سهام، مورد بررسی قرار می‌دهد. تحقیق انجام شده از نظر هدف، تحقیقی اکتشافی - توسعه‌ای و از نظر گردآوری داده‌ها، تحقیقی کیفی است که با گردآوری اطلاعات ثانویه، هرمنوتیک و طوفان مغزی به دنبال اثرات ناشی از کسری بودجه بر بازار سهام بوده و با استفاده از مدلی محقق ساخته درمی‌یابد چنانچه نتوان کسری بودجه را کنترل کرد، می‌تواند آثار جبران‌ناپذیری به اقتصاد کشور وارد کرده و کل اقتصاد را تحت تأثیر قرار داده که این مهم با بررسی نوسانات بازار سهام به عنوان دماسنج اقتصاد یک کشور محقق می‌گردد. نتایج نشان می‌دهد کسری بودجه می‌تواند حتی به ورشکستگی اقتصاد یک کشور منجر گردد.

واژگان کلیدی: کسری بودجه، نوسانات بازار سهام، نرخ تبادل ارز واقعی

۱- مقدمه

با توجه به این که نرخ ارز حقیقی از متغیرهای بااهمیت اقتصادی هر کشور می‌باشد و وضعیت داخلی و بین‌المللی اقتصاد را از حیث رقابت‌پذیری تبیین می‌نماید، هرگونه بی‌ثباتی و نوسان در عملکرد نرخ ارز حقیقی موجب اثرات منفی بر اقتصاد می‌شود. به‌منظور انتخاب سیاست‌های مناسب پولی و ارزی

1- Economic Effects of Sustained Budget Deficits, William G. Gale and Peter R. Orszag, National Tax Journal, Vol. 56, No. 3, September, 2003

۲- اثر نوسانات نرخ ارز بر روی نوسانات بازار سهام در ایران، مهدی پدرام، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار،

شماره پانزدهم، پاییز ۱۳۹۱

3- The Real Exchange Rate and Economic Growth, Dani Rodrik, Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2008

می‌بایست عوامل و متغیرهای مؤثر بر رفتار نرخ ارز حقیقی شناسایی و مورد توجه قرار گیرد. بر اساس مطالعات انجام شده می‌توان از کسری بودجه، رابطه مبادله، نقدینگی، صادرات غیرنفتی، تولید ناخالص داخلی، نرخ بهره واقعی، سطح عمومی قیمت‌ها و غیره به عنوان عوامل اصلی مؤثر بر نرخ ارز حقیقی نام برد (صمیمی و همکاران، ۱۳۸۵).

وضعیت مالی اقتصاد یک کشور نسبت به نوسان نرخ ارز آن اقتصاد حساس می‌باشد. تغییرات بازار ارز بر هزینه‌های خانوارها، بنگاه‌ها و دولت اثر می‌گذارد. همچنین نوسان نرخ ارز الزاماتی برای سیستم مالی یک کشور به خصوص بازار سهام به دنبال دارد. سه رویداد (بحران‌های پولی آسیا، ظهور نرخ ارز شناور در اوایل دهه ۱۹۷۰) و اصلاحات بازار مالی در اوایل دهه ۱۹۹۰ اقتصاددانان مالی را وادار به تعیین پیوند بین این دو بازار ساخته است. همچنین، بین‌المللی کردن بازارهای سرمایه منجر به جریان مبالغ کلان سرمایه بین کشورها شده است که این امر سرمایه‌گذاران و بنگاه‌ها را به مطالعه نوسان نرخ ارز و اثر آن بر روی نوسان بازار سهام علاقه‌مندتر ساخته است. در یک سیستم نرخ ارز شناور، افزایش نرخ ارز رقابت‌پذیری بنگاه‌ها را در بازارهای صادراتی کاهش داده و اثری منفی بر بازار سهام داخلی دارد. اما، برای کشوری که واردات محور است، می‌تواند اثر مثبتی بر بازار سهام از طریق کاهش هزینه‌های نهاده داشته باشد، زیرا کاهش هزینه‌های نهاده داخلی و در نتیجه کاهش قیمت نسبی تولیدات داخلی نسبت به خارجی، باعث افزایش خریدهای داخلی به جای خرید کالاهای وارداتی می‌شود (یوسل و کورت^۱، ۲۰۰۳).

نوسان نرخ ارز به خاطر الزامات خود در بازارهای مالی به خصوص بازار سهام، در اقتصاد مالی کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته توجه بسیاری را به خود جلب کرده است. بین نوسان نرخ ارز و بازدهی‌های بازار سهام روابط مختلفی مشاهده شده است. کاهش در ارزش پول داخلی منجر به افزایش قیمت‌های بازار سهام در بلندمدت می‌شود، در حالی که در کوتاه‌مدت بازدهی‌های بازار سهام را کاهش می‌دهد. باز بودن اقتصاد یک کشور به عنوان یک علت نوسان در بازار سهام آن کشور شناخته می‌شود. علاوه بر آن، با ظهور جهانی‌سازی، اقتصادهای در حالی که توسعه از طریق نتایج حاصل از جریان فزاینده صادرات و واردات در حال یکپارچگی بیشتر با اقتصادهای توسعه یافته هستند (پدرام، ۱۳۹۱).

1- Yucel and Kurt, 2003

نرخ ارز یکی از شاخص‌های مهم در اقتصاد کشور محسوب می‌شود و در کنار سایر عوامل بر وضعیت اقتصادی کشور تأثیر به سزایی دارد و در واقع تنظیم‌کننده روابط تجاری کشور با سایر کشورهای دنیا می‌باشد. متغیرهای زیادی مانند کسری بودجه بر نرخ ارز اعم از اسمی و حقیقی اثر می‌گذارند. موضوع مهم دیگر این است که سیاست‌های اقتصادی کشور طی سال‌های گذشته بر این مبنا هدف‌گذاری شده است که وابستگی اقتصاد به درآمدهای نفتی کاهش یابد و از این محل به دلیل آثار منفی آن برای جبران کسری بودجه استفاده نشود ولی تاکنون این سیاست بنا به دلایلی محقق نشده است.

۲- بیان مسئله

با توجه به این که کشورهای صادرکننده نفت از درآمدهای نفتی بالایی برخوردار بوده و این درآمدها سهم بزرگ‌تری از صادرات کشور را تشکیل می‌دهند، به تبع کاهش درآمدهای نفتی دچار کسری‌های مالی و تجاری می‌شوند. در این خصوص دو دیدگاه متضاد وجود دارد، دیدگاه سنتی اعتقاد دارد در صورتی که صادرات متناسب با واردات افزایش پیدا نکند موجب افزایش کسری‌های خارجی می‌شود و همچنین کسری بودجه منجر به افزایش نرخ بهره و نرخ ارز می‌گردد. دیدگاه دیگر تحت عنوان نگرش ریکاردویی، کسری‌های مالی را بدون اهمیت می‌داند و اعتقاد دارد کسری بودجه از طریق کاهش پس‌انداز عمومی موجب افزایش پس‌انداز خصوصی شده و پس‌انداز کل، نرخ بهره، تقاضای کل و یا هزینه‌های خصوصی تغییر نمی‌کنند و از آنجایی که نرخ ارز به عنوان لنگر در اقتصاد کشور از اهمیت بالایی برخوردار است، تغییرات نرخ ارز باعث اثرات عمده در کوتاه‌مدت و بلندمدت بر سایر شاخص‌های اقتصادی کشور و در مجموع بر کل اقتصاد کشور می‌گردد، لذا بررسی نرخ ارز و عوامل مؤثر بر آن در راستای اعمال سیاست‌های مناسب اقتصادی مهم می‌باشد. نرخ ارز تأثیر بالایی بر میزان صادرات و واردات کالا و خدمات و همچنین اثر قابل توجهی بر قیمت‌های نسبی دارد و میزان رقابت‌پذیری اقتصاد کشور با سایر کشورها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. موضوع مهم‌تر این است که نرخ ارز حقیقی دربردارنده واقعیت‌های اقتصادی بیشتری از نرخ ارز اسمی می‌باشد و شاخص معتبرتری برای سنجش قدرت اقتصادی کشور در رقابت با سایر کشورها است (تقوی ۱۳۷۶).

دو مدل پورتفولیو وجود دارد که رابطه متقابل بین نرخ ارز و تغییرات بازار سهام را توضیح می‌دهد. اول، مدل جریان محور (دورنبوش و فیشر^۱، ۱۹۸۰ و گاوین^۲، ۱۹۸۹) که در آن تغییر نرخ ارز سطوح محصول بنگاه‌ها و نیز تراز تجاری اقتصاد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین حرکات قیمت سهم در بازار سهام بر تقاضای کل از طریق ثروت و به‌طور غیرمستقیم از طریق نرخ ارز اثر می‌گذارد. خصوصاً کاهش قیمت‌های سهام، ثروت سرمایه‌گذاران محلی را کاهش داده و از این طریق، نرخ‌های بهره را کاهش می‌دهد که این امر منجر به خروج سرمایه و کاهش ارزش پول داخلی می‌شود. مدل دوم، مدل "سهام محور" است (برانسون^۳، ۱۹۸۳ و فرانکل^۴، ۱۹۸۳). در مدل مذکور رابطه بازار سهام و نرخ ارز از طریق حساب سرمایه کشور توضیح داده می‌شود. در این مدل نرخ ارز تقاضا و عرضه برای دارایی‌ها (اوراق قرضه و سهام) را مساوی می‌کند. بنابراین انتظارات در مورد تغییرات نسبی پول داخلی اثر معنی‌داری بر حرکات قیمت دارایی‌های مالی دارد. بنابراین حرکات قیمت سهام می‌تواند بر حرکات نرخ ارز تأثیر بگذارد یا تحت تأثیر آن قرار گیرد. مثلاً اگر پول داخلی (ریال) در مقابل پول خارجی (دلار) تنزل ارزش یابد، بازدهی پول خارجی افزایش می‌یابد. چنین رخدادهایی سرمایه‌گذاران را تشویق می‌کند که سرمایه خود را از دارایی‌های داخلی (سهام) به سمت دارایی‌های دلاری تغییر دهند و همین باعث کاهش قیمت سهام می‌شود. بنابراین کاهش ارزش پول، اثر منفی بر بازدهی‌های بازار سرمایه دارد (اجاسی و بیکپی^۵، ۲۰۰۵).

نرخ ارز از برابری قیمت واحد پول یک کشور با واحد پول کشورهای دیگر به دست می‌آید. تجارت بین کشورها مستلزم دادوستد متقابل واحد پول کشورها می‌باشد و دادوستدهایی که در بازار ارز انجام می‌شود، نرخ ارز را تعیین می‌کند. نرخ ارز حقیقی بر اساس ارزش ارز اسمی که تحت تأثیر مقادیر مختلف تورم کشورها می‌باشد، محاسبه می‌گردد. این موضوع یکی از اصول بااهمیت اقتصادی است که به‌عنوان یک شاخص برای تعیین میزان رقابت‌پذیری اقتصاد کشور در مبادلات خارجی پذیرفته شده است. در مجموع نقدینگی، ترکیب هزینه‌های دولت و کسری بودجه دولت، تفاوت در بهره‌وری، شوک‌های رابطه مبادله، اصلاحات تعرفه‌ای و شوک‌های نفتی از جمله عوامل مؤثر بر نرخ

-
- 1- Dornbusch and Fischer
 - 2- Gavin
 - 3- Branson
 - 4- Frankel
 - 5- Adjasi and Biekpe

ارز می‌باشند. نرخ ارز خود بر بازارهای موازی از جمله بازار سهام تأثیرگذار است. لذا با دانستن تأثیرات کسری بودجه بر نرخ ارز می‌توان به تأثیرات ناشی از آن بر بازار سهام پی برد.

۳- ضرورت و اهمیت تحقیق

شواهد نشان می‌دهد تأثیر متغیرهای اقتصادی بر کسری حساب جاری علاوه بر این که آثار وجود و ادامه کسری حساب جاری را در کشورها مشخص می‌کند، نحوه تدوین و اتخاذ سیاست‌های مناسب کلان اقتصادی را نیز برای نیل به تعادل در بخش خارجی و کاهش کسری حساب جاری روشن می‌نماید. مشکلات خاص جهان توسعه نیافته همچون وجود کسری‌های مالی در بودجه دولت، سیاست‌های ارزی نادرست (وجود بازارهای موازی ارز)، تورم‌های بسیار شدید، وقوع شوک‌های مالی و پولی مختلف (خارجی) و تأثیر و تأثر متقابلی که هر کدام با کسری‌های تجاری بخش خارجی دارند، امر بررسی را بغرنج‌تر ساخته است (محمودزاده، ۱۳۸۷).

وجود عدم توازن جهانی می‌تواند باعث به وجود آمدن بحران مالی جهانی شود. در پی بحران مالی کنونی اهمیت درک منابع این عدم توازن‌ها و مکانیسم‌های تنظیم احتمالی آن‌ها بیشتر است. به‌خصوص، نقش قیمت سهام بسیار جالب توجه است و موضوع محوری این تحقیق بررسی این نقش است. ادبیات موجود درباره ارتباط بین قیمت سهام و حساب جاری اندک و متمرکز بر کشورها به‌طور انفرادی است (برگ^۱، تیم الیور، ۲۰۱۳). بین کسری بودجه و تقاضای پول یک رابطه تعادلی بلندمدت وجود دارد و قضیه کینزی برای اقتصاد ایران تأیید می‌شود و همچنین وجود کسری بودجه در اقتصاد ایران پیامدهای مهم و اساسی بر متغیرهای حقیقی می‌گذارد (محمودزاده، پرویز، ۱۳۸۵).

در این پژوهش سعی شده است ضمن بررسی نرخ ارز حقیقی و مشکلات و معایب محاسبه این متغیر، در خصوص عوامل مؤثر بر نرخ ارز حقیقی به‌صورت مفصل بحث شود و همچنین به‌طور مشخص اثر کسری بودجه بر این نرخ مورد مطالعه قرار گیرد تا امکان ارائه پیشنهاداتی به‌منظور کاهش اثرات منفی کسری بودجه بر نوسان نرخ ارز حقیقی مهیا شود. هدف از اجرای این طرح، بررسی اثر کسری بودجه بر روی بازار سهام در اقتصاد است. از آنجا که هدف برنامه‌های توسعه در کشورها گسترش صادرات غیرنفتی می‌باشد و نوسانات در قیمت نفت نیز همراه با نوسانات صادرات غیرنفتی می‌تواند منجر به نوسانات در نرخ ارز شده و از طریق نوسان در بازار سهام باعث ایجاد نوسانات

1- Tim Oliver Berg

ناخواسته در فرآیند سرمایه‌گذاری و به تبع آن تولید ناخالص داخلی شود و بدین ترتیب برنامه‌های توسعه کشورها را با مشکل مواجه کند و همچنین درباره رابطه کسری بودجه و نوسان بازار سهام مطالعات اندکی صورت گرفته است، از این‌رو در این مطالعه اثر کسری بودجه بر روی بازار سهام مورد مطالعه قرار می‌گیرد.

۴- پیشینه تحقیق

طی دوره ۸۰-۱۳۳۸ عوامل مؤثر بر نرخ ارز واقعی در ایران با استفاده از الگوی خود رگرسیون برداری و رفتار بلندمدت و کوتاه‌مدت نرخ واقعی ارز در ایران بررسی شد. نتایج نشان می‌دهد که طی دوره زمانی مزبور، افزایش کسری بودجه دولت، رابطه مبادله و حجم پول سبب افزایش نرخ واقعی ارز در اقتصاد ایران شده است. افزایش در متغیرهای مالیات بر واردات، خالص دارایی‌های خارجی و نیز قیمت‌های نفتی از عوامل کاهنده نرخ ارز واقعی به شمار می‌روند. بدین صورت که تقویت سیستم مالی دولت که با افزایش پس‌انداز ملی همراه است، نرخ بهره واقعی را کاهش داده و به تبع آن، نرخ ارز واقعی را کاهش می‌دهد. افزایش قیمت واقعی نفت، افزایش ارزش پول داخلی را در پی خواهد داشت که از طریق تأثیر بر قیمت کالاهای تجاری و کسری بودجه دولت بر نرخ ارز اثرگذار است. اجرای سیاست پولی در رژیم نرخ ارز واقعی ثابت، قیمت کالاهای غیرتجاری را در مقایسه با قیمت کالاهای وارداتی با نرخ سریع‌تری افزایش داده و به تبع آن کاهش حساب جاری و ذخایر خارجی را در پی دارد و در نهایت منجر به افزایش نرخ ارز می‌شود. متغیر دارایی‌های خارجی و محدودیت‌های وارداتی نیز اثر کاهنده‌ای بر نرخ ارز در ایران دارند (صباغ کرمانی، مجید و شقاقی شهری، وحید، ۱۳۸۴).

ردیف	عنوان مقاله	نویسنده و سال	روش تحقیق	نتایج
۱	عوامل مؤثر بر نرخ ارز واقعی در ایران	کرمانی، مجید و همکاران (۱۳۸۴)	خود رگرسیون برداری ^۱	کسری بودجه در رفتار نرخ ارز واقعی در اقتصاد ایران نقش مؤثری ایفا می‌کند.
۲	برآورد رفتار نرخ ارز واقعی در ایران	جلانی، عبدالمجید و همکاران (۱۳۸۵)	خود رگرسیون برداری و تصحیح خطای برداری ^۲	سیاست پولی و ارزی بر نرخ ارز واقعی تأثیرگذار بوده است.

1- VAR

2- VECM

۳	بررسی رابطه بلندمدت کسری بودجه و عملکرد در اقتصاد کلان در ایران	جعفری صمیمی، احمد و همکاران (۱۳۸۵)	روش هم جمعی جوهانسون و جوسیوس ^۱	رابطه بلندمدت منفی بین کسری بودجه و رشد اقتصادی در ایران.
۴	بررسی رابطه پویا میان نرخ ارز و تولید ناخالص داخلی در اقتصاد ایران	محمود ختائی و یونس غربالی مقدم (۱۳۸۴)	ARDL ^۲	در بلندمدت بین نرخ ارز حقیقی و تولید ناخالص داخلی رابطه منفی وجود دارد.
۵	نقش متغیرهای اساسی در تعیین رفتار نرخ واقعی تعادلی بلندمدت ارز در ایران	دکتر سید کمیل طیبی و دکتر خدیجه نصرالهی (۱۳۸۱)	اقتصادسنجی	سمت‌وسوی تأثیر هر یک از متغیرهای فوق، به نرخ مؤثر واقعی ارز مورد استفاده بستگی دارد.
۶	اثر بحران مالی بر بورس اوراق بهادار تهران	تقوی و دیگران (۱۳۸۹)	آرچ ^۳ و گارچ ^۴	بحران مذکور اثری بر بورس اوراق بهادار تهران نداشته است و نیز استمرار این نوسانات نیز کم بوده است.
۷	رابطه نرخ ارز و بازدهی سهام در هند	میشرا ^۵ (۲۰۰۴)	آزمون علیت گرنجر	بازده سهام، بازده نرخ ارز، تقاضا برای پول و نرخ بهره با یکدیگر مرتبط هستند.
۸	بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران	سجادی، فرازمند و صوفی (۱۳۸۸)	خود رگرسیون برداری	بین نرخ رشد شاخص کل قیمت و متغیرهای مستقل، رابطه‌ای بلندمدت وجود دارد.

رابطه بین بازدهی‌های بازار سهام و تغییرات نرخ ارز در هفت کشور آفریقایی با استفاده از آزمون‌های همگرایی نشان داد که در بلندمدت، کاهش ارزش پول باعث افزایش قیمت‌های بازار سهام در برخی کشورها می‌شود و در کوتاه‌مدت، کاهش ارزش پول ملی باعث کاهش بازدهی‌های بازار سهام می‌شود. پیوند میان تغییرات شرطی و تعدادی از متغیرهای کلان و گسترش مدل اسپلینگ

1- Johansen-Juselius

2- Applied Research Development Laboratory

3- ARCH

4- GARCH

5- Mishra

گارج^۱ که در هنگام مدل‌سازی شرایط تغییر بازار سهام بر شرایط اقتصاد کلان، انگل و رنگل پیشنهاد کرده بودند، نشان داد که پیش‌بینی‌های متغیرهای کلان به‌سادگی می‌تواند در پیش‌بینی‌های تغییر بازدهی‌های شاخص سهام مشارکت داشته باشد.

در میان مطالعات بسیاری که در زمینه بازارهای آنی وجود دارد رابطه معنی‌دار مثبتی بین قیمت‌های سهام و نرخ‌های ارز وجود دارد، در حالی که برخی مطالعات دیگر یک رابطه معنی‌دار منفی را میان این دو متغیر نشان می‌دهند. از طرف دیگر، برخی مطالعات، رابطه بسیار ضعیف یا عدم وجود رابطه بین قیمت‌های سهام و نرخ‌های ارز یافتند. در ترکیه بین نرخ ارز و تمام شاخص‌های بازار سهام روابط علی دوطرفه وجود دارد.

۵- سؤال پژوهش

کسری بودجه بر نوسانات بازار سهام تأثیر گذار است؟

۶- روش تحقیق

این تحقیق از نظر هدف تحقیقی اکتشافی - توسعه‌ای است و از نظر گردآوری داده‌ها تحقیقی کیفی (گردآوری اطلاعات ثانویه، هرمنوتیک، طوفان مغزی).

۷- کسری بودجه و نوسانات بازار سهام با تعدیل گر نرخ تبادل ارز واقعی

شناسایی نوسانات بازار سهام و عوامل اثرگذار بر آن، ابزار قدرتمندی برای مدیریت ریسک‌هایی که سرمایه‌گذاران و بنگاه‌ها با آن مواجه می‌شوند، فراهم می‌کند. شایان‌ذکر است نرخ ارز به واسطه این که رابط بین قیمت‌های خارجی و داخلی و همچنین ابزاری جهت توسعه صادرات و کاهش واردات به‌طور هم‌زمان می‌باشد، پس تغییر این متغیر مهم اقتصادی می‌تواند اثرات وسیعی را بر سایر متغیرهای اقتصادی بر جای گذارد و در مجموع کل اقتصاد کشور را تحت تأثیر قرار دهد. هر تغییری در نرخ ارز حقیقی موجب نوسان گردش کوتاه‌مدت سرمایه و دارایی‌های خارجی بانک مرکزی می‌شود و تغییر میزان خالص دارایی‌های خارجی بر حجم پول داخلی، بدهی‌های بانک مرکزی و بودجه‌های سنواری دولت اثر می‌گذارد. بنابراین لازمه تغییر حجم پول داخلی این است که از طریق ابزارهای در اختیار بانک مرکزی و اعمال سیاست‌های پولی و ارزی، نوسانات نقدینگی در کشور

کنترل شود و ارزش پول داخلی از یک روند باثباتی برخوردار باشد. کسری بودجه و نحوه تأمین آن به لحاظ تأثیر بر دیگر متغیرهای اقتصادی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. کسری بودجه اندک و غیرمستمر فارغ از نحوه تأمین آن می‌تواند وسیله‌ای برای مقابله با رکود و دیگر تنش‌های اقتصادی به شمار آید. اما کسری بودجه کلان و مستمر با در نظر گرفتن روش تأمین آن دارای آثار متعددی بر اقتصاد خواهد بود (عباسی، مهدی، ۱۳۹۳).

۷-۱- کسری بودجه

کسری بودجه در اقتصاد کشور به صورت اختلاف بین درآمدها و پرداخت‌های دولت اندازه‌گیری می‌شود. در طرف درآمدها، اقلام مربوط به درآمد حاصل از صادرات نفت و گاز، مالیات‌ها، فروش ارز، انحصارها و مالکیت دولت، فروش کالاها و خدمات بهره‌دریافتی بابت وام‌های پرداختی دولت به خارج و غیره دیده می‌شود. در طرف مخارج، پرداخت‌های جاری و عمرانی و کمک‌های بلاعوض و غیره دیده می‌شود (صباغ کرمانی، مجید و شقاقی شهری، وحید، ۱۳۸۴).

۷-۲- نوسانات بازار سهام

تغییر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس باعث افزایش یا کاهش ارزش بازار و به تبع آن تغییر در شاخص بازار بورس که مبنایی برای نمایش رشد بازار است می‌شود. نوسانات بازار بورس به این تغییرات در ارزش بازار بورس اطلاق می‌شود (اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۸۸).

۷-۳- نرخ تبادل ارز واقعی

نرخ برابری ارزهای خارجی با پول داخلی هر کشور را نرخ تبادل ارز گویند. در اینجا منظور از نرخ تبادل ارز، نرخ برابری هر دلار آمریکا با پول داخلی کشور است (کورستی^۱، ۲۰۰۸).

۸- مدل مفهومی

کسری بودجه → نرخ تبادل ارز واقعی → نوسانات بازار سهام

مدل محقق ساخته^۲

1- Corsetti

۲- با توجه به چهارچوب نظری این پژوهش الگویی بر مبنای آنچه در مدل مفهومی ملاحظه می‌شود طراحی شده است تا چگونگی رابطه بین متغیر مستقل (کسری بودجه) و وابسته (نوسانات بازار سهام) را با میانجیگری متغیر تعدیل‌گر (نرخ تبادل

با توجه به تحقیقات صورت گرفته کسری بودجه از عوامل تأثیرگذار بر نرخ تبادل ارز واقعی است و در صورتی که به مطالعات انجام شده بر روی عوامل مؤثر بر نوسانات بازار سهام رجوع کنیم درمی‌یابیم که نرخ تبادل ارز واقعی می‌تواند یکی از مهم‌ترین این عوامل باشد. حال با استدلالی ساده درخواستیم یافت که کسری بودجه که خود می‌تواند ناشی از سیاست‌های غلط دولت، نوسانات بازارهای خارجی، تورم لحام گسیخته و غیره باشد در نوسانات بازار سهام که خود از عواملی همچون نرخ ارز واقعی، سیاست‌های پولی و مالی، قیمت طلا و غیره تأثیر می‌پذیرد نقشی مؤثر دارد. همچنین مشاهده شده است که روش علیت گرنجر برجسته‌ترین مدل مورد استفاده در اغلب مطالعات است. با این حال برخی مطالعات، بازارهای ارز خارجی را به بازارهای سهام برخی بازارهای آنی مرتبط کرده‌اند.

۹- نتیجه‌گیری

با در نظر گرفتن این نکته که بسیاری از متغیرها و رفتارهای اقتصادی و حتی غیراقتصادی می‌تواند بر نوسانات بازار سهام مؤثر باشد، این پژوهش به دنبال پاسخی برای این سؤالات بود که آیا کسری بودجه بر نوسانات بازار سهام تأثیرگذار است؟ آیا نرخ تبادل ارز تأثیری بر این روند خواهد داشت؟ چگونه می‌توان بر اساس مدل‌سازی ارتباط بین نوسانات بازار سهام و عوامل تأثیرگذار، در برنامه‌ریزی‌های کلان اقتصادی استفاده کرد؟ (عباسی، مهدی، ۱۳۹۳)

در این تحقیق سعی شد تا با تبیین تئوریک و طراحی یک مدل محقق ساخته به سؤالات فوق پاسخ داده شود به گونه‌ای که تأثیر تجربی این ارتباط مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. نتایج حاکی از آن بود که افزایش نرخ تبادل ارز واقعی در کوتاه‌مدت اثر مثبت بر قیمت سهام و به تبع آن بر نوسانات بازار سهام دارد و بالعکس در بلندمدت می‌تواند تأثیرات متفاوتی را بر روی شرکت‌های موجود در بازار بگذارد. چرا که این تأثیر بر روی شرکت‌های صادرات محور و واردات محور نتایج متفاوتی را در پی خواهد داشت. همچنین کسری‌های حساب جاری در نوسانات نرخ ارز مؤثر واقعی، تأثیراتی مستقیم

ارز واقعی) نشان دهد. از آنجا که طبق مطالعات انجام شده کسری بودجه یکی از عوامل مهم تأثیرگذار بر نرخ تبادل ارز است و همچنین نرخ تبادل ارز نیز خود عاملی مهم و مؤثر بر قیمت‌های سهام و به طور کلی نوسانات بازار سهام می‌باشد، لذا کسری بودجه تأثیراتی اساسی بر نوسانات این بازار داشته که با توجه به تحقیقات نادری که در این زمینه صورت گرفته است، در این تحقیق به دنبال این تأثیر با استفاده از متغیر تعدیل گر نرخ تبادل ارز هستیم.

گذاشته که همان‌گونه که بیان شد خود بر نوسانات بازار سهام تأثیرگذار است. در حالی که کسری بودجه باعث تغییرات انکارناپذیری بر نرخ تبادل ارز واقعی می‌شود، این تأثیر به صورت غیرمستقیم و با کمک متغیر تعدیل‌گر نرخ تبادل ارز بر نوسانات بازار سهام نیز تأثیرگذار بوده و گاه می‌تواند آن را تا مرز نابودی پیش ببرد و برای جلوگیری از این واقعه که خود مستقیماً بر کل اقتصاد اثرگذار است (چرا که بازار سهام دماسنج اقتصادی هر کشوری است) و می‌تواند باعث از هم‌پاشیدگی کل اقتصاد یک کشور و به تبع آن ورشکستگی کشور شود، باید از کسری‌های بودجه مستمر و زیاد جلوگیری گردد.

از آنجا که طبق مطالعات انجام شده کسری بودجه یکی از عوامل مهم تأثیرگذار بر نرخ تبادل ارز است و همچنین نرخ تبادل ارز نیز خود عاملی مهم و مؤثر بر قیمت‌های سهام و به‌طور کلی نوسانات بازار سهام می‌باشد، لذا کسری بودجه تأثیراتی اساسی بر نوسانات این بازار داشته که با توجه به تحقیقات نادری که در این زمینه صورت گرفته است، در این تحقیق به دنبال این تأثیر با استفاده از متغیر تعدیل‌گر نرخ تبادل ارز دریافتیم، نتایج حاصل از تحقیقات گذشته تأییدی بر نتایج حاصله این مقاله و در راستای مطالعات صورت گرفته قدیمی‌تر به دست آمد. البته مطالعه‌ای که به‌طور مستقیم این امر را تأیید و یا بررسی کرده باشد یافت نشد.

منابع

۱. عباسی، مهدی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر شوک‌های قیمت سهام بر نوسانات حساب‌جاری. (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه شیخ بهایی اصفهان.
۲. اکبری‌فرد، حسین و محمد سجاد کوشش. (۱۳۸۸). اثر تکانه‌های درآمدی بر تراز تجاری در اقتصاد ایران. اقتصاد مقداری (بررسی‌های اقتصادی سابق)، ۶ (۳): ۱۴۶-۱۲۹.
۳. اثر نوسانات نرخ ارز بر روی نوسانات بازار سهام در ایران، مهدی پدram، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره پانزدهم، پاییز ۱۳۹۱.
۴. ابریشمی حمید، محسن مهرآرا، رضا محسنی، تأثیر آزادسازی تجاری بر تراز تجاری و حساب جاری تراز پرداخت‌ها (یک تجزیه و تحلیل اقتصادسنجی)، مجله دانش و توسعه، شماره ۱۷، نیمه دوم ۱۳۸۴ صص ۱۱-۳۸.

۵. اصغرپور حسین، محمودزاده محمود، عوامل مؤثر بر کسری حساب جاری در ایران، مدل‌سازی اقتصادی زمستان ۱۳۸۷؛ ۲ (پیاپی ۶): ۵۳-۷۸.
۶. برومند، شهزاد و کهرام آزادمهر. (۱۳۸۴). اثر کسری بودجه و نرخ ارز بر کسری حساب جاری تراز پرداخت‌های خارجی ایران پژوهشنامه اقتصادی، ۵ (۱۷): ۱۲۹-۱۱۳.
۷. تقوی مهدی، محمدی مرتضی، بررسی عوامل مؤثر بر نرخ ارز و تراز پرداخت‌ها در اقتصاد ایران (یک رهیافت پولی)، فصلنامه اقتصاد مقداری (فصلنامه بررسی‌های اقتصادی (بهار ۱۳۹۰؛ ۱۸ (پیاپی ۲۸): ۵۱-۷۲.
۸. جعفری صمیمی احمد، امیر منصور طهرانچیان، تأثیر سیاست‌های مالی بر شاخص‌های کلان در شرایط سیاست‌های پولی درون‌زا، مجله دانش و توسعه، شماره ۱۸، نیمه اول ۱۳۸۵ صص ۱۱-۲۹.
۹. دوانی، غلامحسین. (۱۳۸۲). بورس، سهام و نحوه قیمت‌گذاری سهام؛ تهران: نشر نخستین.
۱۰. طیب نیا علی، فولادی معصومه، بررسی آثار افزایش قیمت‌های جهانی بر سطح قیمت‌های داخلی، تراز تجاری و نرخ ارز، با استفاده از یک مدل تعادل عمومی محاسبه‌ای، تحقیقات اقتصادی زمستان ۱۳۸۸؛ ۴۴ (۸۹): ۱۵۷-۱۸۴.
۱۱. عریانی بهاره، حسن حیدری، سمیه نعمت‌اللهی، شوک‌های رابطه مبادله و تراز تجاری در ایران: آیا اثر هاربرگر-لارسن - متزلزل وجود دارد؟، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۶۳، پاییز ۱۳۹۱ ص ۱۷۱.
۱۲. فلاحي، محمدعلی، (۱۳۸۲) مطالعه ارتباط متقابل کسری‌های بودجه، کسری‌های بخش تجارت خارجی و نرخ ارز در اقتصاد ایران، رساله دکتری، تهران: دانشکده علوم اقتصادی و سیاسی دانشگاه شهید بهشتی.
۱۳. فرح‌بخش، ندا و فرزین‌وش، اسدا... (۱۳۸۸)، اثر کسری بودجه بر کسری حساب جاری و رشد اقتصادی، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۸۸، صص ۱۹۲-۱۷۱.
۱۴. محسنی زنوزی، سیدجمال‌الدین، سیاست پولی و تغییرات قیمت دارایی‌ها در اقتصاد ایران، نشریه اقتصاد پولی، مالی، شماره ۲، پاییز و زمستان ۱۳۹۰ ص ۸۶.
۱۵. محمودزاده محمود، حسین اصغرپور، عوامل مؤثر بر کسری حساب جاری ایران، فصل‌نامه مدل‌سازی اقتصادی (سال دوم، شماره ۲ (پیاپی ۶)، زمستان ۱۳۸۷، صفحات ۷۸-۵۳).

۱۶. منکیو، گریگوری (۱۳۷۵) اقتصاد کلان، ترجمه: حمیدرضا برادران شرکا و علی پارسایان، تهران: دانشگاه علامه طباطبائی.

۱۷. یاوری کاظم، سحابی بهرام، عصارى عباس، محسنی رضا، منابع نوسانات حساب جاری: مطالعه موردی ایران و مکزیک، مجله سیاست‌گذاری اقتصادی، سال چهارم، شماره ۸، پاییز و زمستان ۱۳۹۱ ص ۱.

18. Economic Effects of Sustained Budget Deficits, William G. Gale and Peter R. Orszag, National Tax Journal, Vol. 56, No. 3, September, 2003
19. The Real Exchange Rate and Economic Growth, Dani Rodrik, Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2008
20. Beetsma Roel, Massimo Giuliodori, The changing macroeconomic response to stock market volatility shocks, Journal of Macroeconomics, Volume 34, Issue 2, June 2012, Pages 281-293
21. Berg, Tim Oliver (2013), Cross-country evidence on the relation between stock prices and the current account, Applied Economics, 45, 2267-2277
22. Bhattacharya, b. and J. Mukherjee (2002) Causal relationship Between Stock Market and Exchange Rate, Foreign Exchange
23. Boileau, M. and Normandin, M. (2008), Dynamics of the current account and interest differentials, Journal of International Economics, no.74, pp. 35-52.
24. Chang Yongsung, Sun-Bin Kim, Jaewoo Lee, Accounting for global dispersion of current accounts, Review of Economic Dynamics, Volume 16, Issue 3, July 2013, Pages 477-496
25. Corsetti, G., Dedola, L. and Leduc, S. (2008) Productivity, external balance and exchange rates: evidence on the transmission mechanism among G7 countries, in NBER International Seminar on Macroeconomics, 2006 (Eds) L. Reichlin and K. West, National Bureau of Economic Research, Cambridge, pp. 117-94.
26. Dornbusch, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. Journal of Political Economy, 84(6): 1161-1176
27. Engel, C. and Rogers, J. H. (2006) The US current account deficit and the expected share of world output, Journal of Monetary Economics, 53, 1063-93.