

مجله اقتصادی - دوماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی  
شماره‌های ۹ و ۱۰، آذر و دی ۱۳۹۱، صفحات ۶۰-۴۷

## تأثیر تکانه‌های نفتی بر بازده بازارهای بورس اوراق بهادار منتخب جهان با تأکید بر بورس اوراق بهادار تهران

مهدیه شهرکی  
کارشناس ارشد اقتصاد  
m\_sh200734@yahoo.com

اسمعیل ابونوری  
استاد دانشگاه سمنان و دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه  
esmaiel.abounoori@gmail.com

محمود محمودزاده  
استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه  
mahmod.ma@yahoo.com

هدف از این تحقیق بررسی تأثیر تکانه‌های نفتی بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار منتخب جهان می‌باشد. در این راستا، با استفاده از مدل رگرسیونی داده‌های تابلویی به بررسی تأثیر تکانه‌های نفتی و همچنین تأثیر عوامل تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم، حجم تجارت و نرخ واقعی بهره بر بازده سهام شرکت‌های فعال در بورس‌های اوراق بهادار منتخب جهان شامل ایران، مالزی، سنگاپور، کره جنوبی، چین، ترکیه، آلمان، امارات، ژاپن و آمریکا طی دوره (۱۳۸۰-۱۳۸۹) (۲۰۰۱-۲۰۱۰) پرداخته شد. نتایج نشان داد که تکانه‌های قیمتی و درآمدی تأثیر معناداری بر بازده سهام این کشورها ندارد.

طبقه‌بندی JEL: C33, E22, F31.

واژه‌های کلیدی: تکانه‌های نفتی، بازده سهام، بورس اوراق بهادار، داده‌های تابلویی.

## ۱. مقدمه

دستیابی به رشد بلندمدت و مداوم اقتصادی نیازمند تجهیز و تخصیص بهینه منابع مالی در سطح اقتصاد ملی است و این امر بدون کمک بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد به سهولت امکان پذیر نمی‌باشد. از این حیث، بورس اوراق بهادار به‌عنوان یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه نقش مهمی در جمع‌آوری سرمایه و انتقال آن به افراد و واحدهایی که متقاضی وجوه هستند دارد. بنابراین، مکانیزم بورس اوراق بهادار از جمله ابزارهای تأمین مالی شرکت‌ها محسوب می‌شود.

اصولاً موفقیت بورس اوراق بهادار و جذابیت آن برای سرمایه‌گذاران بالقوه از طریق افزایش بازدهی و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار امکان‌پذیر می‌شود. همانطور که می‌دانیم عوامل متعددی از جمله عوامل داخلی (یا عوامل مربوط به شرکت)، اقتصادی، روانی، سیاسی و... می‌توانند سود و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار دهند. نوسانات این متغیرها و بی‌ثباتی آنها در طول زمان باعث ایجاد اشکال در تصمیمات و پیش‌بینی‌های اقتصادی شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران می‌شود، بنابراین مشخص بودن تأثیرات متغیرهای مؤثر بر سود و بازده سهام (به‌عنوان دو شاخص مهم عملکرد شرکت‌ها) می‌تواند راهگشایی برای سرمایه‌گذاران جهت برنامه‌ریزی آتی باشد.

رسوخ نفت در تمام زوایای زندگی بشر آن را به‌صورت یک کالای حیاتی و ضروری درآورده است و اساساً در حال حاضر زندگی صنعتی بدون وجود نفت ممکن نیست. اکثر مطالعات موجود نشان می‌دهد که نفت به دلایل گوناگون از جمله سهولت در حمل‌ونقل و عدم وجود جانشین مناسب در برخی زمینه‌ها تا سالیان متمادی همچنان سهم زیادی از کل مصرف انرژی جهان را در اختیار خواهد داشت. از این رو، بدیهی است هرگونه نوسانی در روند تقاضا، عرضه، قیمت و سایر متغیرهای تأثیرگذار بر این بخش آثار بسیاری را بر اقتصاد کشورهای تولیدکننده و مصرف‌کننده نفت در پی داشته و در برخی موارد سبب بروز اختلالاتی در سیستم اقتصادی این کشورها گردیده است (غفاری، ۱۳۸۳).

در چند دهه اخیر نوسانات قیمت نفت مقارن با تحولات شگرف اقتصادی بوده است. این امر سبب گردیده تا پژوهشگران به بررسی ارتباط این دو روند در طول زمان بپردازند. رخداد شوک‌های عظیم نفتی و ظهور پدیده‌های مهم اقتصادی نظیر رکود جهانی، تورم و بیکاری بیش از پیش نگاه‌ها را به این موضوع معطوف نموده است. افزایش ناگهانی قیمت نفت در دهه ۱۹۷۰ (تکانه‌های اول و دوم نفتی) آثار بسیار مهمی بر متغیرهای اقتصاد جهانی به‌وجود آورد. آن دهه معرف پایان ناگهانی عصر رشد اقتصادی صرفاً بر پایه نفت بود که مشخصه دهه‌های پس از جنگ جهانی دوم تلقی

می‌شود. ده‌ها شاخص اقتصادی جهانی از GNP تا نرخ بیکاری در حوالی سال ۱۹۷۳ افت شدیدی را نشان می‌دهند. می‌توان گفت امروز با صعود قیمت‌ها به مرز ۱۵۰ دلار<sup>۱</sup> مجدداً موضوع ارتباط قیمت نفت و تغییرات متغیرهای اقتصادی مورد توجه خاص بسیاری از اقتصاددانان در این حوزه قرار گرفته است (مالک، ۲۰۰۷).

همیلتون (۲۰۰۳) در مقاله خود نشان داده است که دلیل کاهش در تولید ناخالص ملی واقعی در آمریکا ناشی از قیمت اسمی نفت در دوره‌های قبل و بعد از تأسیس اوپک بوده است. برخی محققین نظیر همیلتون بر این اعتقادند که نه تنها رابطه مستقیمی بین تحولات متغیرهای اقتصاد کلان و شوک‌های نفتی وجود دارد بلکه تکنانه‌های نفتی عامل به‌وجود آمدن رکودهای اقتصادی بوده است. از طرفی بررسی رابطه بین متغیرهای کلان اقتصادی (از جمله قیمت و درآمد نفت) و عملکرد شرکت‌های فعال در بازار بورس اوراق بهادار موجب شناخت بیشتر سرمایه‌گذاران از مفهوم ریسک سیستماتیک (ریسک بازار) می‌گردد. ریسک سیستماتیک از شرایط کلی اقتصاد جامعه ناشی می‌شود.

بورس اوراق بهادار ایران در سال ۱۳۴۲ تأسیس شد در حاشیه تحولات انقلاب در سال ۱۳۵۶ تعطیل شد و مجدداً در سال ۱۳۶۹ متقارن با سیاست خصوصی‌سازی فعالیت خود را از سر گرفت و تاکنون از رشد چندانی در مقایسه با کشورهای صنعتی برخوردار نبوده است. بورس اوراق بهادار در ایران در یک رقابت محکوم به شکست با بازارهای پولی و بانکی قرار دارد چراکه بازارهای پولی و بانکی با شعب فراوان و در دسترس برای هر شهروند، ریسک پایین، پشتوانه بالا و تبلیغات فراوان، توانایی زیادی در جذب پس‌اندازها در مقابل تنها سالن بورس اوراق بهادار تهران دارد. عدم کارایی بازار بورس حتی به‌صورت ضعیف، عدم آشنایی خانوارها با بورس و نحوه سرمایه‌گذاری در بورس، بالا بودن هزینه انتقال سهام، عدم ارائه اطلاعات مالی در سطح جامعه، نبود تحلیلگران مالی، نبود بازارهای خارج از بورس و بسیاری عوامل دیگر دلایلی مضاعف در جهت عدم توانایی بازار بورس در جذب پس‌اندازهای اندک خانوارها می‌باشد (سیف‌الهی، ۱۳۸۸).

نوسانات قیمت نفت مقارن با تحولات شگرف اقتصادی بوده است. این امر سبب گردیده تا پژوهشگران به بررسی ارتباط این دو روند در طول زمان بپردازند. رخداد تکنانه‌های عظیم نفتی و ظهور پدیده‌های مهم اقتصادی نظیر رکود جهانی، تورم و بیکاری، بیش‌ازپیش نگاه‌ها را به این موضوع معطوف نموده است. افزایش ناگهانی قیمت نفت در دهه ۱۹۷۰ (تکنانه‌های اول و دوم نفتی)

۱. در یازدهم ژوئیه ۲۰۰۸ مقارن با مرداد ۱۳۸۷ قیمت نفت خام از مرز ۱۴۷ دلار در هر بشکه گذشت.

آثار بسیار مهمی بر متغیرهای اقتصاد جهانی به وجود آورد. آن دهه معرف پایان ناگهانی عصر رشد اقتصادی صرفاً بر پایه نفت بود که مشخصه دهه‌های پس از جنگ جهانی دوم تلقی می‌شود. دهه‌ها شاخص اقتصادی جهانی از GNP تا نرخ بیکاری حدود سال ۱۹۷۳ افت شدیدی را نشان می‌دهد. می‌توان گفت امروز با صعود قیمت‌ها به مرز ۱۵۰ دلار<sup>۱</sup>، مجدداً موضوع ارتباط قیمت نفت و تغییرات متغیرهای اقتصادی مورد توجه خاص بسیاری از اقتصاددانان در این حوزه قرار گرفته است. نوسان‌های شدید متغیرهای اقتصادی در کشورهای مختلف باعث شده است تا دولت‌ها و شرکت‌ها متحمل خسارات و مشکلات مالی شوند. از آنجایی که انجام سرمایه‌گذاری در کشورها جهت تولید کالا امری لازم و ضروری است و یکی از راه‌های تأمین وجوه مورد نیاز جهت انجام سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌ها انتشار سهام می‌باشد این امر سبب شد تا تحقیقات تجربی و نظری بسیاری در مورد رابطه بین متغیرهای اقتصادی و بازارهای سرمایه صورت گیرد.

همانگونه که مستندات مختصر فوق نشان می‌دهند لزوم انجام تحقیقات مرتبط با عوامل تأثیرگذار بر بازار سرمایه - به منظور جذب و تخصیص بهینه منابع - به خوبی می‌تواند توجیه‌کننده مسئله طرح تحقیق حاضر باشد. بنابراین، در راستای اجرای این تحقیق تأثیر تکانه‌های نفتی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران بررسی می‌شود.

## ۲. ادبیات تحقیق

شفیعی (۱۳۸۵) تأثیر تکانه نفتی و افزایش قیمت نفت بر سه گروه از کشورهای جهان اینگونه بیان می‌شود.

### ۲-۱. کشورهای توسعه یافته و صنعتی

اغلب مطالعات به رابطه میان متغیرهای اقتصاد کلان و تکانه نفتی پرداخته‌اند. این مسئله در ادبیات اقتصادی از اوایل دهه ۱۹۸۰ و پس از مشکلاتی که نخستین بحران تکانه نفتی در اقتصاد کلان کشورهای صنعتی به وجود آورد، آغاز شد.

انرژی به عنوان مهم‌ترین عامل تولید و از سویی دیگر به عنوان یک کالای مصرفی معمولاً کالایی است که دارای کشش جانشینی و کشش تقاضایی است، بنابراین حتی در مواقعی که سیاست‌های پولی و مالی مناسبی نیز اعمال شود افزایش قیمت انرژی سبب کاهش درآمد ملی کشورهای صنعتی می‌شود و این مسئله پیامدهایی نظیر بیکاری خواهد داشت. اغلب پژوهشگران معتقدند که این رابطه برای کشورهای صنعتی غیرمقارن است. به عبارت دیگر، به همان صورت که افزایش قیمت انرژی سبب

۱. در یازدهم ژوئیه ۲۰۰۸ مقارن با مرداد ۱۳۸۷ قیمت نفت خام از مرز ۱۴۷ دلار در هر بشکه گذشت.

کاهش تولید ناخالص و تورم و مشکلات اقتصادی کلان می‌شود کاهش قیمت انرژی سبب افزایش تولید ناخالص ملی، رونق اقتصادی و کاهش شدید نرخ تورم نمی‌شود. بالک و همکاران (۲۰۰۲) معتقدند در این خصوص حتی اعمال سیاست‌های پولی نیز نمی‌تواند تقارن ایجاد کند.

#### ۲-۲. کشورهای توسعه‌نیافته مصرف‌کننده نفت

به نظر می‌رسد که کشورهای در حال توسعه نسبت به کشورهای صنعتی کمتر تحت تأثیر نوسان‌های قیمت نفت هستند. این مسئله بیشتر به حجم اقتصاد و سطح بکار رفتن نفت به‌عنوان یک عامل تولید در آن کشورها برمی‌گردد. کشاورزی با تکنولوژی کاربر حجم قابل ملاحظه‌ای از اقتصاد کشورهای در حال توسعه را شکل می‌دهد. بالا رفتن قیمت نفت اغلب سبب می‌شود که حساب جاری و بنابراین ترازپرداخت‌های این قبیل کشورها دچار مشکل گردد. این مسئله در مورد کشورهای فقیر و بدهکار و کشورهای تازه استقلال یافته با اقتصادی در حال گذار کاملاً قابل مشاهده است (موسا، ۲۰۰۰).

#### ۲-۳. کشورهای صادرکننده نفت

تأثیر افزایش درآمدهای نفتی بر کشورهای صادرکننده نفت از مباحث بحث‌برانگیز اقتصاد سیاسی است. به‌طور کلی در مورد ایران می‌توان این تأثیر را به نحوه هزینه کردن دولت، ساختار اقتصادی و رفتار دولت در داخل کشور مشاهده نمود. معمولاً در کشورهای صادرکننده نفت، درآمدهای صادرات نفت به‌عنوان درآمد بخش دولتی محسوب و از طریق خزانه وارد بودجه می‌شود. این مسئله سبب می‌گردد که درآمدهای نفتی از طریق ردیف هزینه‌های دولت به دو صورت جاری و عمرانی به اقتصاد کشور تزریق شود.

مهرآرا و نیکی‌اسکویی (۱۳۸۵) پژوهشی تحت عنوان "تکانه‌های نفتی و اثرات پویای آن بر متغیرهای کلان اقتصادی" انجام دادند و نتایج حاصل از برآورد مدل برای ایران را با سه کشور صادرکننده نفت (اندونزی، کویت و عربستان سعودی) مقایسه نمودند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که درجه برونزایی قیمت نفت در عربستان سعودی و کویت نسبت به ایران و اندونزی پایین‌تر است. همچنین، تکانه قیمت نفت مهم‌ترین منبع نوسان‌های تولید ناخالص داخلی و واردات در عربستان و ایران است، در حالی که در اندونزی و کویت تکانه واردات اصلی‌ترین منبع تغییرات این دو متغیر می‌باشد. اثر تکانه قیمت نفت بر روی واردات، تولید ناخالص داخلی و شاخص قیمت‌ها در تمام کشورها مثبت بوده و باعث افزایش آنها می‌گردد.

سیف‌الهی (۱۳۸۸) پژوهشی را تحت عنوان "بررسی تأثیر شوک‌های نفتی بر تقارن و عدم تقارن رشد اقتصادی و تورم در ایران" انجام داد. این پژوهش با استفاده از داده‌های سالانه اقتصاد ایران طی دوره (۱۳۸۶-۱۳۳۸) و با بکارگیری تکنیک‌های اقتصادسنجی به بررسی اثرات نامتقارن قیمت نفت بر تولید و قیمت در اقتصاد ایران پرداخته است. مدل مورد استفاده ARDL (خود توضیح برداری با وقفه‌های گسترده) می‌باشد چراکه این مدل اثرات کوتاه‌مدت و بلندمدت را از یکدیگر جدا می‌کند و به‌جای ارتباط خود داده‌ها از تفاضل آنها روابط را می‌سنجد. نتایج حاصل نشان می‌دهد که رابطه کوتاه‌مدت و بلندمدت بین تکانه‌های نفتی و رشد اقتصادی وجود دارد و در کوتاه‌مدت تکانه‌های نفتی علت تغییر در رشد اقتصادی است و اثر نامتقارن بر آن دارد به این معنا که رشد اقتصادی ایران که یک کشور صادرکننده نفت می‌باشد هنگام تغییرات منفی قیمت نفت با کاهش بیشتری نسبت به تغییرات مثبت قیمت نفت مواجه می‌شود، اما به دلیل اینکه هیچ ارتباطی اعم از کوتاه‌مدت و بلندمدت بین تکانه‌های نفتی و تورم وجود ندارد تقارن و عدم تقارن آن غیرقابل بررسی می‌باشد.

ختایی، شاه‌حسینی و مولانا (۱۳۸۸) در مقاله خود به بررسی اثر تغییرات درآمدهای نفتی بر نرخ ارز حقیقی در اقتصاد ایران پرداخته‌اند. در این مقاله با بسط و تخمین یک مدل ساده اقتصاد کلان، آثار افزایش درآمدهای نفتی بر متغیرهایی مانند تولید ناخالص داخلی، حجم پول، سطح عمومی قیمت‌ها، واردات حقیقی، صادرات حقیقی غیرنفتی و نرخ ارز حقیقی بررسی شده است. به این منظور با استفاده از یک الگوی ساده همزمان اقتصاد کلان و کاربرد روش تخمین حداقل مربعات سه مرحله‌ای برای دوره (۱۳۸۲-۱۳۴۴) برآوردها انجام شده و شبیه‌سازی صورت گرفته است. سناریوی مورد بررسی در این پژوهش افزایش ۱۰ درصدی درآمدهای نفتی و بررسی آثار کوتاه‌مدت و بلندمدت آن بر متغیرهای موردنظر است و برای شبیه‌سازی اثرات بلندمدت فرض شده که درآمدهای نفتی از سال (۱۳۷۸-۱۳۸۲) به میزان ۱۰ درصد افزایش یابد؛ در حالی که برای شبیه‌سازی اثرات کوتاه‌مدت، افزایش درآمدهای نفتی تنها برای سال ۱۳۷۸ اعمال شده است. به‌منظور بررسی آثار افزایش درآمدهای نفتی بر متغیرهای موردنظر ابتدا مسیر متغیرهای هدف را که از حل حالت عادی مدل با استفاده از اطلاعات تاریخی متغیرها به دست می‌آید مسیرهای پایه نامیده‌اند، سپس متغیر برونزای نفت را به میزان موردنظر افزایش داده و این متغیر افزایش داده شده را در حل مجدد مدل استفاده نموده‌اند، سپس درصد انحراف مسیر هر متغیر در این حالت را از مسیر پایه‌ای خود اندازه گرفته‌اند. نتایج حاصل از شبیه‌سازی نشان داده است که چنانچه هیچگونه سیاستی از سوی دولت اتخاذ نگردد، افزایش درآمدهای نفتی در کوتاه‌مدت و بلندمدت موجب افزایش تولید ناخالص داخلی، افزایش حجم پول، افزایش سطح عمومی قیمت‌های داخلی کاهش در صادرات حقیقی غیر نفتی و افزایش واردات حقیقی می‌شود.

الشریف و دیگران (۲۰۰۵)، رابطه بین قیمت نفت خام و بازده سهام را در بخش نفت و گاز، با استفاده از داده‌های مربوط به انگلستان که بزرگترین تولیدکننده نفت در اتحادیه اروپاست مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق از داده‌های روزانه که از ژانویه ۱۹۸۹ تا ژوئن ۲۰۰۱ را پوشش می‌دهد، استفاده شده است. هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیر قیمت نفت بر بازده سهام بخش نفت و گاز است و از اهداف فرعی این تحقیق می‌توان بررسی اثرات بازده پرتفوی بازار، نرخ ارز و نرخ بهره را بر بازده سهام بخش نفت و گاز نام برد. نتایج برآورد نشان داد که تأثیر قیمت نفت بر بازده سهام بخش نفت و گاز همیشه مثبت و اغلب معنادار است. همچنین، تأثیر پرتفوی بازار و نرخ بهره بر بازده سهام مثبت است، اما نرخ ارز اثر منفی بر بازده سهام دارد.

پارک و راتی (۲۰۰۸) مقاله‌ای را تحت عنوان "شوکه‌های قیمت نفت و بازارهای سهام در ایالات متحده و ۱۳ کشور اروپایی" ارائه نمودند. نتایج این مطالعه نشان داده است که از ژانویه ۱۹۸۶ تا دسامبر ۲۰۰۵ تکانه‌های نفتی تأثیر معناداری بر بازده واقعی سهام کشورهای مورد مطالعه داشته‌اند و این تکانه‌ها دلیل موجهی برای ۶ درصد از نوسانات بازده واقعی سهام می‌باشند. افزایش قیمت نفت در نروژ - به‌عنوان یک کشور صادرکننده نفت - منجر به افزایش بازده واقعی سهام شده است. در اغلب کشورهای اروپایی (نه در ایالات متحده) افزایش نوسانات قیمت نفت بازده واقعی سهام را کم‌ارزش می‌نماید. به‌علاوه، نتایج این مطالعه نشان داد که در ایالات متحده و ۸ کشور از ۱۳ کشور اروپایی، افزایش قیمت واقعی نفت با افزایش در نرخ بهره کوتاه‌مدت همبستگی دارد. برخلاف آنچه برای ایالات متحده و نروژ به‌دست آمد شواهد کمی دال بر تأثیرات نامتقارن بازده واقعی سهام در اثر تکانه‌های مثبت و منفی قیمت نفت برای کشورهای اروپایی واردکننده نفت به‌دست آمده است.

### ۳. روش تحقیق

در تحقیق حاضر برای بررسی فرضیه تحقیق، اثر تکانه‌های نفتی و سایر متغیرهای توضیحی را روی بازده هر یک از شرکت‌ها تبیین کرده‌ایم.

مدل‌های بازده سهام

$$R = \beta_0 + \beta_1 POIL + \beta_2 GDP + \beta_3 RR + \beta_4 INF + \beta_5 TRADE + \beta_6 DP + \varepsilon \quad (1)$$

$$R = \beta_0 + \beta_1 ROIL + \beta_2 GDP + \beta_3 RR + \beta_4 INF + \beta_5 TRADE + \beta_6 DR + \varepsilon \quad (2)$$

GDP: تولید ناخالص داخلی سرانه به قیمت ثابت ۲۰۰۰ و بر حسب دلار آمریکا

RR: نرخ بهره واقعی

INF: نرخ تورم که بر حسب شاخص قیمتی مصرف کننده (CPI) محاسبه شده است.

TRADE: حجم تجارت که به صورت مجموع صادرات و واردات محاسبه شده است.

POIL: قیمت نفت بر حسب دلار آمریکا محاسبه شده است و میانگین قیمت هر بشکه نفت می باشد.

ROIL: درآمد نفتی بر حسب دلار آمریکا

DP: متغیر مجازی تکانه قیمتی نفت (اگر قیمت نفت افزایش یافته باشد عدد یک و در غیر این صورت

عدد صفر اختیار می کند).

DR: متغیر مجازی تکانه درآمدی نفت (اگر درآمد نفت افزایش یافته باشد عدد یک و در غیر این صورت

عدد صفر اختیار می کند).

R: متوسط بازده سهام

ε: جزء اخلاص در مدل های رگرسیون

داده های کشورهای به صورت داده های سالانه برای بازارهای بورس اوراق بهادار منتخب جهان

(به ویژه بازار بورس اوراق بهادار تهران) طی دوره (۱۳۸۹-۱۳۸۰) (۲۰۱۰-۲۰۰۱) و با بکارگیری

تکنیک های اقتصادسنجی به بررسی تأثیر تکانه های نفتی بر عملکرد شرکت های فعال در بازارهای

بورس اوراق بهادار منتخب جهان می باشد. همچنین، در این تحقیق تأثیر عوامل تولید ناخالص داخلی،

نرخ تورم، حجم تجارت و نرخ واقعی بهره نیز بر بازده سهام شرکت های فعال در بورس های اوراق بهادار

منتخب جهان بررسی گردید. کشورهای مورد بررسی عبارتند از ایران، مالزی، سنگاپور، کره جنوبی،

چین، ترکیه، آلمان، امارات، ژاپن، آمریکا.

جدول ۱. متوسط بازده سهام سالانه برای کشورهای منتخب طی دوره (۲۰۱۰-۲۰۰۱)

(درصد)

۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	۲۰۰۹	۲۰۱۰	میانگین	انحراف معیار	R
۱۳/۷۳	۱۲/۸۳	۱۲/۰۴	۱۱/۹۷	۱۱/۲۳	۱۰/۴۰	۹/۵۷	۸/۷۴	۷/۹۱	۷/۰۸	۱۰/۵۵	۲/۰۸	ایران
۸/۸۱	۸/۲۴	۹/۲۱	۹/۶۰	۹/۲۷	۸/۳۵	۷/۴۲	۶/۵۰	۵/۵۸	۴/۶۵	۷/۷۶	۱/۶۰	مالزی
۰/۱۱	۰/۱۱	۰/۱۰	۰/۰۹	۰/۱۰	۰/۰۹	۰/۰۸	۰/۰۷	۰/۰۷	۰/۰۶	۰/۰۹	۰/۰۲	سنگاپور
۴/۸۷	۴/۵۱	۴/۰۹	۳/۷۸	۳/۷۸	۳/۴۱	۳/۰۵	۲/۶۸	۲/۳۲	۱/۹۵	۳/۴۴	۰/۹۰	کره جنوبی
۱۴/۸۳	۱۴/۱۵	۱۳/۵۰	۱۲/۵۷	۱۳/۱۱	۱۲/۵۵	۱۱/۹۹	۱۱/۴۳	۱۰/۸۷	۱۰/۳۱	۱۲/۵۳	۱/۳۶	چین
۱۴/۶۸	۱۲/۵۲	۱۲/۰۳	۱۲/۱۸	۱۱/۷۶	۱۰/۷۴	۹/۷۲	۸/۷۰	۷/۶۷	۶/۶۵	۱۰/۶۷	۲/۳۴	ترکیه
۱/۲۶	۱/۳۶	۱/۱۵	۱/۰۸	۱/۲۲	۰/۹۸	۰/۷۵	۰/۵۲	۰/۲۹	۰/۰۵	۰/۸۷	۰/۴۲	آلمان
۳/۵۱	۳/۴۹	۳/۳۷	۲/۸۵	۲/۶۳	۲/۲۵	۱/۸۸	۱/۵۱	۱/۱۳	۰/۷۶	۲/۳۴	۰/۹۵	امارات
۱/۷۷	۱/۷۰	۱/۷۲	۱/۶۹	۱/۶۲	۱/۵۰	۱/۳۸	۱/۲۷	۱/۱۵	۱/۰۳	۱/۴۸	۰/۲۵	ژاپن
۱/۲۳	۱/۱۸	۱/۰۲	۱/۲۲	۱/۳۶	۱/۱۹	۱/۰۲	۰/۸۴	۰/۶۷	۰/۵۰	۱/۰۲	۰/۲۶	امریکا

مأخذ: نرم افزار داده‌های اقتصادی WDI2011.

در جدول (۱) مشاهده می‌شود که ایران و چین دارای بیشترین بازده سهام سالانه و نیز سنگاپور دارای کمترین مقدار برای این متغیر می‌باشد.

جدول ۲. قیمت نفت و درآمد نفت کشورهای جهان طی دوره (۲۰۱۰ - ۲۰۰۱)

(دلار و میلیون بشکه در روز)

۲۰۰۱	۲۰۰۲	۲۰۰۳	۲۰۰۴	۲۰۰۵	۲۰۰۶	۲۰۰۷	۲۰۰۸	۲۰۰۹	۲۰۱۰
۲۸	۲۰	۳۰	۳۱	۴۲	۵۱	۵۵	۹۳	۴۶	۷۳
۲۴۰۸	۱۷۲۸	۲۶۱۳	۲۷۰۰/۱	۳۵۷۴/۲	۴۴۶۷/۶	۴۹۰۰/۵	۸۲۳۹/۸	۴۲۱۸/۲	۶۵۹۹/۲

مأخذ: نرم افزار داده‌های اقتصادی WDI2011.

با توجه به جدول (۲) مشاهده می‌شود که قیمت و در پی آن درآمد نفتی طی سال‌های ۲۰۰۲ و ۲۰۰۹ کاهش داشته است. (هر عامل یا عواملی که سبب بروز اختلال در عرضه یا تقاضای نفت و متعاقب آن در بازار نفت شود به‌ویژه آنکه این عامل یا عوامل غیرقابل پیش‌بینی بوده و در کوتاه‌مدت غیرقابل تعدیل باشند به عنوان تکانه‌ای بر بازار نفت قلمداد می‌شوند).  
درآمدنفت از حاصلضرب تولید سالانه در قیمت نفت به‌دست آمده است (که تولید را برای تمام کشورها یکسان در نظر گرفته‌اند).

#### ۴. نتایج تحقیق

در قدم اول با استفاده از برآورد رگرسیون با روش Panel Data به بررسی تأثیر متغیرهای تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم، حجم تجارت و نرخ واقعی بهره نیز بر بازده سهام شرکت‌های فعال در بورس‌های اوراق بهادار منتخب جهان خواهیم پرداخت. نحوه تعیین نوع مدل تخمین با اثرات ثابت یا تصادفی را بر اساس آزمون هاسمن تعیین خواهیم نمود. در ادامه، به بررسی معناداری ضرایب متغیرهای مستقل می‌پردازیم. در نهایت، نیز با توجه به نتایج و خروجی مدل رگرسیونی به بررسی آزمون فرضیه تحقیق پرداخته می‌شود.

جدول ۳. آزمون هاسمن

متغیر وابسته بازده سهام (تأثیر قیمت نفت)				
آزمون هاسمن	آماره آزمون	درجه آزادی	Prob	نتیجه‌گیری
مدل با اثرات تصادفی بهتر است	۶/۶۶	۶	۰/۳۵	
متغیر وابسته بازده سهام (تأثیر درآمد نفت)				
آزمون هاسمن	آماره آزمون	درجه آزادی	Prob	نتیجه‌گیری
مدل با اثرات ثابت بهتر است	۰/۰۰	۶	۰/۰۰	

مأخذ: خروجی نرم‌افزار Eviews6.

بنابراین، در این مرحله مدل اول را با اثرات تصادفی تخمین می‌زنیم و مدل دوم را با اثرات ثابت تخمین می‌زنیم. نتایج تخمین مدل‌های تحقیق به ترتیب در زیر آمده است:

جدول ۴. ضرایب مدل برازش شده با متغیر وابسته بازده سهام (قیمت نفت)

معناداری	نام متغیر	ضریب متغیر	انحراف معیار	آماره t	P-Value
معنادار	عرض از مبدا	۸۱/۸۳۹	۷/۹۶۹	۱۰/۲۷۰	۰/۰۰۰
غیرمعنادار	POIL	-۰/۳۲۳	۰/۴۴۷	-۰/۷۲۱	۰/۴۷۲
معنادار	GDP	-۲/۹۹۰	۱/۴۷۸	-۲/۰۲۴	۰/۰۴۶
غیرمعنادار	RR	-۰/۰۷۴	۰/۱۲۸	-۰/۵۷۶	۰/۵۶۶
معنادار	INF	-۹/۳۰۹	۰/۸۷۲	-۱۰/۶۸۱	۰/۰۰۰
غیرمعنادار	TRADE	-۱/۷۹۴	۱/۱۷۷	-۱/۵۲۴	۰/۱۳۱
غیرمعنادار	DP	۰/۳۱۳	۰/۱۶۸	۱/۸۵۶	۰/۰۶۷
$R^2$	ضریب تعیین تعدیل شده	۷۶/۰			
D.W	آماره دورین - واتسون	۸۵/۱			

معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد.

مأخذ: نتایج تحقیق (خروجی نرم‌افزار Eviews).

جدول ۵. ضرایب مدل برازش شده با متغیر وابسته بازده سهام (درآمد نفت)

معناداری	نام متغیر	ضریب متغیر	انحراف معیار	آماره t	P-Value
معنادار	عرض از مبدا	۱۰۱/۶۲۷	۲۴/۵۷	۴/۲۲۴	۰/۰۰۰
غیر معنادار	POIL	-۰/۳۰۷	۰/۶۵۴	-۰/۴۶۹	۰/۶۴۰
معنادار	GDP	-۶/۱۰۲	۳/۳۱۷	-۱/۸۴۰	۰/۰۶۹
غیر معنادار	RR	-۰/۱۳۴	۰/۱۱۳	-۱/۱۸۳	۰/۲۴۰
معنادار	INF	-۹/۱۰۲	۱/۲۰۰	-۷/۵۸۶	۰/۰۰۰
غیر معنادار	TRADE	-۰/۳۱۸	۱/۵۹۴	-۰/۲۰۰	۰/۸۴۲
غیر معنادار	DP	۰/۳۰۰	۰/۱۸۴	۱/۶۳۱	۰/۱۰۷
$\bar{R}^2$	ضریب تعیین تعدیل شده	۹۸/۰			
D.W	آماره دورین - واتسون	۱/۷۹			

معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد.

مأخذ: نتایج تحقیق (خروجی نرم افزار EViews).

در دو مدل مشاهده شد که متغیر قیمت نفت، تکانه قیمت نفت، درآمدهای نفتی و نیز تکانه درآمد نفتی تأثیر معناداری بر بازده سهام ندارد به این معنا که تغییرات بازار نفت بر متوسط بازده سهام کشورهای منتخب این تحقیق تأثیر نگذاشته است. تولید ناخالص داخلی تأثیر منفی و معنادار بر بازده سهام داشته است یعنی با افزایش تولید ناخالص داخلی و افزایش قدرت اقتصادی کشورهای منتخب، بازده سهام شرکت‌های فعال در بورس این کشورها کاهش خواهد یافت. نرخ بهره واقعی تأثیر معناداری بر بازده سهام ندارد. شاخص قیمتی مصرف کننده دارای تأثیر منفی و معنادار بر بازده سهام است یعنی با کاهش و یا ثبات قیمت‌ها در بورس این کشورها، بازده سهام افزایش یافته و بورس این کشورها رونق خواهد گرفت. در نهایت حجم تجاری (مجموع صادرات و واردات) نیز دارای تأثیر غیرمعنادار بر بازده سهام شرکت‌های فعال در بورس این کشورها می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده  $\bar{R}^2$  در این مدل‌ها برابر با ۰/۷۶ و ۰/۹۸ آمده است که بیانگر قدرت تخمین بالای مدل برازش شده می‌باشد و به عبارت بهتر متغیرهای توضیحی توانسته‌اند تا حد بسیار بالایی تغییرات بازده سهام را در شرکت‌های فعال در بورس این کشورها توضیح دهند. آماره دورین واتسون نیز در تخمین مدل‌ها بیانگر عدم وجود خودهمبستگی در مدل می‌باشد. به عبارت دیگر، یکی از فروض کلاسیک که عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای اخلاص و در مدل‌ها است، ارضا گردیده و بیانگر خوبی برازش می‌باشد.

### ۵. نتیجه گیری

در مدل‌های تخمین زده شده با متغیر وابسته بازده سهام که در تحقیق حاضر بکار رفته است، نرخ تورم تأثیر منفی بر بازده سهام و سود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش نرخ تورم بازده و سود سهام شرکت‌های بورس به طور متوسط کاهش می‌یابد. می‌توان این پدیده را به این صورت توجیه کرد که با افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و بالا رفتن نرخ تورم، قدرت خرید پول نقد کاهش یافته و افراد برای جبران پول خود را در کالاهای بادوام (نظیر مسکن) سرمایه‌گذاری می‌کنند. بنابراین، با افزایش فعالیت‌های بورس اوراق بهادار، بازده سهام و سود سهام نیز کاهش خواهد یافت. می‌توان این بحث را به صورت دیگر نیز بیان نمود، در شرایط تورمی سهامدار متناسب با نرخ تورم بازده موردانتظار خود را تعدیل خواهد نمود، بنابراین با افزایش نرخ تورم، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار نیز بیشتر می‌شود.

باتوجه به اینکه در ادبیات اقتصادی، نرخ بهره واقعی از مهم‌ترین عوامل مؤثر در بازده سهام می‌باشد، اما در مدل‌های تخمینی تحقیق ضریب این متغیر اکثراً معنادار نشده است. این پدیده را می‌توان به عدم انعطاف‌پذیری سرمایه‌گذاری در بورس در واکنش به تغییرات نرخ بهره یا ناشی از اداری بودن نرخ بهره از سوی دولت مربوط دانست. بازده سهام در بازارهای بورس در ایران با توجه به شرایط بازار پولی در ایران و اجرای قانون بانکداری بدون ربا نمی‌تواند از نرخ‌های بهره متأثر شود. ایران کشوری در حال توسعه است و بازارهای پولی و مالی در ایران کارایی لازم را نداشته و به جای اینکه نرخ بهره توسط نیروهای بازار و از طریق برابری عرضه و تقاضای پول تعیین شود، توسط سیاست‌گذاری پولی تعیین می‌گردد. در ایران علاوه بر موارد ذکر شده در بالا، از سال ۱۳۶۲ به طور رسمی نرخ بهره از سیستم بانکی حذف گردیده، بنابراین معنادار نبودن نرخ بهره داخلی در مدل تخمین زده شده قابل توجیه است.

در مدل‌های تحقیق، قیمت نفت و تکانه قیمتی نفت تأثیر معناداری بر بازده سهام ندارد. با توجه به سهم عظیم درآمد نفتی در هزینه‌های دولتی، صادرات و درآمد ملی، بخش نفت در اقتصاد ایران نقش مسلط را ایفا می‌کند و موجب اختلالاتی در سیستم اقتصادی کشور ایران گردیده است. با توجه به اینکه قیمت نفت یک متغیر سیاسی-اقتصادی بوده و خارج از کنترل کشور ایران است، بنابراین در پی رونق اقتصادی و به تبع آن افزایش قیمت نفت تأثیر انگیزشی و مثبتی را بر بازار سرمایه در ایران به وجود نمی‌آورد. پیشنهادهای این تحقیق به صورت زیر بیان می‌شوند:

- همچنانکه مشاهده شد یکی از نتایج این تحقیق تأثیر غیرمعنادار قیمت و درآمد نفت بر بازده سهام و در کل رونق بازار بورس می‌باشد، بنابراین پیشنهاد می‌شود که از وابستگی بیش از حد اقتصاد ملی به نفت جلوگیری به عمل آید.

- از آنجا که بازده سهام به دلیل مصنوعی نگهداشتن نرخ بهره، واکنشی به تغییرات نرخ بهره نشان نمی‌دهد لازم است برای آزادسازی نرخ بهره تدابیری اتخاذ گردد.
- در اینجا از نرخ ارز به عنوان متغیر مستقل در تخمین مدل‌ها استفاده نشده بود، بنابراین می‌توان به بررسی اثرات این متغیر کلیدی بر بازده سهام بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداخت.
- در تحقیق حاضر، مجال کمتری برای پرداختن به ارتباط بین تورم و بازده سهام وجود داشت، بنابراین بررسی واکنش متقابل بین این دو متغیر پولی از اهمیت و جایگاه خاصی برخوردار است.
- با توجه به اینکه در این تحقیق تولید ناخالص داخلی کلیه بخش‌های اقتصادی با هم در نظر گرفته شده است می‌توان این تحقیق را به تفکیک بخش‌های اقتصادی (مانند بخش صنعت، معدن و ... ) برای کشورها مورد بررسی قرار داد.

## منابع

- احمدی، محمدرضا (۱۳۸۹)، *ارتباط ساختار سرمایه و بازده شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- باقرزاده، سعید (۱۳۸۲)، "تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات مالی*، شماره ۱۶، پاییز و زمستان، صص ۴۷-۲۳.
- ختایی، شاه‌حسینی و مولانا (۱۳۸۸)، "بررسی اثر تغییرات درآمدهای نفتی بر نرخ ارز حقیقی در اقتصاد ایران".
- سیف‌الهی، فریبا (۱۳۸۸)، *بررسی تأثیر تکنانه‌های نفتی بر تقارن و عدم تقارن رشد اقتصادی و تورم در ایران*.
- شفیعی، سعید (۱۳۸۵)، *بررسی تأثیر شوک‌های نفتی بر حساب جاری تراز پرداخت‌ها*.
- غفاری، یونس (۱۳۸۳)، *راهنمای سرمایه‌گذاری در بورس*، تبریز: انتشارات شایسته.
- مقاله حاضر برگرفته از پایان‌نامه‌ای تحت عنوان "تأثیر تکنانه‌های نفتی بر بازده بازارهای بورس اوراق بهادار منتخب جهان (با تأکید بر بورس اوراق بهادار تهران)" می‌باشد.
- مهرآرا، محسن و کامران نیکی‌اسکویی (۱۳۸۵)، "تکنانه‌های نفتی و اثرات پویای آن بر متغیرهای کلان اقتصادی".
- نوروش، ایرج و سحر سپاسی (۱۳۸۴)، "بررسی رابطه ارزش‌های فرهنگی با هموارسازی سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، سال دوازدهم، شماره ۴۰، تابستان، صص ۹۶-۸۱.
- Balke, N. S., Brown P. A. & M. K. Yucel (2002), "Oil Shock and the U.S Economy Where Does the Asymmetry Originate?", *The Energy Journal*, Vol. 23, No. 3, PP. 53-79.
- El-Sharif, I., Brown D., Burton B., Nixon B. & A. Russell (2005), "Evidence on the Nature and Extent of the Relationship between Oil Prices and Equity Values in the UK", *Energy Economics*, Vol. 27, PP. 819-830.

Hamilton, James D. (2003), "What is an Oil Shock?", *Journal of Econometrics*, Vol. 113, PP. 363-398.

Malik. Farooq & Shawkat Hammoudeh (2007), "Shock and Volatility Transmission in the Oil, US and Gulf Equity Markets", *International Review of Economics and Finance*, No. 16, PP. 357-368.

Mussa, Michael (2000), "The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy", IMF, Working Paper, December.

Park, J. & A. Ratti Ronald (2008), "Oil Price Shocks and Stock Markets in the U. S. & 13 European Countries", *Energy Economics*, Vol. 30, PP. 2587-2608.