

# ۱

## بررسی تأثیر نوسانات قیمت نفت بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر عبدالکریم مقدم

استادیار، حسابداری، دانشگاه پیام نور، ایران.

(عضو انجمن حسابداری ایران)

A\_moghad@pnu.ac.ir

حسین واحد مقدم

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور واحد قشم، ایران.

h.vahedmoghadam@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۲/۲۲ ، تاریخ ۱۳۹۴/۷/۲۷

### چکیده:

نوسانات قیمت نفت یکی از عوامل اصلی بسیاری از بحران‌های اقتصادی در میان کشورهای واردکننده و صادرکننده نفت است. بورس اوراق بهادار یکی از اصلی‌ترین اجزای بازارهای مالی است که نقش مؤثری در توسعه و رشد اقتصادی کشور دارد. هدف این تحقیق بررسی تأثیر نوسانات قیمت نفت بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل تصحیح خطای برداری ساختاری می‌باشد؛ بدین منظور با استفاده از تکنیک غربالگری طی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۲، تعداد ۹۶ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران انتخاب گردیده است. این تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی است و از بُعد هدف از نوع تحقیقات توصیفی است که به شیوه همبستگی صورت می‌گیرد. پس از

---

\* این مقاله از پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری به راهنمایی آقای دکتر عبدالکریم مقدم، استخراج شده است.

- ایمیل نویسنده مسئول مقاله: (حسین واحد مقدم) E-mail: h.vahedmoghadam@gmail.com

جمع آوری داده‌ها، متغیرهای پژوهش محاسبه شده‌اند و سپس با بهره‌گیری از مدل رگرسیونی داده‌های ترکیبی و الگوی اثرات تصادفی به بررسی روابط بین متغیرها پرداخته شده است. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که نوسانات قیمت نفت با بازده غیرعادی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی معنی‌داری دارد.

**واژه‌های کلیدی:** نوسانات منفی قیمت نفت، بازده غیرعادی سهام، نوسانات مثبت قیمت نفت، مدل تصحیح خطای برداری ساختاری

## مقدمه

یکی از مهمترین بازارهای موجود در اقتصاد هر کشوری بازار مالی می‌باشد که متأثر از متغیرهای اقتصادی من جمله قیمت نفت می‌باشد. از طرفی یکی از مهمترین مسائلی که سرمایه‌گذاران با آن روبرو می‌باشند نوسان و بی‌ثباتی قیمت‌های نفت است که سبب ایجاد نوسان در بازارهای مالی می‌گردد. با توجه به تاثیر گسترده‌ی منفی نوسانات قیمت نفت بر بخش‌های مختلف اقتصاد ایران، مانعی برای کارایی بازار بورس به شمار می‌رود و بر عملکرد سرمایه‌گذاران تاثیر گذار می‌باشد. لذا باید تحلیل دقیقی از تغییرات قیمت نفت بر روی بازده سهام شرکت‌ها صورت پذیرد. تعیین قیمت نفت به عوامل متعددی بستگی دارد که اغلب آنها از کنترل تولیدکنندگان آن خارج است. همین مسئله سبب شده است که وضعیت اقتصادی اغلب کشورهای وابسته به درآمدهای نفتی تحت تأثیر نوسانات قیمت نفت قرار گیرد.

قیمت نفت یکی از متغیرهای کلیدی هر اقتصاد است که در تعیین موقعیت اقتصاد هر کشور نقش بسزایی دارد. اقتصاد جهان در سال‌های مختلف نوسانات مثبت و منفی زیادی را در 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 روبه‌رو کرده است و موجب شده تا آنها برای در امان ماندن از تأثیرات منفی ناشی از این نوسانات تدابیر مختلفی بیندیشند. از آنجایی که کشورهای در حال توسعه مخصوصاً کشورهای صادرکننده نفت به دنبال صنعتی شدن هستند، بی‌ثباتی قیمت نفت برای آنها دارای اهمیت بیشتری است؛ زیرا از یک سو در مسیر صنعتی شدن

نیاز آنها به نفت و انرژی افزایش می‌یابد و از سوی دیگر برای کشورهای صادرکننده نفت، درآمدهای نفتی، منبع اصلی درآمد آنها است. اقتصاد ایران به شدت وابسته به صادرات نفت بوده و آسیب‌پذیری آن نسبت به تغییرات درآمدهای نفتی بسیار بالاست. درآمدهای نفتی تأثیرات دوگانه‌ای بر اقتصاد ایران دارند؛ از یک سو شواهد حاکی از رشد اقتصادی مناسب در سال‌هایی است که درآمدهای نفتی رشد ملایم و آرامی داشتند. در حقیقت رشد ملایم درآمدهای نفتی، رشد اقتصادی را از طرف عرضه و تقاضا تقویت می‌کند [۶]. قیمت جهانی نفت به عنوان یک عامل تأثیرگذار بر عوامل سیاسی و اقتصادی هر کشور مخصوصاً کشورهای صادرکننده نفت است. ایران از جمله صادرکنندگان بزرگ نفت در جهان است که وابستگی زیادی به درآمدهای نفتی دارد. بنابراین اقتصاد ایران تحت تأثیر نوسانات قیمت نفت قرار می‌گیرد. بازار بورس هم به عنوان یکی از بخش‌های اقتصاد می‌تواند تحت تأثیر این نوسانات قرار گیرد. بازار بورس از جمله بازارهای مالی مؤثری است که در جمع‌آوری سرمایه لازم برای بنگاه‌های اقتصادی فعالیت می‌کند. از طرفی قیمت نفت و نا اطمینانی حاصل از نوسانات قیمت نفت به عنوان عامل مهم تولیدی می‌تواند نقش مؤثری در قیمت تمام‌شده کالا و در نتیجه سودآوری بنگاه و به تبع آن تغییر در میزان بازده بنگاه‌ها بر جای بگذارد. در کشورهای صادرکننده نفت مانند ایران که سهم اصلی درآمد خود را از طریق ارز حاصل از فروش نفت تامین می‌کنند تأثیر شوک‌های قیمت نفت بر بخش‌های اقتصادی یکی از دغدغه‌های سیاست‌گذاران و اقتصاددانان بوده است، در نتیجه تحقیق و بررسی بر روی نوسانات قیمت نفت و تأثیرات احتمالی آن بر روی بازده سهام شرکت‌ها از اهمیت خاصی برخوردار می‌باشد، که در این تحقیق سعی بر این است که تمرکز بر روی بازده غیرعادی سهام معطوف شود و بررسی کنیم که آیا این بازده از نوسانات قیمت نفت تأثیر می‌پذیرد یا خیر؛ در واقع هدف این تحقیق بررسی رابطه بین نوسانات قیمت نفت (متغیر مستقل) و بازده غیرعادی سهام (متغیر وابسته) است. بسته به رابطه بین این دو متغیر و اینکه این رابطه متقارن است یا نامتقارن، می‌توانیم در برنامه‌ریزی‌های اقتصادی برای جلوگیری از بروز بحران در بازار بورس اوراق بهادار استفاده کنیم. در ادامه‌ی مقاله پس از بیان مبانی نظری و پیشینه تحقیق و بیان فرضیه‌ها، به معرفی مدل تصحیح خطای برداری ساختاری، و تدوین مدل پرداخته و فرضیه‌ها را مورد آزمون قرار خواهیم داد و در نهایت نتیجه‌گیری بیان خواهد شد.

## ادبیات و پیشینه پژوهش

نفت یکی از عوامل بزرگ قدرت و نیرومندی دولت‌ها و پایه و ستون ساختمان اقتصادی و اجتماعی کشورها محسوب می‌گردد [۵]. تکانه‌های نفتی یا نوسانات قیمت نفت یکی از عوامل اصلی بسیاری از بحران‌های اقتصادی در میان کشورهای واردکننده و صادرکننده نفت است. برای کشورهای صادرکننده نفت، درآمدهای حاصل از فروش نفت، منبع بسیار مهمی از درآمدهای مالی و ارزی دولت‌ها را تشکیل می‌دهد. وابستگی این درآمدها به قیمت نفت در بازار جهانی و به عبارتی برونزا بودن آن را می‌توان دلیلی بر بروز نااطمینانی و بی‌ثباتی در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی دانست. بنابراین می‌توان گفت که هرگونه نوسان و بی‌ثباتی در بازار جهانی نفت به بروز عدم تعادل و حتی بحران منجر می‌شود مگر آنکه سیاست‌های صحیحی در مواجهه با این نوسانات از سوی دولت‌ها اتخاذ شود [۷]. مطالعات انجام گرفته در زمینه‌ی بررسی اثرات نوسانات قیمت نفت بر متغیرهای اصلی اقتصاد کلان، از جمله تولید ناخالص داخلی، اشتغال، سرمایه‌گذاری و عرضه‌ی پول، بیشتر در کشورهای واردکننده نفت انجام شده است که نتایج تجربی بدست آمده از آنها (هامیلتون<sup>۱</sup> ۱۹۸۳؛ موری<sup>۲</sup> ۱۹۹۳؛ براون و یوسل<sup>۳</sup> ۲۰۰۲) نشان می‌دهد که افزایش قیمت نفت، عامل اصلی بروز رکود اقتصادی در این کشورها بوده در صورتی که کاهش قیمت نفت نقش کوچکی در رونق اقتصادی ایجاد شده داشته است همچنین آنها از مطالعات خود نتیجه می‌گیرند که رابطه‌ی نامتقارن بین قیمت نفت و فعالیت‌های اقتصادی این کشورها وجود دارد. اما کشورهای صادرکننده نفت نیز همانند کشورهای مصرف‌کننده نفت از عواقب و اثرات بحران‌های نفتی در امان نیستند. افزایش قیمت نفت در کشورهای صادرکننده آن سبب تحریک هر دو طرف عرضه و تقاضا می‌شود، اما به دلیل سیستم‌های حمایتی در بخش انرژی در برخی از کشورها تنها تحریک‌کننده‌ی طرف تقاضاست [۵]. از مهمترین عوامل اثرگذار بر نوسان‌های قیمت نفت را می‌توان عوامل سیاسی، آب و هوا، رشد اقتصادی کشورهای نوظهور مانند چین و هند، عوامل مؤثر بر حمل و نقل نفت خام، بازار فرآورده‌های نفتی، میزان ذخایر استراتژیک نفت، تصمیم‌گیری‌های سازمان اوپک و غیره دانست. آمار و اطلاعات موجود در کشور بیانگر این واقعیت است که صدور نفت خام برای سالیان متمادی باعث وابستگی اقتصاد

<sup>۱</sup>. Hamilton

<sup>۲</sup>. Morry

<sup>۳</sup>. Brown and Yucel

کشور به درآمدهای ارزی حاصل از فروش این ماده شده، به طوری که کلیه فعالیت‌های اقتصادی از جمله فعالیت‌های بخش صنعت، کشاورزی و خدمات، به طور مستقیم و غیرمستقیم به صادرات و درآمد این محصول ارتباط پیدا نموده است. به طور کلی، نوسان‌های قیمت نفت از دو طریق می‌توانند فعالیت‌های اقتصادی یک کشور را تحت تأثیر قرار دهند؛ یکی از طریق تأثیر بر طرف عرضه اقتصاد است که این تأثیرات اصولاً با وقفه نمایان می‌گردند و با تأثیرگذاری بر ظرفیت تولیدی کشور نقش خود را آشکار می‌سازند. دیگری از طریق تأثیر بر تقاضای کل می‌باشد که می‌تواند در کوتاه‌مدت آثار خود را بر فعالیت‌های اقتصادی کشور برجای گذارد.

### پیشینه پژوهش

نفت به عنوان یکی از مهمترین منابع انرژی جهان همواره اثر معنی‌داری بر اقتصاد کشورهای مختلف دارد، در واقع نفت یک کالای مصرفی مهم برای اقتصاد جهانی و یک ماده حیاتی برای کشورهای صنعتی می‌باشد، از این رو قیمت نفت و نوسانات آن همواره یکی از متغیرهای مورد توجه در مطالعات اقتصادی بوده است. از آنجا که قیمت نفت بر رشد اقتصادی و وضعیت تولیدی کشور اثر دارد، طبیعی است که انتظار داشته باشیم که قیمت نفت بر بازار سرمایه اثرگذار باشد. مطالعات مختلفی اثر نوسانات قیمت نفت بر متغیرهای مختلف بازار سهام را در کشورهای مختلف و با مدل‌های مختلف بررسی نمودند. در مجموع، با توجه به نتایجی که از این مدل‌ها به دست آمده است هر کدام نتایج متفاوتی بدست آورده‌اند. نتایج این تحقیقات حاکی از این است که بازار بورس هر کشور و متغیرهای آن واکنش متفاوتی نسبت به نوسانات قیمت نفت نشان می‌دهد که در ادامه به تعدادی از این پژوهش‌ها اشاره خواهد شد.

جونز و کول<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) با بهره‌گیری از داده‌های فصلی به آزمون تأثیر قیمت نفت بر قیمت‌های سهام در کشورهای آمریکا، کانادا، ژاپن و انگلستان پرداختند. آنها یک رابطه منفی پایدار بین قیمت نفت و تغییر در بازده کل سهام را گزارش می‌کنند، آنها در تحقیقاتشان واکنش بازار سهام کشورهای آمریکا، کانادا، ژاپن و انگلستان را در رابطه با شوک‌های قیمتی نفت بررسی کردند. آنها با استفاده از داده‌های مربوط به شاخص بازار سهام و شاخص قیمت تولیدکننده بخش سوخت در دوره زمانی ۱۹۷۴ الی ۱۹۹۲ نشان دادند که بازارهای سهام نسبت به شوک‌های قیمت نفت واکنش نشان می‌دهند. بدین ترتیب که واکنش بازارهای سهام آمریکا و کانادا به طور قابل توجهی

<sup>۱</sup> . Jones and Kaul

می‌توانست توسط شوک‌های قیمتی نفت از طریق تأثیر بر جریان‌های نقدی شرکت‌ها تشریح شوند در حالی که این امر برای ژاپن و انگلستان ضعیف بود.

هانگ، ماسولی و استول<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) اثر شوک‌های قیمت نفت بر بازار سرمایه آمریکا را آزمون کرده‌اند، آنها در چارچوب مدل خودرگرسیون برداری (VAR) به آزمون روابط پویا میان قیمت روزانه آتی نفت و بازده سهام پرداختند که به یک رابطه منفی بین بازده سهام و تغییر در قیمت آتی نفت دست یافتند، در واقع آنها با استفاده از داده‌های ماهانه ۱۹۷۰-۱۹۹۰ رابطه بین بازده آتی نفت و بازده سهام آمریکا را بررسی و به شواهدی مبنی بر رابطه معنی‌دار بین این دو دست نیافتند. سادورسکی (۲۰۰۳)، در مطالعه‌ای با استفاده از داده‌های ماهانه و روزانه طی دوره زمانی ژوئن ۱۹۸۶ تا دسامبر ۲۰۰۰، به بررسی ارتباط بین شوک‌های نفتی و شوک‌های قیمتی و شاخص قیمت سهام تکنولوژی پرداخت. نتایج حاصل از این مطالعه ارتباط مثبت و معنی‌دار این شوک‌ها را بر شاخص قیمت سهام تکنولوژی در آمریکا را تایید می‌کند.

پارک و راتی<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) با استفاده از مدل (VAR) و داده‌های مربوط به ۱۳ کشور اروپایی و آمریکای برای دوره (۱۹۸۶ الی ۲۰۰۵) به این نتیجه دست یافتند که پاسخ بازار سرمایه به شوک‌های نفتی بستگی به این دارد که کشور صادرکننده خالص نفت باشد یا واردکننده نفت. بر اساس نتایج این تحقیق بازده بازار سهام در کشورهایی مانند نروژ که صادرکننده خالص نفت هستند با قیمت نفت رابطه مثبت دارند و رابطه بازده بازار سهام و قیمت نفت در کشورهای واردکننده نفت رابطه منفی است.

جامازی و الوی<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) با به کارگیری مدل ترکیبی مارکف-سویچینگ خودرگرسیون برداری (MS-VAR) اثر شوک‌های قیمت نفت بر بازده سهام کشورهای ژاپن، فرانسه و انگلیس در دوره ۱۹۸۹ الی ۲۰۰۷ را بررسی نمودند. آنها یافتند که شوک‌های قیمت نفت اثر منفی بر بازده سهام دارند.

بروداستاک و فیلیز<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) طی مقاله‌ای در مورد همبستگی متغیر زمانی بین تأثیرات قیمت نفت از انواع مختلف (شامل تأثیرات: طرف عرضه‌ای، تقاضای کل و تقاضای خاص بازار نفت) و بازده

<sup>۱</sup> . Huang and Masulis and Stoll

<sup>۲</sup> .Park, and Ratti

<sup>۳</sup> .Jammazi and Aloui

<sup>۴</sup> . Broadstock and Filis

بازار سهام شواهد جدیدی بدست آوردند، آنها نمونه‌ی خود را از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۳ انتخاب کردند که در این تحقیق شاخص‌های بازار سهام کل را از دو کشور چین و آمریکا در نظر گرفتند. آنها به این نتیجه دست یافتند که نحوه‌ی پاسخ‌دهی بازار سهام به قیمت نفت با گذر زمان متفاوت است، و دریافتند که قیمت نفت تأثیرات مهمی بر بازار سهام این کشورها می‌گذارد و طبق نتایج کشور چین در مقایسه با آمریکا از انعطاف‌پذیری بیشتری نسبت به تغییرات قیمت برخوردار است. صمدی و همکاران (۱۳۸۶) با استفاده از داده‌های ماهانه (۲۰۰۶-۱۹۹۷) و به کارگیری مدل اقتصادسنجی گارچ، به بررسی شاخص قیمت جهانی طلا و نفت بر شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بر اساس نتایج قیمت نفت اثر منفی بر بازده بازار سهام ایران دارد.

حسینی نسب و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی نوسانات قیمت نفت بر بازده بازار سهام در ایران پرداختند. با استفاده از داده‌های ماهانه (۱۳۸۹-۱۳۷۶) و به کارگیری مدل (MS-VAR) به این نتیجه رسید که در فاز رکود و رونق بازده بازار سهام با نوسانات شدید و فاز رونق بازده بازار سهام با نوسانات ملایم اثر نوسانات قیمت نفت بر بازده بازار سهام مثبت است. به علاوه در فاز رکود بازده بازار سهام با نوسانات ملایم اثر نوسانات قیمت نفت بر بازده بازار سهام منفی می‌باشد.

ودیدی و حسینی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای به بررسی رابطه بازده غیرعادی سهام و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. آنها اطلاعات مورد نیاز برای دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ را جمع‌آوری و برای آزمون فرضیه‌ها، از روش رگرسیون چند متغیره استفاده کرده‌اند. نتایج تحقیقات‌شان نشان می‌دهد که از میان کلیه معیارهای ارزیابی عملکرد، تنها بین نسبت جاری، نسبت آنی، درصد بدهی به مجموع داراییها، گردش مجموع داراییها، درصد بازده مجموع داراییها، درصد سود به سود ناویژه، درصد سود عملیاتی به درآمد، درصد سود ناویژه به درآمد و نسبت P/E و P/B با بازده غیر عادی سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

شهبازی و همکاران (۱۳۹۲) در مقاله‌ای به بررسی تاثیر شوک‌های قیمت نفت ناشی از عرضه و تقاضای نفت خام بر بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند که با استفاده از یک مدل خودرگرسیون برداری ساختاری (SVAR) متغیرهای عرضه نفت خام، تقاضای جهانی برای کالاهای صنعتی، قیمت واقعی نفت خام و بازدهی واقعی سهام را تخمین زده‌اند. آنها به این نتیجه رسیدند که شوک عرضه نفت اثر معنی‌داری بر روی قیمت نفت ندارد و تنها شوک‌های تقاضای

نفت و تقاضای کل از عوامل مؤثر بر بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران محسوب می-شوند.

### فرضیه‌های پژوهش

در پژوهش حاضر بر اساس ادبیات و مبانی نظری مطرح شده درباره بررسی تأثیر نوسانات قیمت نفت بر بازده غیرعادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ فرضیه‌های زیر طراحی شده و در مراحل کار این فرضیه‌ها را مورد آزمون قرار خواهیم داد. نکته‌ی قابل ذکر اینکه برای رسیدن به نتیجه در مورد فرضیه‌ی اصلی دو فرضیه فرعی بیان می‌شود که پس مورد آزمون قرار دادن این دو فرضیه؛ می‌توانیم فرضیه اصلی را رد یا تأیید نماییم. شرط پذیرفتن فرضیه اصلی این می‌باشد که یکی از فرضیه‌های فرعی تأیید شود.

**الف) فرضیه اصلی:** نوسانات قیمت نفت با بازده غیرعادی سهام رابطه معنی‌داری دارد.

### ب) فرضیه‌های فرعی:

۱- نوسان منفی قیمت نفت با بازده غیرعادی سهام رابطه معنی‌دار دارد.

۲- نوسان مثبت قیمت نفت با بازده غیرعادی سهام رابطه معنی‌دار دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از بعد مخاطب استفاده کننده از نوع تحقیقات کاربردی است و از بعد هدف از نوع تحقیقات توصیفی است که به شیوه تحقیق همبستگی<sup>۱</sup> صورت می‌گیرد. برای گروه‌بندی شرکت‌ها در صنایع مختلف، طبقه‌بندی بورسی در نظر گرفته شده است و در تجزیه و تحلیل اطلاعات نیز از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده می‌شود. جامعه آماری ابتدایی ما کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که در نهایت با اعمال محدودیت، و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک جامعه آماری تحقیق کاهش یافته است و ۹۶ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. سپس کلیه‌ی اطلاعات مورد نیاز جهت انجام این پژوهش از بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز و نشریه‌های بورس جمع‌آوری گردید. لازم به ذکر است که متغیرهای پژوهش با نرم افزار Excel محاسبه و با استفاده از نرم افزار 6 Eviews و JMulti تجزیه و تحلیل شده است.

<sup>۱</sup> . Correlational research



### مدل تصحیح خطای برداری ساختاری

به دنبال ایجاد مدل‌های اولیه<sup>۱</sup> SVAR که بر پایه مدل‌های خود رگرسیون برداری غیر ساختاری بنا شده‌اند، تحلیل‌های ساختاری مدل‌های خود رگرسیون برداری با متغیرهای هم‌جمع، با لحاظ کردن عبارت تصحیح خطا در تحلیل تأثیرات بلندمدت، بر مدل‌های تصحیح خطای برداری VEC بنا می‌شود. حاصل مدل‌های SVEC<sup>۲</sup> به شکل زیر بیان می‌شوند:

$$A\Delta y_t = \pi \cdot y_{t-p} - \sum_{i=1}^p r_i \Delta y_{t-i} + B\epsilon_t \quad \text{رابطه (۱)}$$

خصوصیت کلیدی SVECS از لحاظ خصوصیات هم‌جمعی داده‌ها در تعریف محدودیت‌های ساختاری، در تأثیر نهایی نوسان‌ها است [بریتنگ و همکاران، ۲۰۰۴].

### داده‌های تحقیق و تصریح مدل

داده‌های تحقیق پیش رو، شامل سری‌های زمانی متغیرها می‌باشد که از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۲ را در بر می‌گیرد. استفاده از متغیرهای سالانه، مانع از شناخت به موقع وضعیت جاری اقتصاد می‌گردد. این داده‌ها از نشریات مختلف بانک مرکزی و گزارش‌های آماری سالانه بورس اوراق بهادار تهران و سایت‌های OPEC, BLS و IFS گردآوری شده‌اند. متغیرهای مورد استفاده در این مطالعه عبارتند از:

LRPOIL: لگاریتم قیمت نفت،

LTEPIX: لگاریتم شاخص کل بازده غیر عادی سهام،

LRGDP: لگاریتم تولید ناخالص،

LCPI: لگاریتم شاخص قیمت مصرف‌کننده،

LRM: لگاریتم حجم پول حقیقی که از تقسیم حجم پول اسمی بر شاخص قیمت مصرف‌کننده ایران بدست آمده است.

LRERX: نرخ ارز حقیقی است که این نرخ از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

<sup>۱</sup> . Structural Vector Auto Regressive

<sup>۲</sup> . Structural Vector Error Correction

رابطه (۲)

$$REXR = \frac{EXR \cdot CPIUSA}{CPI}$$

که در آن:

EXR: نرخ ارز اسمی بازار آزاد، CPIUSA: شاخص قیمت مصرف کننده آمریکا، CPI: شاخص قیمت مصرف کننده ایران می باشد.

برای حقیقی کردن قیمت نفت در متغیر لگاریتم قیمت حقیقی نفت خام برنت (LRPOIL) از شاخص قیمت مصرف کننده (CPI) ایالات متحده آمریکا استفاده شده است.

### تصریح غیر خطی قیمت نفت

پژوهشگران تکنیک های متفاوتی را برای جدا کردن نوسان های مثبت از نوسان های منفی قیمت نفت به کار گرفته اند. در این مطالعه از روش مورک (۱۹۸۶) و هامیلتون (۱۹۹۶) برای تجزیه و تحلیل نوسان ها استفاده می شود.

بر آورد الگوی تحقیق در دو تصریح مختلف متناظر با دو معیار مذکور انجام می شود:

۱- تصریح اول: معیار مورک

مورک (۱۹۸۶) نرخ های مثبت تغییرات قیمت نفت را به عنوان نوسان های مثبت و نرخ های منفی قیمت نفت را به عنوان نوسان های منفی به صورت ذیل تعریف می کند:

$$Pops = \{ \Delta \ln \text{ oil } \text{ if } \Delta \ln \text{ oil } > 0, 0 \text{ otherwise} \}$$

$$Nops = \{ -\Delta \ln \text{ oil } \text{ if } \Delta \ln \text{ oil } < 0, 0 \text{ otherwise} \}$$

رابطه (۳)

۲- تصریح دوم: معیار هامیلتون

هامیلتون (۱۹۹۶) یک روش تبدیل غیر خطی متفاوت با نام افزایش خالص قیمت نفت (NOPI) به عنوان نماینده ی مناسب برای نوسان های نفتی در کشورهای وارد کننده ی نفت معرفی کرده است. تصریح مذکور به صورت زیر تعریف می شود:

$$NOPI_t = \max \{ \ln \text{ oil }_t - \max ( \text{ oil }_{t-1}, \ln \text{ oil }_{t-2}, \ln \text{ oil }_{t-3} ), 0 \} \quad \text{رابطه (۴)}$$

بر اساس رابطه فوق، قیمت نفت در یک فصل (t) با ماکزیمم مقدار نفت در طول سال قبل مقایسه می شود. اگر در این فصل افزایش پیدا کرده باشد، آن را در نظر گرفته و در غیر این صورت آن را صفر قرار می دهند. در ادبیات موضوع، کاهش قیمت نفت برای کشورهای وارد کننده یک نوسان منفی محسوب نمی شود؛ در حقیقت از آن جا که مطالعه هامیلتون معطوف به کشورهای وارد کننده نفت است، افزایش قیمت نفت به عنوان نوسان منفی محسوب شده است. لذا با الهام از تعریف هامیلتون، نوسان نفتی منفی برای کشورهای صادر کننده نفت به صورت زیر تعریف می شود:

$$\text{NOPD } t = -\min \{ \ln \text{ oil } t - \min (\ln \text{ oil } t-1, \ln \text{ oil } t-2, \ln \text{ oil } t-3), 0 \} \quad (\text{رابطه ۵})$$

NOPD<sup>۱</sup> کاهش خالص قیمت نفت خام است. بر اساس معیار مذکور نوسان منفی نفت، کاهش قیمت نسبت به حداقل قیمت در سه دوره قبل محسوب می شود. به نظر می رسد که معیار مذکور نماینده ی بهتری از نوسان های منفی نفت در کشورهای صادر کننده نفت باشد. برای این که بین تصریح های غیر خطی، یکی را انتخاب نماییم از معیارهای آکائیک (AIC) و شوارتز (SC) استفاده شده است.

### بازده غیرعادی سهام

بازده غیرعادی سهام برابر است با تفاوت بین نرخ بازده شرکت (بازده واقعی) و بازده بازار (بازده مورد انتظار)، برای تعیین بازده غیرعادی از مدل تعدیل شده بازار (مدل ساده بازار) استفاده می شود [۲]:

$$\text{AR}_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (\text{رابطه ۶})$$

که در این معادله داریم:

$\text{AR}_{it}$  = نرخ بازده غیرعادی اوراق بهادار i در طول دوره ی  $t$ ،  $R_{it}$  = نرخ بازده واقعی اوراق بهادار i در طول دوره ی  $t$ ،  $R_{mt}$  = نرخ بازده بازار اوراق بهادار در دوره ی  $t$

<sup>۱</sup> . Net Oil Price Decrease

## یافته‌های پژوهش

### تفسیر مدل‌های تصحیح خطای برداری ساختاری

از آن جا که مدل‌های تصحیح خطای برداری ساختاری را نمی‌توان مشابه سیستم معادلات ساختاری تفسیر و تحلیل کرد، این کار را با استفاده از توابع واکنش آنی و تجزیه‌های واریانس خطای پیش بینی انجام می‌دهیم. این دو ابزار از بیان مدل‌های SVEC به صورت نمایش میانگین متحرک به دست می‌آیند.

### توابع عکس‌العمل آنی<sup>۱</sup>

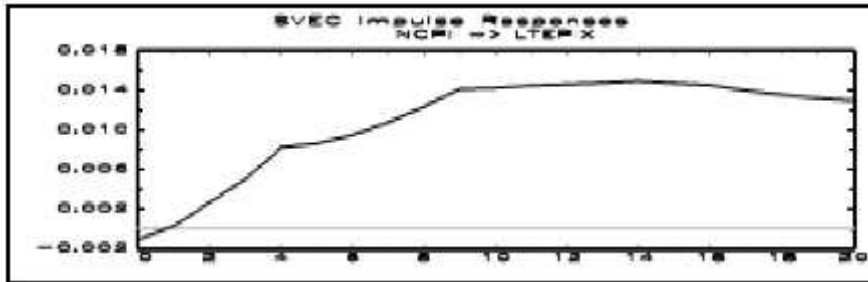
در این قسمت نتایج بدست آمده از توابع واکنش آنی و نیز تحلیل ناطمینانی این توابع در سه حالت فاصله اطمینان صدکی افزون<sup>۲</sup>، فاصله اطمینان صدکی هال<sup>۳</sup>، فاصله اطمینان صدکی Studentized هال<sup>۴</sup> آورده شده است.

### نوسان مثبت قیمت نفت

نتایج حاصل از توابع واکنش آنی در این حالت حاکی از اثر مثبت و افزایشی نوسان مثبت قیمتی نفت بر شاخص بازده غیر عادی سهام در تمامی دوره‌ها است. وقوع نوسان مثبت قیمت نفت باعث شکل‌گیری انتظارات خوش بینانه در مورد ایجاد رونق و افزایش فعالیت‌ها در سطح سودآوری آنها باعث می‌شود که شاخص بازده غیر عادی سهام نیز با رشد مواجه شود. به بیان دیگر افزایش منابع تأمین مالی دولت، گسترش سرمایه‌گذاری‌ها، رونق بخش خارجی اقتصاد و به طور خلاصه انتظار رشد اقتصادی ناشی از نوسان افزایشی قیمت نفت، اثر مثبت بر انتظار شرکت‌ها گذاشته و باعث شکل‌گیری انتظارات خوش بینانه در مورد ایجاد رونق و افزایش فعالیت‌ها در سطح سودآوری آنها می‌شود که شاخص بازده غیر عادی سهام نیز با رشد مواجه شود.

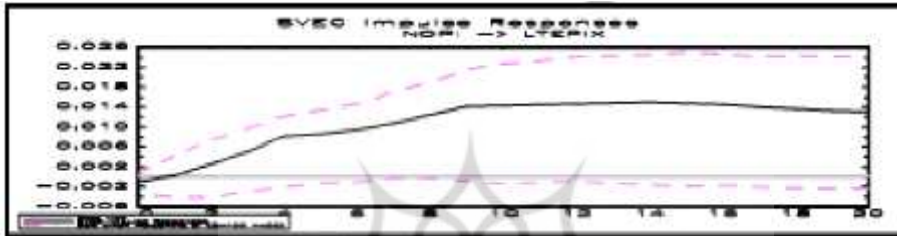
شکل ۱. نمودار واکنش آنی LITEPIX به نوسان یک انحراف معیار از NOPI

<sup>۱</sup>. Impulse Response Functions  
<sup>۲</sup>.Efron Percentile CI  
<sup>۳</sup>.Hall Percentile CI  
<sup>۴</sup>.Hall Studentized Percentile CI



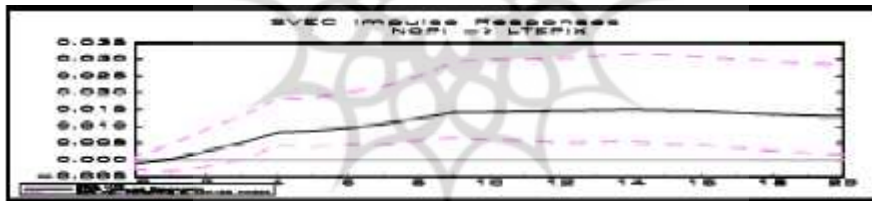
Efron Percentile CI (B=100 h=20)

شکل ۲. نمودار فواصل اطمینان واکنش آتی LTEPIX به نوسان یک انحراف معیار از NOPI



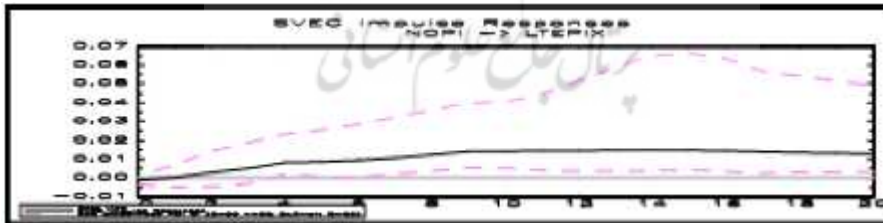
Hall Percentile CI (B=100 h=20)

شکل ۳. نمودار فواصل اطمینان واکنش آتی LTEPIX به نوسان یک انحراف معیار از NOPI



Hall Studentized Percentile CI (B=100 h=20 St. Error: B=100)

شکل ۴. نمودار فواصل اطمینان واکنش آتی LTEPIX به نوسان یک انحراف معیار از NOPI

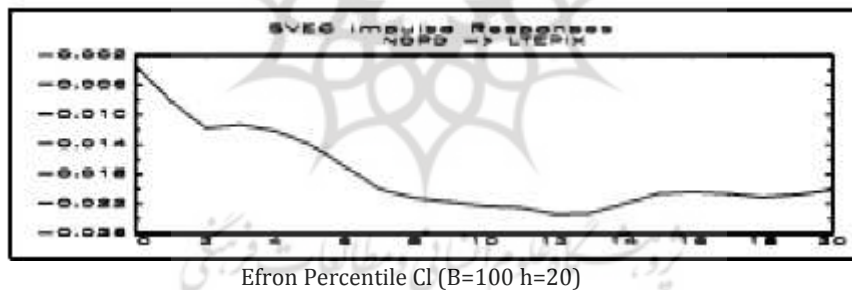


منبع: خروجی نرم افزار JMulti

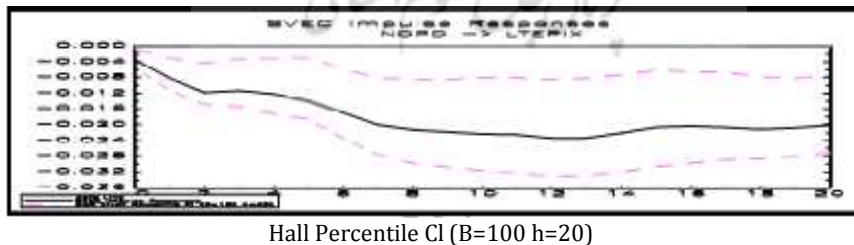
نوسان منفی قیمت نفت

نتایج حاصل از توابع واکنش آنی در این حالت حاکی از اثر منفی نوسان قیمت نفت در تمامی دوره‌ها بر شاخص بازده غیر عادی سهام است. نوسان منفی قیمت نفت یک نوع نا اطمینانی در اقتصاد داخلی کشور ایجاد می‌کند و با توجه به وابسته بودن بسیاری از متغیرهای کلان اقتصادی به قیمت نفت، نا اطمینانی این متغیر سبب تأثیر منفی بر این متغیرها و از جمله شاخص بازده غیر عادی سهام می‌شود. نوسان کاهشی قیمت نفت باعث می‌شود که طرح‌های سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها دستخوش عدم اطمینان گردد و از آن جا که سودآوری شرکت‌ها تحت تأثیر درآمد نفتی قرار می‌گیرد، بازده غیر عادی سهام کاهش می‌یابد. در حقیقت با کاهش قیمت نفت در بازارهای جهانی، درآمدهای حاصل از آن نیز کاهش می‌یابد و بخش‌های مختلف اقتصادی کشور را دچار مشکل می‌کند زیرا نوسان این درآمدها موسسات و واحدهای تولیدی را در تأمین کالاها و مواد اولیه تحت فشار قرار می‌دهد و این بنگاه‌ها با کمترین ظرفیت تولیدی به کار ادامه می‌دهند و رکود اقتصادی حاکم سودآوری آنها را کاهش داده و موجب کاهش بازده غیر عادی سهام می‌شود.

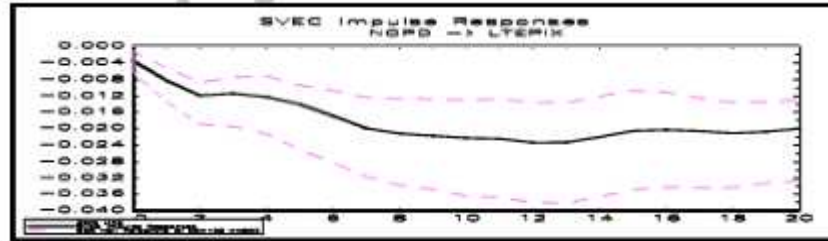
شکل ۵. نمودار واکنش آنی LTEPIX به نوسان یک انحراف معیار از NOPD



شکل ۶. نمودار فواصل اطمینان واکنش آنی LTEPIX به نوسان یک انحراف معیار از NOPD

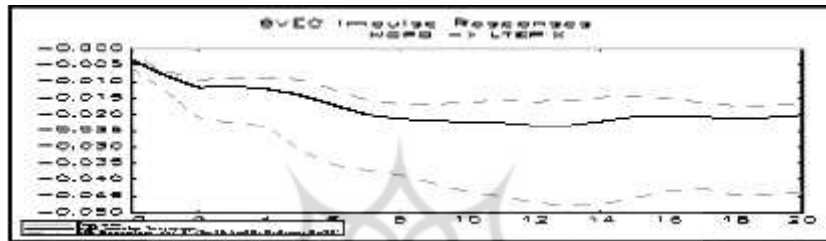


شکل ۷. نمودار فواصل اطمینان واکنش آنی به نوسان یک انحراف معیار از LTEPIX



Hall Studentized Percentile CI (B=100 h=20 St. Error: B=100)

شکل ۸. نمودار فواصل اطمینان واکنش آنی LTEPIX به نوسان یک انحراف از NOPD



منبع: جروجی نرم افزار JMulti

نتایج حاصل از تشکیل فواصل اطمینان توابع واکنش آنی نشان می‌دهد واکنش آنی شاخص بازده غیر عادی سهام به نوسان‌های نفتی در تمامی حالات، برآوردهای قابل قبولی را ارائه می‌دهند زیرا فواصل اطمینان ترسیم شده حول واکنش‌های آنی باریک بوده چرا که فواصل اطمینان باریک‌تر حاکی از اطمینان و دقت بالاتر در برآوردهای حاصله است، همچنین عدم شمول خط صفر واکنش آنی شاخص بازده غیر عادی سهام به نوسان‌های نفتی، مبین این نکته است که می‌توان استنباط قوی از نتایج حاصله از آن به عمل آورد زیرا چنانچه فاصله اطمینان در طول یک دوره شامل خط صفر باشد، بدان معنی است که در یک سطح اطمینان مشخص یک واحد نوسان نفت، بازده غیر عادی سهام را تحت تاثیر قرار نخواهد داد.

### آزمون فرضیه‌ها

در این بخش آزمون فرضیه‌ها در قالب مدل رگرسیونی چند متغیره صورت می‌گیرد. لازم به ذکر است که در این پژوهش، با توجه به مقدار  $F$  لیمر و بر اساس آزمون هاسمن از مدل‌های رگرسیونی مناسب برای بررسی فرضیه‌های تحقیق استفاده خواهیم نمود؛ برای دستیابی به یک

نتیجه‌ی معقول ابتدا فرضیه‌های فرعی را مورد آزمون قرار خواهیم داد تا به وسیله‌ی آنها فرضیه اصلی رد یا تأیید شود.

### آزمون فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول: نوسان منفی قیمت نفت با بازده غیرعادی سهام رابطه معنی‌دار دارد. مقدار احتمال آماره  $F$  لیمر در جدول شماره ۱ کم‌تر از سطح معنی‌داری ۵ درصد بوده و لذا، برای آزمون فرضیه فوق استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتفی است. مقدار احتمال آماره هاسمن بیشتر از سطح معنی‌داری ۵ درصد می‌باشد؛ لذا، دلیل کافی برای رد الگوی اثرات تصادفی نداریم و برای آزمون فرضیه فرعی اول از الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌کنیم.

جدول ۱. نتایج آزمون  $F$  لیمر و هاسمن

انتخاب داده‌ها و الگو	نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	آماره آزمون
داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی	$F$ لیمر	۲۵/۸۶	(۹۶ و ۵۷۶)	۰/۰۰۱۱
الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی	هاسمن	۱۱	۳۳/۱۱	۰/۰۸۵۶

با توجه به جدول زیر مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات تصادفی تأثیر نوسان منفی قیمت نفت با بازده غیرعادی سهام رابطه مثبت (۰/۰۹۱) و با توجه به احتمال آماره  $t$  (۰/۱۲۹۶) معنی‌دار نمی‌باشد. نتایج مربوط به آماره  $F$  نیز نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین واتسون، فاقد مشکل همبستگی است. علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که ۲۸۱ درصد از تغییرات بازده غیرعادی سهام تحت تأثیر کاهش قیمت نفت بوده است. با توجه به معنی‌دار نبودن تأثیر نوسانات منفی قیمت نفت بر بازده غیرعادی سهام، فرضیه فرعی اول رد گردیده و مورد تأیید واقع نمی‌شود.

جدول ۲. مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات تصادفی تأثیر نوسان منفی قیمت نفت با بازده غیرعادی سهام

متغیرها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره $t$	احتمال آماره $t$
مقدار ثابت	۱/۷	۱/۷۷	۰/۰۷۹۴
کاهش قیمت نفت	۰/۰۹۱	۰/۲۲	۰/۱۲۹۶
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره $F$	آماره دوربین واتسون
۰/۳۴۳	۰/۲۸۱	۰/۰۰۱۱	۱/۹۷



### آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم: نوسان مثبت قیمت نفت با بازده غیرعادی سهام رابطه معنی دار دارد. مقدار احتمال آماره  $F$  لیمر در جدول شماره ۳ کم تر از سطح معنی داری ۵ درصد بوده و لذا، برای آزمون فرضیه فوق استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتفی است. مقدار احتمال آماره هاسمن بیشتر از سطح معنی داری ۵ درصد می باشد؛ لذا، دلیل کافی برای رد الگوی اثرات تصادفی نداریم و برای آزمون فرضیه فرعی دوم از الگوی اثرات تصادفی استفاده می کنیم.

جدول ۳. نتایج آزمون  $F$  لیمر و هاسمن

انتخاب داده‌ها و الگو	نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	آماره آزمون
داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی	$F$ لیمر	۸/۸۳	(۹۶ و ۵۷۶)	۰/۰۲۱۳
الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی	هاسمن	۱۱	۷۰/۷۰	۰/۰۹۴۵

با توجه به جدول زیر که نتایج آزمون فرضیه‌ی ما است، مدل رگرسیون ترکیبی اثرات تصادفی تأثیر نوسان مثبت قیمت نفت با بازده غیرعادی سهام نشان می‌دهد که این رابطه تأثیر مثبت (۰/۰۳۳) و با توجه به احتمال آماره  $t$  (۰/۰۲۸) معنی دار می باشد. نتایج مربوط به آماره  $F$  نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی دار بوده و با توجه به آماره دوربین- واتسون فاقد مشکل همبستگی است. علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۶۸۲ درصد از تغییرات بازده غیر عادی سهام تحت تأثیر افزایش قیمت نفت بوده است. با توجه به معنی دار بودن تأثیر نوسان مثبت قیمت نفت بر بازده غیر عادی سهام فرضیه فرعی دوم رد نگردیده و مورد تأیید واقع می شود.

جدول ۴. مدل رگرسیون ترکیبی اثرات نوسان مثبت قیمت نفت بر بازده غیر عادی سهام

متغیرها	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره $t$	احتمال آماره $t$
مقدار ثابت	۱/۹۸	۲/۸۲	۰/۰۰۴۹
افزایش قیمت نفت	۰/۰۳۳	۱/۳۵	۰/۰۲۸
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	احتمال آماره $F$	آماره دوربین واتسون
۰/۷۲۱	۰/۶۸۲	۰/۰۲۱۳	۱/۹۴۷

### فرضیه اصلی

فرضیه اصلی: نوسانات قیمت نفت با بازده غیرعادی سهام رابطه معنی داری دارد. آزمون فرضیه اصلی با بررسی نتایج فرضیه‌های فرعی، و توجه به دو جزء منفی و مثبت نوسانات قیمت نفت؛ و با پیش شرط پذیرفتن فرضیه اصلی در صورت تأیید یکی از فرضیه‌های فرعی؛ صورت می‌پذیرد. اکنون که فرضیه فرعی دوم ما تأیید شده است پس معنی دار بودن نوسانات قیمت نفت با بازده غیرعادی سهام اثبات می‌شود. و نتیجه‌گیری اینکه فرضیه اصلی رد نگردیده و مورد تأیید واقع می‌شود.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

قیمت نفت یکی از متغیرهای کلیدی هر اقتصاد است که در تعیین موقعیت اقتصاد هر کشور نقش بسزایی دارد. اقتصاد جهان در سال‌های مختلف نوسانات مثبت و منفی زیادی را در 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 روبه‌رو کرده است و موجب شده تا آنها برای در امان ماندن از تأثیرات منفی ناشی از این نوسانات تدابیر مختلفی بیندیشند. بازار بورس اوراق بهادار هم به عنوان یکی از بخش‌های اقتصاد می‌تواند تحت تأثیر این نوسانات قرار گیرد. شرکت‌های بی‌شماری در سراسر دنیا خواه در فرآیند چرخه حیات اقتصادی و خواه از طریق برنامه خصوصی سازی شرکت‌های دولتی، با عرضه سهام خود به عموم مردم، برای نخستین بار وارد بازار سرمایه می‌شوند. نظر به اینکه عرضه اولیه سهام برای یک شرکت در حال رشد عمده‌ترین منبع تأمین مالی آن به شمار می‌رود سعی می‌کنند تا با عملکردی مطلوب و تعیین قیمتی مناسب در عرضه اولیه، جریان‌های نقدی حاصل را برای شرکت حداکثر سازند. پس از زمان عرضه اولیه سهام به عموم، برای شرکت‌ها بازدهی غیرعادی از اهمیت خاصی برخوردار می‌باشد و این بازده از عوامل مختلفی تأثیر می‌پذیرد و نقش مهمی در پیشرفت شرکت ایفا می‌کند و ممکن است قیمت نفت یکی از این عوامل باشد.

در پژوهش حاضر به بررسی ارتباط بین نوسانات قیمت نفت و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد، که در این راستا از مدل خودرگرسیون برداری ساختاری استفاده شد. طبق آزمون فرضیه‌های تحقیق، به این نکته دست یافتیم که بازده غیرعادی سهام شرکت‌های نمونه، در دوره‌ی تحقیق (یعنی از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲) با نوسانات

قیمت نفت ارتباط معنی داری دارد و تحت تأثیر قرار می‌گیرد. طبق نتایج آزمون فرضیه فرعی اول مشخص شد که نوسانات منفی قیمت نفت (یا روند کاهشی آن) تأثیری در بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها ندارد و این نکته می‌تواند یک آسودگی خاطری برای سرمایه‌گذاران ایجاد نماید.

اما نتایج فرضیه فرعی تحقیق نشان از ارتباط معنی‌دار بین نوسانات مثبت قیمت نفت (یا روند افزایشی آن) و بازده غیرعادی سهام، دارد. نتیجه‌ی بدست آمده می‌تواند برای فعالان بازار سرمایه و همچنین مدیریت بورس اوراق بهادار تهران جالب توجه باشد، زیرا که در زمان روند افزایش قیمت نفت بازدهی شرکت‌های عضو سازمان بورس بهبود می‌یابد و در نتیجه تمایل سرمایه‌گذاران به خرید سهام افزایش پیدا می‌کند که این کار باعث افزایش شاخص بورس نیز می‌شود.

بازار سرمایه به عنوان بازاری که سهام بخش عمده‌ای از تولیدکنندگان در آن معامله می‌شود و همواره متأثر از شرایط تولیدی کشور، رونق و رکود اقتصادی و در کل متغیرهای کلان کشور است؛ لازم است تا به مرور زمان نتایج تحقیقات قبلی مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گیرد و در صورت دستیابی به نتایج جدید، اطلاعات به روز تری در اختیار جامعه‌ی اقتصادی کشور گذاشت. از آنجا که قیمت نفت بر رشد اقتصادی و وضعیت تولیدی کشور اثر دارد طبیعی است که انتظار داشته باشیم که قیمت نفت بر بازده بازار سرمایه اثرگذار باشد. در همین راستا مطالعات مختلفی اثر نوسانهای قیمت نفت را بر متغیرهایی همچون؛ بازده بازار سهام، شاخص قیمت بورس، و یا بر بازده سهام شرکت‌ها را در کشورهای مختلف و با مدل‌های مختلف بررسی نموده‌اند. در مجموع، با توجه به نتایجی که از این مدل‌ها به دست آمده است مطالعات در این رابطه را می‌توان به چهار گروه اصلی تقسیم کرد: گروه اول شامل مطالعاتی می‌شود که از وجود رابطه منفی معنی‌داری بین قیمت نفت و بازده سهام حمایت می‌کنند، پژوهش‌های جونز و کوال (۱۹۹۶)، سادرسکی (۱۹۹۹)، جامازی و الوی (۲۰۱۰) از جمله‌ی این موارد می‌باشند.

گروه دوم طبق مطالعاتی که انجام داده‌اند مدارکی را ارائه می‌دهند که ثابت می‌کند بین قیمت نفت و بازده سهام شرکت‌ها رابطه‌ی مثبت وجود دارد، تحقیقات الشریف و همکاران (۲۰۰۵) و سادورسکی (۲۰۰۱) در این گروه قرار می‌گیرند.

گروه سوم وجود رابطه بین قیمت نفت و بازده سهام را تأیید می‌کنند، اما با توجه به شرایط مثبت یا منفی بودن این رابطه تغییر می‌کند. که باز می‌توان به تحقیقات پارک و راتی (۲۰۰۸) و کیلیان و پارک (۲۰۰۷) اشاره کرد.

در نهایت گروه چهارم نیز اثبات می‌کنند که هیچ رابطه معنی‌داری بین قیمت نفت و بازده نفت وجود ندارد. که تحقیقات آپرگیس و میلر (۲۰۰۹) و میلر و راتی (۲۰۰۹) از نمونه‌های این گروه می‌باشند.

مرور و مقایسه‌ی هر یک از گروه‌ها حکایت از متغیر بودن نتایج مربوط به حوزه‌ی نفت دارد، و در هر کشور با توجه به شرایط آن نتایج متفاوتی از خود نشان می‌دهد. یکی از شرایط محیطی (علاوه بر درحال توسعه یا توسعه یافته بودن) این است که آن کشور به طور خالص عرضه‌کننده نفت است یا تقاضاکننده نفت. با توجه به اینکه ایران عرضه‌کننده نفت است، علاوه بر آثاری که تغییرات قیمت نفت به یک کشور مصرف‌کننده انرژی دارد می‌تواند از طریق تغییر در درآمد نفتی نیز منشأ تغییراتی در کشور باشد. از این رو، اهمیت بررسی رابطه قیمت نفت و بازار سهام در کشورهای نفتی مانند ایران به دلیل اثرگذاری از راه‌های متفاوتی که دارد، اثبات می‌شود.

### پیشنهاد برای تحقیقات آینده

پس از انجام مراحل یک تحقیق علمی، اگر تحقیق یک روند نظام‌مند و پژوهش‌گرایانه داشته باشد؛ نتایج بدست آمده توسط پژوهشگر، به وی این امکان را می‌دهد تا پیشنهاداتی در مورد یافته‌ها و نتایج تحقیق بیان کند و علاوه بر آن؛ راه‌کارها و پیشنهاداتی به منظور بهبود و گسترش پژوهش‌های آتی ارائه دهد. در پایان این تحقیق هم پیشنهاداتی به شرح زیر بیان می‌شود:

- ۱- به عنوان گسترش و ادامه‌ی این تحقیق می‌توان مطالعه‌ی دیگری با عنوان بررسی تأثیر نوسانات قیمت نفت بر بازده غیرعادی تجمعی سهام در دوره‌ی زمانی طولانی‌تر، انجام شود.
- ۲- پیشنهاد می‌شود ارتباط بین نوسان قیمت نفت و کارآیی بازار سرمایه ایران بررسی شود تا اثر نفت و نوسان قیمت آن بر اقتصاد ایران بهتر و واضح‌تر روشن گردد.
- ۳- اثرات متغیر مستقل این تحقیق یعنی نوسان قیمت نفت بر بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام عرضه شده در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی قرار گیرد.
- ۴- برخی صنایع با توجه به نوسانات قیمت نفت تأثیر مستقیم یا غیرمستقیم می‌پذیرند، مثلاً هنگامی که قیمت نفت با روند افزایشی روبه‌رو است ارزش بیشتری وارد کشور می‌شود و برروی عملکرد بازده سهام این شرکت‌ها اثر می‌گذارد و همچنین انتظار عمومی نسبت به این شرکت‌ها بالا می‌رود، با توجه به این؛ پیشنهاد می‌شود پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر نوسانات مثبت قیمت نفت بر

بازده شرکت‌ها برحسب صنایع خاص (منظور صناعی که تأثیر بیشتری از این نوسانات می‌پذیرند) انجام شود.

### منابع

- ۱- آذر، عادل و مؤمنی، منصور (۱۳۹۱)، **آمار و کاربرد آن در مدیریت (تحلیل آماری)**، چاپ شانزدهم، تهران، انتشارات سمت.
- ۲- ایزدی‌نیا، ناصر. (۱۳۸۲)، ارزشیابی واحدهای تجاری با استفاده از مدل‌های ارزش افزوده اقتصادی و جریان نقدی آزاد و تعیین شکاف قیمت و ارزش سهام، پایان‌نامه دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران.
- ۳- عباسی، ابراهیم و بالاورد، مهدی. (۱۳۸۸)، آزمون پدیده ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه سهام و عملکرد بلند مدت آن در بورس تهران، **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، شماره ۳، صص ۱۶-۱.
- ۴- جونز، چارلز پی (۲۰۰۳)، **مدیریت سرمایه‌گذاری** (ترجمه رضا تهرانی و عسگر نوربخش، «۱۳۸۶»)، تهران، انتشارات نگاه دانش، چاپ سوم.
- ۵- عباسی نژاد، حسین (۱۳۸۰)، **اقتصاد سنجی (مبانی و روشها)**، تهران، انتشارات دانشگاه تهران.
- ۶- قنبری، علی (۱۳۹۰)، اقتصادهای نفتی، تهران، نشر چالش.
- ۷- مهرآرا، محسن، مکی نیری، مجید. (۱۳۸۸)، بررسی روابط غیرخطی میان درآمدهای نفتی و رشد اقتصادی با استفاده از روش حد آستانه‌ای (مورد ایران)، **مجله مطالعات اقتصاد انرژی**، شماره ۲۲.
- ۸- نقش تکانه‌های نفتی در چرخه‌های تجاری در ایران، تهران، **فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی**، (۱۳۸۵).
- ۹- وکیل، امیرساعد (۱۳۸۰)، **اوپیک در یک نگاه**، تهران، انتشارات مجمع علمی و فرهنگی مجد، چاپ سوم.
- 10- Abhyankar, A., Xu, B., Wang, J. (2013), Oil price shocks and the stock market: Evidence from Japan, **Energy Journal** (34).
- 11- Aliyu, s. (2009), impact of oil price shock and exchange rate volatility on economic growth in nigeria: an empirical investigation, **research journal of international studies**, (11), pp.4-15.
- 12- Alquist, R., Kilian, L. (2010), What do we learn from the price of crude oil futures?, **Journal of Applied Econometrics** (25).
- 13- Arouri, M.E.H. (2012), Stock returns and oil price changes in Europe: A sector analysis, The Manchester School (80).
- 14- Baltagi, B. H. (2005), **Econometric Analysis of Panel Data**, John Wiley & Sons Inc, (Eds), New York, USA.
- 15- bhojraj,s, and lee,c. (2002),who is my peer? Avaluation-based approach to selection of comparable firms, **journal of accounting research**, (40), pp. 209-249
- 16- broadstock, d, and filis, g.(2014), oil price shocks and stock market return new evidence from the united states and china.

- 17- Broadstock, D.C., Cao, H., Zhang, D. (2012), Oil shocks and their impact on energy related stocks in China. **Energy Economics** (34), 1888-1895.
- 18- Elyasiani, E., Mansur, I., Odusami, B. (2011), Oil price shocks and industry stock returns. **Energy Economics** (33).
- 19- Filis, G., Chatziantoniou, I. (2013). Financial and monetary policy responses to oil price shocks: evidence from oil-importing and oil-exporting countries. **Review of Quantitative Finance and Accounting**.
- 20- filis, g., degiannakis, s., floros, c. (2011), dynamic correlation between stock market and oil prices: the case of oil-importing and oil-exporting countries. **International review of financial analysis** (20), pp. 152-164.
- 21- Hamilton, J.D. (1996). This is what happened to the oil price-macroeconomy relationship. **Journal of Monetary Economics** (38).
- 22- Hamilton, J.D., Wu, J.C. (2012), Risk Premia in Crude Oil Futures Prices, Working paper, University of California at San Diego.
- 23- jones, c. M., kaul, g., (1996), oil and the stock market, **journal of finance** (51),pp. 463-491.
- 24- Mork, K.A. (1989), Oil and the macroeconomy when prices go up and down: An extension of Hamilton's results. **Journal of Political Economy** (91).
- 25- park, j. And r. A. Ratti, (2008), oil price shock markets in the u.s. And 13 european countries, **energy economics** (30).
- 26- sadorsky, p., (1999), oil price shocks and stock market activity, **Energy economics** (21), pp.449-469.
- 27- Yang J ,Hailin Qu and Kim W. (2009), Merger abnormal returns and payment methods of hospitality firms, **Journal of Hospitality Management**, (28), pp. 285-579.

## Effects of oil price fluctuations on abnormal stock returns companies accepted in tehran stock exchange

### Abstract

Fluctuations in oil prices a major factor in many of the economic crisis in the oil exporting and importing countries. Stock exchange is one of the main components of the financial markets is that economic growth and development role in the country. The aim of this research reviews the impact of oil price fluctuations on abnormal stock returns of companies accepted in tehran stock exchange is structured using vector error correction model in this study using screening techniques, during 1388-1392, 96 companies from accepted in tehran stock exchange is selected. The research of the type of applied research and is the target of the kind of descriptive research that practices solidarity. After collecting the data, the variables are calculated and then using panel data regression model and random effects model to examine relationships between variables was investigated. Hypothesis test results indicate that oil price fluctuations and abnormal stock returns of companies tehran stock exchange has a significant relationship

**Key word:** *Negative fluctuations Oil price, Abnormal stock returns, positive fluctuations Oil price, Structural Vector Error Correction model (SVEC).*

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی