

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشکده علوم اقتصادی و اداری

جهت اخذ درجه‌ی کارشناسی ارشد علوم اقتصادی

**رابطه‌ی پویای بین نرخ ارز و شاخص‌های سهام تهران با**

**استفاده از مدل گارچ چند متغیره**

اساتید راهنما:

**دکتر اسمعیل ابونوری**

**دکتر امیر منصور طهرانچیان**

نگارش:

**مصطفی حمزه**

تیر ۱۳۹۱

## **تشکر و قدردانی:**

حمد و سپاس خداوند منان را که نعمت تحصیل علم را بر بنده ارزانی داشت وبا تشکر از پدر و مادر عزیزم که همواره در امر تحصیل حامی اینجانب بوده‌اند.

همچنین با تقدیر و تشکر شایسته از اساتید فرهیخته و فرزانه، جناب آقای دکتر اسمعیل ابونوری و جناب آقای دکتر امیرمنصور طهرانچیان که همواره راهنما و رهگشای اینجانب در تمام و اکمال پایان - نامه بوده‌اند.

در پایان از کلیه اساتید گروه اقتصاد و همچنین کارکنان محترم دانشگاه مازندران نهایت تشکر و قدردانی را دارم.

تقدیم به:

# پدر زحمتکش و مادر فداکارم

## چکیده:

در این پژوهش با استفاده از الگوی خود رگرسیون ناهمسان واریانس شرطی چند متغیره، رابطه پویای بین نرخ واقعی ارز و پنج شاخص بورس اوراق بهادار تهران شامل شاخص‌های کل، مالی، صنعت، قیمت و بازده نقدی و پنجاه شرکت برتر بررسی شده است. نتایج براساس داده‌های ماهانه از مهر ۱۳۸۰ تا شهریور ۱۳۹۰ نشان می‌دهد که رابطه بلند مدت معنادار بین نرخ ارز و هر یک از شاخص‌های کل، صنعت و قیمت و بازده نقدی وجود ندارد. همچنین رابطه بلند مدت یک طرفه منفی از نرخ ارز به شاخص‌های مالی و پنجاه شرکت برتر وجود دارد. این درحالی است که شواهد قوی مبنی بر وجود اثرات گارچ بین نرخ ارز و هر یک از شاخص‌ها مشاهده شده است. به عبارت دیگر، بین نوسانات بازار ارز و بازار سهام رابطه معنادار وجود دارد.

طبقه بندی *JEL*: G11, F31, C32

واژه های کلیدی: نرخ ارز، شاخص سهام، گارچ چندمتغیره، بورس اوراق بهادار تهران، واریانس شرطی

فصل اول: کلیات پژوهش

۱-۱. تعریف مساله..... ۲

۲-۱. حدود و روش پژوهش..... ۲

۳-۱. فرضیات پژوهش ..... ۳

۴-۱. اهداف پژوهش ..... ۳

۵-۱. ساختار پژوهش ..... ۳

۶-۱. تعریف واژه گان تحقیق..... ۴

فصل دوم: مروری بر ادبیات موضوع

مقدمه ..... ۹

۱-۲. مروری بر تحولات ارزی ایران..... ۹

۱-۱-۲. تحولات ارزی تا زمان وقوع انقلاب اسلامی..... ۹

۲-۱-۲. تحولات ارزی پس از وقوع انقلاب اسلامی ..... ۱۲

۲-۲. معرفی بورس اوراق بهادار تهران..... ۱۶

۱-۲-۲. بورس اوراق بهادار تهران تا زمان وقوع انقلاب اسلامی..... ۱۶

۲-۲-۲. بورس اوراق بهادار تهران پس از وقوع انقلاب اسلامی..... ۱۶

۳-۲-۲. ارکان بورس اوراق بهادار تهران..... ۱۹

۳-۲. مبانی نظری..... ۲۰

۱-۳-۲. مسیر اثرات بازار سهام بر بازار ارز ..... ۲۰

۲-۳-۲. مسیر اثرات بازار ارز بر بازار سهام ..... ۲۵

۴-۲. مطالعات تجربی ..... ۲۶

۱-۴-۲. مطالعات داخلی..... ۲۷

۲-۴-۲. مطالعات خارجی..... ۲۸

## فصل سوم: روش تحقیق

مقدمه	۴۰
۱-۳ معرفی الگوهای GARCH	۴۰
۱-۳-۱ ناهمسانی واریانس	۴۰
۲-۱-۳ الگوهای GARCH تک متغیره	۴۲
۱-۲-۱-۳ الگوی ARCH	۴۲
۲-۲-۱-۳ اشکالات الگوی ARCH	۴۲
۳-۲-۱-۳ الگوی GARCH	۴۳
۴-۲-۱-۳ الگوی GARCH نمایی	۴۴
۳-۱-۳ الگوهای GARCH چند متغیره	۴۴
۱-۳-۱-۳ الگوی GARCH برداری (VECH)	۴۵
۲-۳-۱-۳ الگوی BEKK GARCH	۴۶
۳-۳-۱-۳ الگوی همبستگی شرطی ثابت (CCC)	۴۶
۴-۳-۱-۳ الگوی همبستگی شرطی پویا (DCC)	۴۶
۲-۳ تصریح الگو	۴۷
۱-۲-۳ آزمون مانایی	۴۷
۱-۱-۲-۳ دیکی-فولر تعمیم یافته	۴۷
۲-۲-۳ آزمون همگرایی	۴۸
۳-۲-۳ معرفی الگوی بررسی اثرگذاری بازدهی‌ها و نوسانات متقابل بین نرخ ارز و شاخص‌های سهام مورد مطالعه:	۵۰
۱-۳-۲-۳ روش برآورد پارامترها در الگوی گارچ BEKK	۵۱
۲-۳-۲-۳ الگوریتم برندت هال، هال و هوسمان (BHMM)	۵۱
۳-۳-۲-۳ آزمون لیونگ باکس	۵۲
۳-۳ جمع‌آوری، سازماندهی و توصیف داده‌ها	۵۲
۱-۳-۳ بازدهی‌های شاخص‌های سهام و نرخ ارز و آماره‌های توصیفی	۵۴

## فصل چهارم: برآورد الگو و آزمون فرضیه‌ها

مقدمه	۵۸
-------	----

۱-۴	آزمون مانایی.....	۵۸
۲-۴	آزمون همگرایی.....	۵۹
۳-۴	آزمون لوینگ-باکس.....	۶۰
۴-۴	نتایج تجربی حاصل از الگوی BEKK برای بررسی ارتباط بین نرخ ارز	

	و هر یک از شاخص‌ها بصورت دو به دو.....	۶۱
۱-۴-۴	بررسی ارتباط متقابل بین بازدهی و نوسانات نرخ ارز و شاخص کل.....	۶۱
۲-۴-۴	بررسی ارتباط متقابل بین بازدهی‌ها و نوسانات نرخ ارز و شاخص مالی.....	۶۳
۳-۴-۴	بررسی ارتباط متقابل بین بازدهی‌ها و نوسانات نرخ ارز و شاخص قیمت و بازده نقدی.....	۶۵
۴-۴-۴	بررسی ارتباط متقابل بین بازدهی‌ها و نوسانات نرخ ارز و شاخص صنعت.....	۶۷
۵-۴-۴	بررسی ارتباط متقابل بین بازدهی‌ها و نوسانات نرخ ارز و شاخص پنجاه شرکت برتر.....	۷۰

### فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادات

	مقدمه.....	۷۴
۱-۵	نتیجه‌گیری.....	۷۴
۲-۵	پیشنهادها.....	۷۵
	کتاب نامه.....	۷۷
	پیوست‌ها.....	۸۳

### فهرست جدول‌ها

جدول ۱-۲	خلاصه مطالعات داخلی.....	۲۵
جدول ۱-۲	خلاصه مطالعات خارجی.....	۲۶
جدول ۱-۳	آماره‌های توصیفی سری‌های بازدهی سهام و نرخ واقعی ارز.....	۵۶
جدول ۱-۴	نتایج حاصل از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (ADF).....	۵۸
جدول ۲-۴	نتایج آزمون همگرایی یوهانسن.....	۵۹
جدول ۳-۴	نتایج آزمون لوینگ-باکس.....	۶۰
جدول ۴-۴	نتایج حاصل از الگوی BEKK برای نرخ ارز و شاخص کل.....	۶۱
جدول ۵-۴	نتایج آزمون پرتمانتو برای نرخ ارز و شاخص کل.....	۶۳
جدول ۶-۴	نتایج حاصل از الگوی BEKK برای نرخ ارز و شاخص مالی.....	۶۴



- جدول ۴-۷. نتایج آزمون پرتمانتو برای نرخ ارز و شاخص مالی.....۶۵
- جدول ۴-۸. نتایج حاصل از الگوی BEKK برای نرخ ارز و شاخص قیمت و بازده نقدی.....۶۶
- جدول ۴-۹. نتایج آزمون پرتمانتو برای نرخ ارز و شاخص قیمت و بازده نقدی.....۶۷
- جدول ۴-۱۰. نتایج حاصل از الگوی BEKK برای نرخ ارز و شاخص صنعت.....۶۸
- جدول ۴-۱۱. نتایج آزمون پرتمانتو برای نرخ ارز و شاخص صنعت.....۶۹
- جدول ۴-۱۲. نتایج حاصل از الگوی BEKK برای نرخ ارز و شاخص پنجاه شرکت برتر.....۷۰
- جدول ۴-۱۳. نتایج آزمون پرتمانتو برای نرخ ارز و شاخص پنجاه شرکت برتر.....۷۲

### فهرست شکل‌ها

- شکل ۲-۱. اثر افزایش نرخ ارز بر حساب جاری در کوتاه مدت.....۲۱
- شکل ۲-۲. مدل اقتصاد ماندل - فلمینگ.....۲۳
- شکل ۲-۳. تحلیلی ساده با استفاده از IS-LM.....۲۴
- شکل ۳-۱. مثالی از واریانس همسانی.....۴۰
- شکل ۳-۲. مثالی از واریانس ناهمسانی.....۴۱
- شکل ۳-۳. نمودار سری زمانی نرخ ارز و شاخص‌های سهام.....۵۳
- شکل ۳-۴. سری‌های بازدهی شاخص‌های سهام و نرخ واقعی ارز.....۵۵

### فهرست پیوست‌ها

- پیوست ۱: برآورد الگوی BEKK برای نرخ ارز و شاخص کل.....۸۳
- پیوست ۲: برآورد الگوی BEKK برای نرخ ارز و شاخص مالی.....۸۴
- پیوست ۳: برآورد الگوی BEKK برای نرخ ارز و شاخص قیمت و بازده نقدی.....۸۵
- پیوست ۴: برآورد الگوی BEKK برای نرخ ارز و شاخص صنعت.....۸۶
- پیوست ۵: برآورد الگوی BEKK برای نرخ ارز و شاخص پنجاه شرکت برتر.....۸۷

# فصل اول



## کلیات پژوهش

## ۱-۱. تعریف مساله

بازارهای مالی یکی از اساسی‌ترین بازارهای هر کشور است. شرایط این بازارها به شدت بر بخش‌های واقعی اقتصاد تاثیر گذار است و به شدت از سایر بخش‌ها تاثیر می‌پذیرد. یکی از اجزای مهم بازارهای مالی، بورس اوراق بهادار است. بورس اوراق بهادار یک بازار متشکل و رسمی خرید و فروش سهام شرکت‌ها تحت ضوابط و قوانین خاص است.

در سال‌های اخیر آزادسازی بازارهای مالی باعث به‌وجود آمدن ریسک در بازار سهام شده است. که نرخ ارز یکی از این منابع است. به خصوص روند رو به رشد تجارت جهانی و جریان سرمایه، نرخ ارز را به یک عامل مهم تعیین کننده سودآوری کسب و کار و قیمت سهام تبدیل کرده است. از آنجا که نرخ ارز و قیمت سهام نقش مهمی در توسعه اقتصادی کشورها دارند رابطه بین این دو توجه اقتصاددانان زیادی را جلب کرده است. در سال‌های اخیر با افزایش تنوع بازارهای بین‌المللی، همبستگی بازدهی بین بازارها و کاهش موانع جریان سرمایه و محدودیت‌های ارز خارجی، باعث شده که این دو بازار بیشتر به هم وابسته شوند. درک رابطه بین بازار ارز و بازار سهام به سرمایه‌گذاران بین‌المللی و داخلی برای پوشش ریسک و تنوع دهی به سبد سرمایه‌گذاری آنها کمک خواهد کرد.

هدف اساسی این تحقیق این است که با استفاده از الگوی GARCH چند متغیره ماهیت تعاملات بین نرخ ارز و چند شاخص بازار سهام تهران را بررسی کند. این شاخص‌ها شامل، شاخص کل قیمت سهام (TEPIX)، شاخص قیمت و بازده نقدی (TEDPIX)، شاخص مالی، شاخص صنعت و شاخص ۵۰ شرکت برتر (TX-50) است. در این مطالعه سعی شده است با استفاده از الگوی BEKK اثرگذاری بازدهی‌ها و نوسانات بین نرخ ارز و شاخص‌های سهام بصورت متقابل بررسی شود.

## ۱-۲. حدود و روش پژوهش

در این تحقیق از داده‌های ماهانه ۵ شاخص سهام بورس اوراق بهادار تهران شامل شاخص کل قیمت سهام (TEPIX)، شاخص قیمت و بازده نقدی (TEDPIX)، شاخص مالی، شاخص صنعت و

شاخص ۵۰ شرکت برتر (TX-50) و نرخ واقعی از مهر ۱۳۸۰ تا شهریور ۱۳۹۰ استفاده خواهد شد.

در این تحقیق پویایی های بین نرخ واقعی ارز و شاخص های سهام با استفاده از الگوهای خود رگرسیون برداری (VAR) و خودرگرسیون ناهمسان واریانس شرطی چند متغیره (MGARCH) بصورت تجربی ارزیابی می گردد.

### **۱-۳. فرضیات پژوهش**

۱. بین شاخص های بازار سهام و نرخ ارز رابطه بلند مدت معنادار وجود ندارد.
۲. نوسانات در بازار سهام بر نوسانات نرخ ارز اثری ندارد.
۳. نوسانات نرخ ارز بر نوسانات بازار سهام اثری ندارد.

### **۱-۴. اهداف پژوهش**

۱. آیا بین شاخص های بازار سهام و نرخ ارز رابطه بلند مدت معنادار وجود دارد؟
۲. آیا نوسانات شاخص سهام بر نوسانات نرخ ارز اثر دارد؟

### **۱-۵. ساختار پژوهش**

این پژوهش در پنج فصل تدوین شده است. در فصل نخست کلیات موضوع شرح داده می شوند. این کلیات عبارتند از بیان مساله، اهمیت موضوع، هدف تحقیق، فرضیه ها، حدود پژوهش و محدودیت ها.

در فصل دوم مروری بر ادبیات موضوع انجام می شود. اطلاعات مورد استفاده در تحقیق، الگو و شرح کامل داده های مورد استفاده در آن در فصل سوم نشان داده شده است. در فصل چهارم فرضیه های تحقیق آزمون می شود. نتیجه تحقیق در فصل پنجم ارائه شده است. سرانجام این مطالعه با فهرست منابع تحقیق پایان می یابد.

## ۱-۶. تعریف واژگان تحقیق

ارز: ارز به پول های رایج خارجی اطلاق می شود. برخی از ارزهای مهم در ایران عبارتند از: دلار آمریکا، یورو، پوند استرلینگ، فرانک سویس و ین ژاپن.

بازار ارز: بازار ارز، بازاری متشکل از اشخاص، بانکها و بنگاهها است که در آن پولهای خارجی خرید و فروش می شود. برخی از مهمترین بازارهای ارزی بین الملل عبارتند از: بازار ارز نیویورک، لندن، فرانکفورت، توکیو، پاریس، زوریخ، سنگاپور و هنگ کنگ. از آنجا که تمام این مراکز ارزی به وسیله شبکه های ویدیویی و تلفنی با هم مرتبط هستند، یک بازار ارز منسجم را در سطح بین الملل تشکیل می دهند (شهرازی ۱۳۸۹).

نرخ اسمی ارز: عبارت است از واحدهای پول داخلی بر حسب پول خارجی و یا بالعکس است. که دو روش برای محاسبه نرخ ارز وجود دارد که بصورت زیر است.

الف) روش مستقیم: در این روش اعلام نرخ ارز، که بیشتر بانکها از آن پیروی می کنند. هر واحد پول خارجی بر حسب پول داخل سنجیده می شود.

ب) روش غیر مستقیم: در این روش هر واحد پول داخل بر حسب پول خارجی سنجیده می شود. کشورهایی مانند انگلستان و ایتالیا از این روش پیروی می کنند.

در این پژوهش نرخ اسمی ارز به طور قراردادی به صورت واحدهای پول خارجی بر حسب پول داخلی در نظر گرفته شده است. به عبارت دیگر افزایش نرخ ارز بدین معناست که ارزش پول داخلی نسبت به پول خارجی کاهش یافته است و برای گرفتن یک واحد پول خارجی به مقدار بیشتری پول داخلی نیاز است. به همین ترتیب کاهش نرخ ارز به معنای افزایش ارزش پول داخلی نسبت به پول خارجی خواهد بود.

نرخ واقعی ارزش: شامل نرخ اسمی ارز است که اثر سطح قیمت‌ها از آن حذف شده باشد. که از طریق رابطه زیر محاسبه شده است.

$$RER = \frac{NER * CPI_U}{CPI_I} \quad (1-1)$$

که در آن  $RER$  نرخ ارز واقعی،  $NER$  نرخ ارز اسمی،  $CPI_U$  شاخص قیمت مصرف کننده آمریکا،  $CPI_I$  شاخص قیمت مصرف کننده ایران است (شهری ۱۳۸۹).

نرخ رسمی ارزش: به نرخ ثابت و رسمی ارز بر حسب طلا و دلار ایالات متحده آمریکا که به صندوق بین المللی پول اعلام می شود نرخ رسمی ارز گفته می شود.

نرخ غیر رسمی ارزش: با توجه به منحنی عرضه و تقاضای ارز نرخ غیر رسمی ارز در بازار آزاد در نقطه تلاقی دو منحنی عرضه و تقاضای ارز بدست می آید.

شاخص سهام: شاخص، یک معیار آماری است که تغییر حرکت و جهت یک اقتصاد یا یک بازار سهام را نشان می دهد. هر شاخص دارای متدولوژی محاسباتی خاصی است که معمولاً بر حسب تغییر از یک ارزش مبنا بیان می شود (گرگانی ۱۳۹۰).

برای محاسبه شاخص، یک سال را به عنوان مبنا یا پایه فرض کرده و پس از تقسیم ارزش جاری بر ارزش مبنا (ارزش سال پایه)، آن را در عدد ۱۰۰ ضرب می کنیم. عدد به دست آمده، شاخص آن گروه یا دسته مورد نظر را به ما نشان می دهد.

در هر بورس اوراق بهاداری می توان بنا بر احتیاج و کارایی شاخص های زیادی را تعریف و محاسبه نمود. در تمام بورس های دنیا نیز، شاخص های زیادی برای گروهها و شرکت های مختلف محاسبه می شود. به عنوان مثال آمریکا شاخص داو جونز<sup>۱</sup> تغییرات ۳۰ شرکت صنعتی، ۲۰ شرکت حمل و نقل و ۱۵ شرکت خدماتی را نشان می دهد و یا شاخص نزدک<sup>۲</sup> تغییرات سهام خارج از بورس را نشان می دهد.

<sup>۶</sup> DOW&JONES

<sup>۷</sup> NASDAQ

برخی دیگر از شاخص‌های معروف بورس دنیا عبارتند از: در بورس نیویورک S&P 250 که برای ۲۵۰ شرکت محاسبه می‌شود، S&P 500 نیز برای ۵۰۰ شرکت محاسبه می‌شود، بورس لندن (FTSE)، توکیو (NIKKIIE)، آمستردام (AEX)، فرانسه (CAC) و آلمان (DAX) هستند. در بورس اوراق بهادار تهران نیز، شاخص‌های زیادی محاسبه می‌گردد، که هر شخصی یا گروهی بنا به نیاز خود از آنها استفاده می‌کند.

شاخص کل قیمت<sup>۳</sup>: یکی از اصلی‌ترین شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران است و روش محاسبه آن بر اساس فرمول زیر (فرمول لاسپیرز) انجام می‌گیرد.

$$\left\{ \text{ارزش جاری بازار} * \text{تعداد سهام منتشره} \right\} / \left\{ \text{ارزش پایه سهام} * \text{تعداد سهام در سال پایه} \right\} * ۱۰۰$$

در این محاسبه سال پایه ۱۳۶۹ است. این شاخص گویای آن است که ارزش کل بازار، نسبت به سال پایه، یا همان سال ۱۳۶۹ چند برابر شده است. فرضاً شاخص ۱۲۷۰۰ نشان می‌دهد ارزش بازار نسبت به سال ۱۳۶۹ که سال پایه است، ۱۲۷ برابر گردیده است.

شاخص قیمت و بازده نقدی<sup>۴</sup>: این شاخص که همان شاخص درآمد کل است از اول فروردین ماه ۱۳۷۷ در بورس تهران محاسبه و منتشر شده است. تغییرات این شاخص نشان‌دهنده بازده کل بورس است و از تغییرات قیمت و بازده نقدی پرداختی متأثر می‌شود. این شاخص کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را در بر دارد و شیوه وزندهی و محاسبه آن همانند شاخص کل قیمت است و تنها تفاوت میان آن دو در شیوه تعدیل آنهاست به گونه‌ای که قیمت و بازده نقدی در هنگام پرداخت سود نقدی هم تعدیل می‌شود. به عبارت دیگر این شاخص نشان‌دهنده بازده کل کسب شده از سرمایه‌گذاری است در حالی که شاخص کل فقط بازده حاصل از قیمت یا سود سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد (گرگانی، ۱۳۹۰).

<sup>۳</sup>TEHRAN PRICE INDEX (TEPIX)

<sup>۴</sup>TEPIX

شاخص صنعت: نشان‌دهنده تغییرات در ارزش سهام شرکت‌های صنعتی است. فرمول محاسبه آن، همانند محاسبه شاخص کل است و برای هر صنعت بطور جداگانه محاسبه می‌گردد.

شاخص مالی: نشان‌دهنده تغییرات در ارزش سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری است. فرمول محاسبه آن، همانند محاسبه شاخص کل است.

شاخص پنجاه شرکت برتر: معمولاً هر سه ماه یکبار، ۵۰ شرکت برتر در بورس اوراق بهادار معرفی می‌شوند، این شاخص نشان‌دهنده میانگین قیمت سهام ۵۰ شرکت برتر است. که به دو روش زیر محاسبه می‌شود:

الف) به روش میانگین ساده: در این محاسبه، تعداد سهام منتشره شرکت تاثیر داده نمی‌شود و تنها از جمع قیمت سهام ۵۰ شرکت تقسیم بر تعداد آنها بدست می‌آید.

ب) به روش میانگین موزون: در محاسبه آن تعداد سهام منتشره شرکت‌ها تاثیرگذار است. طرز محاسبه آن به روش میانگین موزون (روش لاسپیرز) است.



## فصل دوم

---

---

### مروری بر

### ادبیات موضوع

## مقدمه

این فصل در چهار بخش تنظیم شده است. در بخش اول به مباحث مربوط به نرخ ارز و سیر تحولات ارزی در ایران پرداخته می‌شود. بخش بعدی، به معرفی بورس اوراق بهادار تهران اختصاص می‌یابد. در بخش سوم مبانی نظری تحقیق بیان شده و در بخش پایانی برخی مطالعات تجربی ارائه می‌شوند.

## ۲-۱. مروری بر تحولات ارزی ایران

### ۲-۱-۱. تحولات ارزی تا زمان وقوع انقلاب اسلامی

از سال ۱۳۰۶ به بعد به علت آغاز مداخله دولت در اقتصاد و اقدام به بعضی سرمایه گذاری- های صنعتی و ارتباطی، تقاضای ارز افزایش یافت و عرضه ارز ناشی از صادرات نمی‌توانست هم‌پای تقاضای آن افزایش یابد. از این رو، در سال ۱۳۰۸ برای محدود کردن تقاضای ارز و جلوگیری از کاهش ارزش پول ملی، سیاست نظارت بر خرید و فروش ارزهای خارجی در پیش گرفته شد که بر اساس آن معاملات ارزی به دولت اختصاص می‌یافت. بر این اساس صادر کنندگان مکلف بودند که ارز ناشی از صادرات خود را به دولت و یا بانک‌های مجاز بفروشند. در سال ۱۳۱۰، اجرای قانون نظارت بر ارزهای خارجی کنار گذاشته شد. طی سال‌های ۱۳۱۰ تا ۱۳۱۴ ارزش پول ملی بطور پیوسته در نوسان بود. در اواخر سال ۱۳۱۴، دولت برای جلوگیری از تغییرات دائمی ارزش ریال مجدداً به سیاست نظارت بر ارزهای خارجی متوسل شد. به این ترتیب، معاملات آزاد ارزی ممنوع و کلیه معاملات ارزی در انحصار دولت قرار گرفت. در این سال هر لیره استرلینگ برابر با ۸۰ ریال و هر دلار نیز با توجه به برابری موجود بین لیره استرلینگ و دلار معادل ۱۶ ریال تعیین گردید. از اواخر سال ۱۳۱۵ و به ویژه در سال ۱۳۱۶ قیمت‌های داخلی افزایش یافتند. در این شرایط، دولت گواهی‌نامه فروش ارز صادر کرد و در

اختیار فروشندگان ارز قرار داد و وارد کنندگان را مکلف به خرید و ارائه آن نمود. در نتیجه، سیستم ارزی ایران در آن سال ها عملاً به یک سیستم چند نرخ تبدیل شد که هدف از آن تشویق صادرات، محدود کردن واردات و ایجاد تعادل تراز پرداختها بود (شجری و نصراللهی، ۱۳۷۷).

با شروع جنگ جهانی دوم در سال ۱۳۱۸ صادرات افزایش یافت و همزمان ورود کالا به کشور دشوار شد. با ادامه این روند در فاصله سالهای ۱۳۲۱ تا ۱۳۲۴ وضع ارزی تا آن اندازه خوب شد که دولت سیاست نظارت بر ارزهای خارجی که پیش از جنگ اعمال می شد را رها کرد. اما در سال ۱۳۲۴ با کاهش عرضه ارز به علت خروج سربازان خارجی و نیاز کشور به کالاهای ضروری دوباره سیاست نظارت ارزی از سر گرفته شد. تا تیر ماه ۱۳۲۶ برای مصارف ضروری، ارز به نرخ رسمی در اختیار تجار قرار می گرفت ولی این موضوع مانع از وجود نرخ بازاری ارز نبود. خودداری دولت از فروش ارز از تیرماه ۱۳۲۶، نرخ ارز را در بازار آزاد تشدید کرد. بانک ملی در مرداد ماه ۱۳۲۷، با توجه به محدودیت منابع ارزی و افزایش شدید نرخ ارز در بازار آزاد، مجاز گردید که در خرید و فروش گواهی نامه های ارزی دخالت کند و نرخ آن را تحت نظارت خود در آورد. همچنین با تقسیم کالاهای وارداتی به چهار طبقه، برای واردات کالاهای طبقات مختلف نرخ های متفاوت اعمال نماید (شجری و نصراللهی، ۱۳۷۷).

جریان ملی شدن صنعت نفت در سال ۱۳۲۹ و واکنش دولت های خارجی بخصوص انگلستان، منشأ آثار تحدیدی شدیدی بر تجارت خارجی ایران گشت. در فاصله سالهای ۱۳۳۰ و ۱۳۳۲ افزایش شدید نرخ ارزهای خارجی اتفاق افتاد. زیرا در این دوره درآمد ارزی از محل نفت که نزدیک به ۶۵ درصد کل درآمدهای ارزی کشور را تشکیل می داد ناگهان قطع شد و کوشش هایی که برای اجرای اقتصاد بدون نفت به عمل آمد مانع تنگنای شدید ارزی نشد. از این رو، بانک ملی از فروش ارز برای کالاهای غیر ضروری خودداری کرد و واردات این نوع کالاها فقط از محل ارزهای حاصل از صادرات امکان پذیر گردید. از شهریور ماه ۱۳۳۲، به دنبال کودتای ۲۸ مرداد و تغییر دولت، کمک های آمریکا به ایران آغاز شد و تا حدودی مضیقه مالی ارزی ایران بر طرف گردید. به این ترتیب دولت موفق شد که نرخ ارز را

کاهش دهد و روند کاهش نرخ ارز توسط بانک ملی تا سال ۱۳۳۶ ادامه داشت (شجری و نصراللهی، ۱۳۷۷).

اواخر دهه ۳۰ و ابتدای دهه ۴۰ شمسی با اجرای برنامه های عمرانی کشور مصادف بود. افزایش مخارج دولتی، توسعه اعتباری و افزایش قیمت ها نیازمند افزایش زیاد در انواع کالاهای وارداتی اعم از مصرفی یا سرمایه ای بود و این موضوع منجر به افزایش شدید مخارج ارزی گردید. با وجود فشارهای ناشی از کمبود منابع ارزی کشور رئیس کل بانک مرکزی در اسفند ماه سال ۱۳۴۱ اصول سیاست ارزی را به صورت زیر اعلام کرد:

۱. حفظ تعادل در موازنه پرداخت های ارزی کشور و حفظ ارزش پول.
۲. اجتناب از سیستم چند نرخي اعم از اینکه به طور رسمی و صریح یا غیر رسمی و ضمنی باشد.
۳. نگهداری موجودی ارزی کافی برای مواجهه با افزایش ناگهانی پرداختی ها و رفع احتیاجات ناشی از نوسانات واردات و صادرات.

به این ترتیب، با وجود کمبود منابع ارزی کشور، سیاست تک نرخي و تثبیت نرخ ارز ادامه پیدا کرد و بانک مرکزی با اتکا به وام های ارزی دریافتی موفق شد تراز پرداخت های بین المللی کشور را متعادل و طی یک دوره نسبتاً طولانی ارزش خارجی پول را ثابت نگه دارد (شجری و نصراللهی، ۱۳۷۷).

از زمان فروپاشی نظام برتون وودز و توقف قابلیت تبدیل دلار به طلا در سال ۱۹۷۱ (۱۳۵۰ شمسی)، فرایند تعیین انتخاب نظام ارزی در کشورهای در حال توسعه، با کشورهای صنعتی، متفاوت بوده است. بیشتر کشورهای صنعتی و توسعه یافته در این دوره، نظام شناور و یا شناور مدیریت شده را انتخاب کردند، که در آن نرخ ارز به میزان زیادی به وسیله نیروهای بازار تعیین می شد. با وجود این، در همان دوره بسیاری از کشورهای در حال توسعه نظام ارزی خود را به مرور، از تثبیت به یک ارز واحد به سوی تثبیت به سبدهای ارزها و یا اتخاذ ترتیباتی انعطاف پذیرتر که با آن ارزش پول ملی پی در پی تعدیل می شد سوق دادند (جبل عاملی و برادران شرکاء، ۱۳۸۲).