

## بررسی رابطه بازار سهام و بهای نفت در ایران با تاکید بر ریسک و عدم قطعیت اقتصاد سیاسی جهانی

ابوذر گندم کار<sup>۱</sup>

سید نعمت اله موسوی<sup>\*۲</sup>

عباس امینی فرد<sup>۳</sup>

### چکیده

۳۸۵

امروزه بازارهای مالی از اهمیت ویژه‌ای در بین افراد برخوردار می‌باشند. بسیاری از مطالعات ارتباط این بازار با سایر بازارها و عواملی که بر فعالیت بازارهای مالی مانند بورس تاثیرگذار می‌باشد را مورد بررسی قرار دادند. در این مطالعه با استفاده از روش NARDL به بررسی رابطه بازار سهام و بهای نفت در ایران با تاکید بر ریسک و عدم قطعیت جهانی در بازه زمانی ۲۰۱۰-۲۰۲۲ پرداخته شده است. نتایج مطالعه نشان داد ریسک ژئوپلیتیک جهانی، عدم قطعیت سیاست اقتصادی و عدم قطعیت جهانی در بلندمدت به همراه بهای نفت بر بازار سهام تاثیرگذار است. این در حالی است که در کوتاه‌مدت، ریسک ژئوپلیتیک جهانی و عدم قطعیت جهانی بر بازار سهام در ایران تاثیرگذار است. ضریب ECM (آزمون تصحیح خطا) نیز نشان می‌دهد ۸۵ درصد شوک‌های وارده در کوتاه‌مدت به سوی مقادیر تعادلی بلندمدت تعدیل می‌شود. همچنین کمتر از دو دوره طول می‌کشد تا نوسان به وجود آمده در الگو به سمت مقادیر تعادلی بلندمدت نزدیک شود. لذا با توجه به اینکه نوسانات نفتی از نظر مدیران بنگاه برونزا بوده و قدرت تاثیرگذاری بر آن را ندارند، مدیران مالی شرکت‌ها باید در ارزیابی‌شان عمدتاً به عملکرد واقعی شرکت و سودآوری آن توجه داشته باشند.

**واژگان کلیدی:** بازار سهام، بهای نفت، ریسک، عدم قطعیت، بازار جهانی



فصلنامه

پژوهش‌های

روابط بین‌الملل،

دوره سیزدهم،

شماره اول، شماره

پیاپی چهل و

هشت، بهار ۱۴۰۲

۱. دانشجوی دکتری گروه اقتصاد نفت و گاز، واحد مرودشت، دانشگاه آزاد اسلامی، مرودشت، ایران.

۲. دانشیار گروه اقتصاد، واحد مرودشت، دانشگاه آزاد اسلامی، مرودشت، ایران. (نویسنده مسئول)

\* drmosavi11@gmail.com

۳. استادیار گروه اقتصاد، واحد شیراز، دانشگاه آزاد اسلامی، شیراز، ایران

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۳/۳۰

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۷/۱۶

فصلنامه پژوهش‌های روابط بین‌الملل، دوره سیزدهم، شماره پیاپی چهل و هشت، صص ۴۱۴-۳۸۵

## مقدمه

بازارهای مالی یکی از اساسی‌ترین بازارهای هر کشور است. شرایط این بازارها به شدت بر بخش‌های واقعی اقتصاد تأثیرگذار است و به شدت از سایر بخش‌ها تأثیر (نه لزوماً در کوتاه‌مدت) می‌پذیرند. در این میان، بازارهای سهام و طلا جزء مهمترین بازارهای مالی هر کشور محسوب می‌شوند و از آن‌ها به عنوان شاخصی برای نشان دادن وضعیت اقتصادی کشورها نیز استفاده می‌شود. در اقتصاد ایران نیز وضعیتی مشابه برقرار است و هنگامی که سیاست‌های تشدید تحریم‌ها بر اقتصاد این کشور حاکم می‌شود بازار سهام واکنش منفی نشان می‌دهد. به همین سبب، سرمایه‌گذاران به بازدهی نسبی این بازارها به خصوص بازار سهام و طلا توجه ویژه‌ای دارند و بر اساس بازدهی نسبی این بازارها به تخصیص دارایی‌های خود می‌پردازند. مسأله اصلی بررسی این موضوع است که اساساً بازار نفت به دلیل عدم امید به کشف منابع جدید کمبود سرمایه‌گذاری در تولید نفت و گاز به ویژه در اوپک رشد تقاضای نفت کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای نوظهور و بحران‌های سیاسی و نظامی در سطح جهان مورد تأکید است. با توجه به نوسانات قیمت نفت و بی‌ثباتی در بازار نفت جهانی مطالعه شوک‌های قیمتی نفت مورد توجه اقتصاددانان کلان قرار گرفته است بر این اساس اقتصاد ایران به صورت گسترده‌ای به صادرات نفت خام وابسته بوده و شوک بازارهای جهانی نفت می‌تواند اثر بزرگی بر ساختار اقتصادی ایران از جمله بازار سرمایه داشته باشد. از طرفی، به غیر از اثر نوسانات قیمت نفت بر روی وضعیت برنامه‌های رفاهی دولت، افزایش ارزش نرخ ارز طی دوره‌های افزایش قیمت نفت، می‌تواند منجر به انقباض بخش‌های قابل تجارت شود؛ بنابراین به منظور جلوگیری از بروز بحران‌های اقتصادی و استفاده از فرصت‌های بالقوه به وجود آمده بررسی اثرات دقیق تغییر قیمت نفت بر متغیرهای کلان اقتصادی ایران و طراحی سیاست‌های اقتصادی مناسب به منظور حفظ ثبات اقتصادی ضروری می‌باشد این در حالی است که شناخت پیچیدگی‌ها و پویایی‌های بازار سهام همیشه از مهمترین دغدغه‌های سرمایه‌گذاران بوده است. بسیاری از سری‌های زمانی اقتصادی و مالی به ویژه قیمت‌های سهام همیشه مراحل را گذرانده‌اند که به نظر می‌رسد رفتار آن‌ها در آن مراحل به طور قابل ملاحظه‌ای تغییر کرده است. این تغییر رفتار در سری‌های زمانی

ممکن است طی زمان بر حسب ارزش میانگین واریانس یا کوواریانس ارزش‌های جاری سری زمانی با ارزش‌های گذشته خود باشد. علاوه بر این مطلب توجه به ارتباط بین بازارهای مختلف به ویژه ارتباط بازارهای داخلی و بین‌المللی برای بررسی رفتار متغیرهای مختلف اقتصادی و سری‌های زمانی آن‌ها حائز اهمیت است بطوری که امروزه تحلیل یک بازار به صورت مجزا از سایر بازارها تقریباً فاقد اعتبار بوده و نیاز است تحلیل‌گران تحلیل‌های خود را بر اساس روابط بین بازارهای مختلف انجام دهند. بازارهای نفت، طلا و سهام سیستم‌های اقتصادی پیچیده متغیر با زمان غیر خطی و چند متغیره می‌باشند که عوامل مختلفی مانند عوامل سیاسی، نظامی اقتصادی و عرضه و تقاضا و ... بر آن‌ها مؤثر است

بازارهای مالی یکی از اساسی‌ترین بازارهای هر کشور است. شرایط این بازارها به شدت بر بخش‌های واقعی اقتصاد تأثیرگذار بوده و همچنین از سایر بخش‌ها تأثیر می‌پذیرد. نوسان قیمت نفت علی‌الخصوص بر کشورهای در حال توسعه صادرکننده نفت از جمله ایران اثر قابل توجهی دارد. امری که موجب تحت تأثیر قرار دادن بودجه دولت و در نتیجه وضعیت اقتصادی در کشور و همین‌طور شرایط مالی شرکت‌های پذیرفته شده بورسی و نرخ ارز بازار آزاد در اقتصاد می‌گردد. با توجه به تأثیر گسترده‌ی نوسانات قیمت نفت بر بخش‌های مختلف اقتصادی ایران عکس‌العمل سرمایه‌گذارانی که نیازمند درک اثر دقیق تغییرات قیمت نفت بر روی بازده سهام هستند، نیازمند شناخت دقیق نحوه اثرگذاری نوسانات قیمت نفت بر بازار فوق است. در خصوص تبیین ضرورت و اهمیت بحث حاضر بایستی به این نکته مهم اشاره نمود که درک چگونگی تأثیر گذاری عوامل اقتصادی جهانی بر عملکرد بازارهای سهام، موضوع مهمی برای بازیگران در بازار است. تغییرات در عوامل اقتصادی جهانی رشد اقتصادی در ایران و بنابراین بازارهای سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با در نظر گرفتن شرایط مختلف بازار، می‌توان تغییرات ساختارهای وابستگی و سرریز در دارایی‌ها را توصیف نموده که این اطلاعات برای تصمیم‌گیری‌های مالی و انتخاب پرتفوی بهینه از دارایی‌ها بسیار مهم است. در واقع با توسعه بازارهای مالی در ایران، سرمایه‌گذاران ایرانی می‌توانند دارایی‌های متنوعی را خریداری کنند. کشورهای در حال توسعه از جمله ایران از درجه

بالایی از بی‌ثباتی متغیرهای کلان اقتصادی برخوردار هستند. در این کشورها نرخ ارز قیمت سهام و سایر متغیرهای مهم کلان نسبت به اقتصادهای پیشرفته و صنعتی بیشتر در حال نوسان بوده و این نوسانات نیز به نوبه خود محیط نامطمئن را برای سرمایه‌گذاران ایجاد کرده و باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران نتوانند به سهولت و با اطمینان بیشتر در مورد سرمایه‌گذاری آتی تصمیم‌گیری کنند و گاهی متحمل زیان‌های وسیعی می‌شوند (دینارزهی و همکاران، ۱۴۰۰). لذا برای افزایش سرمایه‌گذاری و به تبع آن دستیابی به رشد بلند مدت و مداوم اقتصادی توجه به بازار سرمایه، بخصوص بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه و عوامل تاثیرگذار بر شاخص قیمت سهام همچون نرخ ارز و نااطمینانی آن از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از طرفی، با توجه به غنای نظریه‌های اقتصادی که شکل‌های متفاوتی از روابط بین نرخ ارز و شاخص قیمت سهام را نشان می‌دهند و نیز تاثیر گذاری نرخ ارز از کانال‌های مختلف بر متغیرهای اقتصادی از جمله شاخص قیمت سهام از کانال نااطمینانی آن و پیشرفت‌های اخیر در تکنیک‌های اقتصاد سنجی که اندازه‌گیری نااطمینانی متغیرهای اقتصادی را تسهیل می‌نمایند. از این رو اثر تغییرات متغیرهای کلان اقتصادی روی بازده سهام اهمیت خاصی دارد. با این مقدمات، هدف نویسندگان در پژوهش حاضر، بررسی رابطه بهای نفت و بازار سهام در ایران با تاکید بر ریسک و عدم قطعیت جهانی می‌باشد که در ادامه بدان خواهیم پرداخت

#### ۱. آثار شوک‌های نفتی بر بازار بورس

بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از ارکان اصلی و اساسی بازار سرمایه با متمرکز کردن سرمایه و تخصیص بهینه آنها در راستای افزایش تولید و اهداف توسعه اقتصادی و اجتماعی باعث رونق و تحرک بازار سرمایه شده و در نهایت شکوفایی اقتصادی را در بر دارد که خود این موضوع به شناخت سهام داران و تغییرات قیمت سهام که در سود سهام نهفته است بستگی دارد. از طرفی با توجه به نقش مسلط نفت در اقتصاد ایران و کسب درآمدهای ارزی کشور بازار سهام میتواند تحت تأثیر نوسانات قیمت نفت و درآمدهای حاصل از صادرات آن قرار بگیرد. از این رو تعیین و شناخت تأثیر پذیری قیمت سهام میتواند نقش مهمی در پیش‌بینی روند کلی حرکت بازار سهام و رفتار قیمت

سهام ایفا نموده و در نتیجه امکان سیاست گذاریهای مناسب را فراهم آورد. به ویژه شناسایی این رابطه میتواند از یک سو در ایجاد سبب سرمایه گذاری و مدیریت ریسک در بازار سرمایه ایران فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذار سودمند باشد و از سوی دیگر به سیاست گذاران در تنظیم و پایش اثر بخش بازار سرمایه یاری رساند (صالحی و حموله علی پور، ۱۳۹۷).

سادورسکی<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) نشان داد که هم قیمت نفت و هم نوسانات قیمت آن نقش مؤثری در رابطه با بازار سهام بازی می‌کنند. وی همچنین نتیجه گرفت که شوک‌های منفی نفتی بیش از شوک‌های مثبت در بازار سهام تأثیر می‌گذارند. اقتصاد جهان در سال‌های مختلف نوسانات مثبت و منفی زیاد را در زمینه قیمت نفت خام تجربه کرده است. این نوسانات و تغییرات قیمت نفت بر متغیرهای کلان اقتصادی در کشورهای جهان تأثیر گذاشته و اقتصاد این کشورها را با چالشی جدی روبرو کرده و موجب شده است تا آنها برای در امان ماندن از آثار منفی ناشی از این شوک‌ها تدابیر مختلفی بیندیشند (میرهاشمی دهنوی و همکاران، ۱۳۹۴).

نوسانات قیمت نفت از کانالهای مختلف بر قیمت سهام در کشورهای صادر کننده نفت تأثیر می‌گذارد. نخستین کانال خلق نقدینگی افزایش حجم پول است. به این صورت که با افزایش قیمت نفت ارز حاصل از درآمدهای ناشی از فروش نفت به حساب ذخیره ارزی واریز می‌شود. در صورت عدم تقاضای کافی برای ارز در قیمت مورد هدف، بانک مرکزی مجبور به خرید ارز شده و آن را تبدیل به منابع ریالی برای بودجه مینماید. این سیاست باعث افزایش خالص دارایی خارجی بانک مرکزی و افزایش پایه پولی کشور میشود. در صورت کاهش قیمت نفت نیز چون دولت از هزینه های خود نمی‌کاهد، کسری بودجه ایجاد شده و دولت به ناچار بخشی از آن را از بانک مرکزی استقراض می‌کند؛ بنابراین خالص بدهی دولت به بانک مرکزی افزایش یافته و این به نوبه خود باعث تقویت پایه پولی می‌شود بنابراین هم در حالت افزایش قیمت نفت و هم در شرایط کاهش آن سیاست مالی دولت ممکن است موجب افزایش حجم پول شود (ابراهیمی و شکری، ۱۳۹۱). کانال دوم تأثیرگذاری قیمت نفت بر قیمت سهام از طریق

<sup>1</sup>Sadorsky

ارزی است. از آنجا که مبالغ پرداختی حاصل از درآمدهای نفتی به پول خارجی پرداخت می‌گردد. افزایش قیمت نفت باعث می‌شود که درآمدها و ذخایر ارزی افزایش می‌یابند که نتیجه آن افزایش ارزش پول ملی در مقابل ارزهای خارجی خواهد بود. افزایش نرخ ارز از یکسو منجر به افزایش درآمد شرکت‌های صادرکننده کالا و در نتیجه افزایش قیمت سهام آنها شده بعد از تقاضا و از سوی دیگر منجر به کاهش سود شرکت‌های واردکننده نهاده‌های واسطه‌ای و کاهش قیمت سهام آنها می‌گردد (مورلی و پنکاست<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰).

کانال سوم تأثیر گذاری قیمت نفت بر قیمت سهام از طریق اثر انتظارات است. با افزایش قیمت نفت و به تبع آن درآمدهای نفتی در کشورهای صادرکننده نفت، انتظارات خوش بینانه در مورد ایجاد رونق و افزایش فعالیتها در سطح اقتصاد کشور شکل خواهد گرفت. شکل گیری این انتظارات برای شرکت‌های حاضر در بورس و انتظار افزایش سودآوری آنها باعث خواهد شد که ارزش فعلی جریان نقدی آتی و در نتیجه شاخص سهام با رشد مثبت مواجه شود (فنگ و میلر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱).

کانال چهارم تأثیرگذاری قیمت نفت بر روی قیمت سهام از طریق اثر درآمدی می‌باشد. قیمت‌های نفت بالاتر به معنای انتقال ثروت از کشورهای واردکننده نفت به کشورهای صادرکننده آن است. اثر این تغییر قیمت بستگی به این دارد که دولت با این افزایش درآمد ناشی از افزایش قیمت نفت چه می‌کند؟ اگر این افزایش درآمد در جهت خرید کالاها و خدمات داخلی باشد می‌تواند باعث افزایش ثروت عمومی گردد. همچنین با افزایش تقاضا برای کار و سرمایه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تجاری زیادی را فراهم خواهد نمود؛ بنابراین اثر مثبت بر جریان نقدی آتی بنگاه‌ها دارد. اما از سوی دیگر افزایش قیمت نفت به عنوان یکی از نهاده‌های تولید به معنای افزایش هزینه و کاهش درآمدهای بنگاه‌ها خواهد بود و اثر منفی بر جریان نقدی آتی خواهد داشت. در نتیجه کاهش قیمت‌های سهام را به دنبال خواهد داشت (حسن زاده و کیانوند، ۱۳۹۳).

قیمت نفت می‌تواند از طریق کانال پنجمی نیز به نام اثر بازگشتی قیمت سهام را در کشورهای صادرکننده نفت تحت تأثیر قرار دهد. افزایش قیمت نفت باعث افزایش بهای تمام شده محصولات تولید شده توسط کشورهای صنعتی می‌شود و چون اغلب

<sup>1</sup> Morley & Pentecost

<sup>2</sup> Fang & Miller

کشورهای صادر کننده نفت به دلیل عدم توانایی و نداشتن فناوری لازم برای فرآوری نفت خام وارد کننده محصولات و مشتقات نفتی هستند این امر منجر به افزایش ارزش پولی واردات و اثر منفی بر جریان نقدی آتی برای بنگاه‌ها در این کشورها و در نتیجه کاهش قیمت سهام می‌شود (آروری و راولت<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹).

نوسان از مهمترین مفاهیم حوزه مالی و همین طور اساسی ترین مقوله در مبحث ریسک است. برای اندازه‌گیری گستره ریسک یک سرمایه‌گذاری بایستی نوسان آن دارایی بررسی شود. محققان مالی نوسان را به وسیله معیارهای آماری معرفی کرده و از آن در تئوری انتخاب پرتفوی و قیمت گذاری دارایی استفاده می‌کنند. بسیاری از سرمایه‌گذاران رخداد تغییر قیمت‌ها را به صورت سریع و قابل توجه در یک دوره زمانی معین (کوتاه مدت) را به نوسان تعبیر می‌کنند. نوسان می‌تواند ایجاد کننده یک نگرانی عمیق در بازار باشد. زیرا زمانی که قیمت دارایی‌ها به شدت نوسان کنند برای سرمایه‌گذاران درک و اعتماد به فاکتورهای مهم اقتصادی سخت می‌شود و آن‌ها را به سمت سفته بازی و رفتارهای غیر منطقی در بازار سوق می‌دهد. این امر در نهایت می‌تواند موجب سلب اعتماد سرمایه‌گذاران و در نهایت خروج سرمایه از بازار شود. نوسان می‌تواند به منزله افزایش ریسک برای بازیگران بازار نظیر بازارگردانان شود و بدین ترتیب هزینه‌های بازارگردانی و مدیریت صندوق‌ها را افزایش دهد. نوسان یکی از مهمترین تأثیر خود را می‌تواند بر ارزش اختیارات داشته باشد زمانی که نوسان افزایش می‌یابد ارزش اختیار خرید و فروش افزایش می‌یابد و این امر اختیارات را گران می‌کند (بت شکن و محسنی، ۱۳۹۷). در اقتصاد ایران به عنوان یک کشور صادر کننده نفت مکانیزم اثرات شوک‌های نفتی ممکن است به طور قابل توجهی متفاوت باشد. در واقع درآمدهای نفتی متغیرهای اصلی اقتصادی درآمدهای عمومی هزینه‌ها و درآمدهای دولت و به طور کلی تقاضای کل در اقتصاد ایران را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ بنابراین نوسانات قیمت نفت بر عملکرد شرکت‌ها محصولات و درآمدهای آنها مؤثر است و در نتیجه بازده سهام تحت تأثیر قرار می‌گیرد. به طور مشخص قیمت‌های بالای نفت درآمد و ثروت اضافی برای کشورهای صادر کننده آن فراهم می‌سازد. اگر این درآمد اضافی به اقتصاد برگردد انتظار

<sup>1</sup> Arouri & Rault

می‌رود قیمت بالای نفت که به سطح بالایی از فعالیت‌های اقتصادی منجر شود. در این راستا اثر تغییرات در قیمت‌های نفت از طریق عوامل کلان اقتصادی منتقل می‌شود. نوسانات مثبت یا منفی قیمت‌های نفت منجر به بالارفتن یا پایین آمدن سطح تقاضای کل از طریق افزایش یا کاهش درآمد ملی و یا درآمد سرانه ملی می‌شود. از نقطه نظر اقتصاد کلان تغییرات در سطح تقاضای کل به عنوان نشانه‌ای از پیشرفت اقتصادی انتظارات از روند اقتصادی را تغییر داده و در نتیجه قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد میزان تأثیر در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بسته به نرخ وابستگی یک شرکت مشخص به نفت یا تولیدات نفتی متفاوت خواهد بود. به عنوان مثال اثرات شوک‌های قیمتی نفت بر شرکت‌هایی که از نفت به عنوان نهاده استفاده می‌کنند از سایر شرکت‌ها بزرگتر خواهد بود.

به علاوه موقعیت یا توانایی شرکت نیز در انتقال هزینه افزایش قیمت نفت به مشتریان برای کاهش اثرات منفی افزایش قیمت نفت بر سودآوری شرکت مؤثر می‌باشد. در این راستا درجه رقابت یا تمرکز در داخل یک صنعت هم چنین کوشش قیمتی محصولات تولید شده نقش اساسی در اثر نهایی شوک‌های نفتی بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بازی می‌کنند. البته اندازه و کارایی بازار بورس نیز در تأثیر تغییرات قیمت نفت بر قیمت و بازده سهام مؤثر است. از طرف دیگر بازار بورس به طور غیر مستقیم به وسیله تغییرات در سیاست‌های پولی و مالی اعتماد مشتریان نرخ تورم و به طور کلی شرایط و محیط اقتصادی به دلیل نوسانات قیمت نفت نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد با افزایش درآمدهای ارزی حاصل از افزایش قیمت نفت تحرک قابل ملاحظه‌ای در فعالیت‌های اقتصادی به وجود می‌آید و با ورود ماشین‌آلات جدید و مواد اولیه بنگاه‌های اقتصادی فعالیت‌های خود را گسترش می‌دهند.

در نتیجه با بسط فعالیت شرکت‌ها حاشیه سود آن‌ها افزایش یافته و این امر منجر به تغییر در قیمت شرکت‌های بورسی می‌شود. افزایش درآمدهای ارزی و تبدیل آنها به ریال خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی را افزایش داده و منجر به افزایش پایه پولی می‌شود. این امر از طریق افزایش حجم نقدینگی منجر به افزایش سطح عمومی قیمت‌ها می‌شود. این مسئله در شرایط قرار گرفتن تورم در حد تعادلی می‌تواند افزایش

حاشیه سود و در نتیجه افزایش قیمت سهام را به دنبال داشته باشد. البته تورم می‌تواند تأثیر معکوس داشته و از طریق افزایش هزینه‌های تولید و در نتیجه کاهش سودآوری شرکت‌ها منجر به کاهش قیمت سهام در بازار بورس گردد (پایتختی اسکویی و شافعی، ۱۳۹۵).

## ۲. عوامل کلیدی مؤثر بر قیمت سهام

در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، اولین و مهمترین عاملی که پیش روی سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد، شاخص قیمت سهام است. در نتیجه آگاهی از عوامل مؤثر بر قیمت سهام با اهمیت است. عوامل مؤثر بر قیمت سهام به صورت زیر تقسیم‌بندی می‌گردند:

۱- عوامل داخلی؛ این عوامل در ارتباط با عملیات شرکت و تصمیمات متخذه در شرکت می‌باشند. مانند عایدی هر سهم (EPS) یا سود تقسیمی هر سهم (DPS) و همچنین نسبت قیمت بر درآمد (P/E) و نیز افزایش سرمایه تجزیه‌ی سهام و عوامل دیگر که مربوط به درون شرکت می‌باشند.

۲- عوامل بیرونی؛ عواملی‌اند که خارج از حیطه‌ی اختیارات مدیریت شرکت می‌باشند و به نحوی فعالیت شرکت را متأثر می‌سازند. این عوامل، حوادث و تصمیماتی هستند که در خارج از شرکت اتفاق می‌افتد، ولی بر قیمت سهام هم مؤثراند. این عوامل به دو دسته زیر تقسیم‌بندی می‌گردند:

الف- عوامل سیاسی؛ عواملی مثل جنگ، صلح، قطع رابطه‌ی سیاسی و اقتصادی با کشورهای دیگر، تغییر برنامه سیاسی، روی کار آمدن احزاب سیاسی رقیب و مواردی از این قبیل، که همه‌ی این عوامل روی قیمت سهام تأثیر شگرفی دارند. ب) عوامل اقتصادی؛ رکود و رونق اقتصادی به شدت بورس را متأثر می‌کند. به نحوی که در رونق اقتصادی، سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های دارای رشد بالایی است. در نتیجه، قیمت سهام آن‌ها زیاد شده و در وضعیت رکود هم بازار سهام دچار رکود می‌شود، چون در این شرایط، سرمایه‌گذاری در دارایی مالی با درآمد ثابت به سرمایه‌گذاری در سهام عادی ترجیح داده می‌شود (کریم زاده، ۱۳۸۵).

### ۳. قیمت نفت و شاخص قیمت سهام

به لحاظ نظری، شوک قیمت نفت می‌تواند از طریق کانال‌های مختلف به اقتصاد کلان منتقل شود (بارو، ۱۹۸۴). نفت به عنوان مهمترین ماده انرژی‌زا در جهان و یکی از عوامل مهم تولید همواره جایگاه ویژه‌ای در اقتصاد جهانی دارد. بخصوص پس از وقوع شوک‌های بزرگ نفتی در دهه هفتاد میلادی که منجر به رکود اقتصادی در دنیای غرب شد. همیلتون (۱۹۸۳) نشان داد که همه رکود اقتصادی ایالات متحده از زمان جنگ جهانی دوم، ناشی از افزایش قیمت نفت بوده است. هرگونه افزایش و یا کاهش در قیمت نفت منجر به تغییر درآمدهای نفتی می‌شود که این به نوبه‌ی خود بر اقتصاد مؤثر است. امروزه قیمت نفت به عنوان یکی از مهمترین مؤلفه‌های بنیادی در بازارهای مالی شناخته می‌شود که در این میان بازار سهام از جایگاه خاصی برخوردار است. جرنلند (۲۰۰۸) بیان می‌کند از آنجا که ارزش سهام، برابر با مجموع تنزیل جریان‌های نقدی آینده است و این جریان‌ها تحت تأثیر رخدادهای اقتصادی کلان هستند، در نتیجه می‌تواند تحت تأثیر تکانه‌های نفتی نیز قرار بگیرند، کاملاً منطقی به نظر می‌رسد که بیان شود بازار سهام اطلاعات مربوط به پیامدهای ناشی از تکانه‌های نفتی را جذب و در قیمت‌های سهام انعکاس می‌دهد. نفت خام یکی از عوامل مهم و مؤثر در اقتصاد جهانی می‌باشد، حوادث سیاسی و بی‌ثباتی مداوم در کشورهای صادرکننده عرضه نفت را مختل می‌کند و تأثیر شدیدی بر قیمت جهانی نفت دارد.

با وجود این بی‌ثباتی‌ها و عدم اطمینان در مورد کشف منابع جدید، انتظار می‌رود قیمت نفت تحت تأثیر این نوسانات قرار گیرد. نوسانات قیمت نفت افق برنامه‌ریزی را کاهش می‌دهد و باعث می‌شود شرکت‌ها سرمایه‌گذاریهای تجاری غیرقابل برگشت را به تعویق بی‌اندازند (جولنز و لیبی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴). قیمت‌های نفت ممکن است، در هر نقطه‌ای از زمان نااطمینانه باشد. حتی زمانی که قیمت‌ها در مدت زمان طولانی نسبتاً پایدار باقی می‌ماند، یک رویداد ناگهانی خارجی می‌تواند تعادل را به طور مستقل از وقایع قبلی متوقف کند و باعث تغییرات قیمت بالا یا پایین شود. نفت یکی از منابع مهم درآمدی برای کشورهای صادرکننده نفت است، نوسان قیمت نفت بر اقتصاد کشوری که بودجه آن

<sup>1</sup> Jones and Leiby

متکی به قیمت نفت باشد تأثیرگذار است. علاوه بر این، نوسان قیمت نفت نیز اثرات قابل توجهی بر بازده بازار سهام دارد (فیلیس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). سرمایه، نیروی کار و همچنین نفت مهمترین عواملی هستند که در تولید اکثر کالاها و خدمات به کار برده می‌شوند. هر گونه تغییر در قیمت این عوامل جریان نقدی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. افزایش قیمت نفت می‌تواند در اثر افزایش تقاضای نفت بدون جبران در عرضه آن باشد، قیمت‌های بالاتر نفت مانند یک مالیات تورمی بر مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان عمل می‌کند. در صورت عدم جایگزینی کامل بین عوامل تولید افزایش قیمت نفت، هزینه‌های تولید را افزایش می‌دهد و هزینه‌های تولید بالاتر باعث کاهش جریان نقدی و کاهش قیمت سهام می‌شود (باشر و سادورسکی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶).

به این صورت که نوسان قیمت نفت موجب افزایش ریسک و عدم اطمینان می‌شود؛ که اثر منفی بر قیمت سهام می‌گذارد و سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. کشورها از لحاظ اینکه واردکننده یا صادرکننده نفت هستند، اثرپذیری متفاوتی نسبت به تغییرات قیمت نفت دارند. بسیاری از اقتصاددانان، معتقدند که افزایش در قیمت نفت کاهش رشد اقتصادی و افزایش تورم در کشورهای واردکننده نفت را سبب می‌شود. به علاوه افزایش قیمت نفت می‌تواند باعث کمیابی انرژی به عنوان مواد اولیه برای تولید بنگاه‌ها شود و بنابراین، هزینه‌های تولید را افزایش می‌دهد و این امر باعث کاهش جریان نقدی و کاهش قیمت سهام می‌شود. به دلیل نوسانات قیمت این کشورها با هزینه‌های بیشتر و ریسک‌های بالاتر نفت مواجه می‌شوند، در نتیجه قیمت سهام این کشورها نیز از این نوسانات متأثر می‌شوند و باعث کاهش سرمایه‌گذاری می‌گردد. در نتیجه افزایش قیمت نفت برای کشورهای واردکننده باعث کاهش درآمد این کشورها و به تبع کاهش قیمت سهام می‌شود. (باشر و سادورسکی، ۲۰۰۶). افزایش عرضه یا کاهش تقاضا می‌تواند قیمت نفت خام را متأثر کند یا همزمان با کاهش تقاضا و افزایش عرضه کاهش پیدا کند. کاهش در تقاضا معمولاً در پی کاهش رشد اقتصادی منطقه یا جهان یا بروز هرگونه رکود اقتصادی در کشورهای مصرف‌کننده نفت است. اما کاهش در قیمت‌های نفت اکثراً در اثر عرضه مازاد در بازار جهانی می‌باشد. این در حالی است که در صورتی که عرضه

<sup>1</sup> Filis et al

<sup>2</sup> Basher and Sadorsky

نفت در بازار جهانی افزایش پیدا کند، بازار نسبت به امنیت عرضه به اطمینان نسبی می‌رسد که نتیجه آن کاهش قیمت نفت خام در بازارهای جهانی می‌باشد. کشورهای بزرگ تولیدکننده نفت به دلیل ساختار اقتصادیشان ناچار به تأمین درآمد ارزی خود می‌باشند و در زمان افت قیمت‌ها با افزایش تولید سعی در این دارند که درآمد ارزی کشورشان را محقق سازند (الزامی، ۱۳۸۴). در کشورهای صادرکننده نفت انتظار می‌رود هرگونه افزایش قیمت نفت منجر به افزایش درآمد در این کشورها گردد. افزایش درآمد و ثروت دولت باعث می‌شود جریان‌های نقدی آتی افزایش یابد و در نتیجه اثر مثبتی بر بازار سرمایه و به تبع شاخص سهام می‌گذارد. حال اگر این درآمدهای بدست آمده، در جهت خرید تولیدات داخلی باشد، این افزایش درآمد منجر به افزایش تولید و رشد اقتصادی و به تبع افزایش سرمایه‌گذاری می‌گردد که افزایش قیمت سهام را در پی دارد. از طرفی اگر کشور صادرکننده نفت، یک کشور در حال توسعه باشد، به دلیل عدم توانایی و نداشتن فناوری‌های مورد نیاز برای فرآوری نفت خام، اکثر محصولات و مشتقات نفتی خود را وارد می‌کند، در نتیجه افزایش بهای نفت منجر به افزایش محصولات تولید شده توسط کشورهای صنعتی شده، بنابراین قیمت واردات در این کشورها افزایش می‌یابد، می‌توان گفت که هزینه‌های تولید افزایش یافته و باعث می‌گردد که شاخص قیمت سهام کاهش یابد. بدین ترتیب تغییرات قیمت نفت اثرات متفاوتی بر قیمت سهام در کشورهای صادرکننده نفت از طریق کانال‌های متفاوت دارد (زین‌الدینی و همکاران، ۱۳۹۹).

#### ۴. ادبیات تحقیق

از جمله پژوهش‌های انجام شده کاویانی و همکاران (۱۳۹۸)، در مقاله‌ای با تأکید بر اینکه در سال‌های اخیر در قالب پژوهش‌های تجربی به شناسایی و بررسی عوامل مؤثر داخلی شرکتی و خارجی کلان اقتصادی بر ریسک و بازده سهام پرداخته شده که در این راستا متغیرهای کلان اقتصادی اهمیت بیشتری داشته است؛ به بررسی تأثیر شوک‌های نفتی و ارزی بر ریسک سیستماتیک و بازده سهام پرداخته‌اند. داده‌های مورد استفاده به صورت فصلی بین سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۵ بوده که با استفاده از مدل DSGE واکنش متغیرهای مالی در برابر شوک‌های نفتی و ارزی بررسی گردید. نتایج نشان داد که شوک

نفی و ارزی ابتدا بر ریسک سیستماتیک سهام و بازده قیمتی تأثیر منفی دارد و سپس در دوره‌های بعدی این روند ادامه پیدا نکرده و پس از طی یک دوره نوسانی به حالت تعادلی و پایدار خود بر می‌گردد، به طوری که نوسان ریسک سیستماتیک بیشتر از بازده قیمتی می‌باشد. کریمی و همکاران (۱۳۹۸)، در مطالعه‌ای به بررسی همبستگی شرطی پویای متقارن و نامتقارن بین نوسانات قیمت نفت و بازار سهام کشورهای حوزه خلیج فارس در شرایط سرایت بحران مالی پرداخته است.

نتایج حاصل از این مطالعه بیانگر وجود همبستگی شرطی پویای نامتقارن بازار سهام ایران و دبی و همبستگی شرطی پویای متقارن بازار سهام عربستان با نفت اوپک می‌باشد. همچنین نتایج تحقیق بیانگر وجود همبستگی شرطی پویای متقارن بازار سهام قطر و دبی و همبستگی شرطی پویای نامتقارن بازار سهام عربستان با نفت برنت می‌باشد. تفسیر مالی وجود همبستگی‌های متقارن و نامتقارن بین شاخص بازدهی نفت برنت و بازدهی‌های سهام بازارهای دبی قطر و عربستان حاکی از این است که مدیران ریسک باید کاملاً نسبت به این حقیقت آگاه باشند که این بازارها در مقابل شوک‌های خارجی مصونیت ندارند. نتایج نشان داد که بازار سهام دبی و ایران در مقابل شوک‌های داخلی (نفت اوپک) آسیب پذیر بوده و بازار سهام دبی جزء پریسک‌ترین بازارهای حوزه خلیج فارس می‌باشد. ابراهیمی (۱۳۹۸)، در مطالعه‌ای با عنایت به نقش و اهمیت بازار سهام در اقتصاد کشور با استفاده از الگوریتم‌های داده کاوی نسبت به شناسایی متغیرهای مهم و تأثیرگذار بر رابطه بلندمدت شاخص کل قیمت سهام اقدام کرده است. در این مطالعه ابتدا داده‌های ماهانه ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۶ استخراج شده و پس از پردازش ده الگوریتم وزن دهی بر روی آن‌ها اعمال شد. نتایج نشان داد که سه متغیر نرخ تورم، تراز تجاری و تولید ناخالص داخلی توسط ۸۰٪ از الگوریتم‌های وزن دهی به عنوان متغیرهای مهم معرفی شدند. در میان سه متغیر فوق بیشترین وزن بالاتر از (۰/۹) به ارزش تولید ناخالص داخلی داده شد.

الگوریتم‌های درخت تصمیم با دقت زیاد (۹۶.۵٪) قادر بودند بین دسته‌های شاخص سهام تمایز قابل شده و مجدداً ارزش تولید ناخالص داخلی به عنوان متغیر اصلی معرفی گردید. الگوی مربوط به نرخ سود سپرده یکساله نشان داد که بین متغیرهای تولید

ناخالص داخلی، حجم حقیقی پول، نرخ تورم، تراز تجاری و نرخ حقیقی ارز با قیمت سهام رابطه مثبت و بین کسری حقیقی بودجه دولت، نرخ بهره آمریکا و نرخ سود سپرده یکساله رابطه منفی وجود داشته که با مدل تئوری سازگار بودند. میلادی‌فر و همکاران (۱۳۹۸)، به بررسی تاثیر قیمت نفت بر قیمت سهام و طلا در رژیم‌های مختلف بازار انرژی پرداختند. بر اساس آزمون بروک دچرت و شینکمن و نسبت راست نمایی اثبات می‌شود که رابطه متغیر قیمت طلا و نفت و شاخص قیمت سهام غیرخطی می‌باشد. بر اساس احتمال رژیم‌ها، طول دوره رژیم یک بیشتر از رژیم دو است. مساله مورد نظر این مقاله بررسی ارتباط بین قیمت دارایی‌ها در هر یک از شرایط اقتصادی (رونق و رکود قیمت نفت) است به گونه‌ای که از کلی‌گویی پرهیز شود. اهمیت تحقیق به این جهت است که سرمایه‌گذاران به دلیل احکام یگانه دچار اشتباه محاسباتی می‌شوند. بدین صورت که تغییرات قیمت دارایی‌ها در دوران رونق و رکود قیمت نفت یکسان است، در صورتی که این طور نیست. پس از برآورد مدل مشاهده می‌شود که شوک قیمت نفت در رژیم یک بر قیمت طلا و سهام اثر مثبت دارد و شدت اثر آن بر سهام کمتر از طلاست. در رژیم دوم به دنبال شوک وارد شده به قیمت نفت، پویایی‌های قیمت نفت به گونه‌ای است یک جهش رو به افزایش به قیمت نفت ایجاد می‌کند. شوک قیمت نفت تاثیر مثبت بر قیمت طلا دارد.

از طرفی یک شوک مثبت قیمت نفت تاثیر منفی روی قیمت سهام دارد که به تدریج این تاثیر منفی کم می‌شود. نتایج مدل نشان می‌دهد در هر دو رژیم اثر شوک قیمت نفت بر روی قیمت طلا مثبت و دارای اثر یکسان است؛ و این اثر بر روی شاخص سهام در هر رژیم متفاوت است. فطرس و معبودی (۱۴۰۰)، هم حرکتی بین قیمت نفت و بازده بازار سهام ایران را با استفاده از رویکرد تجزیه و تحلیل موجک مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها نشان می‌دهند بین قیمت نفت و عایدی بازار سهام رابطه مثبتی وجود دارد. تحلیل داده‌ها در مقیاس زمانی سالانه حاکی است طی دوره ۲۰۰۹ - ۲۰۱۱ قیمت نفت و عایدی بازار سهام هم فاز هستند و رابطه مثبتی بین آنها مشاهده می‌شود؛ از دسامبر ۲۰۱۱ تا آگوست ۲۰۱۵ هر دو متغیر هم فاز هستند و قیمت نفت عامل حرکت بازار سهام است. در دوره زمانی ۲۰۱۵ تا ۲۰۲۱ هر دو متغیر هم فاز هستند، اما هم‌دوسی بین

قیمت نفت و بازده بازار سهام مشاهده نمی‌شود. محمدزاده و همکاران (۱۴۰۰)، به بررسی همبستگی زمانی-تناوبی بین قیمت نفت، طلا و سهام بازار بورس تهران، با استفاده از تحلیل چندگانه موجک (MWC) پرداختند. نتایج نشان داد سه سری زمانی فوق، در سرتاسر دوره همبستگی معنی‌داری دارند. رابطه بین بازار سهام در ایران و بازارهای بین‌المللی نفت خام و طلا در مقیاس‌های زمانی مختلف تغییر کرده است. همچنین بر اساس نتایج همبستگی موجک شاخص قیمت سهام و قیمت نفت خام، در تناوب‌های بالای ۱۲۸ تا ۱۰۲۴ روز در تمام دوره (سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۶) همبستگی بالایی وجود دارد. این موضوع نشان از همبستگی موقت بین شاخص قیمت سهام و قیمت نفت خام است که در کوتاه‌مدت نوسان می‌کند.

بر اساس نتایج همبستگی موجک شاخص قیمت سهام و قیمت طلا، نواحی همبستگی زیادی در تناوب‌های بالای ۱۲۸ تا ۱۰۲۴ روز در کل دوره وجود دارد این موضوع نشان از همبستگی موقت بین شاخص قیمت سهام و قیمت طلا است که در کوتاه‌مدت نوسان می‌کند. ورهرامی و مرادعلیان (۱۴۰۰)، به تجزیه قیمت نفت خام و تأثیر آن بر بازده شاخص قیمت سهام منتخب با روش VECM پرداختند. نتایج نشان داد که نوسان مثبت قیمت بر بازده شاخص سهام هر سه گروه اثرگذار است و بیشترین اثر را به ترتیب بر بازده شاخص سهام گروه فراورده‌های نفتی کک و سوخت هسته‌ای، استخراج نفت گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف و لاستیک و پلاستیک داراست؛ در حالی که نوسان منفی قیمت تنها بر بازده شاخص سهام گروه استخراج نفت گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف تأثیر گذار می‌باشد. با توجه به آزمون واکنش آنی هر سه گروه بازده شاخص سهام نسبت به شوک مثبت در مدل، نتیجه شد که واکنش پویا در هر سه گروه بازده شاخص سهام نسبت به شوک مثبت دو متغیر نوسان مثبت و منفی قیمت نفت وجود دارد بطوری که بر بازده شاخص سهام گروه فراورده‌های نفتی کک و سوخت هسته‌ای اثر مثبت دارد اما در دو گروه بازده شاخص سهام دیگر با اثر منفی روبرو می‌باشد.

اونو<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) در مقاله شوک‌های قیمت نفت و بازارهای سهام در کشورهای بریک به بررسی اثر قیمت‌های نفت بر بازده سهام واقعی برای کشورهای برزیل روسیه هند و

<sup>۱</sup> Ono

چین بصورت فصلی در زمانهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۹ با استفاده از آزمون VAR پرداخت. علاوه بر این اثرات تجزیه قیمت نفت بصورت افزایش و کاهش را بررسی و در تجزیه و تحلیل تجزیه واریانس نشان داد که سهم شوک‌های قیمت نفت به نوسانات بازده سهام واقعی در دو کشور بزرگ و چین و روسیه نسبت به دو کشور دیگر بیشتر است. آروی<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان تاثیر تغییرات قیمت نفت بر بازده سرمایه در کشورهای صادرکننده نفت پاسخ‌های بازار سهام در کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس به قیمت نفت را با استفاده از مدل‌های خطی و غیر خطی نشان می‌دهد.

یافته‌ها نشان داد که بازده سهام بطور قابل توجهی به تغییرات قیمت نفت در قطر عمان عربستان سعودی و امارات متحده عربی واکنش نشان می‌دهند. علاوه بر این رابطه میان قیمت نفت و بازده سهام در این کشورها بصورت غیر خطی و سوئیچینگ با توجه به ارزش قیمت نفت مورد بررسی قرار گرفته است. با این حال برای بحرین و کویت تغییرات قیمت نفت بر بازده بازار سهام تاثیر نمی‌گذارد. صدیقی<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) در مقاله خود با عنوان نوسان قیمت نفت خام و عملکرد بازار سهام مطالعه موردی پاکستان به بررسی تاثیر قیمت نفت نرخ ارز و سرمایه‌گذاری خارجی بر عملکرد بازارهای سهام در کشور پاکستان و شاخص بورس کراچی ۱۰۰ پرداخته است. نتایج نشان داد که قیمت‌های بین‌المللی نفت، نرخ ارز و سرمایه‌گذاری خارجی همبستگی مثبت با عملکرد بازار سهام در این کشور داراست. جبران و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۷)، در تحقیقی به بررسی پویایی قیمت نفت بر روی رفتار بازار بورس اوراق بهادار پاکستان بر اساس شواهدی از بحران مالی سال ۲۰۰۷ پرداختند. نتایج پژوهش یک رابطه بلندمدت بین بازار سهام و قیمت نفت در دوره قبل از بحران را اثبات کرد. مدل پژوهش آن‌ها نشان داد که بازده قیمت نفت تأثیر قابل توجهی بر روی بازده بازار سهام دارد. نتایج تجزیه واریانس نشان داد در دوره قبل از بحران شوک قیمت نفت تأثیرات متنوعی بر روی قیمت بازار سهام گذاشته است. اما در دوره بعد از بحران تأثیر شوک نفتی بر روی بازار سهام مثبت است. ارسلان و علی<sup>۴</sup> (۲۰۱۸)، در تحقیقی با استفاده از تجزیه و تحلیل واکنش لحظه‌ای نوسانات به بررسی

<sup>۱</sup> AROURI

<sup>۲</sup> Siddiqui

<sup>۳</sup> Jebran et al

<sup>۴</sup> Eraslan & Ali

تأثیر اندازه و پایداری انواع گوناگون شوک‌های قیمت نفت بر تغییرات بازده سهام کشورهای مختلف پرداختند. نتایج نشان داد که تقاضای احتیاطی که پس از شوک‌های طرف تقاضا در مقایسه با شوک‌های طرف عرضه ایجاد می‌شود دارای اثری مثبت و پایدارتر روی نوسان بازده سهام هستند در حالی که همبستگی بین دو این متغیر بیشتر تحت تأثیر شوک‌های پیشین قرار می‌گیرد. سلیمی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر اثر مستقیم و غیر مستقیم شوک‌های قیمت نفت بر بازده سهام شرکت‌های انرژی در بورس نیجریه پرداختند. آن‌ها برای اندازه‌گیری بازده سهام از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و برای تجزیه و تحلیل روابط داخلی و دوجانبه بین متغیرها از روش حداقل مربعات سه مرحله‌ای استفاده نمودند.

نتایج پژوهش نشان داد که شوک‌های نفتی تأثیر مثبت روی بازده سهام شرکت‌ها دارد. علاوه بر این بین شوک‌های نفتی و بازده سهام شرکت یک رابطه غیر مستقیم وجود دارد که از طریق بازده بازار انتقال داده می‌شود.

. نتایج نشان داد که تأثیر درگیری روسیه و اوکراین بر بحران انرژی به طور قابل توجهی بیشتر از همه‌گیری COVID-19 به ویژه در کوتاه مدت بوده است. همچنین حدود یک سوم شوک‌های قیمت نفت به نااطمینانی بورس ملی در چندک پایین و متوسط مرتبط است که بر وابستگی سرمایه‌گذاران به این کالا تأکید می‌کند.

در یک جمع‌بندی از مطالب عنوان شده می‌توان این‌طور عنوان کرد که به علت اهمیت و شدت تغییرات قیمت نفت بعنوان مهمترین حامل انرژی بین‌المللی در اقتصاد کشورها، مطالعات زیادی در زمینه طریقه تأثیرگذاری قیمت نفت بر متغیرهای مهم اقتصادی کشورهای صادرکننده و واردکننده نفت انجام شده است. بیشتر این مطالعات به شناسایی و تبیین مسیرها و برآورد کمی اثرگذاری قیمت نفت بر اقتصاد کلان کشورها بصورت جداگانه پرداخته‌اند و تعداد بسیار اندکی از مطالعات کانال‌های غیرمستقیم اثرگذاری شوک‌های قیمت نفت بر اقتصاد کشورها را بررسی کرده‌اند. نکته‌ای که این مطالعه بر آن تأکید دارد این است که وجود ارتباط بین بهای نفت و بازارهای سهام در کشورهای واردکننده و صادرکننده نفت است که در بسیاری از مطالعات نادیده گرفته شده است.

<sup>1</sup> Soyemi et al

مجموعه ارتباطات جهانی کشورها از طریق بازارهای مالی و حقیقی می‌تواند شدت و جهت‌گیری این اثرگذاری را تحت تأثیر قرار بدهد.

##### ۵. متدولوژی تحقیق

در این مطالعه از شکل خاصی از روش خودرگرسیون با وقفه‌های توضیحی غیر خطی استفاده خواهد شد که اخیراً توسط شین و همکاران (۲۰۱۱) توسعه یافته است. این روش می‌تواند همجمعی نامتقارن و غیر خطی بین متغیرها را به تصویر بکشد و در نتیجه قادر به بررسی اثرات نامتقارن و غیر خطی بلندمدت و کوتاه‌مدت می‌باشد. خودرگرسیون با وقفه‌های توضیحی غیر خطی شکل خاصی از فرمت خود توضیحی با وقفه‌های توزیعی خطی است که امکان بررسی عدم تقارن در روابط بلند مدت و کوتاه مدت بین متغیرها را فراهم می‌آورد. مزیت روش NARDL نسبت به سایر روش‌های همجمعی این است که کارایی آن در مدل‌های دارای مشاهدات کم، بالاتر است. همچنین این روش برای حالتی که متغیرهای توضیحی مدل درون‌زا باشند نیز کاربرد دارد. به عنوان مثال، تکانه‌های مثبت نوسانات یا ناطمینانی شاخص سهام بر اساس تعریف گرنجر و یون (۲۰۰۲) به صورت مجموع تجمعی مثبت (اجزاء مثبت نوسانات یا ناطمینانی شاخص سهام) تعریف و به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$Vol_t^+ = \sum_{2001}^{2025} \Delta Vol_t^+ = Max(\Delta Vol. 0) \quad (1)$$

$$SD_t^+ = \sum_{2001}^{2025} \Delta SD_t^+ = Max(\Delta SD. 0) \quad (2)$$

بر اساس تعریف گرنجر و یون (۲۰۰۲)، تکانه‌های منفی نوسانات یا ناطمینانی شاخص سهام به صورت مجموع تجمعی منفی (اجزاء منفی) تعریف و به صورت زیر محاسبه می‌شود.

$$Vol_t^- = \sum_{2001}^{2025} \Delta Vol_t^- = Max(\Delta Vol. 0) \quad (3)$$

$$SD_t^- = \sum_{2001}^{2025} \Delta SD_t^- = Max(\Delta SD. 0) \quad (4)$$

اکنون با در نظر گرفتن چگونگی جداسازی تکانه‌های مثبت و منفی متغیر مستقل (نوسانات یا نااطمینانی شاخص سهام) به صورت رابطه

و وارد کردن آن در یک مدل  $ARDL(p,q)$ ، مدل  $NARDL(p,q)$  بدست می‌آید.

$$p_t = \sum_{j=1}^p \varphi_j p_{t-j} + \sum_{j=0}^q (\theta_j^+ X_{t-j}^+ + \theta_j^- X_{t-j}^-) + \varepsilon_t \quad (5)$$

۴۰۳

که  $X$  بیانگر طیفی از متغیرهای موثر بر شاخص سهام است و  $p$  و  $q$  تعداد وقفه‌های بهینه و  $\varphi_j$  ضریب وقفه‌های متغیر وابسته و  $\theta_j^+$  و  $\theta_j^-$  ضرایب نامتقارن وقفه‌های متغیر وابسته و  $\varepsilon_t$  جمله اخلاص با میانگین صفر و واریانس ثابت است.

پژوهش حاضر از لحاظ روش، کاربردی است. متغیرهای استفاده شده در مدل شامل عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU)، شاخص ریسک ژئوپلیتیک جهانی (GR)، عدم قطعیت جهانی (WUI) و قیمت نفت و شاخص کل قیمت سهام بورس ایران در بازه زمانی ۲۰۰۱:۳ الی ۲۰۲۲:۵ می‌باشد.

قیمت نفت WTI (دلار آمریکا در هر بشکه) از اداره اطلاعات انرژی ایالات متحده (EIA) به دست آمده است. شاخص EPU از مطالعه بیکر و همکاران (۲۰۱۶)، شاخص جهانی GR از مطالعه کالدرا و یاکویلو (۲۰۱۸) به دست آمده است. لازم به ذکر است که شاخص GR شامل درگیری‌ها، بی‌ثباتی سیاسی و حوادث تروریستی است. در نهایت، شاخص عدم قطعیت جهانی (WUI) از مطالعه اهیر و همکاران (۲۰۱۹) به دست آمده است. WUI معیار سطح عدم قطعیت جهانی را با گنجاندن معیارهای عدم قطعیت از ۱۴۳ کشور جهان ارائه می‌دهد. WUI از گزارش‌های کشوری واحد اطلاعات اکونومیست برای اندازه‌گیری عدم قطعیت مربوط به تجارت برای هر یک از ۱۴۳ کشور، به صورت سه ماهه استفاده می‌کند. با این مقدمه راجع به تحقیقات مختلف اثرات قیمت نفت بر قیمت طلا و شاخصهای بازار سهام را مورد بررسی قرار می‌دهیم این در حالی است که تنها چند مطالعه به این که رابطه ممکن است غیر خطی باشد اشاره کرده‌اند. از طرفی سریهای زمانی ممکن است رفتارهای غیر خطی را به دلیل

عوامل مختلف مانند تغییر سیاست بحران تصمیمات اوپک و غیره نشان دهند بنابراین اگر داده‌ها نشان دهنده تغییر رژیم ساختاری باشد مدل مبتنی بر فرض پارامترهای ثابت میانگین و واریانس نتیجه گمراه کننده‌ای خواهد داشت. پس مدل‌سازی رابطه بین قیمت نفت و شاخص سهام می‌تواند در یک چارچوب غیر خطی رهیافت جامع‌تری داشته باشد.

#### ۶. تجزیه و تحلیل یافته‌ها

در تحلیل هم‌انباشتگی و رابطه تعادلی بلند مدت بین متغیرها، آنچه ابتدا ضرورت دارد بررسی ساختار داده‌ها از لحاظ مانایی و تعیین مرتبه انباشتگی متغیرها است، تا با اطمینان از نوع رفتار سری زمانی از برآورد رگرسیون کاذب و تحلیل‌های نادرست جلوگیری شود. در نتیجه قبل از تخمین مدل می‌بایست مرتبه مانایی متغیرهای استفاده شده در مدل مشخص تا اطمینان حاصل شود که مرتبه انباشتگی آن‌ها بیشتر از یک نیست. به منظور بررسی ایستایی متغیرهای بکار رفته در این مطالعه از معیار دیکی فولر تعمیم یافته (ADF) استفاده شده است. همانطور که نتایج جدول ۱ نشان می‌دهد تنها متغیر ریسک ژئوپلیتیک جهانی با یک بار تفاضل‌گیری مانا شده است و مابقی متغیرها در سطح مانا هستند.

جدول ۱: آزمون مانایی متغیرهای تحقیق با استفاده از آماره دیکی فولر تعمیم یافته

| نام متغیر                     | آماره دیکی فولر تعمیم یافته | سطح  |
|-------------------------------|-----------------------------|------|
| نوسانات قیمت نفت (P)          | -۱۲/۴۳۱۶۹ (۰/۰۰۰)           | I(0) |
| عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU) | -۲/۶۵۴۷ (۰/۰۸۳۵)            | I(0) |
| ریسک ژئوپلیتیک جهانی (GR)     | -۱۵/۸۴۵۱ (۰/۰۰۰)            | I(1) |
| عدم قطعیت جهانی (WUI)         | -۳/۳۹۲۱ (۰/۰۱۲۲)            | I(0) |
| شاخص کل قیمت سهام بورس ایران  | -۲/۴۲۹۳ (۰/۰۱۴۸)            | I(0) |

ماخذ: یافته‌های تحقیق

در ادامه وقفه بهینه با استفاده از معیارهای فیلیپس- پرون، آکائیک، حنان - کویشن و شوارتز - بیزین مورد بررسی قرار گرفته است و برای جلوگیری از دست دادن داده‌ها معیار شوارتز - بیزین انتخاب گردید. بر همین اساس وقفه بهینه ۲ برای متغیر وابسته و وقفه بهینه ۴ برای متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده است (جداول ۲ و ۳).

جدول ۲: نتایج انتخاب وقفه بهینه متغیر وابسته با استفاده از معیارهای مختلف

| وقفه متغیر وابسته | FPE       | AIC       | HQIC      | SBIC      |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ۰                 | ۰/۱۲۶۳۳۸  | ۰/۷۶۹۰۸۲  | ۰/۷۷۷۴۲۳  | ۰/۷۸۹۶۱۱  |
| ۱                 | ۰/۱۰۱۸۵۸  | ۰/۵۵۳۶۹۶  | ۰/۵۷۰۳۷۹  | ۰/۵۹۴۷۵۴  |
| ۲                 | ۰/۰۹۸۵۸۲  | ۰/۵۲۱     | *۰/۵۴۶۰۲۵ | *۰/۵۸۲۵۸۸ |
| ۳                 | ۰/۰۹۹۶۴۸  | ۰/۵۳۱۷۵۲  | ۰/۵۶۵۱۱۹  | ۰/۶۱۳۸۶۹  |
| ۴                 | *۰/۰۹۷۶۴۱ | *۰/۵۱۱۳۸۹ | ۰/۵۵۳۰۹۷  | ۰/۶۱۴۰۳۵  |

ماخذ: یافته‌های تحقیق

۴۰۵



بررسی رابطه بازار سهام و بهای نفت در ایران با تاکید بر ریسک و عدم قطعیت اقتصاد سیاسی جهانی

جدول ۳: نتایج انتخاب وقفه بهینه متغیرهای مستقل با استفاده از معیارهای مختلف

| وقفه متغیر وابسته | FPE       | AIC      | HQIC    | SBIC     |
|-------------------|-----------|----------|---------|----------|
| ۰                 | ۰/۰۴۷۹۳۱  | ۵/۳۱۳۵۲  | ۸/۳۴۶۸۸ | ۸/۳۹۵۶۳  |
| ۱                 | ۰/۰۰۸۹۸   | ۶/۶۳۸۶۵  | ۶/۸۰۵۴۸ | ۷/۰۴۹۲۳  |
| ۲                 | ۰/۰۰۳۳۶۳  | ۵/۶۵۶    | ۵/۹۵۶۳  | ۶/۳۹۵۰۵  |
| ۳                 | ۰/۰۰۰۵۱۸  | ۳/۷۸۳۳۹  | ۴/۲۱۷۱۶ | ۴/۸۵۰۹۱  |
| ۴                 | *۰/۰۰۰۱۷۴ | *۲/۶۹۲۹۶ | *۳/۲۶۰۲ | *۴/۰۸۸۹۵ |

ماخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۴ نتایج الگوی بررسی رابطه بازار سهام و بهای نفت در ایران با تاکید بر ریسک و عدم قطعیت جهانی را نشان می‌دهد. شاخص کل سهام بورس با یک دوره وقفه تاثیر منفی و معنی‌داری بر بازار سهام دارد. به عبارت دیگر به ازای یک واحد تغییر در این متغیر با فرض ثابت بودن سایر شرایط، بازار سهام ۱/۲۹ واحد کاهش می‌یابد. شوک منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی با یک دوره وقفه بر بازار سهام تاثیرگذار است. به

عبارت دیگر، زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی اتفاق بیافتد با یک دوره وقفه بر بازار سهام تاثیرگذار است و باعث افزایش شاخص کل قیمت می‌گردد. شوک مثبت و منفی بهای نفت با یک دوره وقفه بر بازار سهام در ایران تاثیرگذار است.

جدول ۴: نتایج الگوی بررسی رابطه بازار سهام و بهای نفت در ایران با تاکید بر ریسک و

#### عدم قطعیت جهانی

| Selected Model: NARDL(2,4,4,4) |         |                |           |  |
|--------------------------------|---------|----------------|-----------|--|
| احتمال                         | آماره t | خطای استاندارد | ضریب      | نام متغیر  |
| ***./۰۰۰                       | -۹/۴۵   | ۰/۱۳۶۸۰۴۸      | -۱/۲۹۳۴۷۶ | شاخص کل سهام بورس با یک وقفه زمانی               |
| ns./۹۸۰                        | ۰/۰۳    | ۱/۱۱۲۳۰۱       | ۰/۰۲۸۶۱۲۱ | شوک مثبت ریسک ژئوپلیتیک جهانی با یک دوره وقفه    |
| ns./۴۰۰                        | -۰/۸۵   | ۱/۰۵۹۶۹۱       | ۰/۸۹۵۸۳۶۵ | شوک منفی ریسک ژئوپلیتیک جهانی با یک دوره وقفه    |
| ns./۳۰۷                        | ۱/۰۳    | ۰/۰۷۵۳۱۵۸      | ۰/۰۷۷۲۶۲۵ | شوک مثبت عدم قطعیت سیاست اقتصادی با یک دوره وقفه |
| *./۰۷۲                         | ۱/۸۲    | ۰/۰۹۵۱۸۳۳      | ۰/۱۷۳۳۲۴۸ | شوک منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی با یک دوره وقفه |
| ns./۱۳۱                        | -۱/۵۲   | ۰/۲۸۲۸۵۵۷      | -/۴۳۰۶۱۳۶ | شوک مثبت عدم قطعیت جهانی با یک دوره وقفه         |
| ns./۱۹۲                        | -۱/۳۱   | ۰/۲۵۳۷۰۹۵      | ۰/۳۳۳۵۱۸۶ | شوک منفی عدم قطعیت جهانی با یک دوره وقفه         |
| *./۰۸۷                         | ۱/۷۳    | ۰/۰۶۱۵۷۱۱      | ۰/۱۰۶۵۱۷۵ | شوک مثبت بهای نفت با یک دوره وقفه                |
| *./۰۹۸                         | ۱/۶۲    | ۰/۰۶۰۶۲۶۲      | ۰/۰۹۸۳۲۳۴ | شوک منفی بهای نفت با یک دوره وقفه                |

ماخذ: یافته‌های تحقیق

در ادامه در جداول ۵ و ۶ آزمون تقارن شوک‌های مثبت و منفی (با بزرگی یکسان) عوامل تاثیرگذار بر بازار سهام در بلندمدت با استفاده از آزمون استاندارد والد که با فرضیه عدم تقارن شوک‌های مثبت و منفی در کوتاه‌مدت یا بلندمدت است، انجام می‌شود. در این آزمون اگر فرضیه صفر رد شود به این معنا است که تفاوتی میان شوک‌های مثبت و منفی وجود ندارد. همانطور که نتایج جداول نشان می‌دهد شوک مثبت بهای نفت و شوک منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نوسانات قیمت نفت تاثیرگذار است.

۴۰۷

جدول ۵: نتایج آزمون تقارن/عدم تقارن شوک مثبت عوامل تاثیرگذار بر بازار سهام

| نام متغیر | ضریب   | F آماره  | سطح معنی‌داری        |
|-----------|--------|----------|----------------------|
| GR        | ۰/۰۲۲  | ۰/۰۰۰۶۶۳ | ۰/۹۸۰ <sup>ns</sup>  |
| EPU       | ۰/۰۶۰  | ۰/۹۹۲۵   | ۰۰/۳۲۱ <sup>ns</sup> |
| WUI       | -۰/۳۳۳ | ۲/۴۲۶    | ۰۰/۱۲۲ <sup>ns</sup> |
| P         | ۰/۰۸۲  | ۲/۹۵۲    | *۰/۰۸۹               |

ماخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۶: نتایج آزمون تقارن/عدم تقارن شوک منفی عوامل تاثیرگذار بر بازار سهام

| نام متغیر | ضریب   | F آماره | سطح معنی‌داری       |
|-----------|--------|---------|---------------------|
| GR        | ۰/۶۹۳  | ۰/۶۷۱۵  | ۰/۴۱۴ <sup>ns</sup> |
| EPU       | -۰/۱۳۴ | ۳/۰۸۶   | *۰/۰۸۲              |
| WUI       | ۰/۲۵۸  | ۱/۸۰۱   | ۰/۱۸۳ <sup>ns</sup> |
| P         | -۰/۰۷۶ | ۲/۵۹۹   | ۰/۱۱۰ <sup>ns</sup> |

ماخذ: یافته‌های تحقیق



پژوهش‌های کاربردی  
روابط بین الملل  
بررسی رابطه بازار  
سهام و بهای نفت  
در ایران با تاکید بر  
ریسک و عدم  
قطعیت اقتصاد  
سیاسی جهانی

جدول ۷ نتایج بلندمدت عوامل تاثیرگذار بر بازار سهام را نشان می‌دهد. بر طبق نتایج این جدول ریسک ژئوپلیتیک جهانی، عدم قطعیت سیاست اقتصادی و عدم قطعیت جهانی به همراه بهای نفت در بلندمدت بر بازار سهام تاثیرگذار است. این در حالی است که در کوتاه‌مدت تنها ریسک ژئوپلیتیک جهانی و عدم قطعیت جهانی بر بازار سهام تاثیرگذار است و بهای نفت فاقد تاثیر معنی‌داری می‌باشد. ضریب ECM (آزمون تصحیح خطا) که چگونگی تعدیل شوک‌های وارد شده در کوتاه‌مدت به سوی روند تعادلی بلندمدت را نشان می‌دهد  $-0/850$  برآورد شده است. این بدان معنا است که هر سال ۸۵ درصد شوک‌های وارده در کوتاه‌مدت به سوی مقادیر تعادلی بلندمدت تعدیل می‌شود. همچنین کمتر از دو دوره طول می‌کشد تا نوسان به وجود آمده در الگو به سمت مقادیر تعادلی بلندمدت نزدیک شود (جدول ۸).

جدول ۷: نتایج بلندمدت عوامل تاثیرگذار بر بهای نفت

| نام متغیر | Fآماره | سطح معنی‌داری |
|-----------|--------|---------------|
| GR        | ۴/۰۷۳  | **۰/۰۴۶       |
| EPU       | ۳/۹۶   | **۰/۰۴۹       |
| WUI       | ۳/۴۲۳  | *۰/۰۶۷        |
| P         | ۳/۴۱۶۹ | **۰/۰۵۲۰      |

ماخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۸: نتایج کوتاه‌مدت عوامل تاثیرگذار بر بهای نفت

| نام متغیر | Fآماره   | سطح معنی‌داری       |
|-----------|----------|---------------------|
| GR        | ۷/۴۰۸    | ***۰/۰۰۸            |
| EPU       | ۲/۴۸۵    | ۰/۱۱۸ <sup>ns</sup> |
| WUI       | ۸/۲۵۸    | ***۰/۰۰۵            |
| P         | ۱/۹۷۱    | ۰/۱۶۳ <sup>ns</sup> |
| ECM       | $-0/850$ | ***۰/۰۰۱            |

## نتیجه‌گیری

شوگ قیمت نفت می‌تواند از طریق کانال‌های مختلف به اقتصاد کلان منتقل شود. نفت به عنوان مهمترین ماده انرژی‌زا در جهان و یکی از عوامل مهم تولید همواره جایگاه ویژه‌ای در اقتصاد جهانی دارد. بخصوص پس از وقوع شوک‌های بزرگ نفتی در دهه هفتاد میلادی که منجر به رکود اقتصادی در دنیای غرب شد. هرگونه افزایش و یا کاهش در قیمت نفت منجر به تغییر درآمدهای نفتی می‌شود که این به نوبه‌ی خود بر اقتصاد مؤثر است. امروزه قیمت نفت به عنوان یکی از مهمترین مؤلفه‌های بنیادی در بازارهای مالی شناخته می‌شود که در این میان بازار سهام از جایگاه خاصی برخوردار است. برخی دیگر معتقدند که ارزش سهام، برابر با مجموع تنزیل جریان‌ات نقدی آینده است و این جریان‌ات تحت تأثیر رخدادهای اقتصاد کلان هستند، در نتیجه می‌توانند تحت تأثیر تکانه‌های نفتی نیز قرار بگیرند، کاملاً منطقی به نظر می‌رسد که بیان شود بازار سهام اطلاعات مربوط به پیامدهای ناشی از تکانه‌های نفتی را جذب و در قیمت‌های سهام انعکاس می‌دهد. نفت خام یکی از عوامل مهم و مؤثر در اقتصاد جهانی می‌باشد، حوادث سیاسی و بی‌ثباتی مداوم در کشورهای صادرکننده عرضه نفت را مختل می‌کند و تأثیر شدیدی بر قیمت جهانی نفت دارد. با وجود این بی‌ثباتی‌ها و عدم اطمینان در مورد کشف منابع جدید، انتظار می‌رود قیمت نفت تحت تأثیر این نوسانات قرار گیرد. نوسانات قیمت نفت افق برنامه‌ریزی را کاهش می‌دهد و باعث می‌شود شرکت‌ها سرمایه‌گذاریهای تجاری غیرقابل برگشت را به تعویق بی‌اندازند. قیمت‌های نفت ممکن است، در هر نقطه‌ای از زمان ناطمینانه باشد. حتی زمانی که قیمت‌ها در مدت زمان طولانی نسبتاً پایدار باقی می‌ماند، یک رویداد ناگهانی خارجی می‌تواند تعادل را به طور مستقل از وقایع قبلی متوقف کند و باعث تغییرات قیمت بالا یا پایین شود. نفت یکی از منابع مهم درآمدی برای کشورهای صادرکننده نفت است، نوسان قیمت نفت بر اقتصاد کشوری که بودجه آن متکی به قیمت نفت باشد تأثیرگذار است. علاوه بر این، نوسان قیمت نفت نیز اثرات قابل توجهی بر بازده بازار سهام دارد. سرمایه، نیروی کار و همچنین نفت مهمترین عواملی هستند که در تولید اکثر کالاها و خدمات به کار برده

می‌شوند. هر گونه تغییر در قیمت این عوامل جریان نقدی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. افزایش قیمت نفت می‌تواند در اثر افزایش تقاضای نفت بدون جبران در عرضه آن باشد، قیمت‌های بالاتر نفت مانند یک مالیات تورمی بر مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان عمل می‌کند. در صورت عدم جایگزینی کامل بین عوامل تولید افزایش قیمت نفت، هزینه‌های تولید را افزایش می‌دهد و هزینه‌های تولید بالاتر باعث کاهش جریان نقدی و کاهش قیمت سهام می‌شود. به این صورت که نوسان قیمت نفت موجب افزایش ریسک و عدم اطمینان می‌شود؛ که اثر منفی بر قیمت سهام می‌گذارد و سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. کشورها از لحاظ اینکه واردکننده یا صادرکننده نفت هستند، اثرپذیری متفاوتی نسبت به تغییرات قیمت نفت دارند. بسیاری از اقتصاددانان، معتقدند که افزایش در قیمت نفت کاهش رشد اقتصادی و افزایش تورم در کشورهای واردکننده نفت را سبب می‌شود. به علاوه افزایش قیمت نفت می‌تواند باعث کمپایی انرژی به عنوان مواد اولیه برای تولید بنگاه‌ها شود و بنابراین، هزینه‌های تولید را افزایش می‌دهد و این امر باعث کاهش جریان نقدی و کاهش قیمت سهام می‌شود. به دلیل نوسانات قیمت این کشورها با هزینه‌های بیشتر و ریسک‌های بالاتر نفت مواجه می‌شوند، در نتیجه قیمت سهام این کشورها نیز از این نوسانات متأثر می‌شوند و باعث کاهش سرمایه‌گذاری می‌گردد. در نتیجه افزایش قیمت نفت برای کشورهای واردکننده باعث کاهش درآمد این کشورها و به تبع کاهش قیمت سهام می‌شود. افزایش عرضه یا کاهش تقاضا می‌تواند قیمت نفت خام را متأثر کند یا همزمان با کاهش تقاضا و افزایش عرضه کاهش پیدا کند. کاهش در تقاضا معمولاً در پی کاهش رشد اقتصادی منطقه یا جهان یا بروز هرگونه رکود اقتصادی در کشورهای مصرف‌کننده نفت است. اما کاهش در قیمت‌های نفت اکثراً در اثر عرضه جهانی افزایش پیدا کند، بازار نسبت به امنیت عرضه به اطمینان نسبی می‌رسد که نتیجه آن کاهش قیمت نفت خام در بازارهای جهانی می‌باشد. کشورهای بزرگ تولیدکننده نفت به دلیل ساختار اقتصادی‌شان ناچار به تأمین درآمد ارزی خود می‌باشند و در زمان افت قیمت‌ها با افزایش تولید سعی در این دارند که درآمد ارزی کشورشان را محقق سازند. در کشورهای صادرکننده نفت انتظار می‌رود هرگونه افزایش قیمت نفت منجر به

افزایش درآمد در این کشورها گردد. افزایش درآمد و ثروت دولت باعث می‌شود جریان‌های نقدی آتی افزایش یابد و در نتیجه اثر مثبتی بر بازار سرمایه و به تبع شاخص سهام می‌گذارد. حال اگر این درآمدهای بدست آمده، در جهت خرید تولیدات داخلی باشد، این افزایش درآمد منجر به افزایش تولید و رشد اقتصادی و به تبع افزایش سرمایه‌گذاری می‌گردد که افزایش قیمت سهام را در پی دارد. از طرفی اگر کشور صادرکننده نفت، یک کشور در حال توسعه باشد، به دلیل عدم توانایی و نداشتن فناوری‌های مورد نیاز برای فرآوری نفت خام، اکثر محصولات و مشتقات نفتی خود را وارد می‌کند، در نتیجه افزایش بهای نفت منجر به افزایش محصولات تولید شده توسط کشورهای صنعتی شده، بنابراین قیمت واردات در این کشورها افزایش می‌یابد، می‌توان گفت که هزینه‌های تولید افزایش یافته و باعث می‌گردد که شاخص قیمت سهام کاهش یابد. بدین ترتیب تغییرات قیمت نفت اثرات متفاوتی بر قیمت سهام در کشورهای صادرکننده نفت از طریق کانال‌های متفاوت دارد. بر این اساس، هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی رابطه بازار سهام و بهای نفت در ایران با تاکید بر ریسک و عدم قطعیت جهانی بوده است. یافته‌های پژوهش نشان داد نوسانات قیمت جهانی نفت می‌تواند تأثیرات مستقیم و غیرمستقیم بر بورس و صنایع بورسی داشته باشد. قیمت سهام شرکت‌ها بر اساس تأثیرگذاری‌های نفت در صنایع مختلف، متغیر است و همین عامل قادر است شاخص کل بورس را تغییر دهد. طلای سیاه یا همان نفت از عوامل وارداتی و صادراتی تأثیر می‌گیرد و طبیعتاً بر بازارهای مختلفی تأثیرگذار خواهد بود. قیمت نفت تحت تأثیر عوامل مختلف قرار دارد و بر قیمت بسیاری از بازارها و کالاها اثر می‌گذارد. به نظر می‌رسد اثر کاهش یا افزایش بهای نفت برای کشورهای وارد کننده و صادرکننده نفت متفاوت باشد. کاهش بهای نفت منجر به کاهش قیمت تمام شده تولیدات صنعتی و مصرفی در کشورهای واردکننده نفت می‌شود. این امر باعث سودآوری بیشتر صنایع و رونق در سرمایه‌گذاری در بازار سهام می‌شود.

## منابع

- ابراهیمی، محسن، و شکری، نوشین. (۱۳۹۱). بررسی اثرات نامتقارن تکانه قیمتی نفت بر شاخص قیمت سهام: تشکیل و مقایسه فواصل اطمینان خودراه انداز در توابع واکنش آنی. *مطالعات اقتصادی کاربردی ایران (مطالعات اقتصادی کاربردی)*، ۱۱(۲)، ۱۱۵-۱۴۴.
- ابراهیمی، مهرداد. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازار سهام ایران با استفاده از الگوریتم های داده کاوی. *اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)*، ۱۳(۴۹)، ۲۸۳-۳۰۹.
- بت شکن، محمدهاشم، و محسنی، حسین. (۱۳۹۷). بررسی سرریز نوسانات قیمت نفت بر بازدهی بازار سهام. *دانش سرمایه گذاری*، ۷(۲۵)، ۲۶۷-۲۸۴.
- پایتختی اسکویی، سیدعلی، شافعی، احسان. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر نوسانات قیمت نفت بر تغییرات شاخص قیمت سهام (بازده سهام) در ایران: رویکرد مدل خود توضیح برداری ساختاری. *فصلنامه مطالعات اقتصاد انرژی*، ۱۱(۴۷): ۲۰۵-۲۴۰.
- حسن زاده، علی، و کیانوند، مهران. (۱۳۹۳). اثر شوک‌های متقارن و نامتقارن نفتی بر شاخص کل قیمتی در بازار بورس اوراق بهادار تهران. *اقتصاد پولی مالی*، ۲۱(۸)، ۳۰-۶۱.
- دینارزهی، خدیجه، شهیکی تاش، محمدنبی، و زمانیان، غلامرضا. (۱۴۰۰). بررسی هم‌روندی بازار سهام تهران و شاخص‌های اقتصاد کلان جهانی با استفاده از تحلیل‌های فرکانسی. *فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۴۸، ۲۲۳-۲۵۲.
- الزاملی، م.ر. (۱۳۸۴). آسیب‌شناسی تحولات قیمت نفت خام در بازارهای جهانی، ۱۷-۱.
- زین‌الدینی، ش.، کریمی، م.ش. و خانزادی، آ. (۱۳۹۹). بررسی آثار تکانه‌های قیمت نفت بر عملکرد بازار سهام ایران، *فصلنامه اقتصاد مالی*، ۱۴(۵۰)، ۱۴۵-۱۶۹.
- صالحی، الله‌کرم، و حموله علی‌پور، مریم. (۱۳۹۷). تاثیر شوک‌های قیمت نفت خام بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۱(۳)، ۸۵-۶۹.
- فطرس، محمدحسن، و هوشیدری، مریم. (۱۳۹۶). بررسی میزان اثرپذیری نوسانات شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران و دویی از نوسانات قیمت جهانی نفت خام (WTI). *مطالعات اقتصادی کاربردی ایران (مطالعات اقتصادی کاربردی)*، ۶(۲۲)، ۱۷۱-۱۹۵.
- فطرس، محمدحسن، و معبودی، رضا. (۱۴۰۰). هم‌حرکتی بین قیمت نفت و بازده بازار سهام ایران: رویکرد تجزیه و تحلیل موجک. *مطالعات اقتصادی کاربردی ایران (مطالعات اقتصادی کاربردی)*، ۱۰(۳۸)، ۶۸-۵۵.
- کاویانی، میثم، سعیدی، پرویز، دیده‌خانی، حسین، و فخرحسینی، سیدفخرالدین. (۱۳۹۸). شبیه‌سازی تأثیر شوک‌های نفتی و ارزی بر ریسک سیستماتیک و بازده قیمتی سهام شرکت‌ها: رویکرد DSGE. *راهبرد مدیریت مالی*، ۷(۲۵)، ۱۲۳-۱۵۴.

کریمی، مجتبی، صراف، فاطمه، امام وردی، قدرت اله، و باغانی، علی. (۱۳۹۸). همبستگی شرطی پویای نوسانات قیمت نفت و بازار سهام کشورهای حوزه خلیج فارس با تاکید بر سرایت بحران مالی. اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)، ۱۳(۴۹)، ۱۰۱-۱۳۰.

محمدزاده، سپهر، شهیکی تاش، محمد نبی، و زینتی، کیانا. (۱۴۰۰). بررسی همبستگی زمانی-تناوبی بین قیمت نفت، طلا و سهام بازار بورس تهران، با استفاده از تحلیل چندگانه موجک (MWC). فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد مقداری، ۱۸(۲)، ۵۷-۷۰.

میرهاشمی دهنوی، سید محمد، سلیمی فر، مصطفی، و فلاحی، محمد علی. (۱۳۹۴). بررسی آثار نامتقارن شوک های قیمت نفت بر شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار ایران. اقتصاد پولی مالی، ۲۲(۹)، ۲۹-۵۶.

میلاادی فر، مریم، محمدی، تیمور، و اکبری مقدم، بیت اله. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر قیمت نفت بر قیمت سهام و طلا در رژیم های مختلف بازار انرژی. مطالعات اقتصاد انرژی، ۱۵(۶۳)، ۲۰۹-۲۴۲.

ویدا ورهرامی، محمدجواد مرادعلیان. (۱۴۰۰). تجزیه قیمت نفت خام و تاثیر آن بر بازده شاخص قیمت سهام منتخب با روش VECM، نشریه اقتصاد مالی، ۱۵(۵۵)، ۳۱۳-۳۳۲.

Aboura, S., & Chevallier, J. (2015). Volatility returns with vengeance: Financial markets vs. commodities. *Research in International Business and Finance*, 33, 334-354.

Arouri, M., & Rault, C. (2009). On the influence of oil prices on stock markets: Evidence from panel analysis in GCC countries.

Basher SA, Sadorsky P. Oil price risk and emerging stock markets. *Global Finance J* 2006;17(2):224e51.

Boldanov, R., Degiannakis, S., & Filis, G. (2016). Time-varying correlation between oil and stock market volatilities: Evidence from oil importing and oil-exporting countries. *International Review of Financial Analysis*, 48, 209-220.

Degiannakis, S., Filis, G., & Floros, C. (2013). Oil and stock returns: Evidence from European industrial sector indices in a time-varying environment. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 26, 175-191.

Eraslan, S., & Ali, F. M. (2018). Oil price shocks and stock return volatility: new evidence based on volatility impulse response analysis. *Economics letters*, 172, 59-62.

Fang, W. S., & Miller, S. M. (2008). The great moderation and the relationship between output growth and its volatility. *Southern Economic Journal*, 74(3), 819-838.

Filis G, Degiannakis S, Floros C. Dynamic correlation between stock market and oil prices: the case of oil-importing and oil-exporting countries. *Int Rev Financ Anal* 2011;20:152e64.

Foroni, C., Guérin, P., & Marcellino, M. (2017). Explaining the time varying effects of oil market shocks on US stock returns. *Economics letters*, 155, 84-88.

- Hamilton, J. D. 1983. Oil and the Macroeconomy since World War II. *Journal of Political Economy*, 91(2), 228–248.
- Jebran, K., Chen, S., Saeed, G., & Zeb, A. (2017). Dynamics of oil price shocks and stock market behavior in Pakistan: evidence from the 2007 financial crisis period. *Financial Innovation*, 3(1), 1-12.
- Jones, D.W., Leiby, P.N., Paik, I.K., 2004, “Oil price shocks and the macroeconomy: what has been learned since 1996”, *The Energy Journal*, Vol. 25, No. 2, pp. 1–32.
- Kilian, L. (2008). The economic effects of energy price shocks. *Journal of economic literature*, 46(4), 871-909.
- Kilian, L., & Murphy, D. P. (2014). The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil. *Journal of Applied econometrics*, 29(3), 454-478.
- Kirkulak-Uludag, B., & Safarzadeh, O. (2018). The interactions between OPEC oil price and sectoral stock returns: Evidence from China. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 508, 631-641.
- Liu, X., Wang, Y., Du, W., & Ma, Y. (2022). Economic policy uncertainty, oil price volatility and stock market returns: Evidence from a nonlinear model. *The North American Journal of Economics and Finance*, 62, 101777.
- Mashkoor Siddiqui, Dr. Masood (2014), “Oil Price Fluctuation and Stock Market Performance-The Case of Pakistan” *Journal of International Business and Economics*, Vol. 2, No. 1
- Morley, B., & Pentecost, E. J. (2000). Common trends and cycles in G-7 countries exchange rates and stock prices. *Applied Economics Letters*, 7(1), 7-10.
- Ono, Shigeki (2011), “Oil Price Shocks and Stock Markets in BRICs”, *The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 8, No. 1, pp. 29-45.
- Ready, R. C. (2018). Oil prices and the stock market. *Review of Finance*, 22(1), 155-176.
- ROURI.Mm( 2010), “Oil Price Shocks and Stock Market Returns in Oil Exporting Countries: The Case of GCC Countries”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 2, No. 5
- Sadorsky, P. (1999). Oil price shocks and stock market activity. *Energy Economics*, 21(5), 449-469.
- Soyemi, K. A., Akingunola, R. O.-O., & Ogebe, J. (2017). *Kasetsart Journal of Social Sciences*.
- Soyemi, K. A., Akingunola, R. O.-O., & Ogebe, J. (2019). Effects of oil price shock on stock returns of energy firms in Nigeria. *Kasetsart Journal of Social Sciences*, 40(1), 24-31.