

عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی در نوسان بازار سهام کشورهای دی هشت با تاکید بر بحران کووید 19: رهیافت پویای

سیستمی

فردین محمدزاده^۱، سید کمال صادقی^۲، داوود بهبودی^۳

چکیده

یکی از مهم‌ترین مباحث بازار سرمایه، آگاهی از میزان ریسک است که می‌تواند بازده سهام شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد و نقش بسزایی در تصمیم‌گیری‌ها ایفا می‌کند. در همین راستا مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای مطرح و مورد توجه پژوهش‌گران قرار گرفته است. این مدل‌ها تحت تأثیر عوامل مختلف درونی شرکت‌ها و متغیرهای کلان هستند اما یکی از متغیرها که رابطه تنگاتنگی با بازارهای مالی دارد، عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بوده؛ از این رو مطالعه حاضر به بررسی اثرات عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر نوسان بازار بورس در کشورهای دی 8 طی سال‌های 2000 تا 2023 با استفاده از الگوی گشتاور تعمیم یافته سیستمی پرداخته است. نتایج مطالعه نشان می‌دهد وقفه اول نوسانات بازار بورس، عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی و قیمت نفت اثر مثبت در نوسانات بازار بورس داشته و رشد اقتصادی و بحران کووید 19 اثر منفی در نوسانات بازار بورس داشته است.

کلیدواژه‌ها: عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی، نوسان بازار بورس، گشتاور تعمیم یافته سیستمی، دی هشت

طبقه بندی JEL : O10, O57, G12, C22

1365fardin@gmail.com
seyedkamal-sadegh@tabrizu.ac.ir
behbudi@tabrizu.ac.ir

¹ دانشجوی دکتری علوم اقتصادی واحد بین‌المللی پردیس ارس دانشگاه تبریز
² استاد و عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد، دانشگاه تبریز (نویسنده مسئول)
³ استاد و عضو هیئت علمی دانشکده اقتصاد، دانشگاه تبریز

Uncertainty of economic policies in the fluctuation of the stock market of eight countries, non-linear approach

Abstract

One of the most important issues in the capital market is the awareness of the amount of risk that can affect the returns of companies' shares and plays a significant role in decision-making. In this regard, the pricing model of capital assets has been proposed and received the attention of researchers. These models are influenced by various internal factors of companies and macro variables, but one of the variables that has a close relationship with financial markets is the uncertainty of economic policies; Therefore, the present study investigates the effects of the uncertainty of economic policies on the stock market volatility in the D8 countries during the years 2000 to 2023 using the system generalized torque model. The results of the study show that the first break in the stock market fluctuations, the uncertainty of economic policies and oil prices had a positive effect on the stock market fluctuations, and the economic growth and the Covid-19 crisis had a negative effect on the stock market fluctuations.

Keywords: Uncertainty of economic policies, stock market volatility, generalized method of moments.

1- مقدمه

با توجه به تحولات جهان امروز و مشکلات اقتصادی موجود، کشورها جهت حل مشکلات اقتصادی خود به دنبال راهکارهای مناسب می‌باشند. در این راستا یکی از راهکارهای مهم، توسعه سرمایه‌گذاری است. لذا وجود بازارهای کارا و بازارهایی که توانایی جذب سرمایه‌گذاران را به صورت فعال دارا باشند ضروری به نظر می‌رسد. بورس اوراق بهادار یکی از بازارهایی است که با ایجاد بستر مناسب زمینه جذب سرمایه‌گذاران را در این راستا فراهم می‌آورد. با گسترش بازارهای مالی و سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران برای تصمیم‌گیری بهینه، افزایش بازدهی و کاهش ریسک نیازمند آشنایی با مدل‌های پیش‌بینی هستند. به طوری که یکی از موضوعات مهم در این زمینه توجه به ریسک و رابطه آن با بازدهی است. نوسان، بازده مورد انتظار و ریسک موضوع مهمی است که محققان مالی توجه زیادی به آن دارند و محققان و سرمایه‌گذاران همواره نیاز به سنجش میزان حساسیت پرتفوی دارایی‌های مالی متناسب با سطح ریسک آن‌ها دارند.

سیاست‌های اقتصادی، از جمله عرضه پول ناشی از صادرات، عرضه پول ناشی از سیاست بانک مرکزی، تسهیلات اعطایی شبکه بانکی و عرضه اوراق قرضه به همراه عرضه سهام شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار محیطی را که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند را شکل می‌دهند. علاقه فزاینده‌ای که به پیامدهای اقتصادی عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی وجود دارد، اکثریت مطالعات را بر آن داشته تا بر تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت و همچنین

کارایی سرمایه گذاری متمرکز کند. در دوره‌های اخیر توجه ویژه‌ای به پیامدهای عدم اطمینان اقتصادی در قیمت گذاری دارایی‌ها شده است. دولت‌ها برای تأمین هدف خود از جمله رشد و توسعه اقتصادی، افزایش اشتغال با تورم و رفاه جامعه ابزارها و سیاست‌های اقتصادی استفاده می‌کنند استفاده از ابزارهای اقتصادی برای رسیدن به اهداف اقتصادی معین را سیاست اقتصادی می‌گویند. یک سیاست اقتصادی تنها به تصمیم‌گیری سیاسی محدود نمی‌شود و هر سیاست اقتصادی شامل چهار مرحله برنامه ریزی، تصمیم‌گیری، اجرا و نظارت می‌باشد. ثبات اقتصاد کلان که نتیجه سیاست‌های اقتصادی سیاست‌گذاران کشور می‌باشد، در مدیریت کارآمد بخش خصوصی مؤثر است. قبل از اعمال یک سیاست اقتصادی باید هدف اعمال سیاست شفاف باشد. به طور کلی هدف نهایی همه سیاست‌های اقتصادی ارتقاء رفاه ملی محسوب می‌شود ولی اغلب اهداف واسطه‌ای تا رسیدن به هدف نهایی مطرح می‌شوند، مانند افزایش اشتغال، کاهش تورم و رشد اقتصادی بالاتر مدنظر سیاست‌گذاران اقتصادی می‌باشد. در واقع این اهداف واسطه‌ای در راه نیل به اهداف بالاتر هستند. رشد مستمر و پایدار مستلزم اجرای سیاست‌های مناسب و پایدار است. تغییر دولت‌ها و سیاست‌گذاران اقتصادی بی‌شک سیاست‌ها و برنامه‌های اقتصادی را نیز تغییر خواهد داد و این تغییر مداوم خود عاملی در گسترش بی‌ثباتی و نا اطمینانی در اقتصاد می‌باشد. از این رو مطالعه حاضر به بررسی اثرات عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر نوسان بازار بورس در کشورهای دی 8 طی سال‌های 2000 تا 2023 پرداخته است.

در یک بازار اوراق بهادار توسعه یافته، قیمت دارایی‌ها توازن بین نوسان، ریسک و بازده بالقوه دارایی را به درستی منعکس می‌کند، لذا ریسک و بازده مهم‌ترین فاکتورهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری هستند. به هر میزان که یک سرمایه‌گذاری در یک دارایی سطح نوسان بالاتر داشته باشد، انتظار سرمایه‌گذاران از کسب بازده حاصل از سرمایه‌گذاری در دارایی افزایش می‌یابد و این افزایش انتظار سرمایه‌گذار روی قیمت دارایی تأثیر مستقیم دارد. سرمایه‌گذاران با استفاده از خرید سهام در پی کسب بازدهی بالاتر از سایر سرمایه‌گذاری‌ها هستند. در این راستا عامل اصلی انتقال سرمایه قیمت اوراق بهادار است که البته قیمت آن در بازار بورس تعیین می‌گردد یکی از وظایف اصلی بازارهای مالی تعیین قیمت عادلانه اوراق بهادار است لذا قیمت تعیین شده در بازارهای کارا، شاخص مناسبی از ارزش واقعی اوراق بهادار است. شاخص بازار تحت تأثیر عوامل مختلفی است؛ یکی از این عوامل سیاست‌های اقتصادی است.

دولت از طریق سیاست‌های خود تأثیر گسترده‌ای بر اقتصاد جهانی یک کشور دارد (مک‌گراتان و پرسکات⁴، 2005). افراد بومی و بنگاه‌ها در صورتی می‌توانند تصمیم‌گیری آگاهانه‌تری اتخاذ کنند که روند تصمیم‌گیری‌های مربوط به سیاست‌های دولت هموار و دارای قابلیت پیش‌بینی‌کنندگی باشد. همواره در مقابل، عدم قطعیت سیاست‌های دولت پیامدهای شدیدی بر بخش‌های واقعی و مالی دارد. در این راستا، عدم قطعیت سیاست‌های دولت، مالی و پولی که معمولاً از آن به عنوان عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی یاد می‌شود، کانون توجه بحث‌های اخیر است. با توجه به تأثیر عدم قطعیت سیاسی بر نتایج اقتصادی غیر واقعی، ادبیات موجود بیانگر آن است که عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی در بازارهای سرمایه و بورس نیز تأثیر دارد. ریسک سرمایه‌گذاری تابع عوامل مختلفی است که در دنیای امروزی عدم قطعیت

⁴ McGrattan and Prescott

اقتصادی می‌تواند بر ریسک و بازدهی اثرات قابل توجهی داشته باشد. از این رو مطالعه حاضر به بررسی اثرات سرریز عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر نوسان بازار بورس در کشورهای دی 8 طی سال‌های 2000 تا 2023 می‌پردازد. هم چنین می‌توان از دستاوردهای این تحقیق در پیمودن مسیر توسعه بازار سرمایه کشورها استفاده نمود که در سیاست گذاری و برنامه ریزی این مسیر کمک قابل توجهی خواهد داشت همچنین دورنمایی به فعالان و سرمایه گذاران این بازار ارائه می‌نماید.

2- مروری بر ادبیات تحقیق

در این بخش، ابتدا پایه‌های نظری آورده می‌شود. سپس به مطالعات تجربی موجود در زمینه نوسان و عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی اشاره می‌شود.

2-3- بررسی پایه‌های نظری:

در مباحث مالی، ریسک را معمولاً به صورت انحراف معیار یا واریانس نشان می‌دهند اصولاً سرمایه گذاری‌ها به جهت نوسان پذیری که در بازده آن‌ها ایجاد می‌شود دارای ریسک می‌باشند. اقتصاددانان مالی الگوهای متفاوتی را برای اندازه گیری ریسک ارائه دادند. نظریه بازار سرمایه با بسط و تعمیم نظریه پرتفوی مدلی را برای قیمت گذاری دارایی‌های ریسک دار استخراج می‌کند. خروجی نهایی این نظریه به نام مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای این امکان را فراهم می‌سازد تا نرخ بازده هر دارایی ریسک دار تعیین شود. عامل اصلی که منجر به بسط نظریه بازار سرمایه می‌شود، مفهوم دارایی بدون ریسک است. چنین دارایی همبستگی با سایر دارایی‌های ریسک دار خواهد داشت و نرخ بازده آن بدون ریسک خواهد بود (براون و رایللی، 2000). به عبارت کلی تر می‌توان گفت که بر اساس نظریه بازار سرمایه، مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای شکل گرفت (راعی و تلنگی، 1383). قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نظریه بازار سرمایه به مثابه مدل‌های تعادلی دارای مزایایی عملی در تهیه مقیاسی از ریسک و ارزشیابی اوراق بهادار و استاندارد برای سنجش عملکرد می‌باشند (فارل، 1997). قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه کمک می‌کند تا ریسک و بازده مورد انتظار محاسبه شود. آغازین مدل، نرخ بازده بدون ریسک است. به این نرخ پاداش اضافه می‌شود که سرمایه گذاران به دلیل پذیرش ریسک بیشتر انتظار آن را دارند. بتا واحد اندازه گیری ریسک سیستماتیک مربوط به سهام است که در واقع درجه حساسیت تغییر پذیری بازده سهم را نسبت به تغییر پذیری بازده بازار اندازه گیری می‌کند.

نظریه مدرن سبد دارایی توسط هری مارکوویتز در اوایل دهه 1950 ارائه شده است. این تئوری بر اساس رابطه بازدهی و ریسک تبیین می‌شود. مارکوویتز با در نظر گرفتن مفهوم همبستگی ثابت کرد با تغییر میزان دارایی‌های موجود در سبد و ضریب همبستگی بین بازده آن‌ها می‌توان ریسک را به حداقل رساند. مارکوویتز پرتفوی با چنین ویژگی را پرتفوی کارا می‌نامد که دارای بالاترین بازده ممکن برای درجه معینی از ریسک است. پیش از مارکوویتز سرمایه گذاران با مفاهیم بازدهی و ریسک آشنا بودند اما این مفاهیم را به صورت کمی در محاسبات خود استفاده نمی‌کردند. مارکوویتز نخستین کسی بود که مفهوم پر گونه سازی (متنوع سازی) را در سبد سرمایه گذاری به طور عام و در سبد سهام با طور خاص استفاده نمود و به صورت کمی نشان داد که چرا و چگونه متنوع سازی سبد سرمایه گذاری سهام، ریسک سرمایه گذاری را کاهش

می‌دهد. به عبارتی مارکوئیتز نشان داد که اگر ترکیب سهم‌ها تنوع بیشتری داشته باشد از میزان ریسک سرمایه‌گذاری کاسته می‌شود. لذا ملاحظه می‌شود که برای بحث در خصوص تئوری پرتفوی شناخت مفاهیم بازدهی، ریسک و عوامل تعیین‌کننده آن‌ها ضروری می‌نماید (مارکوئیتز، 1952: 77). مفروضات این نظریه به این صورت است:

- 1- سرمایه‌گذار ریسک‌گریز است و در قبال سطح معینی از ریسک، بازده بالاتری می‌خواهد و یا در قبال بازده مشخص، ریسک کمتری می‌خواهد.
- 2- بازدهی اوراق دارای توزیع نرمال است.
- 3- سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری به صورت منطقی عمل می‌نمایند.
- 4- تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذار تابع ریسک و بازده مورد انتظار است؛ اما باید توجه داشت برای سرمایه‌گذاران ریسک و بازده پرتفوی مد نظر است نه تک تک سهم‌ها.

ورودی‌های مورد نیاز این مدل از قرار زیر است:

1. $E(R_p)$: بازدهی مورد انتظار که برای هر یک از اوراق بهادار مد نظر است.
2. σ_p : انحراف معیار بازده‌ها به عنوان شاخص ریسک هر یک از اوراق بهار
3. COV_{AB} : کوواریانس میان نرخ بازده اوراق بهادار به منظور محاسبه ریسک مجموع اوراق بهادار (بررسی حرکت سهام و اوراق با یکدیگر).

بر اساس فرض نرمال بودن توزیع اوراق بهادار، بازده اوراق بهادار بر اساس میانگین و ریسک به وسیله انحراف معیار بازدهی محاسبه می‌شود (معیار ریسک، انحراف معیار است). برای سرمایه‌گذاران ریسک و بازده پرتفوی سهام از ریسک و بازده تک تک سهام مهم‌تر است. چون سرمایه‌گذاری در چندین نوع سهم امکان‌پذیر است لذا به دنبال حدکثر سازی بازده بر اساس ترکیب سهام یا پرتفوی هستند نه تک تک سهم‌ها.

عدم قطعیت یک مفهوم گسترده است که در زمینه‌ها و رشته‌های مختلف علمی و بررسی شده است. به عنوان مثال، این مفهوم، عدم قطعیت ای که در ذهن مصرف‌کنندگان، مدیران و سیاستمداران درباره حوادث محتمل آینده وجود دارد را منعکس می‌کند. همچنین عدم قطعیت پیرامون مسیر متغیرهای کلان مانند رشد تولید ناخالص داخلی پدیده‌های خرد مانند نرخ رشد بنگاه‌ها و حوادث غیر اقتصادی مانند تغییرات آب و هوایی نیز مطرح است (بلوم⁵، ۲۰۱۳). در اقتصاد نیز این موضوع برای اولین بار توسط نایت مورد توجه قرار گرفته است. نایت (1921)، اقتصاددان دانشگاه شیکاگو، نخستین بار تعریفی برای عدم قطعیت مطرح کرده است، با این حال در طی سالیان گذشته مفهوم عدم قطعیت در اقتصاد توسعه یافته است، به طوری که در زمینه‌های مختلف از جمله عدم قطعیت کلی و کلان اقتصادی، عدم قطعیت مرتبط با سیاست‌گذاری اقتصادی، عدم قطعیت‌های مرتبط با تمایلات و احساسات و عدم قطعیت مرتبط با متغیرهای اقتصادی مورد بحث و بررسی قرار گرفته است.

⁵ Bloom

رئیس هیئت مدیره سابق فدرال معتقد است عدم قطعیت فقط یک ویژگی مهم در چشم انداز سیاست پولی نیست، این تعریف مشخصه این چشم انداز است. اگرچه گرینسپن به عدم اطمینان ای که سیاست گذاران هنگام تصمیم گیری در مورد سیاست های پولی با آن مواجه می شدند، اشاره می کرد، اجرای این سیاست نیز می تواند نا اطمینان ایجاد کند. در این زمینه، ارتباطات روشن تصمیمات بانک مرکزی و اهداف آینده اهمیت دارد، به ویژه هنگامی که نرخ بهره کوتاه مدت نزدیک به صفر باشد و ابزارهای سنتی سیاست ناکارآمد می شوند. صرف نظر از اینکه ارتباطات بانک مرکزی چقدر در بازه و کارآمد است، همیشه میزانی از عدم اطمینان مسیر آینده سیاست پولی را احاطه کرده است. به این معنا که تعهد و برنامه های خود می تواند برای یک بانک مرکزی دشوار باشد زیرا تحولات غیرمنتظره ای اقتصاد کلان ممکن است برای یک موضوع سیاسی متفاوت باشد. در این راستا، راهنمایی رو به جلو باید درک شود تا بر اساس داده های اقتصادی ورودی باشد (سیکلوس⁶، ۲۰۱۷). در ایالات متحده فدرال رزرو سیاست پولی را به شرایط اقتصادی پیوند می دهد، که عدم اطمینان را برای بازارها به ارمغان می آورد (وو⁷، ۲۰۱۴). به دلیل بحران مالی عدم قطعیت سیاست اقتصادی به دلیل اثرات منفی بالقوه خود بر روی فعالیت اقتصادی موجب افزایش علاقه زیادی شده است (گلان و یون⁸، ۲۰۱۵). برای مثال، کمیته بازار باز فدرال ۲۰۰۹ و صندوق مالی بین الملل ۲۰۱۳ نشان داد است که عدم قطعیت در مورد آمریکا و سیاست های پولی، مالی و قانونی در ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ کاهش یافته است. منابع و مطالعات اقتصادی اشاره به کانال های متفاوتی دارد که از طریق آن عدم قطعیت اثر منفی بر رشد اقتصاد دارد. با در نظر گرفتن طرف تقاضا اقتصاد، در یک محیط با عدم قطعیت بالا شرکت ها تقاضای سرمایه گذاری خود را کاهش داده و پروژه ها را به تأخیر می اندازند، در حالی که خانوارها مصرف کالای بادوام خود را کاهش می دهند. از سوی دیگر، در سمت عرضه، برنامه های استخدام شرکت به طور منفی تحت تأثیر سطوح عدم قطعیت بالا قرار می گیرد. عدم قطعیت سیاسی اثرات بین قوه بر روی متغیرهای اقتصاد کلان دارد (فرناندز ویلوارده، ۲۰۱۵). در میان شاخص های مختلف عدم قطعیت، شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر اساس فرکانس پوشش روزنامه به یک معیار برای اندازه گیری عدم قطعیت سیاست اقتصادی تبدیل شده است. علاقه روزافزون به پیامدهای عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر قیمت گذاری دارایی ها وجود داشته است. پاستور⁹ (۲۰۱۳) جزو اولین کسانی هست که معتقد است وقتی عدم قطعیت سیاست اقتصادی باعث کاهش بازدهی سهام می شود. وی گمان می کند که سرمایه گذاران خواهان سود اضافی برای نگهداری سهام در هنگام افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی هستند، زیرا عدم قطعیت عملکرد و سودآوری شرکت ها در دوره هایی با عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا، افزایش می یابد؛ بنابراین، هنگامی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی افزایش می یابد، قیمت سهام به طور همزمان افت می کند، در نتیجه بازده مورد انتظار آتی بالاتر می رود که خسارت گذارانی را که مایل به نگه داشتن دارایی های پر ریسک در دوره هایی با عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالا هستند، جبران می کند. سیاست های اقتصادی، از جمله امور پولی، مالی، نظارتی و مالیاتی محیط هایی را که شرکت ها فعالیت

⁶ Sikelos

⁷ wou

⁸ Gelan.you

⁹ pastor

می‌کنند را شکل می‌دهد. علاقه روز افزونی به پیامدهای اقتصادی عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی وجود داشته است. بیشتر مطالعات موجود و تأثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی و رفتار سرمایه گذاری شرکت‌ها و همچنین کارایی سرمایه‌گذاری‌ها متمرکز شده است. در دوره‌های اخیر توجه ویژه‌ای به پیامدهای عدم قطعیت اقتصادی بر قیمت گذاری دارایی‌ها شده است. چند مطالعه نظری و تجربی، اثرات عدم قطعیت سیاست اقتصادی را در بازارهای سهام تجزیه و تحلیل کرده‌اند. بوتچاوا و همکاران¹⁰ (2012) نشان می‌دهند که ریسک سیاسی به نوسانات بازده بیشتر منجر می‌شود. بوگارد¹¹ (2015) کتمان می‌کند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی یک عامل ریسک مهم اقتصادی در قیمت گذاری دارایی‌ها است.

3-3 مرور پیشینه تجربی تحقیق

در ارتباط با نوسان بازار بورس مطالعات گسترده‌ای انجام شده است که در ادامه به اختصار مرور می‌شود.

3-3-1 مطالعات خارجی

سالیسو و همکاران¹² (2022) به بررسی آشفتگی مالی، ریسک سیستماتیک و پیش بینی نوسانات بازار سهام طی سال‌های 1996 تا 2021 با استفاده از روش‌های پیش بینی گارچ پرداخته‌اند. نتایج مطالعه آن‌ها نشان می‌دهد که اندازه گیری ریسک سیستماتیک به ارزیابی انحراف قیمت سهام کمک بیشتری می‌کند. هم چنین عملکرد بهتر شاخص مالی حاکی از انحراف غیر عادی با الگوی همبستگی می‌باشد. معیارهای عملکرد مالی در پرتفوی‌های با تنوع بالا بهتر عمل می‌نماید بنا بر پرتفوی‌های با تنوع کمتر.

هیتز و همکاران¹³ (2022) به بررسی نوسانات ریسک در بازار بورس آمریکا طی سال‌های 1990-2020 با استفاده از روش گارچ پرداخته‌اند. نتایج مطالعه آن نشان می‌دهد اثر قیمت گذاری حاشیه‌ای در نوسانات شاخص بازار و سهام به طور معنا دار مثبت ارزیابی شده اندازه ریسک نوسان در مدل‌های مختلف تقریباً یکسان ملاحظه می‌شود هم چنین پرتفوی‌های با اندازه بزرگ‌تر، ریسک‌های بالاتری به دنبال داشته‌اند.

لی و همکاران¹⁴ (2023) به بررسی اثرات نا اطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر بازار سهام در دوران پسا کووید 19 طی سال‌های 2020 تا 2023 با استفاده از روش‌های داده‌های تابلویی پویا در کشورهای آسیایی و آمریکا پرداخته‌اند. نتایج مطالعه آن نشان می‌دهد اثرات سرریز نا اطمینانی سیاست‌های اقتصادی در آمریکا نسبت به سایر کشورهای مورد مطالعه کمتر بوده است. هم چنین اثرات سرریز پاندمی کووید 19 در بازار بورس کشورهای آسیایی نسبت به آمریکا بیشتر بوده است.

¹⁰ Boutchkova

¹¹ Brogaard

¹² Salisu et al.

¹³ Hitz et al.

¹⁴ Li et al.

3-2-3 مطالعات داخلی

اصولیان و کوشکی (1400) به بررسی ریسک بازارهای مالی تهران، شاخص بورس امریکا و فلزات گرانبهای طلا و نقره قبل از شیوع همه گیری و در طی بحران کووید 19 با استفاده از روش آنتروپی پرداخته‌اند. نتایج مطالعه نشان می‌دهد که برای همه بازارها تصادفی بودن و بی نظمی پس از وقوع همه گیری افزایش یافته است. نتایج همبستگی نشان داد که شبکه اشتراک اطلاعات بین بازارها در طی همه گیری کووید 19 تغییر کرده است. سرمایه گذاری در سبد متشکل از نقره، طلا، و شاخص کل می‌تواند به دلیل افزایش سطح همبستگی و اطلاعات متقابل بین این جفت بازارها در دوره همه گیری ریسکی‌تر باشد. طلا کم‌ترین سطح انحراف اطلاعات را پس از وقوع همه گیری نشان داده که اطلاعات درک شده توسط سرمایه گذاران طلا بر میزان ترس آن‌ها در طی بیماری کووید 19 تأثیر زیادی نداشته است. هم چنین می‌توان با سرمایه گذاری در بورس امریکا و طلا سبد ایمن‌تری تشکیل داد.

رحمتی و احدی (1400) به بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ با استفاده از روش‌های استنباطی پرداخته‌اند نتایج مطالعه با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره نشان می‌دهد که ریسک سقوط قیمت یک سهام معین با افزایش عدم قطعیت در سیاست اقتصادی افزایش می‌یابد. تأثیر عدم قطعیت در سیاست اقتصادی و ریسک سقوط قیمت سهام با افزایش در بنای بازده عدم قطعیت سیاست اقتصادی افزایش می‌یابد. بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک سقوط قیمت سهام انباشته در سطح بازار رابطه مثبت و با اهمیت وجود دارد.

فرهنگ (1401) به بررسی اثرات نا اطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر صنعت بیمه در کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا در دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۰ با استفاده از روش میان گروهی تلفیقی پرداخته است. نتایج مطالعه شاخص نا اطمینانی اقتصادی بر حق بیمه کوتاه مدت و بلند مدت تأثیر فزاینده داشته و تأثیر بلند مدت آن بیش از اثر کوتاه مدت است. همچنین متغیرهای درآمد، تحصیلات، جمعیت، شاخص توسعه مالی و کیفیت نهادی موجب افزایش حق بیمه به صورت کلی، زندگی و غیر زندگی شده و تأثیر آن‌ها مثبت و معنی‌دار است اما متغیر تورم تأثیر منفی و معنی‌دار بر حق بیمه در تمامی مدل‌های تحقیق دارد.

امین عشایری (1401) به بررسی ارتباط میان عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۹۶ با استفاده از روش خود رگرسیونی با وقفه‌های توزیعی و تحلیل سری زمانی پرداخته است. نتایج مطالعه وی نشان می‌دهد عرضه پول ناشی از صادرات نفتی، تسهیلات اعطایی شبکه بانکی، عرضه اوراق قرضه، عرضه سهام شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار بر ریسک سقوط قیمت سهام معنا دار دارد.

برزگر و جلیلی (1402) به ارزیابی ریسک‌های مختلف صنعت پتروشیمی در ایران طی دو مرحله تجزیه و تحلیل داده‌ها پرداخته‌اند. در مرحله نخست به سنجش کمی ریسک‌های سیستماتیک و غیر سیستماتیک با رویکرد مالی با استفاده از مفهوم ریسک در نظریه فرامدرن پرتفوی و مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای پرداخته شده. در نتیجه این محاسبات

محرز گردیده که ریسک نامطلوب بازدهی سهام پرتفوی شرکت‌های پتروشیمی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در اکثر سال‌ها بیشتر از ریسک بازدهی تمام پرسش‌های بازار سهام و اوراق بهادار تهران بوده و بیشتر این نیست که بازدهی سهام شرکت‌های پتروشیمی را تهدید می‌کند ناشی از عوامل سیاسی، اقتصادی فرهنگی و فناوریکی می‌باشد و عوامل داخلی تأثیر کمتری بر ریسک بازدهی سهام شرکت‌های پتروشیمی داشت در مرحله دوم به سنجش کیفی و رتبه بندی ریسک سیستماتیک و ریسک غیر سیستماتیک با رویکرد بازاریابی پرداخته شده است.

با عنایت به اینکه اغلب مطالعات پیشین تأثیر سایر عوامل در نوسانات بازارهای مالی پرداخته‌اند و کمتر مطالعه‌ای به مطالعه اثرات عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی در نوسان بازار بورس پرداخته‌اند و به نظر می‌رسد کمتر مطالعه اثرات عدم قطعیت را مورد بررسی و مطالعه قرار داده‌اند؛ لذا وجه تمایز اصلی و نوآوری این تحقیق با سایر مطالعات گذشته در حیطه‌ی موضوعی عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی در نوسان بازار بورس بوده و تمرکز بر عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی نرخ ارز، نرخ تورم، مخارج دولت و تسهیلات اعطایی می‌باشد. از این رو مطالعه حاضر به بررسی اثرات عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر نوسان بازار بورس در کشورهای دی 8 طی سال‌های 2000 تا 2023 پرداخته است.

3- روش شناسی تحقیق

مطالعه حاضر به لحاظ هدف از نوع تحقیقات کاربردی، به لحاظ روش تجزیه و تحلیل از نوع تحقیقات تحلیلی است. هدف این مطالعه بررسی اثر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر نوسان بازار بورس کشورهای دی 8 طی سال‌های 2000 تا 2023 می‌باشد. آمار و اطلاعات مورد نیاز تحقیق برای کشورهای ایران، ترکیه، پاکستان، بنگلادش، اندونزی، مالزی، مصر و نیجریه به صورت سالانه از پایگاه اطلاعاتی سازمان جهانی داده به روش اسنادی و کتابخانه‌ای جمع‌آوری می‌شود و جهت محاسبات و برآورد مدل‌ها از نرم‌افزارهای Excel, Stata 16 استفاده می‌شود.

مدل برآورد ضرایب سرریز بر نوسان بازدهی بازار بورس در کشورهای دی 8 بر اساس مبانی نظری و مطالعه تجربی گین¹⁵ (2023) به صورت زیر تصریح می‌شوند:

$$NVS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_{i,t} + \beta_2 EG_{i,t} + \beta_3 OIL_{i,t} + \beta_4 cov_{i,t} + (1) e_i$$

NVS متغیر وابسته نوسان بازار بورس، β_0 عرض از مبدأ، $EG_{i,t}$ نرخ رشد اقتصادی، $OIL_{i,t}$ قیمت نفت و $cov_{i,t}$ متغیر مجازی بحران کووید 19 برای سال‌های بعد از شیوع این بحران عدد 1 و سال‌های قبل شیوع عدد صفر لحاظ شده؛ می‌باشد. $EPU_{i,t}$ شاخص عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی که از 4 شاخص نرخ ارز، نرخ تورم، مخارج دولت و تسهیلات اعطایی محاسبه می‌شود؛ و معیار عدم قطعیت واریانس جمله خطا می‌باشد. به این منظور از مدل واریانس ناهمسانی شرطی استفاده خواهد شد. در مدل ناهمسانی واریانس شرطی تغییرات پیش بینی ناپذیری که ناشی از عوامل تصادفی است معادل عدم قطعیت در نظر گرفته می‌شود. به منظور اندازه گیری متغیرهای عدم اطمینان شاخص‌های اقتصادی

از روش‌های آرچ و گارچ بهره گرفته می‌شود روش بی ثبات گیری از شاخص‌های اقتصادی در ادامه مطرح می‌شود. ابتدا فرض می‌شود که شاخص‌های اقتصادی تحت فرآیند اتورگرسیو مرتبه به صورت رابطه Pام زیر شکل می‌گیرد:

$$EXCH_t = \vartheta_0 + \sum_{i=1}^{\rho} \vartheta_1 EXCH_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

که در این رابطه ε_t بر اساس داده‌ها در زمان t ، φ_{t-1} شکل گرفته و از توزیع نرمال با میانگین صفر و واریانس h_t پیروی می‌کند.

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{\rho} \alpha_i \varepsilon_{t-1}^2 \quad (3)$$

که در آن h_t واریانس شرطی ε_{t-1}^2 جملات خطای رابطه مربوط به تعریف شاخص‌های اقتصادی و α_i عواملی هستند که باید برآورد شوند. مدل گارچ (p, q) حالت توسعه یافته مدل ARCH(p) که در آن σ_t^2 توسط وقفه‌های خود توضیح داده می‌شود لذا مدل گارچ (p, q) به صورت رابطه زیر تعریف خواهد شد:

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{\rho} \alpha_i \varepsilon_{t-1}^2 \beta_{\sigma_t^2} \quad (4)$$

شرط لازم برای مثبت بودن واریانس شرطی مثبت بودن ضرایب برآورد شده در این را به خواهد بود؛ بنابراین:

$$p \geq 0, q \geq 0 \quad (5)$$

$$\alpha_0 \geq 0, \quad \alpha_i \geq 0 \quad 1, 2, \dots, \rho$$

$$\beta_i \geq 0 \quad = 1, 2, \dots, q$$

ساده‌ترین و در عین حال پر استفاده ترین مدل گارچ فرآیند گارچ (1،1) بوده که به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{\rho} \alpha_i \varepsilon_{t-1}^2 \beta_{\sigma_{t-1}^2} \quad (6)$$

$$\beta_1 \geq 1, \alpha_0 \geq 0, \alpha_1 \geq 0$$

بنابراین شاخص بی ثباتی هر یک از شاخص‌های اقتصادی به صورت انحراف معیار واریانس شرطی (σ^2) تعریف خواهد شد. ضرایب α_1 و β_1 به ترتیب به ضرایب آرچ و گارچ معروف هستند. روش اقتصادسنجی جهت برآورد مدل روش گشتاور تعمیم یافته سیستمی است که در ادامه به اختصار این روش تشریح می‌شود.

بر اساس مطالعه بالتاجی¹⁶ (2001) و آرلانو و باند¹⁷ (1991) در خصوص تخمین معادله رابطه (6) از آنجایی که در این نوع معادلات، به دلیل وجود اثرهای غیرقابل مشاهده خاص هر مقطع و وجود وقفه متغیر وابسته در متغیرهای توضیحی که با دو مشکل درون‌زایی متغیرهای توضیحی و وجود ساختار پویا مواجه هستند، باید از روش حداقل مربعات دومرحله‌ای و یا روش گشتاورهای تعمیم‌یافته استفاده نمود. لذا به دلیل نوع ابزارهای مورد استفاده در روش حداقل مربعات دومرحله‌ای، ممکن است واریانس ضرایب تخمینی بزرگ‌تر برآورد شوند و نتایج ناسازگاری به دست آید. ازاین‌رو، مناسب‌ترین تخمین‌زن برای مدل‌های پویای پانلی، تخمین‌زن گشتاورهای تعمیم‌یافته خواهد بود. به طورکلی،

¹⁶ Baltagi

¹⁷ Arellano & Bond

روش GMM سیستمی نسبت به روش‌های دیگر دارای مزایای¹⁸ نظیر: 1. حل مشکل درون‌زا بودن متغیرهای توضیحی 2. کاهش یا رفع هم‌خطی در مدل 3. حذف متغیرهای ثابت در طی زمان و 4. افزایش بعد زمانی متغیرها دارد که با توجه به مزایای مذکور این روش در مطالعه حاضر برای تخمین مدل از روش گشتاور تعمیم‌یافته سیستمی استفاده می‌شود.

4- یافته‌های تحقیق

در این قسمت ابتدا به بررسی وضعیت ایستایی متغیرهای تحقیق پرداخته می‌شود. سپس جهت تحلیل خلاصه‌ای از آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق ارائه می‌شود. سپس به برآورد مدل با روش گشتاور تعمیم‌یافته سیستمی پرداخته می‌شود.

جدول (1): آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق

کشور	متغیر	بالاترین	پایین ترین	میانگین	انحراف معیار	کشور	بالاترین	پایین ترین	میانگین	انحراف معیار
اندونزی	NVS	894603/8	971262/5	818287/7	989563/0	ترکیه	919854/8	547223/4	362869/6	088165/1
	EG	345022/6	065512/2-	719991/4	798106/1		43938/11	640214/3	753387/4	524897/4
	EPU	14/3	210672/4-	0000433/0	925254/1		206235/7	541748/3-	34/8e09-	366615/2
ایران	NVS	59776/14	699027/9	66232/10	072756/2	مالزی	505437/7	467077/6	128806/7	354272/0
	EG	815086/8	747171/3-	163082/3	590397/3		858869/5	456847/5-	707419/4	018243/3
	EPU	154305/4	545663/2-	38/2e09-	120398/2		853535/1	765956/1-	79/8e09-	088166/1
بنگلادش	NVS	832441/8	437212/7	148142/8	4678813/0	مصر	11993/10	19461/6	519661/8	169902/1
	EG	881915/7	448018/3	981198/5	103951/1		156283/7	764572/1	443114/4	613897/1
	EPU	083707/3	11/4-	0001043/0	185359/2		704086/5	739498/4-	03/2-e08-	807551/2
پاکستان	NVS	04214/11	149132/7	499182/9	198476/1	نیجریه	22223/11	569102/8	16974/10	600411/0
	EG	184588/5	640214/3	536696/4	3964009/0		32916/15	794253/1-	871902/4	664373/3
	EPU	951194/2	871078/2-	81/5e09-	719365/1		943785/2	357574/3-	77/4e09-	741342/1

منبع: یافته‌های تحقیق

بر اساس جدول (1) خلاصه‌ای از آماره‌های توصیفی از متغیرهای رشد اقتصادی، نوسانات بورس و عدم قطعیت اقتصادی برای کشورهای اندونزی، ایران، بنگلادش، پاکستان، ترکیه، مالزی، مصر و نیجریه در قالب بالاترین، پایین ترین، میانگین و انحراف معیار گزارش شده است.

گام نخست در انجام تخمینها بررسی وضعیت ایستایی متغیرها میباشد. بر این اساس در مطالعه حاضر با استفاده از آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته پایایی متغیرها مورد بررسی قرار میگیرد با توجه به نتایج جدول (2) مشاهده میشود

جدول 2. نتایج آزمون ریشه واحد (ADF)

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معنا داری	درجه انباشتگی
NVS	4723/89	000/0	مانا با یکبار تفاضل گیری

¹⁸ برای مطالعه بیشتر به Baltagi, B (2008) و Greene, W. H (2008). مراجعه شود.

مانا در سطح	0589/0	6647/25	EG
مانا در سطح	1002/0	5320/23	EPU
مانا با یکبار تفاضل گیری	000/0	135/171	OIL

منبع: یافته‌های تحقیق

براساس جدول (2) ملاحظه می‌شود متغیرهای نوسانات بازار بورس و قیمت نفت با یکبار تفاضل گیری مانا شده و متغیرهای رشد اقتصادی و عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی در سطح مانا بوده‌اند. ضرایب نوسانات بازار بورس و قیمت نفت به لحاظ آماری در سطح اطمینان یک درصد معنا دار و ضریب رشد اقتصادی در سطح اطمینان پنج درصد و عدم قطعیت سیاست اقتصادی در سطح اطمینان ده درصد به لحاظ آماری معنا داری بوده است.

قبل از تخمین مدل، برای بررسی مشخص بودن معادله از آماره آزمون تشخیص سارگان¹⁹ استفاده شده که نتایج آزمون اعتبار ابزارها در جدول (3) ارائه شده است. سپس به تخمین مدل با در نظر گرفتن متغیرهای ابزاری پرداخته و در ادامه، وجود خود رگرسیونی جملات اختلال در مدل مذکور مورد آزمون قرار می‌گیرد که نتایج در جدول (3) نشان داده شده است.

جدول 3. آزمون اعتبار ابزارها

Chi2	74/4026
Prob> <i>chi2</i> > Chi2	0000/1

منبع: محاسبات تحقیق

در آزمون اعتبار ابزارها با توجه به نتایج جدول (3)، فرضیه صفر مبنی بر اعتبار متغیرهای ابزاری مورد استفاده در مدل رد نمیشود. بنابراین ابزارهای استفاده شده در مدل معتبر بوده و مدل صحیح می‌باشد.

جدول 4. آزمون خودهمبستگی جملات اختلال

وقفه	Z	Pr> <i>z</i> > <i>chi2</i> > Z
اول	85/1-	065/0
دوم	65/0-	515/0

منبع: محاسبات تحقیق

همچنین، بر اساس نتایج جدول (4)، در آزمون خودهمبستگی جملات اختلال، فرضیه صفر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات اختلال بوده و مقدار آماره آزمون Z برای وقفه خود رگرسیونی مرتبه اول و دوم به ترتیب برابر با 1/85- و 0/65- می‌باشد. در این آزمون فرضیه صفر برای فرضیه صفر عدم وجود خودهمبستگی مرتبه دوم با توجه به ارزش احتمال‌های به‌دست آمده، در سطح معنی داری یک درصد رد نخواهد شد.

¹⁹ Sargan Test

جدول 5. برآورد مدل

متغیر	ضریب	آماره t	$P > z > \chi^2 > t$
<i>Nvs(-1)</i>	041326/1	72/13	000/0
<i>Eg</i>	046906/0-	64/5-	000/0
<i>Epu</i>	66394/1	28/22	000/0
<i>Oil</i>	2384506/0	79/2	000/0
<i>Cov</i>	0636021/0-	77/2	006/0
<i>Cons</i>	752398/7	49/19	000/0

منبع: محاسبات تحقیق

بر اساس جدول (5) ملاحظه می شود وقفه اول نوسانات بازار بورس اثر مثبت در نوسانات فعلی داشته و با افزایش یک درصدی وقفه نوسانات، 1/04 درصد نوسانات فعلی افزایش یافته است. با افزایش رشد اقتصادی کشور، نوسانات بازار بورس به اندازه 0/046 کاهش می یابد. تردیدی نیست که رفع موانع پیش رو در دستیابی به اقتصاد پویا ناشی از رشد و توسعه داخلی موجب رونق بازار سرمایه و جهت گیری صحیح تحولات آن و تلاقی عرضه و تقاضای وجوه در بازار و در نهایت کاهش ریسک در بازار سرمایه می شود. متغیرهای کلان اقتصادی از جمله تولید ناخالص داخلی با وجود تأثیر بر شرایط اقتصادی و سیاسی جامعه، بازارهای مالی و سرمایه را نیز تحت تأثیر قرار می دهد. از این رو با افزایش تولید ناخالص داخلی و رشد اقتصادی، ریسک نیز کاهش می یابد. از طرفی اقتصاد ایران یک اقتصاد دولتی است، به دلیل وجود فضای بروکراتیک و کندی مراحل تصمیم گیری تا اجرا، واکنش صورت گرفته در متغیرهای اقتصادی با تأخیر زمانی صورت می گیرد در حالی که بازده سهام فوراً متأثر از این تصمیم گیری می شود. هم چنین بازار سرمایه ای که اهمیت آن بر هیچ کس پوشیده نیست در طول زمان به طور پویا در حال تغییر است. نکته ای که باید به آن توجه داشت این است که بخش های مختلف اقتصاد به یک میزان تحت تأثیر این تغییرات قرار نمی گیرند. دلیل دیگر آن، اخبار سیاسی و منازعات بین کشورها به ویژه در کشورهایی است که اقتصاد پویا و قوی ندارند و فضای اقتصادی در این کشورها تحت تأثیر مسائل سیاسی قرار گرفته است که منجر به عدم کارایی بازار سرمایه نیز می شود. اگر کارایی به نحو مطلوب اجرا و پیاده سازی شود، می توان تأثیر آن را در بهبود وضع اقتصادی کشور به وضوح مشاهده نمود؛ زیرا منابع مالی در این بازارها به بهترین حالت و به شکل بهینه تخصیص داده می شود و منجر به افزایش سرعت نقد شوندگی دارایی ها شده تا هزینه انجام معاملات به حداقل سطح ممکن برسد تا بدون کاستن کیفیت، بهای تمام شده کاهش یابد. با افزایش رشد اقتصادی در کشور، نقدینگی بیشتر شده، نقدینگی بازارهای سهام بنگاه ها را قادر می سازد تا به سرعت بتوانند حجم زیادی از سرمایه های مورد نیاز خود را تأمین نمایند و لذا موجبات کاهش ریسک فراهم می شود. در این شرایط شرکت ها به نحو مطلوب اقدام به تأمین سرمایه می نمایند. لذا رشد اقتصادی از این کانال می تواند نوسانات بازار بورس کشورها را کاهش دهد (هاولز و بین، 2005). اثر افزایش قیمت نفت در نوسانات بازار بورس افزایشی بوده و به ازای یک درصد افزایش قیمت نفت، نوسانات بازار بورس به میزان 0/23 افزایش می یابد اثرات افزایش قیمت نفت در کشورهای صادر کننده و واردکننده نفت تأثیرات متفاوتی دارد. در کشورهای وارد کننده؛ از یک سو، افزایش قیمت نفت باعث کمیابی انرژی به عنوان مواد اولیه برای تولید بنگاه ها شده

است که این عامل افزایش هزینه بنگاه‌ها برای خرید کالاهای سرمایه جدید را در پی خواهد داشت که این امر در بلند مدت به کاهش در ظرفیت تولیدی بنگاه‌های اقتصادی در کشورهای صنعتی منجر می‌شود. این موضوع بیانگر کاهش عرضه کل و افزایش سطح قیمت‌ها است. از سوی دیگر، اگر مصرف کنندگان انتظار افزایش موقتی در قیمت انرژی را داشته باشند، ممکن است تصمیم بگیرد تا پس انداز کمتری داشته باشند که این موضوع موجب کاهش در سرمایه گذاری و افزایش قیمت‌ها می‌شود. این کشورها، با هزینه‌های بیشتر و ریسک‌های بیشتری به دلیل عدم قطعیت ناشی از قیمت نفت نوسان پذیر روبرو هستند که قیمت سهام را هم تحت تأثیر قرار می‌دهد. دسته دوم کشورهای صادر کننده نفت هستند، کشورهایی که دارای منابع طبیعی غنی از جمله نفت و گاز، با صادرات نفت درآمدهای هنگفتی را کسب می‌کنند. این درآمدها ممکن است در یک دوره زمانی خاص ناشی از افزایش ناگهانی قیمت نفت باشد. کسب درآمدهای حاصل از صادرات بی رویه نفت و افزایش قیمت نفت باعث به وجود آمدن پدیده‌ای به نام بیماری هلندی در این کشورها می‌شود. دهه هفتاد میلادی برخی از کشورها از جمله انگلستان و ایران با این پدیده مواجه شدند. برای کشورهای صادر کننده نفت، افزایش قیمت نفت اثر مثبتی به صورت درآمدهای بیشتر و سرعت بیشتری خواهد داشت. همچنین قیمت‌های بالاتر به معنای یک انتقالی ثروت از کشورهای واردکننده نفت به کشورهای صادر کننده نفت است. اگر دولت صادر کننده نفت درآمدهای اضافی را برای خرید کالاها و خدمات داخلی خرج کنند، این اتفاق بهبود اقتصاد منجر می‌شود که در نتیجه روی بازارهای سهام اثر مثبت و کاهش ریسک دارد (شیرین بخش و همکاران، 1394). به دنبال سرعت گسترش شگفت آور ویروس کرونا در سطح جهان به دلیل ویژگی‌های منحصر به فرد این ویروس و گسترش ارتباطات بین المللی، ویروس کرونا تبدیل به یک بحران جهانی شده است که تمام ابعاد زندگی انسان‌ها در سراسر جهان را تحت تأثیر خود قرار داده است. کشورهای مورد و بازار سرمایه در این کشورها نیز یکی از تأثیر پذیرترین موارد این پاندمی جهانی است. تأثیرات مثبت شیوع کووید 19 در بازار بورس می‌تواند ناشی از محدودیت‌های بانک مرکزی در خروج ارز، در کنار کنترل تقاضا برای واردات بسیاری از کالاها و خدمات باشد که منابع سوداگران ارز را به سمت بازار سرمایه هدایت داده است. همچنین کاهش تقاضا در بخش مسکن نیز مقدار قابل ملاحظه‌ای از سرمایه‌هایی موجود در این بخش را به سمت بازار سرمایه سوق داده که با افزایش تورم، بازار بورس گزینه‌ای مناسب برای سرمایه گذاری پیش روی سرمایه گذاران است. با توجه به رکود حاکم بر اقتصاد ایران و جهان، مسائل و مشکلات ساختار اقتصاد ایران و عدم تناسب رشد قیمت بسیاری از سهام با وضعیت مالی و سودآوری شرکت‌ها برخی صاحب نظران بر این باور هستند که بازدهی تجربه شده در بازار بورس ایران حاصل شکل گیری حباب در قیمت سهام بوده و دیر یا زود این افزایش قیمت‌ها ریزشی خواهد بود و ضرر هنگفتی را متوجه سهام داران و عمدتاً تازه واردان این بازار تحمیل خواهد نمود. تأثیر ویروس کووید 19 در جامعه جهانی بسیار نامشخص است زیرا گسترش بیماری، شدت و میزان مرگ و میر، اثرات اقتصادی نامطلوب و منفی بر بخش‌های مختلف هم چنان عوامل مبهمی به شمار می‌آیند. اما در این وضعیت سطح واکنش بازار بورس به این ویروس و به اصطلاح پیش خور شدن قیمت‌ها دال بر تأثیر منفی کووید 19 بر شرکت‌ها و بورس می‌باشد. در این حالت بازارهای سهام به طور مداوم به احتمالات مربوط به اثرات منفی بر بخش‌های مالی به روز رسانی می‌شوند و کاهش ارزش سهام نشان از اعتقاد

سرمایه گذاران و تحلیل گران به اثر منفی شیوع این ویروس دارد. تأثیرات منفی در غالب ترکیبی از شوک‌های عرضه و تقاضا و عدم قطعیت ظهور کرده است که عمدتاً به دلیل بسته شدن کارخانه‌ها، شرکت‌ها و هم چنین محدودیت‌های سفر بوده است. اثرات زیان بار اقتصادی این تحولات برای کشورها به دلیل قطع زنجیره تأمین جهانی، کاهش تقاضا برای کالاها و خدمات وارداتی و هم چنین کاهش قابل توجه در گردشگری بین المللی و سفرهای تجاری است. به عبارتی سقوط بازار سهام بازتاب اولیه از آسیب احتمالی مورد انتظار بر آینده اقتصاد جهان بوده است. شیوع کووید 19 موجب کاهش ارزش بازارهای بورس در کوتاه مدت بوده است اما در نهایت همه بازارها در طولانی مدت بهبود می‌یابند و به ارزش واقعی خود نزدیک می‌شوند. از طرفی نباید فراموش کرد که بحران فعلی یک بحران بهداشتی است که تبدیل به بحران اقتصادی شده است و ممکن است اثرات شدیدتری به همراه داشته باشد. شاید نیمی از جمعیت جهان به خدمات بهداشتی مؤثر دسترسی ندارند و این امر می‌تواند تأثیرات منفی بر سلامتی و در نهایت رشد اقتصادی داشته باشد. شاید سرمایه گذاری در بهداشت و محیط زیست یکی از اهرم‌های مؤثر برای بازگرداندن اعتماد در بازارهای مالی و اطمینان خاطر برای فعالان اقتصادی و سرمایه گذاری باشد (حقیقت و همکاران، 1402). با وجود بحران کووید 19 نوسانات بازار بورس با اندازه 0/06 درصد کاهش می‌یابد. متغیر سیاست‌های اقتصادی در حالت عدم قطعیت، تأثیر مثبت نوسانات بازار بورس دارد به طوری که این ضریب برابر با 1/66 است. از آنجایی که نوسان در یک بازار باعث می‌شود تا سرمایه گذار بخواهد نسبت به پرتفوی خود تجدید نظر کرده و آن را تعدیل نماید و ترکیب دارایی‌های پرتفوی خود را تغییر دهد، این مسئله آشفتگی را در بازار بحران زده تشدید کرده و هم چنین باعث انتقال نوسانات و تکان‌ها به بازارهای دیگر می‌شود بنابراین تحلیل این اثر می‌تواند به این صورت باشد که در حالت وجود عدم قطعیت سیاست‌های مؤثر کلان اقتصادی، سرمایه گذاران منطقی تا از بین رفتن عدم قطعیت اقدام به نگهداری تصمیمات خودشان می‌کنند. سیاست‌های اقتصادی عدم قطعیت تأثیرات منفی بر رشد و سطوح سرمایه گذاری دارد. بنابراین سیاست‌های اقتصادی در شرایط عدم قطعیت، ترس سرمایه گذاران را افزایش می‌دهد و نوسان در بازار بورس را افزایش می‌دهد. تمام ضرایب به لحاظ آماری در سطح اطمینان یک درصد معنا دار بوده اند.

5- نتیجه گیری و ارائه پیشنهاد های سیاستی

مدل‌های قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه به عنوان یک پارادایم مهم در علم مدیریت مالی و حوزه سرمایه گذاری مطرح است. پرداختن به این مدل‌ها به منظور تعیین ارزش مورد انتظار و بازده سهام از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از این رو مطالعه حاضر به برآورد عوامل مؤثر نوسانات بازار بورس کشورهای دی هشت طی سال های 2000 تا 2023 با استفاده از روش گشتاور تعمیم یافته سیستمی پرداخته است. نتایج مطالعه نشان می‌دهد وقفه اول نوسانات بازار بورس، عدم قطعیت سیاست های اقتصادی و قیمت نفت اثر مثبت در نوسانات بازار بورس داشته و رشد اقتصادی و بحران کووید 19 اثر منفی در نوسانات بازار بورس داشته است.

با توجه به نتایج به دست آمده، موارد زیر به عنوان توصیه‌های سیاستی برآمده از این تحقیق به برنامه ریزان و سیاست گزاران ارائه می‌شود:

از آنجایی که نتایج تحقیق نشان داد که عدم قطعیت موجب افزایش نوسان شده و نوسانات جاری و گذشته در بازارهای تحقیق بر نوسانات جاری بازار خودشان و دیگر بازارها اثر می‌گذارد، پیشنهاد می‌شود سیاست‌گذاران و تصمیم‌گیران در اتخاذ سیاست‌های پولی و مالی به گونه‌ای عمل کنند که از ایجاد نوسان در بازارهای سرمایه و ارز و عدم قطعیت جلوگیری شود.

با توجه به اینکه اقتصاد ایران متکی به نفت است و قیمت نفت از طریق کانال‌های متفاوتی بر متغیرهای کلان اقتصادی اثرگذار می‌باشد، لذا 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 غیرنفتی و نیز تأمین مالی هزینه‌های دولت از طریق مالیات و همچنین بهبود عملکرد و نیز پایبندی بیشتر به اهداف صندوق ذخایر ارزی اشاره نمود، که می‌توانند از شدت آثار مخرب نوسانات شدید قیمت نفت بکاهند و به تبع آن بورس اوراق بهادار نیز کمتر محتمل این پیامدها می‌شود. با توجه به اینکه قیمت نفت، از نظر مدیران بنگاه‌های یک متغیر برون‌زا است مدیران مالی شرکت‌ها باید در ارزیابی شان بیشتر و عملکرد واقعی شرکت و سودآوری آن توجه داشته باشند و در تحلیل‌ها و تصمیم‌های خود دید بلندمدت را مد نظر قرار دهند تا موجب گمراهی آن‌ها و اشتباه در تصمیم‌گیری نشود. سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند با توجه به تغییرات قیمت نفت، تغییرات شاخص کل و شاخص قیمت سهام را پیش‌بینی کنند و برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام، این تغییرات را مورد نظر قرار دهند.

منابع

- اربابیان، علی اکبر. سلطانی نژاد، اردشیر. (1391). تأثیر تغییرات عدم اطمینان در شرایط مختلف اقتصادی بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت مالی، 6 (2): 123-142.
- امیری حسین، پیرداده، محبوبه. (1398). نا اطمینانی سیاست‌های اقتصادی و بازار سهام ایران با تکیه بر رویکرد تغییر رژیم مارکوف. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، 12 (44): 49-67.
- اصولیان، محمد؛ و کوشکی، علی. (1400). تحلیل ریسک بازارهای مالی قبل از شیوع همه‌گیری و در طی دوره کووید 19. فصلنامه علمی مطالعات راهبردی سیاست‌گذاری عمومی، 11 (40): 211-226.
- امین عشایری، آسو. (1400). ارتباط میان عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، 5 (77): 108-136.
- برزیگر، فرهاد، جلیلی، محمد. ۱۴۰۲. ریسک‌های مختلف صنعت پتروشیمی ایران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، 12 (3): ۳۳۵ - ۳۵۴.
- برخورداری، پورعزیزی گلین قشلاقی، س؛ و حسینی، ا. (1395). تأثیر نوسانات نرخ ارز و اثر سرریز آن بر شاخص صنایع منتخب بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، 6 (21): 1-14.
- ثقفی، علی، قنبریان، رضا. (1394). بررسی رابطه پویا بین قیمت نفت و شاخص‌های بازار سرمایه در ایران. فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی، 20 (2): 193-216.
- راعی، ر؛ و فلاح‌پور، س؛ (1391). "الگوی ارزیابی ریسک مالی"، تحقیقات مالی، دوره 14، شماره 2، ص 64-47.

- رحمتی، ناهید و احدی سرکانی، سید یوسف. (1400). عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری، 7 (1): 350-365.
- رهنمای رود پشتی، فریدون، سیمبر، فرشید، طوطیان، صدیقه. (1384). تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه اقتصادی، 5 (17): 209-236.
- دهقان، عبدالمجید، فرهادی شریف آباد، محسن، و فهیمی، علیرضا. (1398). بررسی ارتباط ریسک اعتباری بانک‌ها، ریسک و بازده سهام آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش سرمایه گذاری، 8 (29): 241-256.
- سالم دزفولی، بابک، صالحی، الله کرم، جرجرزاده، علیرضا، نصیری، سعید. (1398). بررسی تأثیر عدم اطمینان اقتصادی بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و مدیریت سود واقعی. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، 8 (30): 95-116.
- صانعی فر، متین. سعیدی، پرویز. عباسی، ابراهیم. دیده خانی، حسین. (1399). شبکه پیچیده تأثیر ویروس کرونا (کووید-19) بر متغیرهای کلان اقتصادی و سقوط بازارهای بورس سهام، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، 45 (4): 268-296.
- فرهنگ، امیرعلی. (1401). اثرات نا اطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر صنعت بیمه. فصلنامه مدل‌سازی اقتصاد سنجی، 7 (1): 155-178.
- مرادیان، هاجر، حقیقت، علی، زارع، هاشم، و ابراهیمی، مهرزاد. (1397). مدل‌سازی نوسانات بازده بورس اوراق بهادار تهران مدل MRS-FI-TGARCH و FI-TGARCH. فصلنامه دانش سرمایه گذاری، 7 (27): 321-337.
- مهر آرا، محسن، فلاحتی، ذبیح الله، و حیدری ظهیری، نازی. (1392). بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران از سال 1387 تا 1392 با استفاده از مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه‌ای. فصلنامه سیاست گذاری پیشرفت اقتصادی، 1 (1): 67-91.
- Arago, V., & Fernandez, M.A. (2007). Influence of structural changes in transmission of information between stock markets: A European Empirical Study. *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1):112-124.
- Banerjee, Anindya & Dolado, Juan & Galbraith, John & Hendry, David. (1993). Co Integration, Error Correction, And the Econometric Analysis of Non-Stationary Data.
- Beckmann, Joscha & Czudaj, Robert, 2013. "Oil prices and effective dollar exchange rates," *International Review of Economics & Finance*, Elsevier, vol. 27(C), pages 621- 636.
- Bloom, N., 2009. The Impact of Uncertainty Shocks. *Econometrica*, 77 (3), 623-685.
- Bloom, N., Kose, A., Terrones, M. (2013). Held Back by Uncertainty. *Finance Dev.* 50(1), 38-41.
- Darrat, A. F. (1988). On Fiscal Policy and the Stock Market. *Journal of Money Credit and Banking*, 20 (3), 353-363.
- Furman, O; Strawn, D. G; Heinz, G. H; & Williams, B. (2006). Risk assessment test for lead bioaccessibility to waterfowl in mine-impacted soils". *Journal of Environmental Quality*, 35(2), 450-458.
- Ginn, W. (2023). The impact of economic policy uncertainty on stock prices, *Economics Letter*, 233 (4): 1- 4.
- Hitz, L., Mustafi, I. H., Zimmermann. H. (2022). The pricing of volatility risk in the US equity market. *International Review of Financial Analysis*, 79 (2): 1- 22.
- Jorcano, L., Marco, L. (2021). Systemic-systematic risk in financial system: A dynamic ranking based on expectiles. *International Review of Economics and Finance*, 75 (3): 330- 365.

- Lin, Y., Chu, C., Omura, A., Li, B., Roca, E. (2020). Arbitrage risk and the cross-section of stock returns: Evidence from China. *Journal of Emerging Markets Review*, 41 (3): 234- 46.
- Luo, Yan & Zhang, Chenyang, 2020. Economic policy uncertainty and stock price crash risk, *Research in International Business and Finance*, Elsevier, vol. 51(C): 523- 546.
- Li, R., Li, S., Yuan, D., Chen, H., Xhiang, S. (2023). Spillover effect of economic policy uncertainty on the stock market in the post-epidemic era. *North American Journal of Economics and Finance*, 64 (2): 1- 16.
- Johansen, S. (1991). Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 1551-1580.
- Markowitz. M.(1952).Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-99.
- McGrattan, E.R., Prescott, E.C., 2005. Taxes, regulations, and the value of U.S. AndU.K. corporations. *Rev. Econ. Stud.* 72, 767–796.
- Saeidi, P; Saeidi, S. P; Gutierrez, L; Streimikiene, D; Alrasheedi, M; Saeidi, S. P & Mardani, A, (2020). "The influence of enterprise risk management on firm performance with the moderating effect of intellectual capital dimensions". *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*: 2(3), 1-30.
- Salisu., A. A., Demirer, R., Gupta, R. (2022). Financial Turbulence, Systemic Risk and the Predictability of Stock Market Volatility. *Global Finance Journal*, 52 (2): 1- 25.
- Serletis. A. (1993). Monetary and stock price in united states.*Applid financial Economics*, Vol, 30,510,540.