

بررسی اثر نوسانات قیمت در بورس اوراق بهادار تهران بر سایر شاخصهای خارج از بورس

محسن بهروری مقدم

کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد واحد یزد، یزد، ایران

چکیده

بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یکی از اصلی ترین ارکان بازار سرمایه در کشور قادر است ضمن تجهیز و سرازیر کردن پس اندازهای راکد در کشور و سوق دادن آنها به سمت تولید، حرکت به سوی رشد و توسعه را سرعت بخشد. از آنجا که ارزش سهام موجود در بورس اوراق بهادار تحت تاثیر عوامل مختلف به ویژه متغیرهای کلان اقتصادی قرار دارد، در این پژوهش سرایت پذیری نوسانات قیمتی برخی متغیرهای کلان اقتصادی با شاخص قیمت سهام بررسی شده است. در این راستا برای بررسی سرایت پذیری بازار سرمایه از بازارهای ارز، نفت و طلا از روش خودرگرسیون برداری VAR استفاده شده است. داده های این پژوهش به صورت روزانه (از فروردین ۱۳۸۸ تا پایان شهریور ۱۳۹۴) جمع آوری و با استفاده از نرم افزار Eviews۹ مورد آزمون قرار گرفته اند. نتایج این پژوهش سرایت پذیری بازار سرمایه از بازار نفت و همچنین عدم سرایت پذیری بازار سرمایه از بازار طلا را نشان می دهد.

واژه‌های کلیدی: سرایت پذیری، شاخص قیمت سهام، نرخ ارز، قیمت نفت، قیمت طلا

۱- مقدمه

مطالعات صورت گرفته حاکی از آن است که اطلاعات مربوط به متغیرهای مالی، در طول زمان، به یکدیگر سرایت می‌کنند. این موضوع با گسترش سیستم‌های ارتباطی و وابستگی بیش از پیش بازارهای مالی به یکدیگر اهمیت بیشتری یافته است.

سرایت تلاطم میان شاخص‌های مالی، حاکی از فرایند انتقال اطلاعات میان بازارها می‌باشد. با توجه به اینکه بازارهای مالی با یکدیگر مرتبط هستند، اطلاعات ایجاد شده در یک بازار، می‌تواند سایر بازارها را متأثر سازد. در این میان، مدل سازی تلاطم بازده در بازارهای مختلف و ارتباط این بازارها با یکدیگر از منظر افراد آکادمیک و نیز کارپردازان علم مالی، به لحاظ موارد استفاده آن در پیش بینی، موضوع با اهمیتی به شمار می‌رود. پژوهش‌های صورت گرفته در این زمینه، اثر نوسانات را به وسیله سرایت مالی توضیح داده‌اند. سرایت مالی شوکی است که در یک بخش خاص متأثر از سایر بخش‌ها شکل می‌گیرد.

سرمایه‌گذاران همواره در پی کاهش خطر و افزایش سود و بازده می‌باشند. لذا در این راستا شناسایی عوامل موثر بازده سهام تاثیر زیادی در اتخاذ تصمیم مناسب تر از سوی سرمایه‌گذاران دارد. بنابراین، این تحقیق در نظر دارد از طریق بررسی اثر سرایت متغیرهای مهم کلان اقتصادی و بازده سهام، سمت و سوی این رابطه را مشخص و به این سوال جواب دهد آیا متغیرهای کلان اقتصادی با بازار بورس که در این تحقیق نماینده آن، شاخص قیمت سهام است رابطه دارد؟

پیشینه پژوهش

شوسکی (۲۰۰۴) و فاگر و ولارچ (۲۰۰۵) در مطالعه خود رابطه بین نرخ رشد قیمت طلا و بازده بازار سهام را با استفاده از الگوی تصحیح خطای برداری و روش آزمون همگرایی یوهانسون و حداقل مربعات معمولی مورد بررسی قرار داده‌اند، نتایج مطالعه آنها نشان می‌دهد که بین نرخ رشد قیمت طلا و بازده بازار طی دوره بلند مدت ۱۰ ساله هیچ رابطه بلند مدتی وجود ندارد ولی رابطه معکوس بین نرخ رشد قیمت طلا و بازده بازار سهام کوتاه مدت وجود دارد و این نتیجه نشان می‌دهد که اگر شوکی به بازده بازار سهام از طرف یکی از متغیرهای مستقل مثل رشد قیمت طلا وارد شود این شوک به تدریج در هر دوره تعدیل شده و به سمت رابطه بلند مدت خود باز می‌گردد.

مون و همکاران (Moon, et al., 2009) به بررسی اثرات ر س ریز کوتاه مدت بازدهی و تلاطم روزانه سهام میان بازارهای سهام آمریکا و چین پرداختند. آنها با استفاده از مدل ها GARCH-M اثر سرریز اطلاعات را برای بازدهی و تلاطم شاخص s&p500 در آمریکا و شاخص بازار سهام شانگ-های در چین در بازه زمانی ۲۰۰۷ تا ۱۹۹۹ مورد بررسی قرار دادند. آنها شواهدی از اثرات سرریز تلاطم از بازار سهام آمریکا به بازار سهام چین یافتند. بررسی دقیق مطالعات تجربی صورت گرفته نشان می‌دهد که تا کنون مدلی که بتواند با در نظر گرفتن

1. Shoske(2004)

2. Fager-Larach(2005)

اثر حافظه به بررسی تلاطم بین شاخص های سهام بپردازد، مورد بررسی قرار گرفته است. بنابراین، توسعه نظری و به دنبال آن تحلیل تجربی صورت گرفته در این مقاله، اولین گام در این راستا می باشد.

آلویی و همکاران (Aloui, et al., 2009) به بررسی ارتباط بین تلاطم قیمت نفت خام و، بازارهای سهام پرداختند. نتیجه مطالعه قیمت آنها نشان داد که قیمت های انرژی و علی الخصوص نفت اثر بالقوه بر هزینه وی و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی قدرت پیش بینی پذیری قیمت نفت خام با استفاده از مدل های مختلف کلاس GARCH داده های روزانه در دو دوره زمانی مختلف پرداختند. در طول دوره ۲۰۰۷-۲۰۰۹ به دلیل بحران مالی جهانی قیمت نفت خام به ازای هر بشکه تغییرات معناداری،، از حدود ۳۰ تا ۱۴۵ دلار راداشته است. در چنین بازه پرتلاطمی مدل های غیرخطی کلاس GARCH نسبت به مدل های خطی برای پیش بینی تلاطم بلندمدت نوسان قیمت نفت خام موثرتر هستند.

فیلیس و همکاران (Filis et, al., 2011)، کشورهای برزیل، مکزیک، کانادا را به عنوان صادرکننده و کشورهای ایالات متحده آمریکا، آلمان و هلند را به عنوان واردکننده در نظر گرفتند تا ارتباط میان بازارهای این کشورها و قیمت نفت را مورد بررسی قرار دهند. در این پژوهش از دو مدل چندمتغیره DCC و GJR-GARCH و داده های ماهانه از سال ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۹ استفاده شد و نتایج حاصل نشان دهنده سرایت نامتقارن بین کشورهای صادرکننده و واردکننده نفت بود. همچنین این پژوهش نشان داد که شوک های، بخش عرضه قیمت نفت تأثیر ی بر ارتباط بین بازارهای این کشورها نمی گذارد. اما شو های ناشی از تقاضا (یعنی تغییر چرخه های تجاری یا جنگ) تأثیر بیشتری بر کشورها نسبت به شوک های ناشی از عرضه کاهش تولیدات اعضای OPEC) دارند. فیلیس همچنین با مطالعه همبستگی وقفه دار سری های زمانی این کشورها نشان داد که قیمت های نفت بدون توجه به منشأ ایجاد تلاطم اثر منفی بر تمام، بازارهای سهام اعمال می کنند و در دوره های بحران بازار نفت، جایگاه مطمئنی برای جلوگیری از ریسک بازار سهام نمی باشد.

احمد پور (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین قیمت های نقد و آتی سکه طلا در بورس کالای ایران پرداخته است. بدین منظور در تحقیق خود نوع رابطه بین دو بازار نقد و آتی سکه طلا در ایران را به دلیل این که تنها قرارداد آتی فعال در بازار آتی می باشد را مورد بررسی قرار داد. برای این کار با توجه به ماهیت داده ها از دو روش گارچ دو متغیره و آزمون یوهانسون استفاده شده و ارتباط قیمت در دو بازار نقد و بازار آتی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و در نهایت با توجه به نتایج آزمون یوهانسون وجود یک رابطه بلند مدت بین قیمت های بازار نقد و قیمت های بازار آتی سکه طلا در ایران و همچنین شواهدی مبنی بر اینکه بازار آتی هدایت کننده بازار نقد است، بدست آمد.

کشاورز حداد و عابد (۱۳۹۱) به بررسی اینکه آیا بحران مالی جهانی به بازار سهام تهران سرایت میکند پرداختند. در این پژوهش اثر سرایت بحران جهانی از مسیر شاخص های بین المللی S&P 500 بر شاخص کل قیمت بازار سهام تهران، شاخص های صنعت و واسطه گری مالی و شاخص بازار اول و دوم بازار سهام تهران، با استفاده از آزمون سرایت DFGM بررسی می شود. نتایج پژوهش نشان می دهد که بحران جهانی به شاخص کل قیمت بازار سهام تهران سرایت کرده است. هم چنین بحران شاخص های صنعت و بازار اول را تحت تاثیر خود قرار داده و موجب کاهش ارزش این شاخص ها شده ولی بر شاخص واسطه گری مالی و بازار دوم بی تاثیر بوده است.

نیکومرام و پورزمانی (۱۳۹۲) به بررسی سرایت پذیری بازار سرمایه کشور پرداختند. آنه در پژوهش خود سرایت پذیری بازار سرمایه کشور از بازارهای موازی و همچنین بازار نفت به عنوان بازار مستقل با استفاده از روش تحلیل بردار خودرگرسیون (VAR) پرداختند. نتایج این پژوهش رابطه اثر سرایت پذیری بازار سرمایه از بازارهای موازی ارز و طلا و همچنین بازار نفت را تایید می نماید

جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جامعه آماری تحقیق حاضر بازارهای مالی از جمله بازار بورس، بازار ارز، بازار نفت و بازار طلا می باشد. داده های جمع آوری شده در این پژوهش شامل مقدار عددی روزانه شاخص کل بازار سرمایه و همچنین قیمت های روزانه دلار بازار آزاد، سکه تمام بهار آزادی و نفت تگزاس می باشد که از بانک مرکزی ج.ا.و سایت بورس اوراق بهادار و نرم افزار رهاورد نوین از فروردین ۱۳۸۸ تا شهریور ۱۳۹۴ می باشد.

فرضیه‌های تحقیق

با توجه به سوالات بیان شده فوق فرضیات تحقیق را چنین بیان می‌شود:
نوسانات قیمت در بازار نفت بر شاخص قیمت بازار سرمایه سرایت پذیر است.
نوسانات قیمت در بازار طلا بر شاخص قیمت بازار سرمایه سرایت پذیر است.

روش شناسی تحقیق و متغیرهای مورد بررسی

روش جمع آوری داده‌ها کتابخانه‌ای و از نظر نوع مطالعه استنباطی است. از مبانی نظری و مطالعات انجام شده به منظور ساخت مدل، کمک گرفته می‌شود. در ابتدا ایستا بودن داده‌ها با استفاده از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته مورد بررسی قرار می‌گیرد. در مرحله بعد روابط بین متغیرها و تاثیر آن‌ها در دوره‌های مورد نظر بررسی می‌شود. بعد از بررسی ایستایی و همجمعی متغیرهای بکاررفته در مدل، با استفاده از مدل خودرگرسیون برداری (VAR) به برآورد مدل برای متغیرهای مورد نظر پرداخته می‌شود.

متغیرهای مورد استفاده شامل؛ شاخص قیمت سهام، نرخ ارز، قیمت نفت و قیمت طلا می‌باشد. رابطه پویای بین شوکهای شاخص قیمت سهام و متغیرهای عمده در اقتصاد کلان از جمله نرخ ارز، قیمت نفت و قیمت طلا مطالعه شده و برای مشاهده آثار این شوکهای از تکنیک توابع عکس العمل آنی استفاده خواهد شد.

کلید ارقام و اطلاعات مورد استفاده در تحقیق حاضر از بانک مرکزی جمهوری اسلامی و سایت اوپک و سایت سازمان بورس اوراق بهادار و همچنین با استفاده از نرم افزار رهاورد نوین استخراج میشود.

آزمون ریشه واحد

برای آزمون این که آیا متغیرهای مورد نظر دارای ریشه واحد می‌باشند، از آزمون ریشه واحد Dickey-FULLER (ERS4) GLS استفاده شده است فرض H_0 یا همان فرض دارا بودن ریشه واحد را می‌توان با عنایت به مقادیر بحرانی فرض رد نمود. یعنی نوسانات شاخص قسمت سهام و نرخ ارز و قیمت نفت و طلا دارای ریشه واحد نمی‌باشد. به عبارت دیگر این متغیر حتی در سطح معنی داری یک درصد نیز دارای ریشه واحد نمی‌باشد. لذا در اینجا می‌توان گفت هر دو سری مانا می‌باشند. بنابراین با توجه به نتایج این آزمون‌ها می‌توان مدل اولیه VAR را اجرا نمود.

تعیین تعداد وقفه های بهینه

در این قسمت جهت تعیین تعداد وقفه های بهینه مدل ابتدا باید مدل معمولی VAR بر روی متغیرهای مورد نظر برازش نمود. پس از آن می توان با استفاده از تابع Laglen میزان بهینه تعداد وقفه های مدل را تعیین و برای آزمون هم انباشتگی یوهانسون بکار برد. جهت تعیین تعداد وقفه های بهینه معیارهای SC و AIC که از توان مندی بالاتری نسبت به سایر معیارها برخوردارند، در نظر گرفته می شود و بر اساس آن ها وقفه را انتخاب می گردد.

مدل نهایی مدل تصحیح خطای برداری

پس از این که آزمون هم انباشتگی یوهانسون نشان داد که یک رابطه هم انباشتگی بین این متغیرها وجود دارد، مرحله بعدی جهت مدل تصحیح خطا این است که مدل نهایی آن را با وجود یک رابطه بلندمدت بین متغیرهای مذکور وارد مدل نموده تا مدل اجرا شود.

با توجه به خروجی مشاهده شده، رابطه های بلندمدت در دو رابطه نوسانات قیمتی بازار ارز و نفت با بازار سرمایه معنی دار و مثبت می باشند و رابطه بازار طلا و بازار سرمایه معنی دار و منفی می باشد. نوبت به تجزیه و تحلیل نمودارهای کنش و واکنش VECM پس از تحلیل خروجی مدل نهایی رفتار هر یک از متغیرها را نسبت به شوک هایی که می رسد را نشان می دهد و نتیجه گیری کلی از تفسیر این نمودارها به صورت کلی را می توان چنین خلاصه نمود که بازار سهام در حالت کلی از نوسانات بازار ارز و نفت و طلا، خصوصاً شوک های این بازارها، تأثیری پذیرد. به عبارت دیگر شوک های بازار ارز و نفت و طلا می تواند برای مدت زمانی نقش راهبری را در بازار سهام ایجاد نماید.

داده ها و نتایج آزمون ایستایی متغیرهای مورد مطالعه

جهت برآورد تأثیر نوسانات قیمت ارز و نفت و طلا بر شاخص کل مطابق با متدولوژی مطالعه داس و مطالعه اناند و نایت ابتدا متغیرهای stR (شاخص کل قیمت سهام) و exR (تغییرات نرخ ارز) و oilR (تغییرات قیمت نفت) و goldR (تغییرات قیمت طلا) را به صورت تغییرات لگاریتمی شاخص قیمت بازار سهام و قیمت طلا در نظر می گیریم.

$$stR = \ln(st_t) - \ln(st_{t-1})$$

$$exR = \ln(ex_t) - \ln(ex_{t-1})$$

$$oilR = \ln(oil_t) - \ln(oil_{t-1})$$

$$goldR = \ln(gold_t) - \ln(gold_{t-1})$$

از آنجا که در برآورد مدل های VAR معادلات به صورت انفرادی با روش حداقل مربعات برآورد می شوند، لازم است قبل برآورد چنین مدلی از نحوه ایستایی و همجمعی متغیرهای مورد مطالعه اطمینان حاصل کنیم، نتایج مربوط به آزمون دیکی فولر تعمیم یافته در جدول ۱ آورده شده است.

جدول ۱- نتایج آزمون ریشه واحد دیکی- فولر تعمیم یافته

متغیرها	آماره دیکی فولر	مقادیر بحرانی	سطح معنی دار
exR	-8.694532	1%	-2.467551
		5%	-2.041178
		10%	-1.616461
oilR	-29.20674	1%	-2.567531
		5%	-1.941175
		10%	-1.616463
goldR	-35.06457	1%	-2.567531
		5%	-1.941175
		10%	-1.616463
stR	-12.03415	1%	-2.567537
		5%	-1.941176
		10%	-1.616462

نتایج جدول ۱، نشان می دهد که متغیرهای مورد استفاده (exR)

و oilR و goldR و stR همگی انباشته از مرتبه صفر (0) I و ایستا هستند.

از طرف دیگر، آزمون جوهانسن در جدول (۲-۴) و جدول (۳-۴) حاکی از وجود همجمعی بین متغیرهای الگو می باشد. از طرف دیگر این امکان وجود دارد تا با استفاده از روش همجمعی^۱ به وجود رابطه تعادلی بلند مدت بین نوسانات قیمت طلا و با بازار بورس دست یافت

جدول ۲- آزمون مرتبه همجمعی بر اساس آزمون اثر

فرضیه	مقادیر ویژه	آماره اثر	مقادیر بحرانی ۵٪	سطح معنی دار
هیچ	۰,۲۰۵۱۸۸	۶۴۲,۳۱۰۰	۴۷,۸۵۶۱۳	۰,۰۰۰۱
حداکثر یک بردار	۰,۱۹۵۱۷۲	۴۳۶,۳۱۴۵	۲۹,۷۹۷۰۷	۰,۰۰۰۱
حداکثر دو بردار	۰,۱۵۲۷۴۴	۲۴۱,۵۵۲۲	۱۵,۴۹۴۷۱	۰,۰۰۰۱
حداکثر سه بردار	۰,۰۹۸۳۵۷	۹۲,۸۷۲۵۰	۳,۸۴۱۴۶۶	۰,۰۰۰۰

جدول ۳- آزمون مرتبه همجمعی نامحدود (حداکثر مقدار ویژه)

فرضیه	مقادیر ویژه	حداکثر ارقام	مقادیر بحرانی ۵٪	سطح معنی دار
هیچ	۰,۲۰۵۱۸۸	۲۰۵,۹۹۵۵	۲۷,۵۸۴۳۴	۰,۰۰۰۱
حداکثر یک بردار	۰,۱۹۵۱۷۲	۱۹۴,۷۶۲۳	۲۱,۱۳۱۶۲	۰,۰۰۰۱
حداکثر دو بردار	۰,۱۵۲۷۴۴	۱۴۸,۶۷۹۷	۱۴,۲۶۴۶۰	۰,۰۰۰۱
حداکثر سه بردار	۰,۰۹۸۳۵۷	۹۲,۸۷۲۵۰	۳,۸۴۱۴۶۶	۰,۰۰۰۰

¹ . cointegration

نتایج جدول (۳ و ۲) با استفاده از آزمون اثر نشان می دهد که در سطح معنی دار ۵٪ سه بردار همگرایی یا همجمعی بین متغیرهای شاخص قیمت سهام و نرخ ارز و قیمت نفت و قیمت طلا وجود دارد و این موضوع نمایانگر روابط بلند مدت بین این دو متغیر می باشد. از آن جا که کلیه متغیرهای در نظر گرفته شده (+) I و نیز همجمع می باشند، لذا امکان به کارگیری جهت رعایت شرط ایستایی در مدل برآورد شده VAR وجود دارد.

نتایج تجربی

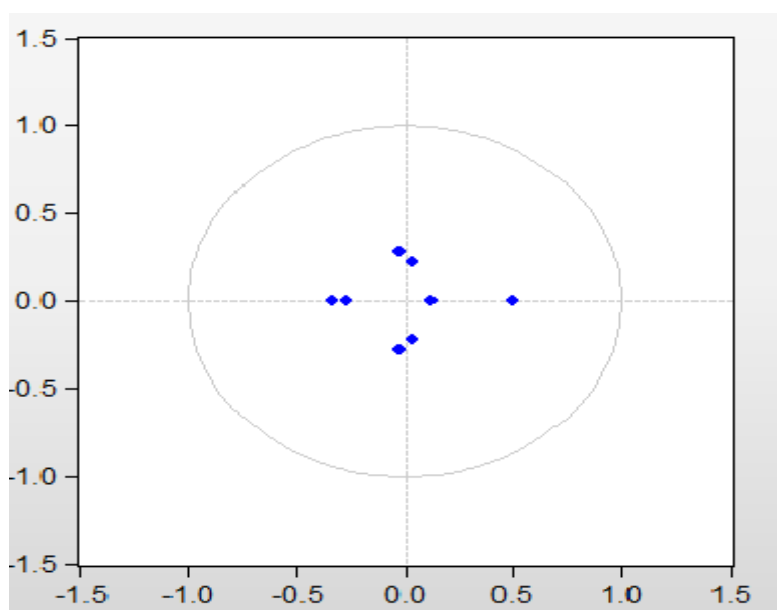
در این بخش با استفاده از ضرایب الگوی خود توضیح برداری (VAR) و نیز با استفاده از روش جوهانسن، به تعیین برآورد بردارهای هم جمعی (و ضرایب مربوط به روابط تعادلی بلند مدت) بین متغیرها پرداخته می شود، چرا که ارتباط موجود بین الگوی VAR و هم جمعی این امکان را فراهم می کند تا بردارهای همجمعی را از روی ضرایب الگوی VAR بدست آورد. بنابراین ابتدا به برآورد الگوی VAR و تعیین تعداد وقفه های مناسب در آن می پردازیم، تا اطمینان حاصل شود که جملات خطای مربوط به الگوی تصحیح خطای برداری^۱ (VECM) نوفه سفید و در نتیجه پایا هستند. نتایج مربوط به برآورد الگوی VAR و تعداد وقفه های بهینه در جداول (۴) آورده شده است.

جدول ۴- تعیین تعداد وقفه های بهینه در الگوی VAR

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	12060.58	NA	2.27e-17	-26.97222	-26.95076	-26.96402
1	12120.67	119.5103	2.06e-17	-27.07086	-26.96357*	-27.02986*
2	12142.22	42.65712	2.03e-17*	-27.08327*	-26.89015	-27.00947
3	12157.58	30.28006	2.04e-17	-27.08184	-26.80290	-26.97525
4	12165.61	15.75620	2.07e-17	-27.06401	-26.69924	-26.92462
5	12176.47	21.19786	2.10e-17	-27.05250	-26.60190	-26.88031
6	12189.99	26.28049	2.11e-17	-27.04695	-26.51052	-26.84196
7	12203.71	26.56527	2.12e-17	-27.04187	-26.41960	-26.80408
8	12235.14	60.52358*	2.05e-17	-27.07637	-26.36828	-26.80578

همانطوری که جدول بالا نشان می دهد وقفه بهینه الگوی VAR متغیرهای oilR و exR و goldR و stR و وقفه دوم می باشد. بنابراین الگو VAR مجدداً با وقفه دوم برآورد می شود، و جهت اطمینان از ثبات نتایج الگوی VAR برآورد شده، نتایج ایستایی این مدل در نمودار ۱ آورده شده است.

¹ - vector error correction model



نمودار ۱- ریشه های مشخصه و آزمون ایستایی مدل VAR

نمودار ۱ نشان می دهد که الگوی VAR استفاده شده با متغیرهای تحقیق کاملاً ایستا است، چرا که معکوس تمام ریشه های مشخصه VAR چندجمله ای، کمتر از یک و در داخل دایره واحد قرار دارند. با توجه به اینکه تمام ریشه های مشخصه الگوی VAR برآورد شده در داخل دایره واحد قرار می گیرد، بنابراین الگوی VAR برآورد شده از ثبات لازم برخوردار است.

فرضیه اول: نوسانات قیمت در بازار ارز بر شاخص قیمت بازار سرمایه سرایت پذیر است. با توجه به نتایج برآورد الگوی VCEM آماره t مربوط به ضریب متغیر بازار ارز بیانگر معنی داری آنها در مدل می باشند لذا ضریب مستقل EXR -4.754614 نشان می دهد که بین نرخ ارز و متغیر وابسته شاخص قیمت سهام ارتباط مستقیم وجود دارد یعنی اگر یک واحد به نرخ ارز اضافه شود شاخص کل به میزان 4.754614 افزایش میابد در بلند مدت نوسانات قیمت در بازار ارز بر شاخص قیمت بازار سرمایه سرایت پذیر است و نوسانات بازار ارز تاثیر مثبت و معنی داری بر شاخص قیمت سهام دارد.

جدول ۵- نتایج آزمون های آماری مربوط به فرضیه اول

شرح	متغیر مستقل	متغیر وابسته	ضریب متغیر در مدل	نتایج آزمون آماری
فرضیه اول	شاخص قیمت کل بازار سرمایه	نرخ ارز	4.754614	✓ حفظ فرضیه پژوهش

فرضیه دوم: نوسانات قیمت در بازار نفت بر شاخص قیمت بازار سرمایه سرایت پذیر است. با توجه به نتایج برآورد الگوی VCEM آماره t مربوط به ضریب متغیر بازار نفت بیانگر معنی داری آنها در مدل می باشند لذا ضریب مستقل OIL 2.659228 نشان می دهد که بین قیمت نفت و متغیر وابسته شاخص قیمت سهام ارتباط مستقیم وجود دارد یعنی اگر یک واحد به قیمت نفت اضافه شود شاخص کل به میزان 2.659228 افزایش میابد و در بلند مدت نوسانات قیمت در بازار نفت بر شاخص قیمت بازار سرمایه سرایت پذیر است و نوسانات بازار نفت تاثیر مثبت و معنی داری بر شاخص قیمت سهام دارد.

جدول ۶- نتایج آزمون های آماری مربوط به فرضیه دوم

شرح	متغییر مستقل	متغییر وابسته	ضریب متغییر در مدل	نتایج آزمون آماری
فرضیه اول	شاخص قیمت کل بازار سرمایه	قیمت نفت	2.659228	✓ حفظ فرضیه پژوهش

فرضیه سوم: نوسانات قیمت در بازار طلا بر شاخص قیمت بازار سرمایه سرایت پذیر است. با توجه به نتایج برآورد الگوی VCEM آماره t مربوط به ضریب متغییر بازار طلا بیانگر معنی داری آنها در مدل می باشند لذا ضریب مستقل GOLD 2.452598 نشان می دهد که بین قیمت طلا و متغییر وابسته شاخص قیمت سهام ارتباط معکوس وجود دارد یعنی اگر یک واحد به قیمت سکه طلا اضافه شود شاخص کل به میزان 2.452598 کاهش میابد و نتایج بیانگر آن است در بلند مدت نوسانات قیمت در بازار طلا بر شاخص قیمت بازار سرمایه تاثیر منفی و معکوس دارد بنابراین می توان اینگونه نتیجه گرفت که نوسانات بازار طلا ر بازار سهام سرایت پذیر نیست.

جدول ۷ نتایج آزمون های آماری مربوط به فرضیه سوم

شرح	متغییر مستقل	متغییر وابسته	ضریب متغییر در مدل	نتایج آزمون آماری
فرضیه اول	شاخص قیمت کل بازار سرمایه	قیمت طلا	-2.452598	* رد فرضیه پژوهش

نتیجه گیری و بحث

با توجه به موضوع حاضر که به بررسی سرایت پذیری بازار سرمایه پرداخته است می توان نتایج حاصل از پژوهش را بدین گونه مطرح کرد. به طر کلی نتایج داده های روزانه این پژوهش رابطه اثرسرایت پذیری بازار سرمایه از بازارهای ارز و نفت و عدم سرایت پذیری بازار سرمایه از بازار طلا را تایید می نماید. به عبارت دیگر فرضیات پژوهش مبنی بر اثر پذیری بازار سرمایه از بازارهای ارز و نفت حفظ می گردد و فرضیه سوم یعنی اثر پذیری بازار سرمایه از بازار طلا رد می شود. به نظر میرسد افزایش نرخ ارز در بلند مدت به دلیل افزایش سود دهی صنایع صادر کننده باعث رونق بازار سرمایه می شود و نیز می توان این نتیجه حاصل گردد که عمده شرکتهای عضو بازار بورس اوراق بهادار صادرات محور هستند. با افزایش قیمت نفت انتظار رونق اقتصادی در ایران بوجود خواهد آمد و این امر می تواند زمینه افزایش شاخص قیمت سهام را فراهم آورد. به عبارت دیگر رشد اقتصادی ناشی از درآمد نفتی می تواند اثرات مثبت بر فعالیتهای اقتصادی کشور داشته باشد. شاخص قیمت طلا از مهم ترین شاخصهای تأثیرگذار بر عوامل اقتصادی و سیاسی در هر کشور است. قیمت طلا به عنوان متغیری با اهمیت معرف بسیاری از تحولات پولی و مالی بین المللی است؛ گر چه این نقش به مرور زمان تا حدودی تقلیل یافته است. تبیین چنین رابطه هایی راهنمای سیاستگذاران در جهت گیری های سیاست های پولی و ارزی است. ، بنابراین قیمت طلا طی دوران تورمی آشفتگی بازار ارز یا بی ثباتی سیاسی صعود میکند که این امر تمایل افراد را برای انتخاب این نوع دارایی در سید دارایی های خود برای حفظ ارزش آن نشان می دهد. البته انگیزه های سفته بازی در بازار طلا نیز یکی از دلایلی است که تقاضای طلا را تحت تأثیر قرار می دهد و به همین دلیل نوسانات بازار طلا با شاخص قیمت رابطه معکوس دارد.

پیشنهادهات

- ۱- پیشنهاد می شود اثرپذیری شرکتهای صادرات محور در بازار سرمایه از بازارهای موازی بازار سرمایه به صورت مجزا بررسی و آزمون گردد؛ مدل استخراجی از این پژوهش در راستای پیش بینی تلاطم بازده در صنعت مربوطه موثر خواهد بود.
- ۲- پیشنهاد میگردد پژوهش انجام شده حاضر، با هدف تطبیق نتایج، با دیگر مدل های تصریح موجود مورد برآورد قرار گیرد تا میزان اثر بخشی هریک از این مدلها برای کاربران احراز گردد.
- ۳- به منظور رفع ضعف عملکرد بورس اوراق بهادار در انجام مهمترین وظیفه خود که جذب نقدینگی و کمک به رشد اقتصادی استتوصیه می شود علاوه بر متغیرهای اقتصادی اثر گذار بر فعالیت بورس اوراق بهادار، متغیرهای غیر اقتصادی نیزمورد بررسی قرار گیرد تا زمینه رشد وشکوفایی بیشتر بورس اوراق بهادار فراهم شود.
- ۴- در نهایت پیشنهاد می شودبرای توانمند سازی شاخص قیمت بازار سهام برای توضیح شرایط اقتصاد کلان اقدامهایی به منظور شفافیت بیشتر اطلاعات این بازار چه در سطح مدیریتی چه در سطح سازو کارهای اطلاع رسانی بازار انجام شود.

فهرست منابع

الف-منابع داخلی

- (۱) احمد پور، ا و نیک زاد، م. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین قیمت های نقد آتی سکه طلا، در بورس کالای ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۱۳
- (۲) برازنده، محمد. (۱۳۷۶). اثر متغیر های کلان اقتصادی بر شاخص قیمت سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبائی.
- (۳) برزانی، محمد واعظ و رحیم، دلالی اصفهانی و سعید، صمدی وحامیدرضا، فعالجو. (۱۳۸۶)، ارزیابی نقش نظارتی دولت در بورس اوراق بهادار ایدان در چارچوب یک الگوی کنترل بهینه، پژوهشنامه اقتصادی، سال دهم، شماره اول بهار ۸۹، صفحات ۲۸۵-۳۰۷
- (۴) پیرائی، خسرو و محمدرضا، شهبسوار. (۱۳۸۷)، تاثیر متغیر های کلان اقتصادی بر بازار بورس ایران، فصلنامه پژوهش های اقتصادی ایران، سال نهم، شماره اول، بهار ۱۳۸۸، صفحات ۳۸-۲۱
- (۶) جعفر عبدی، اکبر و غلامرضا کشاورز حداد ". (۱۳۸۹) بررسی ارتباط میان بازارهای سهام تهران و دبی"، پایاننامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه صنعتی شریف
- (۷) جوادی، جواد (۱۳۷۸)، بررسی تاثیر متغیر های کلان اقتصادی بر روی شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۲-۱۳۶۹، پایان نامه کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه شهید بهشتی
- (۸) دانش، الناز (۱۳۸۸)، بررسی اثر متغیر های کلان اقتصادی بر قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناس ارشد اقتصاد، دانشگاه الزهرا
- (۹) سعیدی، پرویز و عبدالله، امیری. (۱۳۸۷)، بررسی رابطه ی تورم و قیمت سهام صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت، سال پنجم، شماره ۱۲، زمستان ۱۳۸۷
- (۱۰) صامتی، مجید و مهناز، مرادیان تهرانی. (۱۳۸۶)، بررسی ارتباط میان ارزش شرکت با نرخ تورم با استفاده از شاخص توبین در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۸۳-۱۳۷۳، فصلنامه بررسی های اقتصادی، شماره ۳، پاییز ۱۳۸۶، صفحات ۴۵-۶۰
- (۱۱) عباسیان، عزت اله و مهدی، مرادپور و وحید، عباسیون. (۱۳۸۷)، اثر متغیر های کلان اقتصادی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش های اقتصادی ایران، سال دوازدهم، شماره ۳۶، پاییز ۱۳۸۷، صفحات ۱۵۲-۱۳۵

- ۱۲) فخر حسینی ، سید فخرالدین و علی، شهابی.(۱۳۸۶) ، بررسی اثر توسعه ی بازار بورس بر رشد اقتصادی در ایران ، پژوهشنامه علوم انسانی واجتماعی "علوم اقتصادی" ، سال هفتم ، شماره بیست وچهارم ، بهار ۸۶
- ۱۳) کشاورز حداد و مقاره عابد سپهر(۱۳۹۱) آیا بحران مالی جهانی به بازار سهام تهران سرایت می کند؟، مجله تحقیقات اقتصادی، دانشگاه صنعتی شریف
- ۱۴) مشایخ، ش و مراد خانی، ح. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین نرخ تورم و نرخ سود تضمین شده و بازده طلا با بازار سهام ایران، مقاله پایان نامه.
- ۱۵) معتمدی، سحر(۱۳۸۹)، بررسی تاثیر قیمت نفت و نرخ ارز بر شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشگاه شهید چمران اهواز
- ۱۶) نیکومرام، هاشم و پورزمانی زهرا(۱۳۹۲) سرایت پذیری تلاطم در بازار سرمایه ایران ، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، دانشگاه علوم تحقیقات تهران

ب-منابع خارجی

- 1) Achsani, N. and H.G. Strohe.(2002), Stock Market Returns and Macroeconomic Factors, Evidence from Jakarta Stock Exchange of Indonesia 1990-2001 // Universität Potsdam, Wirtschaftsund Sozialwissenschaftliche Fakultät, Discussion Paper.
- 2) Aloui, C., R. Jammazi (2009), "The effects of crude oil shocks on stock market shifts behavior: A Regime Switching Approach", Energy Economics, No.31, pp.789-799.
- 3) Arouri, M., D.K. Nguyen (2010), "Oil prices, Stock Markets and Portfolio Investment: Evidence from sector analysis in Europe over the last decade", Energy Policy, No.38, pp.4528-4539.
- 4) Boudoukh, Jacob & Richardson, Matthew,(1993), Stock Returns and Inflation: A Long-Horizon Perspective, American Economic Review, PP. 1346-1355.
- 5) Caparale, Tony & Jung, Chulho,(1997) ,Inflation and Real Stock Prices", Applied Financial Economics, PP. 265-266.
- 6) Christopher gan and et.al ,(2006), macroeconomic variables and stock market interactions: new Zeland evidence, the journal of investment management and financial innovation, pp.89-101.
- 7) Darat Lauhakirti,(1990), International Evidence on the Stock Market and Aggregate Economic Activity, Journal of Empirical Finance, Vol. 5, pp. 281-296
- 8) Feldstein, Martin,(1980), Inflation and the Stock Market, American Economic Review, PP. 839-847.
- 9) Fung H.G. and C.J. Lie.(1990) ,Stock Market and Economic Activities: A Casual Analysis. – Pacific- Basin Capital Markets Research, Amsterdam.
- 10) Hassan, S. A., & Malik, F. (2007). Multivariate GARCH modeling of sector volatility transmission. Quarterly Review of Economics and Finance, Vol.47, pp.470-480.

- 11) Kwon, C.S. and T.S. Shin ,(1999). Cointegration and Causality between Macroeconomic Variables and Stock Market Returns,Global Finance Journal, Vol. 10, No. 1, pp. 71-81
- 12)Lee, K., & Ni, S. (2002). “On the dynamic effects of oil price shocks: A study using industry level data”. Journal of Monetary Economics, Vol.49, pp.823-852.
- 13)Lo A. W., MacKinlay A. C. (1990). “When are Contrarian Profits Due to StockMarket Overreaction?” The Review of financial studies, Vol.3, No.2, pp.175-205.
- 14). McQueen G., Pinegar M., Thorley S., (1996), “Delayed Reaction to Good News and the Cross-Autocorrelation of Portfolio Returns”, the journal of finance, Vol. 51, No.3, pp.889-895.
- 15). Malik, F., & Hammoudeh, S. (2007). “Shock and volatility transmission in the oil, US and Gulf equity markets”. International Review of Economics and Finance, Vol.16, pp.357-368.
- 16). Milunovich G. (2003), “Modelling dependence structure in size-sorted portfolios: A structural multivariate GARCH model”, Econometric Society 2004 , Australasian Meeting, No. 55.
- 17). Moon, G., W. Yu, (2009), “Volatility Spillovers between the U.S. and the China Stock Market: Structural Break Test with Symmetric and Asymmetric GARCH Approach,” Department of Business Administration, Kyonggi University.
- 18). Wei, Y., Y. Wang and D. Huang (2010), “Forecasting Crude Oil Market Volatility: Further Evidence using GARCH-Class Models”, Energy Economics,
- 19)Moon, G., W. Yu, (2010), “Volatility Spillovers between the U.S. and the China Stock Market: Structural Break Test with Symmetric and Asymmetric GARCH Approach,” Department of Business Administration, Kyonggi University
- 20))Wang Chena, Yu Weia,* , Qiaoqi Lang a, Yu Lin b, Maojuan Liu (2013) Financial market volatility and contagion effect:A copula–multifractal volatility approach. . Journal of Financial Economics