

بررسی سرریز تلاطم بازار رمزارز بیت-کوین به بازارهای نفت

نوع مقاله: پژوهشی

سمانه باقری^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۲/۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۴/۳۱

چکیده

کشور ایران دارای یک اقتصاد وابسته به نفت است، ۸۰ درصد از درآمدهای صادراتی و ۵۰ درصد از بودجه دولت به درآمدهای نفتی وابسته است، پس پژوهش در زمینه نفت اهمیت می-یابد. بازار رمزارز بیت-کوین از مهم-ترین بازارهای بین-المللی است و نوسان زیادی در قیمت این رمزارز وجود دارد. این پژوهش برای نخستین-بار به بررسی سرریز تلاطم بازار رمزارز BTC بر بازارهای کشورهای صادرکننده نفت به-ویژه بازار نفت ایران در دوره زمانی ۲۰۱۳/۵ تا ۲۰۲۳/۱۱ میلادی با استفاده از شاخص سرریز دیبلد-ییلماز و تئوری شبکه پیچیده می-پردازد. نتایج نشان می-دهد، بر اساس شاخص سرریز دیبلد-ییلماز و شبکه پیچیده، رمزارز BTC، فرستنده تلاطم و بازارهای نفت کشورهای صادرکننده نفت، گیرنده تلاطم هستند. بیش-ترین مقدار سرریز تلاطم از بازار رمزارز بیت-کوین به بازار نفت برنت است. براساس آزمون همبستگی پیرسون، همبستگی تلاطم بین بازارهای نفت و بازار رمزارز بیت-کوین وجود ندارد. بازار نفت ایران، از تلاطم بازار بیت-کوین اثر می-پذیرد، ولی همبستگی با این بازار ندارد. بازار نفت ایران، یک بازار گیرنده تلاطم از بازار BTC است.

واژه‌های کلیدی: BTC، بازارهای نفت، سرریز تلاطم، همبستگی پیرسون، شاخص سرریز دیبلد-ییلماز
طبقه‌بندی JEL: G15, Q02

۱ دکترای اقتصاد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران (نویسنده مسئول)
samanehbagheri@stu.yazd.ac.ir

مقدمه

نفت خام یک کالای استراتژیک است و یک بازار انرژی است که با دیگر بازارها ارتباط دارد و از آن‌ها اثر می‌پذیرد. از ظهور رمزارزها در سال ۲۰۰۹ میلادی، به عنوان یک انقلاب در اقتصاد نام برده می‌شود، در این مدت توانستند سرمایه‌گذاران زیادی را به خود جلب کنند. بازارهای نفت با بازار رمزارز بیت‌کوین در ارتباط است. بازارهای نفت هم برای کشورهای صادرکننده نفت و همچنین برای کشورهای واردکننده نفت بسیار اهمیت دارد و نفت نقش بسیار مهمی در اقتصاد جهانی دارد. تلاطم در بازارهای نفت می‌تواند به اقتصاد کشورها آسیب جدی وارد سازد.

با ظهور بیت‌کوین و رمزارزها، بحث سرمایه‌گذاری و استخراج رمزارزها بسیار مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار گرفته است. بیت‌کوین یک پدیده جهانی است (گلاسر^۱ و دیگران، ۲۰۱۴)، انتقال ارزش بین طرفین را آسان می‌نماید. در اوایل سال ۲۰۱۱ میلادی، برابری قیمت بیت‌کوین و دلار آمریکا وجود داشت و در نیمه سال ۲۰۱۷ میلادی هر بیت‌کوین به ۱۵۰۰ دلار رسید. بیت‌کوین یکی از شناخته شده‌ترین رمزارزها است که دارای بیش‌ترین ارزش بازاری است. بیت‌کوین یک دارایی است (Baur et al, 2018) و جایگاه خاصی در بازارهای مالی دارد و بازاری به سوداگرانه است. بیت‌کوین به دلیل ویژگی‌های نوآورانه، سادگی و شفافیت مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار گرفته است (Katsiampa, 2017). در حال حاضر بیت‌کوین از بزرگ‌ترین اهداف سرمایه‌گذاران است. بیت‌کوین اولین رمزارز مجازی^۲ بر اساس بلاک‌چین^۳ است (یو^۴ و دیگران، ۲۰۱۹). فناوری بلاک‌چین هیچ واسطه‌ای ندارد و به همین دلیل ریسک سیاسی^۵ ندارد (ین^۶ و دیگران، ۲۰۲۱). بیت‌کوین یک پول غیرمتمرکز بدون پشتوانه و ارزش ذاتی است و ارزش خود را از اعتماد و تمایل مردم برای استفاده از این رمزارز می‌گیرد (Tapscot, 2016). در حال حاضر، از دلایلی که سبب می‌شود که بیت‌کوین کارایی لازم را نداشته باشد، تلاطم این رمزارز است، که ریسک زیادی را سرمایه‌گذاران متحمل می‌شوند. انرژی یک نیاز بسیار اساسی برای تولید بیت‌کوین است. بازار رمزارزها از لحاظ حجم معاملات جهش چشم‌گیری داشته‌اند، پس تولید بیت‌کوین و انرژی با هم ارتباط دارد. در این پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال هستیم که آیا سرریز تلاطم از رمزارز بیت‌کوین به بازارهای نفت وجود دارد؟. سرریز تلاطم از بازار رمزارز بیت‌کوین به بازار نفت ایران وجود دارد؟. اگر سرریزی وجود دارد به چه مقدار است؟.

1 Glaser

2 virtual currency

3 blockchain

4 Yu

5 sovereign risk

6 Yen

۱. مبانی نظری:

بیت کوبین به عنوان یک دارایی برای سرمایه‌گذاری مطرح شده است (Gronwald, ji et al, 2018). (۲۰۱۹) مطرح می‌کند که ارزشهای دیجیتال و به طور مشخص بیت کوبین، بازار کالا هستند، که از خود ویژگی‌های کالایی مانند، شوک تقاضا، تغییرات قیمت از خود نشان می‌دهند. به دلیل این که رمزارزها دارای یک بازار کالایی هستند، پس تغییرات قیمت نفت خام، به عنوان یک بازار انرژی، می‌تواند بر بازار رمزارزها اثرگذار باشد. بیت کوبین با متغیرهای حقیقی اقتصاد ارتباطی ندارد ولی رابطه قیمت نفت و قیمت بیت کوبین وجود دارد، استخراج رمزارز به انرژی نیاز دارد، پس بازار نفت خام و بازار رمزارزها با هم ارتباط دارند (اکری و لین^۱، ۲۰۱۹).

Ghazani and Khosravi (2020) و Okorie and Lin (2020) معتقدند نفت خام از بازارهای کالایی مهم در سراسر جهان است و به عنوان یک بازار دارایی زیربنایی در تجارت ابزارهای مالی مختلف در بازارهای مالی جهانی عمل می‌کند و نقش کلیدی ایفا می‌کند. تغییرات در قیمت نفت به طور قابل توجهی با تورم، تولید واقعی، سیاست پولی، تغییرات در نرخ‌های بهره بین‌المللی و غیره مرتبط است، بنابراین تغییرات در قیمت نفت ممکن است یک عامل کلیدی در نااطمینانی ارزشهای دیجیتال باشد (چارنو^۲ و دیگران، ۲۰۲۱). تسای^۳ (۲۰۰۲) تلاطم در بازارهای مالی را ورود اطلاعات جدید و غیرمنتظره می‌داند.

با درک زیان‌های عظیمی که می‌تواند توسط سرریزهای شدید تلاطم ایجاد شود، برای سیاست‌گذاران مهم است که به طور مؤثر سرریزهای نوسان در بازارهای سهام، را مدیریت کنند. مفهوم سرریز تلاطم، به تدریج توسعه می‌یابد و وقوع سرریز تلاطم در مراحل اولیه بستگی دارد که آیا همبستگی بین بازارهای مالی مختلف به طور قابل توجهی پس از تأثیر یک بازار تحت تأثیر شوک‌های خارجی افزایش می‌یابد (اسچیرر و چو^۴، ۲۰۰۳). همه پدیده‌های انتشار شوک را نمی‌توان سرریز تلاطم نامید (فوربس و ریگوبن^۵، ۲۰۰۲). سرریز تلاطم، حرکت هماهنگ غیرمنطقی^۶ و همبستگی بیش از حد^۷ پس از حذف ارتباط بین اقتصاد واقعی و مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری عقلایی سرمایه‌گذاران است. درک اثرات سرریز در سیاست‌های بازار، اتخاذ تصمیم‌های تخصیص دارایی و سرمایه‌گذاری و طراحی

1 Okorie and Lin

2 Jare~no

3 Tsay

4 Scherer and Cho

5 Forbes and Rigobon

6 irrational coordinated movement

7 excessive correlation

استراتژی‌های پوشش ریسک، مفید است (هیو و احمد^۱، ۲۰۱۶). سرریز تلاطم می‌تواند نشان‌دهنده رابطه بین بازارها و بزرگی تلاطم باشد. قیمت یک سهم، منعکس‌کننده نتیجه اثر متقابل عوامل مختلف در بازار است. سری‌های زمانی مالی از طریق تجزیه چند مقیاسی^۲ را می‌توان به چندین زیر مجموعه که حاوی اطلاعات بازار کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت است، تجزیه کرد. اطلاعات بازار را می‌توان با دقت بیشتری از طریق تجزیه و تحلیل چند مقیاسی در حوزه فرکانس^۳ به‌دست آورد (لیو و جیانگ^۴، ۲۰۲۰). تحقیق در مورد سرریز تلاطم مشارکت چند بازاری نیازمند یک روش تحلیل سیستماتیک است.

پیشینه تحقیق

از پژوهش‌هایی که به مطالعه بیت‌کوین و نفت خام پرداخته‌اند می‌توان به موارد زیر اشاره کرد. رضا زاده و دیگران (۱۴۰۱) به بررسی ارتباط بالقوه غیرخطی و نامتقارن بین شوک‌های قیمتی نفت و بازده رمزارزهای پیش‌رو با استفاده از رویکرد خودرگرسیون غیرخطی با وقفه‌های توزیعی، ارتباط این شوک‌ها و بازده ۸ رمزارز پیش‌رو در بازه زمانی ۸ دسامبر ۲۰۱۹ تا ۸ دسامبر ۲۰۲۱ پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شوک‌های عرضه بیش‌ترین ارتباط را با بازده رمزارزهای تجزیه و تحلیل‌شده به‌ویژه در دوره قبل از همه‌گیری کووید-۱۹ دارد. علاوه بر این، نتایج کوتاه‌مدت و بلندمدت، ارتباط قیمتی نفت و رمزارزها را در دوره‌های بحرانی اقتصادی به‌طور واضح برخلاف پیش‌بینی‌های قبلی بیان نمی‌کند. ابونوری و دیگران (۱۴۰۱) به بررسی بررسی سرایت پذیری تلاطم میان نرخ بازده دلار، شاخص هم وزن سهام، صندوق طلا و بیت کوین با استفاده از مدل GARCH-DECO پرداختند. مطابق نتایج، اثر سرایت و انتقال تلاطم بین نرخ بازده دلار، صندوق طلای لوتوس، شاخص هم وزن و بیت‌کوین تایید می‌شود. به صورتی که نوسان و تلاطم قیمت هر یک از بازار به صورت آنی بر نوسان سایر بازارها اثر می‌گذارد.

Będowska-Sójka & Kliber (2022) به بررسی این موضوع که آیا ارزهای دیجیتال می‌توانند نوسانات شدید قیمت نفت خام برنت را پوشش دهند؟ برای دوره ۱۰ فوریه ۲۰۲۰ تا ۱۰ فوریه ۲۰۲۲، از مدل آستانه برداری خودرگرسیونی برای بازده و تحلیل همبستگی شرطی پویا، می‌پردازد. مطابق نتایج، بیت‌کوین، BNB، اتر، تتر و USD Coin را به عنوان پوشش‌های ریسک احتمالی در نظر

1 Huo and Ahmed

2 multiscale decomposition

3 multiscale analysis in the frequency domain

4 Liu and Jiang

گرفته می‌شود. استیبل کوین‌ها بهترین محافظ را در برابر حرکات نزولی قیمت نفت ارائه می‌دهند و نوسانات سرمایه‌گذاری را کاهش نمی‌دهند.

Enilov, & Mishra (2023) به بررسی طلا و کریپتوها، صرفه‌جویی در نفت در دوران ابهام برای دوره ۱ ژانویه ۲۰۲۰ تا ۳۰ سپتامبر ۲۰۲۲ با استفاده از روش خودرگرسیون‌ی تعمیم‌یافته، پرداختند. اثربخشی مجموعه گسترده‌ای از ۱۰۶۶ ارز دیجیتال فعال و معامله‌شده را به عنوان یک ابزار امن در برابر نوسانات شدید قیمت نفت، در مقایسه با نقش‌های طلا، ارزیابی می‌کند. یافته‌ها نشان می‌دهد که طلا در طول همه‌گیری کووید-۱۹ و درگیری روسیه و اوکراین به عنوان امن‌ترین دارایی جایگزین آلت‌کوین‌ها شده است. بیت‌کوین در هر دو دوره، نسبت به طلا، خواص امن‌تری برای بازده نفت ارائه می‌دهد. ویژگی‌های پناهگاه امن طلا و ارزهای دیجیتال در طول زمان متغیر است. نتایج نشان می‌دهد سرمایه‌گذاری در ارزهای دیجیتال متعدد، ویژگی‌های پناهگاه امن طولانی‌تری نسبت به سرمایه‌گذاری در طلا به تنهایی ارائه می‌دهد.

Fareed et al (2022) به بررسی پتانسیل پوشش ریسک نفت خام، شاخص بهره‌وری کربن شرکت‌های سبز و بیت‌کوین در همه‌گیری کووید ۱۹ برای دوره روزانه ۲۰۲۰/۱/۲۲ تا ۲۰۲۱/۱۲/۲۰ با استفاده همبستگی چندگانه پنجره غلتان پولانکو-مارتینز (۲۰۲۰) می‌پردازد. در حالت دو متغیره، همبستگی مثبت معناداری بین کووید-۱۹ و CEI مشاهده می‌شود، در حالی که تأثیر منفی بین کووید-۱۹ و WTI مشاهده شده است. یک ارتباط معنادار و غیرخطی بین کووید-۱۹ و BTC مشاهده شده است. همبستگی مثبت و معناداری را بین متغیرها در حالت چند متغیره نشان داده شده است. مطابق نتایج CEI و BTC می‌توانند در دوره همه‌گیری، پناهگاه‌های امنی برای سرمایه‌گذاران باشند.

دای و پینگ^۱ (۲۰۲۲) به بررسی عدم قطعیت سیاست اقتصادی و اثر سرریز متغیر با زمان در بازار سهام از چین، اثر سرریز تلاطم در میان شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی چین، بازارهای سهام، طلا و نفت با استفاده از مدل خودرگرسیون بردار پارامتر متغیر با زمان (TVP-VAR) را بررسی می‌کند. بخش‌های مصرف، صنعت، خدمات عمومی و مالی در طول دوره نمونه از نظر سیستمی مهم هستند. عدم اطمینان سیاست پولی و سیاست نرخ ارز کم‌تر به اثر سرریز کمک می‌کند. در دوره همه‌گیری COVID-19 سرریز به نفت از منابع دیگر به سرعت به یک نقطه بسیار پایین کاهش می‌یابد و این امر تأثیر قابل توجهی بر سرریز خالص تلاطم بازار سهام داشته است.

ژنگ و هموری^۱ (۲۰۲۱) به بررسی بازار نفت خام و بازار سهام در زمان همه‌گیری COVID-19، شواهدی از آمریکا، ژاپن و آلمان، با استفاده از آزمون دیبلد-ییلماز (۲۰۱۲) و بارونیک کرهلیک^۲ (۲۰۱۸) پرداختند، مطابق نتایج به‌دست آمده سرریز بازده، بیش‌تر در کوتاه‌مدت رخ می‌دهد. تأثیر COVID-19 بر تلاطم نفت و بازارهای سهام بیش‌تر از آنچه در بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ ایجاد شده بود، ادامه دارد. تأثیر همه‌گیری COVID-19 بر بازارهای مالی در کوتاه‌مدت و بلندمدت نامشخص است.

Yin و دیگران (۲۰۲۱) با استفاده از روش خود رگرسیونی بازگشتی تعمیم‌یافته^۳ به بررسی تلاطم رمزارزها و بازارهای نفت پرداختند. داس و دیگران (۲۰۱۹) به بررسی این سوال پرداختند که آیا رمزارز بیت‌کوین پوشش ریسک برای تلاطم نفت خام در مقایسه با طلا، کالا و دلار آمریکا هست؟. در این پژوهش از روش GARCH و مدل رگرسیون چندکی، به این نتیجه رسیدند که بیت‌کوین دارایی برتر نسبت به سایرین برای پوشش عدم قطعیت‌های مربوط به نفت نیست. ظرفیت پوشش دهی دارایی‌های مختلف مشروط به ماهیت ریسک‌های نفتی و وضعیت بازار است. سرمایه‌گذاران، ابزارهای سرمایه‌گذاری متفاوتی را برای پوشش ریسک‌های نزولی در موقعیت‌های مختلف اقتصادی و وضعیت‌های بازار ترجیح می‌دهند.

Okorie and Lin (2020) با استفاده از $VAR - MGARCH - GJR$ و آزمون والد به بررسی ارتباط تلاطم قیمت نفت خام و ارزهای دیجیتال پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بازار بیت‌کوین‌کش و اتریوم، XRP و Redd Coin سرریز یک‌سویه تلاطم به بازارهای نفت خام دارند. قسمی^۴ و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تنوع سود بین BTC و WTI و هم‌چنین BTC و S&P پرداختند.

Ji et al, 2018 با استفاده از نمودار غیر چرخه‌ای جهت‌دار^۵ به بررسی روابط هم‌زمان بیت‌کوین و سایر دارایی‌ها برای ارتباط هم‌زمان و با وقفه پرداختند. مطابق نتایج به‌دست آمده برای ارتباط هم‌زمان بیت‌کوین و دیگر دارایی‌ها، بیت‌کوین یک بازار جداگانه است و در روابط با وقفه با دیگر دارایی‌ها، بیت‌کوین در طول زمان با دیگر دارایی‌ها ارتباط می‌یابد. گرانولد^۶ (۲۰۱۴) با روش GARCH نشان داد، قیمت بیت‌کوین در دروند خود نوسان زیادی دارد که نشان‌دهنده یک بازار نابالغ است. دیبرگ^۷ (۲۰۱۶) با استفاده از GARCH نشان داد که بیت‌کوین برای سرمایه‌گذاران کم‌ریسک، به‌ویژه در

1 Zhang and Hamori

2 Barunik and Krehlik

3 generalized autoregressive conditional heteroscedasticity

4 Guesmi

5 directed acyclic graph

6 Gronwald

7 Dyhrberg

شوک‌های منفی بازار، می‌تواند مفید باشد. نمی‌تواند به‌عنوان یک دارایی پوشش سرمایه‌گذاری عمل نماید.

van Wijk (2013) و Ciaian et al (2016) معتقدند، تغییرات سیگنال قیمت نفت، نشانه تغییر در سطح عمومی قیمت است، که می‌تواند ارزش بیت کوین را افزایش (یا کاهش) دهد. فشارهای تورمی ناشی از افزایش قیمت نفت می‌تواند ارزش ارزهای فیات^۱ را کاهش دهد. ارزی که از اقتصاد واقعی جدا شده است، مانند بیت کوین می‌تواند برای تسویه پرداخت‌های فرامرزی استفاده شود (داس^۲ و دیگران، ۲۰۱۹). بوری^۳ و دیگران (۲۰۱۷) به این نتیجه رسیدند که بیت کوین نمی‌تواند به‌عنوان یک ابزار پوشش ریسک باشد. یک سری از مطالعات مانند مطالعات Baur و دیگران (۲۰۱۷) و Bouri و دیگران (۲۰۱۷) بیت کوین را یک دارایی سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند. از دیگر پژوهش‌هایی که به مطالعه بیت کوین و نفت پرداختند می‌توان پژوهش‌های Salisu et al (2022) و Ren et al (2023)، Fareed et al (2022) و Jareno et al (2022) پرداخت.

براساس پژوهش‌های انجام شده، پژوهشی که به بررسی سرریز تلاطم از بازار بیت کوین بر بازارهای نفت بپردازد، انجام نشده است، لذا این پژوهش برای نخستین بار به بررسی سرریز تلاطم با استفاده از آزمون سرریز دیبلد-ییلماز و تئوری شبکه پیچیده در بازارهای نفت و بیت کوین پرداخته است.

۲. روش تحقیق

در این پژوهش ابتدا با شاخص سرریز دیبلد-ییلماز به بررسی تلاطم بازده در بازارهای نفت و بازار رمزارزها پرداخته شد و سپس با استفاده از تئوری شبکه پیچیده، شبکه بر اساس شاخص سرریز ساخته می‌شود.

۲.۱. شاخص سرریز دیبلد-ییلماز^۴:

با استفاده از سرریز دیبلد-ییلماز می‌توان سرریز تلاطم را محاسبه کرد. دیبلد-ییلماز (۲۰۱۲) از یک چارچوب کلی VAR استفاده می‌کنند که اجازه می‌دهد تا شوک‌های مرتبط با استفاده از توزیع خطای مشاهده شده تاریخی به طور مناسب مورد توجه قرار گیرند VAR(P) به صورت زیر تعریف می‌شود، x_t بردار بازده است، ε_t نشان دهنده بردار باقی‌مانده‌های توزیع شده مستقل و یکسان و φ_t پارامترهایی است که باید تخمین زده شوند.

1 fiat currencies

2 Das

3 Bouri

4 diebold-yilmaz

$$x_t = \sum_{i=1}^P \varphi_i x_{t-i} + \varepsilon_t \quad (۱)$$

VAR تعریف شده در رابطه (۱) را می توان به صورت نمایش میانگین متحرک مرتبه بی نهایت بیان کرد.

$$x_t = \sum_{i=1}^{\infty} A_i \varepsilon_{t-i} \quad (۲)$$

در رابطه (۲) ضرایب ماتریس $N \times N$ است و به صورت زیر نشان داده می شود.

$$A_i = \varphi_1 A_{i-1} + \varphi_2 A_{i-2} + \dots + \varphi_p A_{i-p} \quad (۳)$$

$$A_i = 0 \text{ for } i < 0$$

با استفاده از چارچوب VAR تعمیم یافته، تجزیه واریانس خطای پیش بینی تعمیم یافته^۱ به صورت $\theta_{ij}^g(H)$ است و به صورت زیر برآورد می شود.

$$\theta_{ij}^g = \frac{\sigma_{jj}^{-1} \sum_{h=0}^{H-1} (e_i' A_h \sum e_j)^2}{\sum_{h=0}^{H-1} (e_i' A_h \sum A_h' e_i)} \quad (۴)$$

ماتریس تجزیه واریانس با مجموع عناصر هر ردیف از جدول تجزیه واریانس به صورت زیر نرمال می شود.

$$\tilde{\theta}_{ij}^g(H) = \frac{\theta_{ij}^g(H)}{\sum_{j=1}^N \theta_{ij}^g(H)} \quad (۵)$$

Σ واریانس ماتریس بردار خطا که است، بردار خطا با ε نشان داده می شود. σ_{jj} انحراف استاندارد عبارت خطا برای معادله j است.

$$TotalSpillover(H) = \frac{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\theta}_{i,j}(H)}{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\theta}_{i,j}(H)} 100 = \frac{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\theta}_{i,j}(H)}{N} 100 \quad (۶)$$

جهت سرریز به صورت DS به صورت سرریز جهت (DS) از متغیر i به سایر متغیرهای دیگر به نام متغیر j به صورت نوشته می شود.

$$DirectionalSpillover_{i \leftarrow j}(H) = \frac{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\theta}_{i,j}^g(H)}{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\theta}_{i,j}^g(H)} \cdot 100 = \frac{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\theta}_{i,j}^g(H)}{N} 100 \quad (۷)$$

DS برای اندازه گیری سرریز از متغیر i به همه متغیرهای دیگر j به صورت نوشته می شود.

$$DirectionalSpillover_{i \leftarrow j}(H) = \frac{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\theta}_{i,j}^g(H)}{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\theta}_{i,j}^g(H)} \cdot 100 = \frac{\sum_{i,j=1}^N \tilde{\theta}_{i,j}^g(H)}{N} 100 \quad (۸)$$

1 forecast error variance decomposition

سرریز خالص برای سهم متغیر i به سایر متغیرهای j ام، به صورت زیر محاسبه می‌شود (آمور^۱ و دیگران، ۲۰۲۱).

$$DirectionalSpillover_{i \rightarrow j}(H) = \frac{\frac{\sum_{j=1}^N \bar{\theta}_{ji}^g(H)}{\sum_{i,j=1}^N \bar{\theta}_{ji}^g(H)} \cdot 100}{\frac{\sum_{j=1}^N \bar{\theta}_{ij}^g(H)}{N} \cdot 100} \cdot 100 = \frac{j \neq i}{N} \cdot 100 \quad (9)$$

۲.۲. شبکه پیچیده

نظریه شبکه پیچیده یک تکنیک مدل‌سازی سیستم‌محور قدرتمند است (DU et al, 2016). که برای بررسی ساختار، عملکرد بازار نفت خام و بازار رمزارز بیت‌کوین در این پژوهش از آن بهره گرفته شده است. شبکه از گره‌هایی ساخته شده است که توسط یال‌هایی به هم متصل می‌شوند. یک شبکه پیچیده، از دو جزء گره و یال تشکیل شده است، که به صورت زیر نشان داده می‌شوند.

$$G = (N, E) \quad (10)$$

در رابطه (۱۰) G نماد شبکه است، N تعداد گره‌ها، E نماد مجموعه‌ای از یال‌هاست. ماتریس یال‌ها به صورت زیر نشان داده می‌شود (Ashfaq et al, 2020).

$$E = \begin{bmatrix} e_{1,1} & \dots & e_{1,n} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ e_{n,1} & \dots & e_{n,n} \end{bmatrix} (n \in N) \quad (11)$$

در این پژوهش، بازارهای نفت به‌عنوان گره‌های شبکه و یال‌ها سرریزهای تلاطم بازده در بازارهای نفت هستند، که از شاخص سرریز دیبلد-ییلماز برای محاسبه مقدار سرریز تلاطم و جهت سرریز تلاطم بهره گرفته شد.

۳. برآورد مدل:

دوره زمانی این پژوهش از ۲۰۱۳/۵ تا ۲۰۲۰/۱۱ است و داده‌ها به صورت ماهانه از سایت اوپک و coinmarket به دست آمده است. مطابق پژوهش ژنگ و دیگران (۲۰۲۰) و چادهوری^۲ و دیگران (۲۰۱۹) به صورت بازده $\ln\left(\frac{p_t}{p_{t-1}}\right) \times 100$ برآورد شده است.

1 Ameur

2 Chowdhury

۱.۳. شاخص سرریز دیبلد-ییلماز:

جدول ۱: سرریز تلاطم بر اساس آزمون دیبلد-ییلماز در بازارهای نفت و بیت کوین

سرریز دیبلد	OPEC	OMAN	NORWAY	NIGERIA	MEXICO	MALASIA	LIBYA	IRAN	INDONESIA	EMIRATE	EGYPT	BTC	BRENT	ALGERIA	ANGOLA
93.2	6.6	6.3	6.9	6.8	6.3	6.9	6.8	6.9	5.1	6.4	6.8	7.7	6.8	6.9	6.8
93.1	6.6	6.3	6.9	6.8	6.3	6.8	6.8	6.9	5.2	6.3	6.8	7.9	6.8	6.9	6.8
92.8	6.9	7	6.8	6.6	5.7	6.9	6.8	7.1	5.9	7	7	7	7.2	6.7	6.6
11.1	0.4	0.9	0.9	0.9	1.4	0.6	0.8	0.6	0.8	0.5	0.6	88.9	0.6	1.1	1
93	6.8	6.8	6.8	6.6	6	6.8	6.8	7	5.6	6.8	7	6.9	7	6.7	6.6
92.3	7.3	7.8	6.7	6.4	5.3	6.8	6.7	7.1	6.4	7.7	7.1	4.5	7.3	6.5	6.5
90.6	7.1	8	6.3	5.8	4.6	6.5	6.5	7	9.4	7.8	7	4.4	7.5	6.2	6
92.9	6.7	6.8	6.7	6.5	5.9	6.8	6.7	7.1	5.6	6.7	7	7.3	6.9	6.7	6.6
93.1	6.7	6.5	6.9	6.8	6.2	6.9	6.9	7	5.3	6.5	6.9	6.9	6.9	6.9	6.8
92.9	6.7	6.6	6.9	6.8	6	7.1	6.8	7	5.2	6.6	6.9	6.8	6.9	6.8	6.8
92.8	6.2	5.7	6.7	6.8	7.2	6.6	6.7	6.7	4.7	5.8	6.6	10.2	6.5	6.8	6.7
93.1	6.5	6.2	6.9	6.9	6.4	6.9	6.8	6.9	4.9	6.2	6.8	8.2	6.7	6.9	6.8
93.1	6.6	6.4	6.9	6.8	6.2	6.9	6.8	6.9	5.3	6.5	6.9	7.4	6.9	6.9	6.7
92	7.3	8	6.6	6.3	5.1	6.8	6.7	7.1	6.6	7.8	7.2	4.1	7.4	6.5	6.4
92.9	7.1	7.1	6.8	6.7	5.8	6.9	6.8	7.1	5.8	7.1	7.1	5	7.1	6.8	6.7
1308.9	88.4	88.3	88.8	86.4	77.2	89.1	88.6	91.4	72.4	88.1	90.8	93.1	91.2	88.3	87

مأخذ: نتایج تحقیق

مطابق جدول (۱)، سرریز تلاطم از بازار رمز ارز BTC بر بازار نفت آنگولا ۷/۷ درصد، بر بازار نفت الجزایر ۷/۹ درصد، بر بازار نفت برنت ۵/۷ درصد، بر بازار نفت BTC ۸۸/۹ درصد، بر بازار نفت مصر، ۷ درصد، بر بازار نفت امارات ۴/۵ درصد، بر بازار نفت اندونزی، ۴/۴ درصد، بر بازار نفت ایران ۷/۳ درصد، بر بازار نفت لیبی ۶/۹ درصد، بر بازار نفت مالزی ۶/۸ درصد، بر بازار نفت مکزیک ۱۰/۱ درصد، بر بازار نفت نیجریه ۸/۲ درصد، بر بازار نفت نروژ ۷/۴ درصد، بر بازار نفت عمان ۱/۴ درصد، بر بازار نفت اوپک ۵ درصد بوده است.

سرریز تلاطم از بازار نفت آنگولا به بازار BTC ۱ درصد، از بازار نفت الجزایر ۱/۱ درصد، از بازار نفت برنت و مصر ۰/۶ درصد، از بازار نفت امارات ۰/۵ درصد، از بازار نفت اندونزی ۰/۸ درصد، از بازار نفت

ایران ۰/۶ درصد، از بازار نفت لیبی ۰/۸ درصد، از بازار نفت مالزی ۰/۶ درصد، از بازار نفت مکزیک ۱/۴ درصد، از بازار نفت نیجریه، عمان و نروژ ۰/۹ درصد و از بازار نفت اوپک ۰/۴ درصد است. سرریز تلاطم از بازار نفت آنگولا به بازار نفت ایران ۶/۶ درصد، از بازار نفت الجزایر ۶/۷ درصد، از بازار نفت برنت ۶/۹ درصد، از بازار نفت BTC ۷/۳ درصد، از بازار نفت مصر، ۷ درصد، از بازار نفت امارات ۶/۷ درصد، از بازار نفت اندونزی ۵/۶ درصد، از بازار نفت لیبی ۶/۷ درصد، از بازار نفت مالزی، ۶/۸ درصد، از بازار نفت مکزیک ۵/۹ درصد، از بازار نفت نیجریه ۶/۵ درصد، از بازار نفت نروژ ۶/۷ درصد، از بازار نفت عمان، ۶/۸ درصد و از بازار نفت اوپک ۶/۷ درصد است.

جدول ۲: میانگین سرریزهای خالص هدایتی و جهت‌دار تلاطم در بازارهای نفت و بیت‌کوین

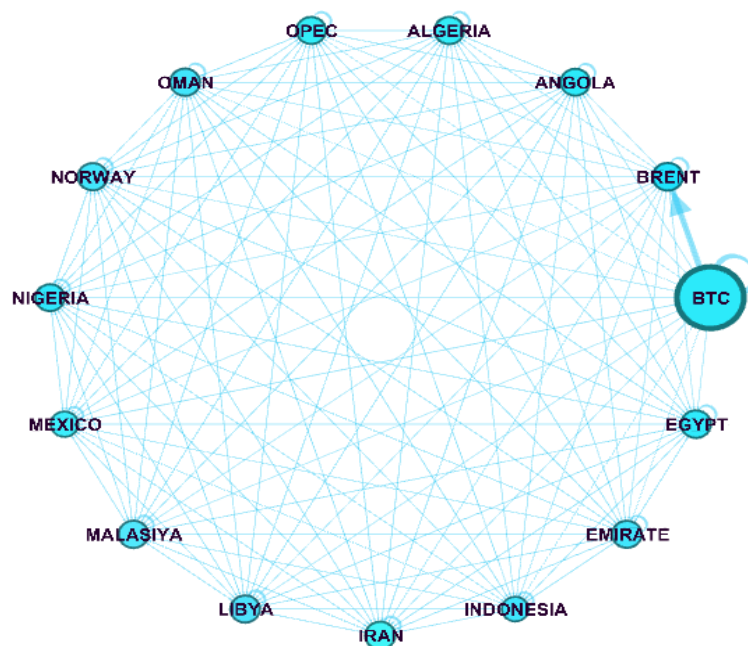
میانگین سرریزهای خالص هدایتی و جهت‌دار	سرریز به دیگران	سرریز از دیگران	
ANGOLA	87	93.2	-6.2
ALGERIA	88.3	93.1	-4.8
BRENT	91.2	92.8	-1.6
BTC	93.1	11.1	82
EGYPT	90.8	93	-2.2
EMIRATE	88.1	92.3	-4.2
INDONESIA	72.4	90.6	-18.2
IRAN	91.4	92.9	-1.5
LIBYA	88.6	93.1	-4.5
MALASIYA	89.1	92.9	-3.8
MEXICO	77.2	92.8	-15.6
NIGERIA	86.4	93.1	-6.7
NORWAY	88.8	93.1	-4.3
OMAN	88.3	92	-3.7
OPEC	88.4	92.9	-4.5

مأخذ: نتایج تحقیق

مطابق جدول (۲)، بر اساس میانگین سرریز هدایتی و جهت‌دار، بازار BTC فرستنده تلاطم است و بازارهای نفت شامل بازارهای آنگولا، الجزایر، برنت، مصر، امارات، اندونزی، ایران، لیبی، مالزی، مکزیک، نیجریه، نروژ، عمان و اوپک گیرنده تلاطم هستند.

۲.۲. شبکه سرریز تلاطم در بازارهای نفت و بازار رمزارز بیت-کوین

در این بخش براساس داده‌های برآورد شده با روش دیبلد-ییلماز، شبکه پیچیده ساخته می‌شود، در ادامه به بررسی این شبکه می‌پردازیم.



شکل ۱: شبکه پیچیده بر اساس شاخص سرریز دیبلد-ییلماز در بازارهای نفت و بازار رمزارز بیت-کوین

مأخذ: نتایج تحقیق

شکل (۱) بر اساس weighted out degree نشان داده شده است. بیت‌کوین در شکل (۱) بزرگ‌ترین گره است و به این معنا است که بیش‌ترین مقدار weighted out degree را در بازارهای مورد بررسی دارد. بیش‌ترین سرریز تلاطم بیت‌کوین به بازار نفت برنت است. گره‌ها در شکل بالا، بازارهای مورد مطالعه در این پژوهش هستند و یال‌هایی که گره‌ها را به هم‌دیگر متصل می‌کنند، سرریز تلاطم در بین بازارها هستند. سرریز تلاطم در بین گره‌ها از شاخص سرریز دیبلد-ییلماز به دست آمده است.

جدول ۱: خصوصیات شبکه بازارهای نفت و رمزارز BTC

	Degree	weighted in degree	weighted out-degree	Weighted Degree	Closeness centrality
ANGOLA	30	100	88.2	188.2	1
ALGERIA	30	100.1	89.7	189.8	1
BRENT	30	100	91.9	191.9	1
BTC	30	100	265.1	365.1	1
EGYPT	30	100.2	91.3	191.5	1
EMIRATE	30	100.1	89.2	189.3	1
INDONESIA	30	100.1	76.7	176.8	1
IRAN	30	100	91.9	191.9	1
LIBYA	30	100.1	89.4	189.5	1
MALASIYA	30	99.9	89.9	189.8	1
MEXICO	30	99.9	80.1	180	1
NIGERIA	30	100	87.8	187.8	1
NORWAY	30	100.1	89.8	189.9	1
OMAN	30	99.9	90.3	190.2	1
OPEC	30	99.9	89	188.9	1

مأخذ: نتایج تحقیق

مطابق جدول (۱)، بازار رمزارز BTC به دلیل بزرگتر بودن مقدار weighted out degree بیشترین فرستنده تلاطم در شبکه است. معیارهای مرکزیت در شبکه پیچیده مانند Closeness centrality در جدول (۱) نشان می‌دهند، بازارهای نفت و بازار رمزارز BTC دارای اهمیت یکسانی در شبکه هستند به این دلیل که، مقدار معیارهای مرکزیت یکسانی دارند. بیشترین weighted in degree را در شبکه بازار نفت EGYPT در شبکه دارد و بیشترین گیرنده تلاطم در شبکه سرریز تلاطم است. بیشترین Weighted Degree را در شبکه بازار BTC دارد.

۳,۳. آزمون همبستگی پیرسون:

جدول ۲: آزمون همبستگی پیرسون در بین بازارهای نفت و بازار رمزارز بیت‌کوین

Opac	-.122	.960 ^{**}	.961 ^{**}	.963 ^{**}	.962 ^{**}	.903 ^{**}	.984 ^{**}	.985 ^{**}	.897 ^{**}	.963 ^{**}	.971 ^{**}	.972 ^{**}	.996 ^{**}	.966 ^{**}	.992 ^{**}
United Arab	-.144	.946 ^{**}	.945 ^{**}	.967 ^{**}	.965 ^{**}	.922 ^{**}	.964 ^{**}	.962 ^{**}	.876 ^{**}	.942 ^{**}	.959 ^{**}	.996 ^{**}	.990 ^{**}	.973 ^{**}	.979 ^{**}
Wd	-.101	.971 ^{**}	.969 ^{**}	.976 ^{**}	.975 ^{**}	.879 ^{**}	.966 ^{**}	.949 ^{**}	.948 ^{**}	.967 ^{**}	.971 ^{**}	.941 ^{**}	.956 ^{**}	.975 ^{**}	.925 ^{**}
Brent	-.108	.973 ^{**}	.970 ^{**}	.986 ^{**}	.984 ^{**}	.914 ^{**}	.986 ^{**}	.979 ^{**}	.909 ^{**}	.969 ^{**}	.984 ^{**}	.979 ^{**}	.986 ^{**}	.989 ^{**}	.964 ^{**}
Saudi Arabia	-.118	.932 ^{**}	.934 ^{**}	.939 ^{**}	.936 ^{**}	.886 ^{**}	.960 ^{**}	.964 ^{**}	.861 ^{**}	.934 ^{**}	.945 ^{**}	.968 ^{**}	.987 ^{**}	.943 ^{**}	1
Russia	-.098	.984 ^{**}	.982 ^{**}	.999 ^{**}	.997 ^{**}	.886 ^{**}	.979 ^{**}	.961 ^{**}	.942 ^{**}	.978 ^{**}	.988 ^{**}	.968 ^{**}	.970 ^{**}	1	.943 ^{**}
Qatar	-.132	.957 ^{**}	.958 ^{**}	.966 ^{**}	.965 ^{**}	.908 ^{**}	.979 ^{**}	.982 ^{**}	.892 ^{**}	.958 ^{**}	.969 ^{**}	.980 ^{**}	1	.970 ^{**}	.987 ^{**}
Man	-.160	.935 ^{**}	.933 ^{**}	.963 ^{**}	.960 ^{**}	.925 ^{**}	.947 ^{**}	.943 ^{**}	.865 ^{**}	.927 ^{**}	.947 ^{**}	1	.980 ^{**}	.969 ^{**}	.988 ^{**}
Norway	-.090	.997 ^{**}	.996 ^{**}	.990 ^{**}	.990 ^{**}	.866 ^{**}	.983 ^{**}	.973 ^{**}	.961 ^{**}	.996 ^{**}	1	.947 ^{**}	.969 ^{**}	.988 ^{**}	.945 ^{**}
Nigeria	-.094	.997 ^{**}	.998 ^{**}	.981 ^{**}	.983 ^{**}	.832 ^{**}	.990 ^{**}	.968 ^{**}	.971 ^{**}	1	.996 ^{**}	.927 ^{**}	.958 ^{**}	.978 ^{**}	.934 ^{**}
Mexico	-.087	.973 ^{**}	.974 ^{**}	.950 ^{**}	.952 ^{**}	.757 ^{**}	.999 ^{**}	.896 ^{**}	1	.971 ^{**}	.961 ^{**}	.865 ^{**}	.892 ^{**}	.942 ^{**}	.861 ^{**}
Malaysia	-.098	.961 ^{**}	.963 ^{**}	.957 ^{**}	.958 ^{**}	.880 ^{**}	.989 ^{**}	1	.896 ^{**}	.968 ^{**}	.973 ^{**}	.943 ^{**}	.982 ^{**}	.961 ^{**}	.964 ^{**}
Libya	-.093	.987 ^{**}	.988 ^{**}	.980 ^{**}	.979 ^{**}	.870 ^{**}	1	.989 ^{**}	.939 ^{**}	.990 ^{**}	.993 ^{**}	.947 ^{**}	.979 ^{**}	.979 ^{**}	.960 ^{**}
Indonesia	-.134	.840 ^{**}	.834 ^{**}	.878 ^{**}	.875 ^{**}	1	.870 ^{**}	.880 ^{**}	.757 ^{**}	.832 ^{**}	.856 ^{**}	.925 ^{**}	.900 ^{**}	.886 ^{**}	.886 ^{**}
Iran	-.097	.988 ^{**}	.986 ^{**}	.998 ^{**}	1	.875 ^{**}	.979 ^{**}	.958 ^{**}	.952 ^{**}	.983 ^{**}	.990 ^{**}	.960 ^{**}	.965 ^{**}	.997 ^{**}	.936 ^{**}
Egypt	-.096	.988 ^{**}	.985 ^{**}	1	.998 ^{**}	.878 ^{**}	.980 ^{**}	.957 ^{**}	.950 ^{**}	.981 ^{**}	.990 ^{**}	.963 ^{**}	.966 ^{**}	.999 ^{**}	.939 ^{**}
Angola	-.005	.996 ^{**}	1	.985 ^{**}	.986 ^{**}	.834 ^{**}	.988 ^{**}	.963 ^{**}	.974 ^{**}	.998 ^{**}	.996 ^{**}	.933 ^{**}	.958 ^{**}	.982 ^{**}	.934 ^{**}
Algeria	-.085	1	.998 ^{**}	.988 ^{**}	.988 ^{**}	.840 ^{**}	.987 ^{**}	.961 ^{**}	.973 ^{**}	.997 ^{**}	.997 ^{**}	.935 ^{**}	.957 ^{**}	.984 ^{**}	.932 ^{**}
BTC	1	-.085	-.085	-.086	-.087	-.134	-.093	-.088	-.087	-.094	-.090	-.160	-.132	-.098	-.118

Opec	.984 ^{**}	.955 ^{**}	.985 ^{**}	1
United Arab	.985 ^{**}	.947 ^{**}	1	.985 ^{**}
Wti	.967 ^{**}	1	.947 ^{**}	.955 ^{**}
Brent	1	.967 ^{**}	.985 ^{**}	.984 ^{**}
Saudi Arabia	.964 ^{**}	.925 ^{**}	.979 ^{**}	.992 ^{**}
Russia	.989 ^{**}	.975 ^{**}	.973 ^{**}	.986 ^{**}
Qatar	.986 ^{**}	.956 ^{**}	.990 ^{**}	.996 ^{**}
Man	.979 ^{**}	.941 ^{**}	.996 ^{**}	.972 ^{**}
Norway	.984 ^{**}	.971 ^{**}	.959 ^{**}	.971 ^{**}
Nigeria	.969 ^{**}	.967 ^{**}	.942 ^{**}	.963 ^{**}
Mexico	.909 ^{**}	.948 ^{**}	.876 ^{**}	.897 ^{**}
Malaysia	.979 ^{**}	.949 ^{**}	.962 ^{**}	.985 ^{**}
Libya	.986 ^{**}	.966 ^{**}	.964 ^{**}	.984 ^{**}
Indonesia	.914 ^{**}	.879 ^{**}	.922 ^{**}	.903 ^{**}
Iran	.984 ^{**}	.975 ^{**}	.965 ^{**}	.962 ^{**}
Egypt	.986 ^{**}	.976 ^{**}	.967 ^{**}	.963 ^{**}
Angola	.970 ^{**}	.969 ^{**}	.945 ^{**}	.961 ^{**}
Algeria	.973 ^{**}	.971 ^{**}	.946 ^{**}	.960 ^{**}
BTC	-.108	-.101	-.144	-.122
brent				
wti				
United Arab Emirates				
opec				

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

مأخذ: نتایج تحقیق

مطابق جدول (۲)، همبستگی بازده در رمزارز بیت‌کوین و بازارهای نفت وجود ندارد، به این معنا است که با تغییر قیمت بیت‌کوین، قیمت بازارهای نفت تغییری نخواهند داشت و این بازارها بر هم همبستگی ندارند. وجود تلاطم در بازار بیت‌کوین به تلاطم در بازارهای نفت منجر نخواهد شد. ولی بازارهای نفت، با هم‌دیگر همبستگی تلاطم دارند و وجود شوک به یکی از بازارها، منجر به تلاطم در دیگر بازارها خواهد شد.

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

دارایی‌های ارزهای دیجیتال، کالا محسوب می‌شوند و ویژگی‌های بازارهای کالا دارند. پس، قیمت جهانی نفت خام، به عنوان یک بازار انرژی، می‌تواند بر قیمت‌های آن تأثیر بگذارد. در سایر بازارهای کالایی این اثر قیمت نفت دیده می‌شود، هم‌چنین تجارت فعال و استخراج ارزهای دیجیتال نیاز به استفاده زیاد از مصرف برق برای تجهیزات ماینینگ دارد. این موارد، ارتباط بازار ارزهای دیجیتال و بازار انرژی را نشان می‌دهد. کشور ایران دارای یک اقتصاد وابسته به درآمدهای نفتی است، پس پژوهش در این زمینه اهمیت می‌یابد.

با توجه به این که بیت‌کوین به یک دارایی جذاب برای سرمایه‌گذاران تبدیل شده است و یک بازار کالا است و بازارهای نفت، هم بازار کالا هستند، از بازار بیت‌کوین تأثیر می‌پذیرند. هدف این پژوهش بررسی سرریز تلاطم بازده از بازار رمزارز بیت‌کوین به بازارهای نفت، با استفاده از شاخص سرریز دیبلد-ییلماز و شبکه پیچیده است. مطابق نتایج این پژوهش، با استفاده از رویکرد شبکه پیچیده و شاخص سرریز دیبلد-ییلماز، بازار رمزارز بیت‌کوین فرستنده تلاطم به بازارهای نفت است. با توجه به این سرریز تلاطم به بازارهای نفت پیشنهاد می‌شود، اقتصاد ایران از وابستگی به درآمدهای نفتی خارج شود. مطالعه تغییرات قیمت نفت ممکن است برای سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها و سیاست‌گذاران منابع حیاتی باشد و دیگر سرمایه‌گذاران که عمدتاً تجزیه و تحلیل را بر تأثیر نوسانات قیمت نفت بر سایر بازارهای مالی، مانند بازار ارزهای دیجیتال متمرکز می‌کنند.

منابع

۱. ابونوری، اسمعیل، گل ارضی، ابوالفضل، سید رامین، ویسی. (۲۰۲۴). بررسی سرایت پذیری تلاطم میان نرخ بازده دلار، شاخص هم وزن سهام، صندوق طلا و بیت کوین با استفاده از مدل DECO-GARCH. فصلنامه بورس اوراق بهادار. 17(67), 25-48.
۲. رضازاده، جهانگیری، شهاب، فهیدآذر، نیک پی پسیان، وحید. (۲۰۲۲). تأثیر همه‌گیری کووید ۱۹ بر رابطه بین بازار رمزارزها و شوک‌های قیمتی نفت (رویکرد خودرگرسیون با وقفه‌های توزیعی غیرخطی). مدیریت دارایی و تامین مالی. 10(2), 121-148.
3. Ameer, H, B, Ftiti, Z, Louhichi, W.(2021). Intraday spillover between commodity markets. *Resources Policy*. *Resources Policy* 74, 102278.
4. Ashfaq, S, Tang,Y, Maqbool, R.(2020). Dynamics of spillover network among oil and leading Asian oil trading countries' stock markets. *Energy*.
5. Baur, D. G., Hong, K., & Lee, A. D. (2018). Bitcoin: Medium of exchange or speculative assets? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 54, 177-189.
6. Bouri, E., et al., (2017). On the hedge and safe haven properties of Bitcoin: Is it really more than a diversifier? *Finance Research Letter*. 20: p. 192-198.
7. Bouri, E., Molnár, P., Azzi, G., Roubaud, D., & Hagfors, L. I. (2017). On the hedge and safe haven properties of bitcoin: Is it really more than a diversifier? *Finance Research Letters*, 20, 192–198.
8. Baur, D. G., Hong, K., & Adrian, D. L. (2017). Bitcoin: Medium of Exchange Speculative Assets? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*.
9. Będowska-Sójka, B., & Kliber, A. (2022). Can cryptocurrencies hedge oil price fluctuations? A pandemic perspective. *Energy Economics*, 115, 106360.
10. Chowdhury, MD, Balli,F.,Kabir Hassan, M.(2020).Network Connectedness of World's Islamic Equity Markets. *Finance Research Letters*.in press.
11. Ciaian, P., Rajcaniova, M., Kancs, d'Artis, 2016. The economics of Bitcoin price formation. *Appl. Econ*. 48, 1799–1815.
12. Dai, Z and Peng, X. (2022). Economic policy uncertainty and stock market sector time-varying spillover effect: Evidence from China. *The North American Journal of Economics and Finance*. 62.
13. Du, R, Dong, G., Tian, L, Wang, Y, Liu, Y.(2016). A complex network perspective on features and evolution of world crude oil trade. *Energy Procedia* 104 : 221 – 226.
14. Das, D, Liesl Le Roux, C , Jana, R.K. Dutta, A, (2019). Does Bitcoin hedge crude oil implied volatility and structural shocks? A comparison with gold, commodity, and the US Dollar, *Finance Research Letters*.

15. Dyhrberg, A.H., Bitcoin, (2016). gold and the dollar–A GARCH volatility analysis. *Finance Research Letters*. 16: p. 85-92.
16. Forbes KJ, Rigobon R. (2002). No contagion, only interdependence: measuring stock market comovements. *J Finance*, 57(5).
17. Fareed, Z., Abbas, S., Madureira, L., & Wang, Z. (2022). Green stocks, crypto asset, crude oil and COVID19 pandemic: Application of rolling window multiple correlation. *Resources Policy*, 79, 102965.
18. Enilov, M., & Mishra, T. (2023). Gold and the herd of Cryptos: Saving oil in blurry times. *Energy Economics*, 122, 106690.
19. Gronwald, M., (2014). The Economics of Bitcoins-Market Characteristics and Price Jumps.
20. Gronwald, M. (2019). Is Bitcoin a Commodity? On price jumps, demand shocks, and certainty of supply. *Journal of International Money and Finance*, 97, 86-92.
21. Guesmi, K., Saadi, S., Abid, I., Ftiti, Z., 2018. Portfolio diversification with virtual currency: Evidence from bitcoin. *International Review of Financial Analysis*, forthcoming.
22. Ghazani, M.M., Khosravi, R., (2020). Multifractal detrended cross-correlation analysis on benchmark cryptocurrencies and crude oil prices. *Physica A* 560, 125172.
23. Glaser, F., Zimmarmann, K., Haferhorn, M., Weber, M. C., Siering, M., (2014). Bitcoin - Asset or currency?. Revealing users' hidden intentions. In *Twenty Second European Conference on Information Systems*.
24. Huo, A and Ahmed., D. (2016). Return and volatility spillovers effects: Evaluating the impact of Shanghai-Hong Kong Stock Connect. *Economic Modelling*.
25. Ji, Q., et al. (2018), Network causality structures among Bitcoin and other financial assets: A directed acyclic graph approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*.
26. Jareño, F., González, M. D. L. O., López, R., & Ramos, A. R. (2021). Cryptocurrencies and oil price shocks: A NARDL analysis in the COVID-19 pandemic. *Resources Policy*, 74, 102281.
27. Katsiampa, P., (2017). Volatility estimation for Bitcoin: A comparison of GARCH models. *Economics Letters*.
28. Okorie, D and Lin, B. (2020). Crude oil price and cryptocurrencies: Evidence of volatility connectedness and hedging strategy. *Energy Economics*.
29. Ren, X., Wang, R., Duan, K., & Chen, J. (2022). Dynamics of the sheltering role of Bitcoin against crude oil market crash with varying severity of COVID-19: A comparison with gold. *Research in International Business and Finance*, 62, 101672.

30. Scherer CW, Cho H. A.(2003). social network contagion theory of risk perception. *Risk Anal: Int J* .23(2).
31. Salisu, A. A., Ndako, U. B., & Vo, X. V. (2023). Oil price and the Bitcoin market. *Resources Policy*, 82, 103437.
32. Tsay R. S. (2002). *Analysis of financial time series*, John Wiley & Sons.
33. Tapscott, D. and A. Tapscott, (2016). *Blockchain revolution: how the technology behind bitcoin is changing money, business, and the world*: Penguin.
34. Yu, Kang, J Park, s. (2019). Information availability and return volatility in the Bitcoin market: Analyzing differences of user opinion and interest. *Information Processing and Management*. 56: 721–732.
35. Yu, J., Xie, W., Jiang, Z. (2017). Early warning model based on correlated networks in global crude oil markets. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 490, 1335–1343.
36. Yin, L, Nie, J, Han, L. (2021). Understanding cryptocurrency volatility: The role of oil market shocks. *International Review of Economics and Finance*, 72: 233–253.
37. van Wijk, D., (2013). What can be expected from the Bitcoin (No. 345986), Erasmus Universiteit Rotterdam?.
38. Zhang, W, Zhuang, X, and Lu, Y. (2020) .Spatial spillover effects and risk contagion around G20 stock markets based on volatility network. *North American Journal of Economics and Finance*.
39. Zhang, W and Hamori, S.(2021). Crude oil market and stock markets during the COVID-19 pandemic: Evidence from the US, Japan, and Germany. *International Review of Financial Analysis*. 74.