

تأثیر تغییرات قیمت نفت بر شاخص سهام بورس ایران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۷/۳۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۹/۰۱

کد مقاله: ۹۶۸۱۴

یکتا عباسیان^۱

چکیده

اقتصاد ایران وابسته به صادرات نفت و درآمدهای حاصل از آن است. نفت سهم بالایی در تولید ناخالص ملی داشته و صادرات نفت منبع اصلی تأمین ارز مورد نیاز جهت واردات کشور است. تعیین قیمت نفت به عوامل متعددی مانند آب و هوا، عملکرد اوپک و ... بستگی دارد که اغلب خارج از کنترل تولیدکنندگان نفت خام است میزان صادرات نیز بر اساس سهمیه تعیین شده از سوی سازمان کشورهای صادرکننده (نفت اوپک) که ایران یکی از اعضای آن است، تعیین می‌شود. برون‌زا بودن قیمت نفت باعث می‌شود که هرگونه نوسان قیمت نفت موجب نوسان در هزینه جاری، عمرانی و دیگر برنامه‌های دولت شود. هدف از انجام این پژوهش بررسی و شناسایی تأثیر تغییرات قیمت نفت بر شاخص سهام بود. روش پژوهش بر اساس نحوه گردآوری داده‌ها، از نوع توصیفی می‌باشد. این پژوهش در بازه زمانی نیمه دوم سال ۱۳۹۶ لغایت نیمه اول سال ۱۳۹۷ انجام و اجرا شده است. در این پژوهش با استفاده از مدل اقتصادسنجی و نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews9 استفاده گردید. نتایج نشان داد که متوسط قیمت نفت، شاخص تولید صنعتی، تورم، رشد اقتصادی و مقدار وقفه دار شاخص قیمت سهام تأثیر مثبت و معنی‌دار بر میزان شاخص قیمت سهام دارند.

واژگان کلیدی: نفت، بازده سهام، اقتصاد ایران

با نگرشی بر ساختار کلان اقتصادی هر کشور و بازارهای مختلف موجود در هر اقتصاد می‌توان دریافت که یکی از اساسی‌ترین بازارها در هر اقتصاد بازارهای سرمایه هستند. بازار بورس اوراق بهادار از اجزاء تشکیل‌دهنده بازار سرمایه می‌باشد و به‌عنوان بخشی از مجموعه اقتصاد، تابع آن است. در کشورهای در حال توسعه، ضربه‌های وارد شده بر اقتصاد به دلیل ضربه‌های بازار بورس، در مقایسه با کشورهای توسعه‌یافته عمق بیشتری دارد. زیرا نگرانی از افت ارزش سرمایه با نگرانی‌های ناشی از بی‌ثباتی‌های مشهود در اقتصاد همراه می‌شود. تغییر بازده ریسک سرمایه‌گذاری ناشی از نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی، می‌تواند گزینه‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد (پیرائی و شهسوار، ۱۳۸۸، ص ۲۲).

بازار بورس نه تنها از اقتصاد ملی بلکه از اقتصاد جهانی نیز تأثیر می‌پذیرد. یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام است. بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران در تجزیه و تحلیل خود از آن استفاده می‌کنند. پیش‌بینی قیمت و یا بازده سهام جزء مباحث مالی است که توجه محققان بسیاری را برای سالهای متمادی به خود جلب کرده است. به دلیل آن که بازده سهام متأثر از متغیرهای متعددی است پیش‌بینی آن کار ساده‌ای نیست. در کل می‌توان گفت یکی از مسائل مهمی که پژوهشگران و دانشمندان حوزه تصمیم‌گیری و پیش‌بینی با آن روبرو هستند انتخاب متغیرهای تأثیرگذار بر خروجی تصمیم و پیش‌بینی است؛ بنابراین اگر بتوان بازده سهام را با استفاده از متغیرهای مناسب پیش‌بینی کرد و مدل‌هایی برای آن ارائه داد در واقع شرایط مطمئن‌تری در بازار سرمایه ایجاد می‌شود که به امر گسترش سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی کمک خواهد کرد.

تا قبل از سال ۱۹۷۳ قیمت‌های نفت با نوسانات زیادی روبرو بود، ولی از آن زمان به بعد تغییرات قیمت نفت تأثیرات بزرگی را بر اقتصاد جهان گذاشت. افزایش قیمت نفت به صورت بالقوه با تغییر دادن عملکرد مالی یا جریان نقدی شرکتها بر کارایی بازار سهام تأثیرگذار می‌باشد (هونگ و همکاران، ۱۹۹۶).

قیمت نفت می‌تواند بازار سهام کشورهای صادرکننده و واردکننده را تحت تأثیر قرار دهد کشورهای صادرکننده با افزایش قیمت نفت می‌توانند قدرت خرید خود را بالا ببرند و در مقابل کشورهای واردکننده در پی حل و فصل صورت حسابهای خود هستند، در نتیجه هزینه تولید کشورهای واردکننده بالا میرود (میرزایی، ۱۳۹۰).

بازار سهام و بازار نفت در طول چند سال گذشته یک رابطه متقابل توسعه یافته تقریباً پیدا کرده اند تقریباً هر بخش تولید در اقتصاد بین‌المللی به نفت به یک منبع انرژی اتکا دارد، با توجه به وابستگی بخش‌های اقتصادی به نفت، نوسانات در قیمت نفت اثرات قابل توجهی در بخش تولید دارد این نوسانات به عنوان یک ورودی هزینه در نظر گرفته میشود و باعث کاهش تقاضا در سرمایه‌گذاری شده و از این طریق بر بازار سهام اثر می‌گذارد (چانگ و همکاران، ۲۰۱۳).

بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان تنها بازار سرمایه متشکل کشور از زمان تاسیس در پانزدهم بهمن ۱۳۴۶ تا قبل از دهه هفتاد، از حجم فعالیت چندانی برخوردار نبوده است. تنها پس از جنگ تحمیلی، تجدید فعالیت بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان زمینه‌ای برای اجرای سیاست‌های خصوصی سازی و جذب نقدینگی، به‌صورت نسبی مورد توجه قرار گرفته است. با این وجود، تاکنون سهم این بازار در جذب نقدینگی بسیار کم بوده است. به‌طوری‌که هم‌اکنون ارزش کل سالانه معاملات این بازار کمتر از ده درصد نقدینگی موجود در کشور را تشکیل می‌دهد و ارزش کل جاری بازار به نصف نقدینگی بخش خصوصی نمی‌رسد. در شرایط کنونی که کشور ما شرایط گذار از اقتصاد دولتی به خصوصی را با اجرایی شدن بند جیم اصل چهارم قانون اساسی، سپری می‌کند، توجه و تقویت تنها بازار سرمایه متشکل کشور، ضروری می‌نماید. در این راستا علاوه بر بستر سازی قانونی سخت افزاری و افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان تقویت طرف عرضه، لازم است که سیاست‌گذاری‌های مناسب برای تقویت طرف تقاضای این بازار نیز صورت پذیرد، شناسایی عوامل موثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در بورس تهران، می‌تواند راهنمای مناسبی برای سیاست‌گذاران برای یافتن راه‌های افزایش انگیزه سرمایه‌گذاری در این بازار باشد. براساس مبانی نظری، عوامل موثر بر ریسک و بازده سهام در دو گروه عوامل درونی و بیرونی دسته بندی می‌شوند. عوامل درونی، متغیرهای در سطح شرکت و صنعت را در بر می‌گیرند. عواملی مثل ترکیب و ساختار دارایی‌ها و بدهی‌های شرکت، نسبت‌های فعالیت، نقدینگی، بدهی و حاشیه سود بنگاه، افزایش رقابت در صنعتی خاص، نوع آوری در شرکت و یا صنعت و... می‌توانند مطرح باشند. این عوامل منحصر به شرکت و یا صنعتی خاص بوده و در سطح کل بازار فراگیر نیستند. عوامل کلان فرهنگی، سیاسی و اقتصادی به صورت برونزا بر میزان ریسک و بازده مجموعه کل بازار سهام تأثیر می‌گذارند.

از سویی دیگر هدف نهایی سیاست‌گذاران پولی ارتقاء سلامت اقتصادی است. اگر چه در بهترین حالت، ابزارهای سیاست پولی بر متغیرهای هدف اثرات غیرمستقیمی دارد، این سیاست دارای اثرات مستقیم تر و اولیه‌ای بر بازارهای مالی مانند بازار سهام هستند. تغییرات در قیمت‌ها و بازده داراییهای مالی در نتیجه اقدامات سیاست‌گذاران پولی، به تغییرات در رفتار اقتصادی می‌انجامد. بنابراین، درک نحوه تأثیر سیاست پولی بر حوزه وسیعتری از اقتصاد، ضرورتاً مستلزم آگاهی از اثر اقدامات سیاستی بر بازارهای مالی

مهم و چگونگی تغییرات بازده و قیمت داراییها در این بازارهاست. در ایران به دلیل سابقه نسبتاً کوتاه مدت فعالیت بورس اوراق بهادار تهران در مقایسه با بورس‌های کشورهای پیشرفته، در مورد موضوع مورد نظر کارهای جدی و اساسی صورت نگرفته است. بنابراین اکنون که با تأسیس شعب مختلف بورس اوراق بهادار در شهرستان‌های کشور، زمینه‌ی بیشتر رشد و گسترش روزافزون بازار سرمایه فراهم شده است، پیش بینی رفتار سهام و همچنین عوامل مؤثر بر آن بیش از پیش ضروری می‌نماید و می‌تواند موجب ثبات و استحکام و امنیت بازار سرمایه و ارتقاء دانش سرمایه‌گذاری در ایران شود.

مداول ترین نقطه شروع برای سرمایه‌گذاران در موقع خرید سهام بررسی روند تغییرات قیمت سهام می‌باشد. عوامل مؤثر بر شاخص قیمت سهام را می‌توان در دو دسته کلی طبقه بندی کرد:

۱. عوامل داخلی: عوامل مؤثر بر قیمت سهام در ارتباط با عملیات و تصمیمات شرکت است، این عوامل شامل عایدی هر سهم (EPS)، سود تقسیمی هر سهم (DPS)، نسبت قیمت بر درآمد (P/E)، افزایش سرمایه تجزیه سهام و عوامل درون شرکتی دیگر است.

۲. عوامل بیرونی: شامل عوامل خارج از اختیارات مدیریت شرکت است که به گونه ای فعالیت شرکت را تحت تاثیر قرار میدهند که به دو بخش تقسیم می‌شوند:

الف) عوامل سیاسی؛

ب) عوامل اقتصادی.

عوامل اقتصادی تاثیرگذار بر قیمت سهام به دو دسته تقسیم می‌شوند:

۱) متغیرهای حقیقی (تولید ناخالص ملی، پس انداز، نرخ مالیات)؛

۲) متغیرهای پولی (حجم نقدینگی، نرخ ارز، نرخ سود بانکی، نرخ تورم). (یزدان، ۱۳۹۰: ۱۲۴)

امروزه، به دلیل استفاده روزافزون از انرژی و همچنین افزایش شدت انرژی در تولید محصول ملی، کالاهایی که در تولید آن‌ها بیشتر از سرمایه و نیروی کار استفاده می‌شود، جای خود را به کالاهایی دادند که در تولید آن‌ها بیشتر از انرژی استفاده می‌شود. نفت خام به عنوان یکی از حامل‌های عمده انرژی و نیز عاملی تأثیرگذار جهت تولیدات کالاهای مختلف در سطح جهان (هم برای کشورهای توسعه یافته و هم کشورهای در حال توسعه) از اهمیت بسزایی برخوردار است؛ بنابراین به علت وابستگی کشورهای صنعتی و به طور کلی‌تر وابستگی عملکرد اقتصاد جهانی به نفت خام، تحولات تولید و قیمت این ماده تأثیر قابل توجهی بر نوسانات تولیدها و عرضه جهانی کالاها و به تبع تغییر بیکاری در کلیه کشورها خواهد داشت؛ و این امر سبب گشته تا این ماده نه تنها به عنوان یک کالای اقتصادی، بلکه به عنوان یک عنصر سیاسی نیز مورد توجه قرار گیرد.

این موضوع را در تحولات بازار نفت در سال‌های مختلف می‌توان دریافت. دهه ۱۹۷۰ و تحریم اعراب، پیروزی انقلاب ایران در همین دهه، حمله عراق به کویت و تحریم عراق توسط سازمان ملل متحد در سال ۱۹۹۰، واقعه ۱۱ سپتامبر سال ۲۰۰۱ و حمله تروریستی به ایالات متحده و همچنین جایگاه نفت و نوسانات شدید قیمت این ماده در رکود جهانی اخیر در سال ۲۰۰۸، همه و همه نشان دهنده سیاسی بودن تحولات قیمت نفت در سطح جهان می‌باشد. البته امروزه تا حدی از این تأثیر کاسته شده و این ماده به عنوان کالایی اقتصادی مورد توجه قرار گرفته است و تغییرات تولید و قیمت آن بیشتر وابسته به مسائل اقتصادی شده است تا مسائل سیاسی.

در بازار سهام به عنوان نبض یا دماسنج اقتصاد کشور، رفتار قیمت سهام متأثر از عملکرد اقتصادی، شرایط و محیط اقتصادی و سیاسی است. از آن جا که قیمت و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تحت تأثیر عوامل مربوط به شرکت، عوامل اقتصادی، عوامل روانی و... می‌باشد، نوسانات این متغیرها در طول زمان تصمیمات و پیش بینی‌های اقتصادی و مالی سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها را متأثر می‌سازد. 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 گیرد. از این رو تعیین و شناخت تأثیر پذیری قیمت سهام می‌تواند نقش مهمی در پیش بینی روند کلی حرکت بازار سهام و رفتار قیمت سهام ایفا نموده و در نتیجه امکان سیاست‌گذاری‌های مناسب را فراهم آورد.

تأثیرپذیری قیمت سهام از تغییرات قیمت نفت از طریق مدل قیمت‌گذاری یک سهم یا داریی قابل درک است. براین اساس قیمت هر سهم یا داریی در هر نقطه از زمان برابر با ارزش فعلی جریان‌های نقدی آینده مورد انتظار آن سهم یا داریی می‌باشد (هانگ و همکاران^۱، ۱۹۹۶). در این چارچوب تغییرات قیمت نفت می‌تواند ارزش فعلی جریان‌های نقدی مورد انتظار و نرخ بهره را تحت تأثیر قرار دهد. نوسانات قیمت نفت از طریق تأثیرگذاری بر متغیرهای کلان اقتصادی (از قبیل نرخ تورم، نرخ بهره، رشد

1. Huang

اقتصادی، اعتماد مصرف کننده و سرمایه گذار)، بر نرخ تنزیل اثر گذاشته و در نتیجه قیمت سهم به دلیل تعدیل در جریان های نقدی شرکت تغییر می نماید (نانداوفا، ۲۰۰۸).

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، هزینه ها و درآمدهای دولت و به طور کلی تقاضای کل) در اقتصاد ایران را تحت تأثیر قرار میدهد. بنابراین نوسانات قیمت نفت بر عملکرد شرکتهای، محصولات و درآمدهای آنها مؤثر است و در نتیجه بازده سهام تحت تأثیر قرار می گیرد. به طور مشخص قیمت های بالای نفت در آمد و ثروت اضافی برای کشورهای صادر کننده آن فراهم می سازد. اگر این درآمد اضافی به اقتصاد بر گردد انتظار می رود قیمت بالای نفت که به سطح بالایی از فعالیتهای اقتصادی منجر شود. در این راستا اثر تغییرات در قیمت های نفت، از طریق عوامل کلان اقتصادی منتقل می شود. افزایش یا کاهش قیمت های نفت منجر به افزایش یا کاهش در سطح تقاضای کل از طریق افزایش یا کاهش درآمد ملی و یا درآمد سرانه ملی می شود. از نقطه نظر اقتصادی کلان، تغییرات در سطح تقاضای کل به عنوان نشانه ای از پیشرفت اقتصادی، انتظارات از روند اقتصادی را تغییر داده و در نتیجه قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می دهد.

جایگاه نفت در اقتصاد ایران به عنوان یک اقتصاد تک محصولی و نیز وابستگی شدید تولید ناخالص ملی به درآمدهای حاصل از فروش جهانی این کالا از یک سو و همچنین تأثیرپذیری قیمت نفت از نوسانات سیاسی و اقتصادی در سطح بین الملل که اول درآمدهای نفتی را بی ثبات ساخته و دوم موجب آسیب پذیر شدن اقتصاد داخلی می گردد، از سوی دیگر، بیانگر اهمیت بررسی نوسانات قیمت نفت بوده و همچنین نقش و کارکرد بازار سهام جهت هدایت سرمایه های داخلی به فرآیند تولید و در نتیجه دستیابی به رشد اقتصادی بالاتر نیز مبین جایگاه حائز اهمیت بازار سهام می باشد.

۲- نوسان قیمت انرژی و شاخص سهام

روند قیمت های نسبی حامل های انرژی به ازای شاخص بهای عوامل تولید در اقتصاد ایران با بسیاری از کشورهای صنعتی و حتی صادرکننده انرژی همسویی ندارد. بخش خصوصی و بهبود فضای کسب و کار با هدف ایجاد فرصت های پایدار شغلی و کنترل رشد قیمت ها در میان مدت، کنترل هزینه های دولت و اجتناب از سیاست های انبساطی خارج از قاعده، اصلاح انحراف سنگین تحمیل شده به اقتصاد ناشی از کنترل گسترده قیمت ها، اصلاح نظام پرداخت یارانه های انرژی و لزوم واقعی شدن قیمت های نسبی، کاهش اتکای نظام مالی به منابع بانک ها با هدف کنترل رشد نقدینگی، لزوم خروج از اعمال مقررات فراگیر در زمینه نرخ های سود بانکی و اجتناب ناپذیری افزایش رقابت در عملیات بانک ها، مهم ترین چالش های اقتصاد ایران در گزار شهای صندوق نیز بالابودن نرخ تورم، وجود موانع ساختاری در مسیر ایجاد فرصت های شغلی کافی و تسریع رشد اقتصادی ذکر می شود که کم و بیش در لیست تذکرات صاحب نظران داخلی نیز قرار دارد. نقش برتر انرژی در اقتصاد کشور با استفاده از داد ههای واقعی در زمینه تولید نفت، گاز و برق تأیید شده و سیاست های اقتصادی کشور مبتنی بر دسترسی وسیع و سهل به انرژی ارزان قیمت و تأمین مالی توسعه اقتصادی با تکیه بر آن مورد تأکید قرار گرفته است. استفاده زیاد از انرژی در قیاس با استانداردهای بین المللی و فراتر بودن نرخ رشد مصرف انرژی نسبت به نرخ رشد درآمد سرانه از تبعات سیاست انرژی ارزان قیمت دانسته شده است. این سیاست آثار خود را در بخش صنعت کشور نیز برجای گذارده انرژی بر بودن فعالیتهای تولیدی و استفاده غیر کارا از انرژی در مطالعات اقتصادی به اثبات رسیده است (نظیفی نایینی و همکاران، ۱۳۹۲: ۳۴-۳۶).

افزایش قیمت حامل های انرژی، هزینه تولید را از دو طریق افزایش می دهد:

۱. تأثیر مستقیم: افزایش هزینه تامین انرژی بنگاه
 ۲. تأثیر غیر مستقیم: افزایش هزینه بنگاه ناشی از افزایش هزینه حمل و نقل، مواد اولیه، افزایش حجم نقدینگی مورد نیاز، افزایش هزینه های منابع انسانی و ..
- اگر افزایش هزینه ها به زنجیره های بعدی منتقل شود، نهایتاً منجر به افزایش هزینه مصارف نهایی (خانوار، دولت، سرمایه گذاری و صادرات) خواهد شد.
- با افزایش قیمت حامل های انرژی، ممکن است تقاضا برای محصول بنگاه نیز کاهش پیدا کند. این کاهش تقاضا ممکن است به دلیل کاهش تقاضای نهائی و یا به دلیل افزایش واردات باشد. اثر واردات در کاهش تقاضا شامل ۳ بخش می باشد:
- اثر زنجیره های قبلی: اگر یک زنجیره بتواند افزایش هزینه را به زنجیره های بعدی منتقل کند (با افزایش تعرفه واردات و یا به دلیل کم بودن کشش قیمتی محصول) ممکن است هزینه تولید زنجیره های بعدی، رقابت پذیری آنها را کاهش دهد.
- اثر مستقیم: افزایش هزینه تولید در یک زنجیره ممکن است رقابت پذیری محصول را در برابر محصولات خارجی کاهش داده و ارزش فروش را کاهش دهد.

اثر زنجیره های بعدی: رقابت پذیری محصول زنجیره های بعدی کاهش یابد به گونه ای که تقاضا برای محصولات زنجیره قبلی را کاهش دهد.

اگر افزایش قیمت انرژی بیش از کاهش هزینه (با اجرای طرحهای جبرانی) باشد، هر مقداری از افزایش هزینه که قابل انتقال به مصرف کننده یا زنجیره های بعدی نباشد باعث کاهش سود واحد تولیدی خواهد شد. بنابراین امکان دارد در مواردی افزایش قیمت‌های انرژی باعث زیان یا سود اندک برای واحدهای تولیدی شود

یکی از دغدغه های اصلی سیاستگذاران و اقتصاددانان در دهه های اخیر بررسی تأثیر تکانه های قیمت انرژی بر اقتصاد کشورهای صادرکننده انرژی است. این نوسان های و تغییرات قیمت انرژی بر متغیرهای کلان اقتصادی در کشورهای جهان تأثیر گذاشته و اقتصاد این کشورها را با چالشی جدی روبه رو کرد، است. با توجه به اینکه ایران یکی از کشورهای صادرکننده انرژی است و دولت مالکیت منابع انرژی را در اختیار دارد، این دو ویژگی باعث می شود که تحولات بازار انرژی در سیاستهای مالی و بودجه ای کشور و بازار سهام، که از حساسیت و تأثیرپذیری بالایی برخوردار است، آشکار شود (خانی و همکاران، ۱۳۹۳: ۱۳-۱۹). بررسی اثر تکانه های قیمت انرژی بر شاخص قیمت بازار سهام از آن جهت ضرورت دارد که در ایران بازار سهام با رشد تولید ناخالص داخلی^۱ و سایر شاخص های اقتصادی رابطه دارد و در نتیجه امکان پیش بینی تغییرات بازار سهام با استفاده از این متغیرها ممکن است به نتایج قابل اعتمادی منجر شود، اما با توجه به وابستگی شدید اقتصاد ایران به انرژی، می توان انتظار داشت که نوسانات قیمت انرژی اثرات قابل توجه ای بر فعالیتهای اقتصادی کشور از جمله بازار سهام داشته باشد. قسمت عمده ای از پژوهش ها اثرات تکانه های قیمت انرژی بر اقتصاد کلان کشورها را بررسی کرده اند. با این حال، مطالعات به نسبت کمتری تأثیر تکانه های قیمت انرژی و بازارهای سهام را بررسی نموده اند. یکی از دلایل تعداد محدود مطالعات، تاریخچه به نسبت کوتاه نوسان بالای قیمت انرژی است. با این حال، نقش مهم بازارهای سهام در اقتصاد، باعث انجام پژوهش های بیشتر در حوزه رابطه میان قیمت انرژی و بازارهای سهام در سال های آتی شده است. اگر چه در زمینه رابطه بین قیمت انرژی و بازار سهام در کشورهای توسعه یافته پژوهش هایی انجام شده است (بیجورلند^۲، ۲۰۰۸: ۱۵۶-۱۶۳). اما این پژوهش ها اکثراً کشورهای وارد کننده انرژی را در نظر گرفته اند و این نتایج قابل تعمیم به ایران بعنوان کشور صادر کننده و در حال توسعه نیست. همچنین می توان ادعا کرد که بازار سهام ایران از روند بازارهای جهانی تبعیت نمی کند. بنابراین نیاز به انجام مطالعات جداگانه ای در مورد ایران احساس می شود (فرامرزی، ۱۳۹۱: ۴۹-۵۱).

مصرف کنندگان انرژی و تولید کنندگان انرژی باید به ترتیب اثرات منفی و مثبتی را متاثر شوند. از لحاظ مفهومی، یک افزایش در قیمت انرژی انتظار می رود که اثر مثبت آن بر در آمد حاصل از تولید کننده انرژی را به همراه داشته باشد. بنابراین افزایش قیمت انرژی به دلیل سود در تقاضا برای انرژی در قیمت، بی کشش است. در مقایسه با آن یک افزایش هزینه را برای مصرف کنندگان به همراه دارد. به طور معمول، افزایش قیمت انرژی به طور مستقیم به مصرف کنندگان (از طریق افزایش قیمت انرژی و گاز و امثال آن) و یا غیر مستقیم (از طریق افزایش قیمت کالا و خدمات وابسته به آن مانده روغن مصرفی) منتقل می گردد (باچ فان و همکاران^۳، ۲۰۱۵: ۷۶-۷۹).

حجم بزرگی از مطالعات به رابطه بین بازده قیمتی انرژی و بازده سهام پرداخته شده است (عروری^۴، ۲۰۱۱: پارک و راتی^۴، ۲۰۰۸: میلر و راتی^۵، ۲۰۰۹: ۵۴). چندین بخش از ای ادبیات وجود دارد. یک بخش از ادبیات به بررسی تغییرات قیمت انرژی خام بر بازده کل بازار سهام پرداخته است و نتوانستند شواهد قطعی از تغییرات قیمت انرژی بر بازده سهام را نشان دهند (دریس پراگ و همکاران^۶، ۲۰۰۸: پارک و راتی^۷، ۲۰۰۸: میلر و راتی^۸، ۲۰۰۹: ۴۶)، کشف کنند که تغییرات انرژی خام یک تاثیر منفی بر بازده سهام خواهد داشت. تعدادی از مطالعات (چن و همکاران^۹، ۲۰۱۵) نتایج پژوهشات قبلی نشان می دهد که یک اثر آماری معنی دار و مثبتی بین تغییرات قیمت انرژی بر بازده سهام برای ۷۸-۸۵ درصد شرکت های متعلق به تولید کننده وجود دارد. از سوی دیگر بین ۱۰ تا ۵۵ درصد از شرکتهای متعلق به بخش مصرف کننده، به طور معکوس و قابل توجهی تحت تاثیر تغییرات قیمت انرژی هستند. همچنین نتایج نیز نشان داد که یک اثر نامتقارن از تغییرات قیمت انرژی بر بازده سهام در بخش مصرف کننده وجود دارد اما برای بخشهای تولید کننده وجود ندارد (جونوی^{۱۰}، ۲۰۱۳).

1 Gross Domestic Product (GDP)

1 Bjornland

2 Bach Phan et al

3 Aroui

4 Park and Ratti

5 Miller and Ratti

6 Driesprong et al

7 Park and Ratti

8 Miller and Ratti

9 Chen et al

10 Jouini

۳- شوک‌های قیمت نفت و بازار سهام

عوااید حاصل از فروش نفت در کشورهای صادرکننده آن نقش عمده‌ای در افزایش رونق و رفاه عمومی این کشورها دارد. این عوااید جزء درآمد ملی این کشورها محسوب شده و می‌توان آن را هم از طریق سرمایه‌گذاری داخلی و هم از طریق سرمایه‌گذاری خارجی در راه توسعه اقتصادی به کار برد. ایران با دارا بودن ۱۱ درصد از ذخایر نفتی جهان یکی از غنیترین کشورهای نفت خیز محسوب می‌گردد. در واقع نفت و درآمدهای حاصل از تولید و فروش آن، عملکرد و کارایی کل اقتصاد را به شدت تحت تأثیر قرار داده است. بنابراین درآمدهای نفتی نقش استراتژیکی در ساختار اقتصاد ایران دارند. از طرفی، ایران به عنوان دومین تولیدکننده بزرگ در میان کشورهای صادرکننده نفت اوپک، یک عرضه‌کننده مهم و اصلی نفت در بازار جهانی انرژی است که هم میتواند بر بازار جهانی نفت اثر بگذارد و هم از آن تأثیر بپذیرد (ابراهیمی و شکریرف ۱۳۹۱).

در کشورهای صادرکننده نفت، تغییرات در قیمت نفت اثر چشمگیری بر درآمدهای صادراتی و همچنین درآمدها و مخارج دولتی دارد. با توجه به این که رفتار شاخص‌های بازار سرمایه، به عنوان یک شاخص اقتصادی متأثر از عوامل متعدد نظیر محیط سیاسی و عملکرد اقتصادی است، به نظر می‌رسد رفتار شاخص‌های بازار سرمایه ایران، متأثر از تغییرات جهانی قیمت نفت کشورهای صادرکننده نفت (موسوم به اوپک) می‌باشد. بنابراین، به نظر می‌رسد بررسی روابط بین نوسانات قیمت نفت کشورهای صادرکننده با شاخص‌های بازار سرمایه می‌تواند نقش مهمی در فرایند سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران داشته باشد. به ویژه شناسایی این رابطه می‌تواند از یک سو در ایجاد سبد سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک در بازار سرمایه ایران (فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار) سودمند باشد و از سوی دیگر، به سیاست‌گذاران در تنظیم و پایش اثربخش بازار سرمایه کمک کند (آروئی، ۲۰۱۲).

در این موقعیت هر تکانه‌ای به بازارهای نفت می‌تواند ساختار اقتصاد را از کانال‌های مختلف تحت تأثیر قرار دهد. از آنجا که ارزش سهام، برابر با مجموع تنزیل یافته جریان‌های نقدی آینده است و این جریان‌های نقدی تحت تأثیر حوادث و رخدادها اقتصادکلان هستند و به طبع می‌توانند تحت تأثیر تکانه نفتی نیز قرار بگیرند، کاملاً منطقی به نظر می‌رسد که بیان کنیم بازار سهام اطلاعات مربوط به پیامدهای ناشی از تکانه نفتی را جذب و در قیمت‌های سهام انعکاس می‌دهد (آروئی، ۲۰۱۱).

بازار سهام (بورس اوراق بهادار) از اجزاء تشکیل دهنده بازار سرمایه می‌باشد و به عنوان بخشی از مجموعه اقتصاد، تابع آن است چنانچه این بازار رابطه‌ای منطقی با ایر بخش‌ها نداشته باشد، معضلات و کاستی‌هایی در عملکرد آن پیش خواهد آمد. در کشورهای در حال توسعه، ضربه‌های وارد شده بر اقتصاد به دلیل ضربه‌های بازار بورس، در مقایسه با کشورهای توسعه یافته عمق بیشتری دارد. زیرا نگرانی از افت ارزش سرمایه با نگرانی‌های ناشی از بی ثباتی‌های مشهود در اقتصاد همراه می‌شود (ابراهیمی و شکریرف ۱۳۹۲: ۴۴).

همان‌طور که اشاره شد، ارزش سهام برابر با مجموع تنزیل یافته جریان‌های نقدی آینده است و این جریان‌های نقدی تحت تأثیر حوادث و رخدادهای اقتصاد کلان هستند و به طبع می‌توانند تحت تأثیر تکانه نفتی نیز قرار بگیرند. ایران به عنوان یک کشور مهم صادرکننده نفت که در آن دولت مالکیت منابع نفتی را در اختیار دارد مطرح است و این دو ویژگی باعث میشود که تحولات بازار نفت در سیاست‌های مالی و بودجه‌ای کشور آشکار شود. به این صورت که در مواقع افزایش قیمت نفت، ارزش حاصل از درآمد 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 هزینه‌های 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 باعث افزایش حجم پول شود. در هنگام افزایش حجم نقدینگی به دلایل کاهش قدرت خرید پول، به طور بالقوه این انگیزه در میان سرمایه‌گذاران مالی ایجاد می‌شود که در سبد دارایی‌های خود بازنگری نموده تا ارزش دارایی خود را حفظ کنند. عوامل تشکیل دهنده سبد دارایی‌های سرمایه‌گذاران، ارز، سهام، مسکن و جز این هاست. با افزایش حجم نقدینگی در دست سرمایه‌گذاران مالی و به دنبال آن افزایش تورم، تمایل آنان به نگهداری پول نقد کمتر شده و بنابراین سرمایه‌های بیشتری به سمت بازارهای دارایی جریان می‌یابند. بازارهای دارایی از جمله بازار سهام بازاری است که به سرعت توانایی تبدیل پول نقد سرمایه‌گذاران مالی را به اوراق با بازده (اوراق بهادار) دارد و بدین ترتیب از حساسیت و تأثیرپذیری بالایی برخوردار است. در حقیقت کاهش در قیمت نفت باعث می‌شود که طرح‌های سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها دستخوش عدم اطمینان گردد و از آنجا که سودآوری شرکت‌ها تحت تأثیر درآمد نفتی قرار می‌گیرد، قیمت سهام می‌تواند کاهش یابد. از طرف دیگر، اگر قیمت نفت و در نتیجه درآمد کشور افزایش یابد، باعث شکل‌گیری انتظارات خوش بینانه در مورد ایجاد رونق و افزایش فعالیت‌ها در سطح

سودآوری آن‌ها باعث شده که شاخص قیمت سهام نیز با رشد مثبت مواجه شود، بنابراین دور از ذهن نیست که تکانه نفتی به واسطه انتقال سرمایه‌های اشخاص، تأثیر معناداری بر این بازار داشته باشد (عبدالمالکی، ۱۳۹۱).

واکنش بازده‌های واقعی سهام، با توجه به این موضوع به افزایش قیمت نفت خام نتیجه شوک‌های تقاضا یا شوک‌های عرضه در بازار نفت خام بوده است به شکل قابل توجهی مثبت یا منفی است. به علاوه، افزایش قیمت نفت می‌تواند بر وضعیت اقتصادی بازار نوظهوری که تولیدکننده نفت نیست آثار نامطلوب داشته باشد، اما این آثار می‌تواند بر وضعیت اقتصادی بازارهای نوظهور تولیدکننده نفت مثبت باشد. در برخی از موارد، ادبیات موجود رابطه منفی بین قیمت نفت و قیمت‌های سهام را تشریح و تبیین می‌کند. چندین دیدگاه نظری رابطه منفی بین قیمت نفت و حرکت بازار سهام را توصیف می‌کند. از منظر اقتصاد خرد، افزایش قیمت نفت تأثیر نامطلوبی بر سودآوری شرکت‌هایی دارد که نفت بهای مستقیم یا غیرمستقیم تولید آن‌ها است. در صورتی که شرکت‌ها نتوانند این افزایش در بهای تمام شده تولیدشان را به صورت کامل به مصرف‌کنندگان منتقل کنند، آنگاه سود شرکت و سود نقدی سهام به عنوان محرک‌های اصلی تعیین قیمت سهام کاهش خواهند یافت (الفایومی، ۲۰۰۹). با توجه به کارایی بازار سرمایه، این اثر می‌تواند بلادرنگ یا با تأخیر باشد. به علاوه، کشورهای واردکننده نفت متحمل افزایش هزینه‌ها می‌شوند و با افزایش ریسک و نااطمینانی حاصل از نوسان قیمت نفت مواجه می‌شوند که اثرات منفی بر قیمت‌های سهام دارد. همچنین، اغلب تصور بر این است که افزایش قیمت نفت فشارهای تورمی ایجاد می‌کند که موجب واکنش بانک‌های مرکزی و سیاست‌گذاران، برای کنترل تورم از طریق افزایش نرخ بهره می‌شود. در مدل قیمت‌گذاری حقوق مالکانه، قیمت مالکانه برابر ارزش فعلی مورد انتظار جریان‌های نقدی آتی است. بنابراین، افزایش نرخ بهره تأثیر مستقیم بر نرخ تنزیل فرمول قیمت‌گذاری حقوق مالکیت دارد که این امر به کاهش قیمت‌های سهام منجر می‌شود. چندین مطالعه از اثر منفی افزایش قیمت نفت بر بازارهای سهام حمایت کرده‌اند. جونز و کال^۲ (۱۹۹۶) به آن نتیجه رسیده‌اند که قیمت‌های سهام در آمریکا، کانادا، بریتانیا و ژاپن، همبستگی منفی با شوک‌های قیمت نفت دارد. ولدخانی و همکاران (۲۰۰۹)، اثر شاخص‌های قیمت بازارهای سهام بین‌المللی و برخی از متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص قیمت بازار سهام تایلند را با استفاده از مدل گارچ در دوره ۲۰۰۴-۱۹۸۸ تحلیل کردند. آن‌ها دریافته‌اند که تغییرات در قیمت نفت خام اثر منفی بر بازار سهام تایلند در دوره پیش از بحران آسیا داشته است. در برخی از موارد، ادبیات موجود رابطه مثبت بین قیمت نفت و قیمت‌های سهام را تشریح و تبیین می‌کند. به چند دلیل، قیمت سهام احتمالاً رابطه مثبتی با قیمت نفت دارد. در زمان رونق اقتصاد جهانی یا زمانی که وضعیت رکود اقتصادی بهبود می‌یابد، تقاضای جهانی افزایش می‌یابد و این افزایش تقاضا موجب افزایش قیمت مواد معدنی از جمله نفت خام می‌شود. به علاوه، اگر بازار سهام یک اقتصاد در حال توسعه همکاری مشترکی را با بازارهای سهام کشورهای توسعه یافته داشته باشد، آنگاه این اثر مشترک احتمالاً نتایج را به شکل قابل توجهی افزایش می‌دهد. انتظار می‌رود که افزایش قیمت نفت در کشورهای صادرکننده آن از طریق آثار درآمدی و ثروت، تأثیر مثبتی بر بازارهای سهام داشته باشد. این موضوع حاصل افزایش درآمدهای دولت و مخارج عمومی در پروژه‌های زیرساختی و نهایی است (الفایومی، ۲۰۰۹: ۱۲۵). همچنین، قیمت بالاتر نفت بیانگر انتقال بلادرنگ ثروت از واردکنندگان نفت به صادرکنندگان آن است. اندازه این تأثیر به این موضوع بستگی دارد که دولت‌های کشورهای صادرکننده نفت، مازاد درآمد حاصل را در کجا مصرف می‌کنند. اگر درآمد حاصل صرف خرید کالاها و خدمات داخلی شود، این افزایش درآمد به ایجاد سطح بالاتر فعالیت اقتصادی و بهبود بازده بازار سرمایه در کشورهای صادرکننده نفت منجر می‌شود. همچنین، افزایش نوسانات قیمت نفت می‌تواند به افزایش سفته‌بازی منجر شود که این موضوع احتمالاً بازده سهام را افزایش می‌دهد. این رابطه مثبت بین قیمت‌های نفت و سهام با پژوهش سادورسکی^۳ (۲۰۰۱) حمایت می‌شود. او با استفاده از مدل بازار چند عاملی ثابت کرد که بازده شرکت‌های نفتی و گازی کانادا مثبت است و نسبت به افزایش قیمت نفت حساسیت دارد. به ویژه، افزایش در قیمت نفت به افزایش در بازده سهام شرکت‌های کانادایی نفت و گاز منجر شده است.

۴- نتایج پژوهش

نتایج مربوط به آزمون پایایی متغیرها در سطح و یک مرتبه تفاضل‌گیری در جدول زیر ارائه شده است:

^۱ Al-Fayoumi

^۲ Jones and Kaul

^۳ Sadorsky

جدول شماره ۱: نتایج آزمون ریشه واحد ADF و PP (مأخذ: یافته‌های پژوهش)

توضیحات	آزمون ADF		آزمون PP		نتایج
	آماره محاسباتی	مقدار بحرانی مک - کینون	آماره محاسباتی	مقدار بحرانی مک - کینون	
حجم پول	-۵,۷	-۲/۹۳	-۵,۸	-۲/۹۳	I(۱)
تولید ناخالص داخلی	-۶,۸۰	-۲/۹۳	-۳,۹۲	-۲/۹۳	I(۱)
دوره حساسی	-۴,۴۱	-۲/۹۳	-۳,۴	-۲/۹۳	I(۰)
حساسی	-۳,۶۹	-۲/۹۳	-۵,۹۰	-۲/۹۳	I(۱)
تولید ملی	-۶,۳	-۲/۹۳	-۶,۴	-۲/۹۳	I(۱)
شاخص اقتصادی	-۴,۳	-۲/۹۳	-۴,۳	-۲/۹۳	I(۱)
حساسی مالی	-۴,۱	-۲/۹۳	-۴,۱	-۲/۹۳	I(۱)
استاندارد حساسی	-۶,۳	-۲/۹۳	-۶,۱	-۲/۹۳	I(۱)

نتایج آزمون پایایی متغیرهای مدل نشان می‌دهد که Lnsp: شاخص قیمت سهام Lnop: لگاریتم قیمت نفت LnIR: لگاریتم نرخ بهره، LnIP: لگاریتم شاخص تولید صنعتی، LnGDP: لگاریتم تولید ناخالص داخلی و LnEXCH: لگاریتم نرخ ارز با یک مرتبه تفاضل‌گیری پایا بوده و متغیر LnINF: لگاریتم نرخ تورم پایا در سطح می‌باشند. به عبارت دیگر ترکیب پایایی متغیرهای مدل از مرتبه یک و صفر می‌باشد. در ادامه با توجه به درجه جمعی متغیرهای مدل که انباشته از مرتبه صفر و یک می‌باشند، می‌توان از روش همجمعی خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی استفاده نمود.

۴-۱- مدل پویا

نتایج برآورد مدل تجربی پژوهش به صورت جدول ذیل می‌باشد:

جدول شماره ۲: نتایج برآورد الگوی پویا روش به ARDL(1,2,2,0,0,0,2)

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
LNSP(-۱)	۲,۰۰۴	۰,۱۰۰	۲,۰۰۴[۰,۰۰۰]
LNOP	۵,۶۹۵	۱,۳۳۵	۴,۹۶۵[۰,۰۰۰]
LNOP(-۱)	۰,۱۰۱	۱,۱۱۱	۰,۰۹۰[۰,۹۹۹]
LNOP(-۹)	۳,۴۳۳	۳,۹۹۹	۰,۸۵۸[۰,۳۳۳]
LNOPOP	۳۸۸۱۳	۳۸۱۲۲	۱,۰۱۸[۰,۰۰۰]
LNOPOP(-۱)	۰,۰۴۵	۰,۰۱۶۲	۲,۵۵۲[۰,۰۱۱]
LNOPOP(-۲)	۰,۱۴۱	۰,۱۴۰	۱,۰۰۷[۰,۰۰۰]
LNINF	۳۵۳۵۵	۳۵۳۶۳	۱,۰۰۰[۰,۳۵۳]
LNEXCH	-۳,۵۳۴	۰,۰۶۱	-۵,۷۹۳[۰,۰۰۰]
LNGDP	۰,۷۰۷	۰,۰۷۹	۰,۸۹۵[۰,۰۷۶]
LNIR	-۰,۰۰۷	۳,۳۶۲	-۰,۰۰۲[۰,۹۹۸]
LNIP	۳,۴۰۲	۳,۲۳۰	۱,۰۵۳[۰,۲۹۷]
LNIP(-۷)	۳۸۴۸۳	۳۸۲۳۸	۱,۰۰۷[۰,۳۸۴]
LNIP(-۲)	۳,۶۲۳	۳,۲۳۴	۱,۱۲۱[۰,۲۶۰]

R-Squared	۰,۲۶۲	R-Bar-Squared	۰,۲۲۱
S.E. of Regression	۳,۲۳۳	F-stat.	F(۱۳, ۲۰) ۰,۲۶۲[...]
Mean of Dependent Variable	۱,۶۵۱	S.D. of Dependent Variable	۱,۱۲۲
Residual Sum of Squares	۰,۰۰۱	Equation Log-likelihood	۱۵,۰۲۲
Akaike Info. Criterion	۱,۰۲۲	Schwarz Bayesian Criterion	-

نتایج برآورد الگوی پویا به روش وقفه‌های توزیعی نشان می‌دهد که متغیر مقدار وقفه‌دار شاخص قیمت سهام تأثیر مثبت و معنی‌دار بر میزان شاخص قیمت سهام در دوره جاری داشته و ضریب آن برابر با ۲,۰۰۴ واحد می‌باشد.

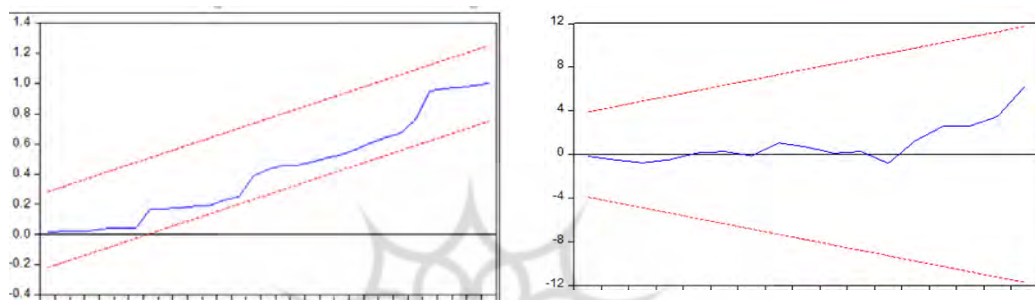
۴-۲- آزمون های تشخیصی

در مرحله بعد لازم است با استفاده از آماره های آزمون تشخیصی ۱ نرمال بودن توزیع جملات اختلال، عدم وجود خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس و همچنین شکل تبعی مناسب مدل مورد آزمون قرار گیرد. نتایج آزمونهای تشخیص در جدول ذیل گزارش شده است:

جدول شماره ۴: نتایج آزمون های تشخیص الگوی پویا (مأخذ: یافته های پژوهش)

نام آزمون ها	مقدار آماره آزمون (F)	ارزش احتمال (PV)
آزمون وجود خودهمبستگی بین جملات اختلال	۱,۲۶	۰,۲۶
آزمون ناهمسانی واریانس	۰/۶۳	۰/۴۳
آزمون نرمال بودن جملات اختلال	۴/۷	۰/۴۲
آزمون شکل تبعی مدل	۲,۰۷	۰/۱۳

نتایج آزمون های تشخیص الگوی پویا نشان می دهد که مدل برآورد شده در سطح معنی دار ۵ درصد دارای خود همبستگی نمی باشد.



شکل شماره ۱: نتایج آزمون های ثبات و پایداری ضرایب مدل (مأخذ: یافته های پژوهش)

همانطور که در نمودارهای فوق ملاحظه می شود، مسیر حرکت آماره آزمون به گونه ای است که پیوسته در داخل خطوط مستقیم قرار دارند و بر بی ثباتی مدل دلالت نمی کند و بر اساس این آزمون ها فرضیه ثبات ضرایب را در سطح ۵٪ معناداری نمی توان رد کرد و می توان نتیجه گرفت که مدل های برآوردی با ثبات می باشند. به عبارت دیگر مقدار آماره آزمون کمتر از مقادیر بحرانی در سطح معنی دار ۵ درصد بوده و فرضیه صفر مبنی بر ثبات ضرایب برآورد شده رد نمی شود. لذا مدل برآورد شده دارای تغییرات ساختاری نبوده و می توان آزمون های آماری را پیرامون ضرایب برآورد شده انجام داد و ضرایب را تفسیر آماری و اقتصادی نمود.

۵- نتیجه کلی پژوهش

نفت از جمله کالاهای استراتژیک جهان و به عنوان یکی از نهادهای مهم تولید هر کشور به شمار می رود. با توجه به تأثیر گسترده نوسانات قیمت نفت بر بخش های مختلف اقتصاد ایران این کالا می تواند بر بخش های مختلف از جمله بازار سهام موثر باشد. بر این اساس درک دقیق تغییرات قیمت نفت بر روی شاخص سهام ضروری می باشد. تعیین قیمت نفت به عوامل متعددی بستگی دارد که اغلب آن ها 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. این مطالعه به بررسی تأثیر نامتقارن شوک های قیمت نفت بر شاخص قیمت سهام با مدل خودرگرسیون وقفه ای غیر خطی در ایران می پردازد. با توجه به حجم وسیع درآمد صادرات و بودجه ی سالیانه دولت از صادرات نفت، شوک های قیمتی بازارهای نفت جهانی می تواند اثر زیادی بر کل ساختار اقتصادی ایران به جای گذارد. نتایج نشان می دهد که شوک قیمت نفت تأثیر مستقیم و معناداری بر شاخص سهام دارد که با نتایج پژوهشات قبلی که اثر نوسانات قیمت نفت را با مدل های مختلف بر قیمت سهام و یا نوسانات قیمت سهام بررسی کرده بودند هم خوانی دارد که می توان به مطالعه مطالعه ندیری (۱۳۹۴) و مطالعه قطرس و هوشیاری (۱۳۹۵) اشاره کرد.

بورس اوراق بهادار یکی از مهمترین نهادهای بازار سرمایه میباشد که میتواند از طریق جذب سرمایه های کوچک و بزرگ کشور، انباشت سرمایه را تسهیل نموده و در رشد و توسعه اقتصادی کشور تأثیرگذار باشد. اما در کشور ما، بورس اوراق بهادار هنوز

نویا بوده و در جایگاه شایسته خود قرار ندارد، به طوری که بخش عظیمی از وظیفه تجهیز منابع و تأمین نقدینگی بنگاه ها، از کانال بانکی صورت میپذیرد و عمده وظایف بازار سرمایه کشور توسط بانک ها صورت میپذیرد. به علاوه، بورس اوراق بهادار در کشور ما، ارتباط چندانی با دیگر بورس های جهانی و بازارهای بین المللی نداشته و در فضایی تقریباً بسته فعالیت می نماید. باید توجه داشت که هر چند سابقه تشکیل بورس اوراق بهادار ایران به حدود سی سال پیش برمیگردد، ولی به دلایل مختلف هیچ گاه مکانیزم اوراق بهادار نتوانسته جایگاهی مناسب در ساختار مالی و اقتصادی کشور پیدا کند، به طور مثال بورس اوراق بهادار تهران در کشور ما، دارای نقش مشخصی در تولید ناخالص ملی و با تشکیل سرمایه ملی نیست، این در حالی است که در سایر کشورها، شدیداً از مکانیزم اوراق بهادار برای تأمین مالی طرحهای توسعه‌های شرکتها سود برده میشود. لذا به نظر می رسد یکی از اهداف و سیاست‌های برنامه ریزان اقتصادی کشور، باید توسعه و رونق این بازار باشد.

از آنجایی که بودجه دولت وابستگی شدیدی به درآمدهای نفتی دارد. در اولین گام باید این وابستگی از بین برود و بودجه دولت از منابع دیگری مانند مالیات تأمین گردد، زیرا تبدیل این درآمدها به ریال و هزینه کردن آنها، سبب افزایش نرخ ارز، نقدینگی و در پی آن تورم شده و به بیماری هلندی می انجامد. تنها در صورتی این درآمدها به افزایش فعالیت های اقتصادی و توسعه بخش تولید و در نهایت بازار سرمایه و بورس که مد نظر این پژوهش است کمک می کند که در بخش های عمرانی و سرمایه‌گذاری های زیربنایی و کارا، صورت گیرد.

با گسترش خصوصی سازی، از حجم دولت کاسته شود تا زمینه فعالیت بخش خصوصی آماده گردد. سرمایه گذاران بایستی به نوسانات قیمت نفت به عنوان شاخص مهم اطلاعاتی که با اثرگذاری بر هزینه های متغیر، درآمد شرکت ها را تحت تأثیر قرار می دهد توجه داشته باشند و تا حد امکان وابستگی تولیدات خود را از قیمت نفت کاهش دهند تا سودآوری آنها تحت تأثیر این نوسانات قرار نگیرد و ارزش سهام آنها که از سودآوری متأثر است تحت تأثیر قرار نگیرد. در نتیجه توصیه می شود تا بنگاه ها با کاهش وابستگی خود به نفت و جایگزینی نفت با انرژی های دیگر تأثیرپذیری سوددهی و درآمدهای خود را از نوسانات قیمت نفت تا حد زیادی کاهش دهند. شرکتها و صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران به خصوص صنایعی که از نفت به عنوان داده تولید استفاده میکنند باید حتی الامکان سعی نمایند که با استفاده از صنایع به روز تر و همچنین استفاده از انرژی های جایگزین، وابستگی خود را به نفت کاهش داده و در نتیجه شاهد نوسان بازدهی قیمت سهام خود به هنگام نوسان قیمت های نفت نباشند

بنابراین قیمت نفت از مهمترین شاخص های تأثیرگذار بر عوامل اقتصادی در ایران است و به عنوان یک متغیر برونزای قدرتمند می تواند متغیرهای کلان اقتصادی را تحت تأثیر قرار دهد. گروه های مختلف شرکت کنندگان در بازار، سرمایه گذاران و کارشناسان مالی همچنین سیاست گذاران و برنامه ریزان اقتصادی به ویژه در کشورهای صادرکننده نفت نظیر ایران به بررسی آثار ناشی از نوسانات قیمت نفت بر بازارهای داخلی و ارتباط متقابل آن با قیمت دارایی ها همانند بازدهی قیمت سهام در شرایط مختلف در برنامه های سیاست گذاری خود نیاز دارند. با توجه به نتایج به دست آمده نشان می دهد که سرمایه گذاران فعال در بورس اوراق بهادار و همچنین سرمایه گذاران جدید، ضرورت دارد به تأثیرات نوسانات نفتی بر شاخص قیمت سهام واقف باشند و نوسانات یکباره شاخص قیمت را ملاک ارزیابی سودآوری و انتخاب سهام جدید قرار ندهند. با توجه به اینکه نوسانات نفتی از نظر مدیران بنگاه برونزا بوده و قدرت تأثیرگذاری بر آن را ندارند، مدیران مالی شرکتها باید در ارزیابی شان عمدتاً به عملکرد واقعی شرکت و سودآوری آن توجه داشته باشند. بر این اساس لازم است در تحلیل ها و تصمیمات خود دید بلندمدت را مد نظر قرار دهند تا موجب گمراهی و اشتباه در تصمیم گیری نشوند.

۶- پیشنهادهای پژوهش

۶-۱- پیشنهادهای کاربردی

با توجه به یافته های پژوهش پیشنهادهای زیر ارائه می گردد:

۱. بایستی در سیاست گذاری مورد توجه قرار گیرد که هرچه شوک های قیمتی نفتی کمتر باشد، افت و خیز شاخص بورس و شرکت های درون آن کمتر خواهد شد، اگر قیمت نفت افزایش یابد برای بورس نیز مفید واقع خواهد شد.
۲. پیشنهاد می شود سرمایه گذاران فعال در بورس اوراق بهادار و همچنین سرمایه گذاران جدید در این بازار به تأثیرات نوسانات نفتی بر شاخص قیمت سهام واقف باشند و در تحلیلهای مالی لحاظ نمایند.
۳. پیشنهاد می شود با تمرکز بیشتر بر کنترل درآمدهای نفتی مثل ایجاد صندوق توسعه ملی بتوان اثر آن را بر روی سهام بیشتر کنترل کرد (صندوقی مشابه، صندوق توسعه ملی لحاظ شود)
۴. بایستی مورد توجه قرار گیرد با توجه به اینکه مدیران مالی شرکتها باید در ارزیابی شان عمدتاً به عملکرد واقعی شرکت و سودآوری آن توجه داشته باشند که قیمت نفت و نوسانات آن بر شاخص سهام تأثیر دارد.
۵. بایستی جهت کنترل و مدیریت نوسانات ارزی کشور از اتخاذ استراتژی ها و تصمیمات هیجانی (اخبار تعدیلات در نرخ

- سود بانکی، چند نرخ‌ی کردن ارز و غیره) که منجر به نوسان در بازار سرمایه از طریق صنایع تأثیرپذیر از این تصمیمات می‌گردد، خودداری نماید؛ چرا که این نوسانات باعث تغییرات هیجانی وجوهای سرمایه‌گذاری شده و انتقال این وجوهای میان بازارهای موازی مختلف شده و این موضوع آثاری همچون نوسانات شدید در بازارهای موازی از جمله بازار ارز را به همراه خواهد داشت.
۶. بنابراین جهت جلوگیری از اثرات نامطلوب نوسانات قیمت نفت راهکارهای متفاوتی وجود دارد که از جمله آن‌ها می‌توان به کاهش وابستگی اقتصاد ایران به نفت، اتکای بیشتر به صادرات غیر نفتی و نیز تأمین مالی هزینه‌های دولت از طریق مالیات و کانالهای دیگر باشد.
۷. اقتصاد کشور ایران به شدت متکی به درآمدهای نفتی است. و نوسانات قیمت نفت و نااطمینانی حاصل از آن کلیه متغیرهای بنیادی اقتصاد را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. با توجه به اینکه رابطه منفی بین نااطمینانی قیمت نفت و بازارهای مالی وجود دارد، چنانچه اتکاء به نفت کاهش یابد، تأثیر پذیری این بازارها نیز از قیمت نفت کاهش خواهد داشت و منجر به رونق بازارهای مالی خواهد شد.
۸. تأثیر تورم بر بازارهای مالی نیز منفی است. بنابراین باید کنترل بیشتری بر تورم شود تا مانع رونق این بازارها نشود.
۹. با گسترش فرهنگ تولید و توجه بیشتر به زیرساخت‌های بخش تولید، کاهش برنامه‌ریزی شده تورم (جهت جلوگیری از انگیزه‌های سفته‌بازی) علاوه بر اینکه می‌توان از مزایای رشد اقتصادی بیشتر بهره‌برد، در نتیجه کلیه بنگاه‌های اقتصادی (از جمله بنگاه‌های اقتصادی فعال در بازار بورس اوراق بهادار) نیز با سودآوری بیشتر و رونق اقتصادی همراه خواهند بود.

مراجع

۱. عبدالملکی، حامد، ۱۳۹۱، اثر نااطمینانی قیمت نفت را بر رشد اقتصادی ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشکده علوم اجتماعی، گروه اقتصاد، دانشگاه رازی
۲. کاظمی رزومی، حسن، ۱۳۹۱، بررسی اثر نااطمینانی قیمت نفت و نرخ ارز را بر بازده سهام در ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران
۳. میرزایی، امیر، ۱۳۹۰، و بررسی تأثیر نوسانات نرخ ارز و قیمت نفت بر رشد اقتصادی ایران، کارشناسی ارشد، رشته علوم اقتصادی، دانشکده مدیریت و اقتصاد ۳۵.
۴. یزدانی، ساناز، ۱۳۹۰، نوسانات سیکلی قیمت نفت و اقتصاد ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه سمنان
5. Arouri, M. E. H., Jouini, J., & Nguyen, D. K. (2012). On the impacts of oil price fluctuations on European equity markets: Volatility spillover and hedging effectiveness. *Energy Economics*, 34(2), 611-617.
6. Arouri, M. E. H., Jouini, J., & Nguyen, D. K. (2011). Volatility spillovers between oil prices and stock sector returns: implications for portfolio management. *Journal of International Money and Finance*, 30(7), 1387-1405
7. Chang, C. L., McAleer, M., & Tansuchat, R. (2013). Conditional correlations and volatility spillovers between crude oil and stock index returns. *The North American Journal of Economics and Finance*, 25, 116-138
8. Chen, Q., & Lv, X. (2015). The extreme-value dependence between the crude oil price and Chinese stock markets. *International Review of Economics & Finance*.
9. Hung, S. Y., Liang, T. P., & Liu, V. W. C. (1996). Integrating arbitrage pricing theory and artificial neural networks to support portfolio management. *Decision support systems*, 18(3), 301-316
10. Jouini, J. (2013). Return and volatility interaction between oil prices and stock markets in Saudi Arabia. *Journal of Policy Modeling*, 35(6), 1124-1144
11. Salisu, A. A., & Oloko, T. F. (2015). Modeling oil price-US stock nexus: A VARMA-BEKK-AGARCH approach. *Energy Economics*, 50, 1-12.

