

## سنجش اثر چرخه سیاسی بر عملکرد بورس اوراق بهادار تهران

فریدون رهنمای رودپشتی<sup>۱</sup> و قاسم غلاملو<sup>۲</sup>

### چکیده

این پژوهش به بررسی تاثیر یکی از متغیرهای کلان سیاسی یعنی چرخه سیاسی بر عملکرد بورس می‌پردازد. چرخه سیاسی یک چرخه چهارساله است که براساس آن، بازده بورس اوراق بهادار در دو سال نخست یک دولت پایین تر از دو سال دوم همان دولت است. این مطالعه نخستین پژوهش در زمینه تاثیر انتخابات بر بورس اوراق بهادار تهران با تمرکز بر تئوری چرخه سیاسی می‌باشد. همچنین در این پژوهش، عملکرد بورس در سال‌های مختلف تصدی یک دولت مورد بررسی قرار گرفته است.

پژوهش حاضر در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی مردادماه ۱۳۸۰ تا آبان ماه ۱۳۹۱ انجام شده است که در آن، بازده بورس براساس دو شاخص یعنی شاخص کل قیمت و شاخص کل قیمت و بازده نقدی محاسبه شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که هیچ رابطه معناداری بین متغیر مستقل (چرخه سیاسی) و متغیرهای وابسته (بازده شاخص کل قیمت، بازده شاخص کل قیمت و بازده نقدی) وجود ندارد. به عبارت دیگر، هیچ تفاوت معناداری بین عملکرد بورس در نیمه اول و نیمه دوم تصدی دولت وجود ندارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که هیچ تفاوت معناداری بین عملکرد بورس در چهار سال مختلف تصدی دولت وجود ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** بورس اوراق بهادار، چرخه سیاسی، شاخص قیمت، شاخص قیمت و بازده نقدی

طبقه بندی موضوعی: E32, G2, G14

۱. استاد تمام دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

۲. دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی (مسئول مکاتبات)

ghasemgholamlo@gmail.com

## ۱. مقدمه

مهمترین عنصر به وجود آورنده بازار سرمایه، امنیت است. در واقع امنیت در بعد اقتصادی، سیاسی و قانونی می‌تواند با ایجاد چشم انداز میان مدت برای سهام داران و سرمایه گذاران، به عنوان اساسی‌ترین عاملی عمل کند که بازار سرمایه را به پیش می‌برد و حضور سرمایه گذاران در آن را با دوام می‌سازد. [۱]

همواره بازارهای مالی تحت تاثیر عوامل کلان اقتصادی، سیاسی و اجتماعی قرار دارند. بورس اوراق بهادار به عنوان آینه تمام نمای اقتصاد ملی، به طور مستقیم تحت تاثیر عوامل اقتصادی است و به طور مطمئن عوامل و جریان های اقتصادی بر روی افراد برای سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تاثیر می‌گذارند. همچنین عوامل سیاسی به دلیل تاثیر گذاری بر مسایل اقتصادی دارای تاثیر غیرمستقیم بر بورس اوراق بهادار و رونق و رکود آن می‌باشند. بنابراین، جریان‌ها و تحولات سیاسی می‌تواند از عوامل تاثیر گذار بر افراد برای سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار قلمداد شوند.

رویدادهای سیاسی تاثیر عمده‌ای بر بازارهای مالی دارند. بازارها به اطلاعات جدید در موضوع تصمیمات سیاسی واکنش نشان می‌دهند که ممکن است سیاست‌های مالی و پولی کشور را تحت تاثیر قرار دهند. همین طور سرمایه گذاران به دقت رویدادهای سیاسی را دنبال می‌کنند و بر اساس نتایج مورد انتظارشان از این اتفاقات در تصمیم‌های خود تجدید نظر می‌کنند. در میان بسیاری از رویدادهای سیاسی که به وسیله سرمایه گذاران دنبال می‌شوند و بازار سرمایه به آن واکنش نشان می‌دهد، انتخابات سیاسی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است زیرا:

- ۱- انتخابات برای رای دهندگان (وسرمایه گذاران) فرصتی فراهم می‌کند تا در یک دوره کوتاه یا بلند مدت، سیاست‌های اقتصادی یک کشور را تحت تاثیر قرار دهند.
- ۲- انتخابات رویدادهایی هستند که توجه رسانه‌ها، ناظران انتخاباتی و تحلیل گران سیاسی و مالی را به خود جلب می‌کند و آنها اطلاعات بین سیاست مداران و عموم مردم را تجزیه و تحلیل می‌کنند. این پروسه، اطلاعات را در بازارهای مالی منتشر می‌کند.

۳- چنانچه نتیجه انتخابات خیلی خاص باشد، اعضای بازار مالی در توزیع احتمال قبلی از سیاست‌ها که به تاثیرات اقتصادی می‌انجامد، تجدید نظر می‌کنند (کریستوس، دیوید و هری<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰).

هدف پژوهش حاضر این است که نشان دهد چرخه سیاسی چه تاثیری بر عملکرد بورس دارد و عملکرد بورس در سال‌های مختلف تصدی یک دولت چگونه است و آیا می‌توان از چرخه سیاسی به عنوان یک استراتژی برای خرید و فروش و نگهداری سهام استفاده کرد؟ همچنین، تاثیر چرخه سیاسی و انتخابات بر بورس همواره به عنوان یک مسئله اصلی فراروی سرمایه‌گذاران سهام است که در پژوهش حاضر، نشان دادن شواهد لازم برای حل آن هدف گذاری شده است.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱. چرخه سیاسی

بحث از بی‌ثباتی اقتصاد کلان از موضوعات اصلی مورد توجه اقتصاددانان بوده است. به یک معنا می‌توان بی‌ثباتی‌ها در اقتصاد کلان را به «بی‌ثباتی‌های پراکنده و نامنظم» و «بی‌ثباتی‌های تقریباً منظم» تقسیم‌بندی نمود (پرستز، ۱۹۲۶، ۹۵). تا آنجا که به بی‌ثباتی‌های نوع دوم یا چیزی که «چرخه‌های تجاری<sup>۲</sup> یا اقتصادی» نامیده می‌شود، برمی‌گردد، ادبیات مربوط به سابقه تاریخی قابل توجهی دارد. با مرور این ادبیات، چرخه‌های اقتصادی یا تجاری را می‌توان به چرخه‌های تجاری با منشا اقتصادی و چرخه‌های تجاری با منشا غیراقتصادی تقسیم‌بندی نمود. تا قبل از دهه ۱۹۶۰، از چرخه‌های تجاری به طور اساسی از منظر علل و عوامل صرف اقتصادی بحث می‌شد، اما از دهه ۱۹۷۰ مطالعاتی سربرآوردند که برمنشا غیراقتصادی و به عبارتی دقیق‌تر برمنشا سیاسی نوسانات اقتصاد کلان تاکید می‌نمودند. اصلی‌ترین استدلال نظریه‌پردازان این رویکرد جدید این بود که عامل سیاسی و به عبارتی دقیق‌تر انتخابات سبب وقوع سیکل‌های اقتصادی است. [۳]

چرخه سیاسی یک چرخه چهار ساله است که به چرخه تجاری سیاسی و چرخه انتخابات ریاست جمهوری نیز مشهور است. این تئوری توسط نوردهاوا<sup>۳</sup> (۱۹۷۷) مطرح شد که به بررسی تاثیر انتخابات بر نرخ بیکاری و تورم می‌پردازد. اساس استدلال در چرخه تجاری سیاسی این بود که سیاستمداران حاکم در

1. Christos ,David , Harry

2. Business cycle

3. Nordhaus

زمان‌های نزدیک به انتخابات، سیاست‌های اقتصادی را برمی‌گزینند که با ایجاد رونق اقتصادی، شانس آنها را برای انتخاب دوباره افزایش می‌داد، اما پس از انتخابات، آنها با اتخاذ سیاست‌های رکود اقتصادی تلاش می‌کردند تا ثبات را دوباره بر اقتصاد حاکم‌کنند. [۱۱] اما پژوهش‌های اخیر تئوری چرخه سیاسی بیشتر به بررسی رابطه بین بازده سهام و انتخابات ریاست جمهوری می‌پردازد.

شولتز<sup>۱</sup> (۱۹۹۵) و درزن<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) چرخه‌های سیاسی بورس را در کلی‌ترین شکل آنها به دو گونه «چرخه سیاسی فرصت طلبانه» و «چرخه سیاسی حزبی» تقسیم‌بندی می‌کنند. براساس چرخه سیاسی فرصت طلبانه، بازده بورس اوراق بهادار آمریکا در دو سال نخست یک دولت پایین‌تر از دو سال دوم همان دولت است. همچنین براساس چرخه سیاسی حزبی در کشور آمریکا و انگلستان، بازده سهام در دوره تصدی احزاب چپ‌گرا بالاتر از زمان تصدی احزاب راست‌گراست. به عبارتی بازار سهام در دوره تصدی احزاب چپ‌گرا دارای بازده بیشتر و نوسان کمتری است. [۱۳ و ۷]

## ۲-۲. پیشینه پژوهش

اوایل آمستد<sup>۳</sup> (۱۹۷۷)، آلیوین و انیل<sup>۴</sup> (۱۹۸۰)، مدارک تجربی از وجود یک چرخه سیاسی چهارساله در بازده بازار سهام ارائه کردند. نتایج پژوهش‌های آنها نشان داد که بازده بازار سهام در سال سوم و چهارم تصدی یک دولت بالاتر و در سال اول و دوم دولت پایین‌تر است. علاوه بر این، نتایج این پژوهش‌ها نشان داد که بازده بازار سهام آمریکا در دوران ریاست جمهوری دموکراتها بالاتر از دوران ریاست جمهوری خواهان است. [۱۵ و ۴]

هوانگ<sup>۵</sup> (۱۹۸۵) با استفاده از داده‌های سال‌های ۱۸۳۲ تا ۱۹۷۹ پژوهشی بر روی بازار سهام آمریکا انجام داد. نتایج این پژوهش نشان داد که بازده سهام آمریکا به طور سیستماتیک در نیمه دوم یک دوره سیاسی (یک دولت) بالاتر از نیمه اول آن دوره است. [۹]

در پژوهش دیگری که گارتنر و والرشاف<sup>۶</sup> (۱۹۹۵) بر روی قیمت سهام بیش از سه دهه در آمریکا انجام دادند، به این نتیجه رسیدند که بازار سهام آمریکا از یک چرخه چهارساله پیروی

1. Schultz, Ch
2. Darzen, A
3. Amested
4. Allivine & O'Neill
5. Huang
6. Gartner & Wellershoff

می‌کند. براساس این چرخه، قیمت‌های سهام در طول نیمه اول تصدی دولت پایین و در نیمه دوم تصدی دولت بالا می‌رود. همچنین این پژوهش نشان می‌دهد که با بهره‌گیری از این چرخه می‌توان یک نرخ بازده واقعی ۵۷/۵۲ درصد برای چهار سال به دست آورد، در حالی که با خرید ساده و استراتژی نگهداری ۲۱/۶۶ درصد بازدهی را می‌توان به دست آورد. [۱۰]

در آزمون بازده‌های هر ساله یک دولت، فورستر و اسکمیتز<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) به این نتیجه رسیدند که به‌طور نسبی بازده هر دو سهام آمریکا و سهام بین‌المللی در سال دوم از دوره یک دولت نسبت به سال‌های اول، سوم و چهارم پایین‌تر است. [۸]

کریستوس، دیوید و هری (۲۰۰۰) رفتار شاخص‌های بازار سهام ۳۳ کشور را در بازه زمانی ۱۹۷۴ تا ۱۹۹۵ مورد بررسی قرار دادند. آنها یک بازده غیرعادی مثبت در طول دو هفته قبل از انتخابات دیدند. این نتایج با فرضیه اطلاعات متغیر (UIH) براون و مدل رفتار انتخابات هارینگتون سازگار است. [۶]

جیم بوث و لینا بوث<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) تاثیر چرخه ریاست جمهوری بر بازده سهام آمریکا را بررسی کردند. آنها نتایج یافته‌های پیشین را تایید کردند که بازده سهام به‌طور معنی‌داری در نیمه دوم دوره ریاست جمهوری نسبت به نیمه اول دوره ریاست جمهوری بالاتر است. همچنین نتایج برای احزاب سیاسی متفاوت نشان داد که بازده سهام‌های بزرگ تحت دولت دموکراتها و جمهوریخواهان متفاوت نیست، اما بازده اضافی سهام کوچک در زمان دموکرات‌ها نسبت به جمهوریخواهان بیشتر است. [۵]

وونگ و مک آلر<sup>۳</sup> (۲۰۰۹)، پژوهشی بر روی قیمت سهام آمریکا برای حدود چهار دهه از ژوئن ۱۹۶۵ تا دسامبر ۲۰۰۳ انجام دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که قیمت‌های سهام آمریکا به‌طور تقریبی از یک چرخه چهارساله انتخابات ریاست جمهوری پیروی می‌کند. به‌طور کلی قیمت‌های سهام در نیمه نخست دولت پایین می‌آید و به یک تعادل می‌رسد و در طول نیمه دوم یک دولت صعود می‌کند و در سال سوم و چهارم به بیشترین حد خود می‌رسد. همچنین این پژوهش بالاتر بودن بازده سهام در دوره دموکرات‌ها نسبت به دوره جمهوریخواهان را تایید می‌کند. وجود چرخه انتخابات ریاست جمهوری یک روش غیر متعارف در بازار سهام تشکیل می‌دهد که می‌تواند مورد استفاده سرمایه‌گذاران قرار گیرد. [۱۶]

سانتا کلارا و والکانو<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) پژوهشی در زمینه چرخه سیاسی و بازار سهام در کشور آمریکا انجام دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که بازده اضافی بازار سهام در دولت دموکراتها بیشتر از دولت جمهوریخواهان است که این تفاوت ۹ درصد برای ارزش وزنی و ۱۶ درصد برای درجه وزنی پرتفوی می‌باشد. همچنین در این پژوهش هیچ شواهدی مبنی بر وجود بازده اضافی بالا در نزدیکی تاریخ انتخابات مشاهده نشد. به عبارتی تفاوت در بازده‌های اضافی در نزدیکی تاریخ انتخابات متمرکز نشده است، بلکه تفاوت در بازده‌ها به طور مشابه در طول دوره‌های ریاست جمهوری به طور کامل تعریف می‌شود. در نهایت، نوسان بازار سهام در زمان ریاست جمهوری جمهوریخواهان تا حدی بالاتر از زمان دموکراتهاست. [۱۲]

در کشور ایران پژوهشی تحت عنوان سیکل‌های تجاری سیاسی (مطالعه موردی کشور ایران) توسط پورکاظمی، درویشی و شهیکی تابش (۱۳۸۶) انجام شد. در این مقاله فرضیات نوردهاوس ولیچر در مورد اقتصاد ایران، با تمرکز بر کنترل نرخ تورم و بیکاری، براساس داده‌های سالیانه دوره ۱۳۶۸-۱۳۸۴ مورد آزمون قرار گرفت. نتایج این پژوهش فرضیه لیچر را تایید می‌کند که براساس آن طی یک دوره ریاست جمهوری چهارساله، نرخ تورم در دو سال نخست افزایش و در دو سال دوم کاهش می‌یابد. اما برخلاف پژوهش نوردهاوس، هیچ تفاوت معناداری بین نرخ بیکاری در دو سال اول و دوم دولت وجود ندارد. تایید فرضیه لیچر نشان می‌دهد که متغیر کنترلی دولت‌ها در اقتصاد ایران برای رسیدن به هدف مورد تمایل خویش نرخ تورم است. [۲]

ترکزاده و خادمی مقدم (۲۰۱۲) پژوهشی با موضوع بررسی رابطه بین رویدادهای سیاسی (انتخابات ریاست جمهوری و مجلس) و عملکرد بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند که در یک مجله اروپایی به چاپ رسید. این مطالعه به بررسی رابطه بین رویدادهای سیاسی (شامل شش انتخابات) و عملکرد بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۹۹۹ تا سال ۲۰۰۹ می‌پردازد. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که انتخابات سبب تغییر میانگین بازده شاخص سهام قبل و بعد از انتخابات می‌شود که این تغییر باعث کاهش بازده شاخص بورس قبل و بعد از انتخابات می‌شود. به عبارت دیگر انتخابات یک تاثیر منفی بر روی بازده سهام قبل و بعد از انتخابات دارد. [۱۴]

پژوهش حاضر، نخستین پژوهش با موضوع چرخه سیاسی در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که به موضوع چرخه سیاسی فرصت طلبانه و مقایسه عملکرد سالانه بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

### ۳. فرضیه‌های پژوهش

این پژوهش شامل چهار فرضیه به شرح زیر است:

**فرضیه نخست:** بازده متوسط بورس اوراق بهادار تهران (براساس شاخص کل قیمت) در نیمه نخست تصدی یک دولت از نیمه دوم تصدی یک دولت پایین تر است.

**فرضیه دوم:** بازده متوسط بورس اوراق بهادار تهران (براساس شاخص کل قیمت و بازده نقدی) در نیمه نخست تصدی یک دولت از نیمه دوم تصدی یک دولت پایین تر است.

**فرضیه سوم:** بازده متوسط بورس اوراق بهادار تهران (براساس شاخص کل قیمت) در سال دوم یک دولت از سال‌های اول، سوم و چهارم پایین تر است.

**فرضیه چهارم:** بازده متوسط بورس اوراق بهادار تهران (براساس شاخص کل قیمت و بازده نقدی) در سال دوم یک دولت از سال‌های اول، سوم و چهارم پایین تر است.

### ۴. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و روش توصیفی از نوع علی مقایسه‌ای است که با استفاده از اطلاعات پس رویدادی (تاریخی) آزمون می‌شود. موضوع این پژوهش در حوزه مدیریت سرمایه‌گذاری در سهام می‌باشد و به رفتار سرمایه‌گذاران در مواجهه با تغییرات سیاسی می‌پردازد و در حیطه موضوعات مالی رفتاری قرار می‌گیرد. این پژوهش از لحاظ قلمرو مکانی در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است و با توجه به این که هدف، مقایسه عملکرد بورس در سال‌های مختلف یک دولت می‌باشد، از نظر قلمرو زمانی در دولت هشتم، نهم و دهم طی فاصله زمانی مرداد ۱۳۸۰ تا آبان ۱۳۹۱ انجام شده است. چون این پژوهش در سال ۱۳۹۱ انجام گرفته است، چند ماه آخر دولت دهم را در نظر نگرفته است.

در این پژوهش جامعه آماری بورس اوراق بهادار تهران مدنظر می‌باشد. در این پژوهش شاخص قیمت و شاخص قیمت و بازده نقدی اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ در نظر گرفته شده است. بنابراین حجم نمونه با جامعه آماری برابر است.

در این پژوهش برای جمع‌آوری مطالب مربوط به ادبیات مطالعه از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است که شامل مطالعه کتب، مجلات هفتگی و ماهانه، فصلنامه‌ها، پایان‌نامه‌های تحصیلی، مقالات داخلی و خارجی و سایت‌های اینترنتی می‌باشد. همچنین داده‌های به کار گرفته شده برای

آزمون فرضیات این پژوهش از اسناد و مدارک موجود در سایت بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است.

برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و داده‌های پژوهش و آزمون فرضیه‌های آن از آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است. با توجه به حجم زیاد داده‌ها و ضرورت پردازش آنها به صورت ماهانه از قابلیت‌های تخصصی نرم‌افزار کاربردی اکسل<sup>۱</sup> استفاده شده است. همچنین آزمون فرضیات و تجزیه و تحلیل آماری پژوهش با استفاده از نرم افزار آماری SPSS<sup>۲</sup> انجام شده است. برای آزمون فرضیات، نخست آزمون نرمال بودن توزیع متغیرها با استفاده از آزمون k-s انجام شده است و نتایج آن نشان می‌دهد که توزیع هر دو متغیر نرمال است. بنابراین برای آزمون فرضیات از آزمون‌های پارامتریک استفاده شده است.

برای آزمون فرضیات نخست و دوم از آزمون مقایسه میانگین دوجامعه استفاده شده است که برای انجام این آزمون، ابتدا آزمون لوین برای آزمون برابری واریانسها انجام شده و براساس نتایج آزمون لوین، یکی از نتایج آزمون مستقل برای آزمون فرضیه پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است. با توجه به اینکه فرضیات سوم و چهارم به مقایسه میانگین چهار جامعه می‌پردازد، از آزمون مقایسه میانگین چند جامعه<sup>۳</sup> و پس از آزمون توکی استفاده شده است.

## ۵. متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آنها

### ۵-۱. شاخص کل قیمت (TEPEX)

به طور کلی شاخص یک معیار آماری است که تغییر حرکت و جهت اقتصاد را نشان می‌دهد. به طور اصولی در بازارهای مالی، شاخص یک پرتفوی فرضی از اوراق بهادار است که شامل کل بازار مربوطه یا بخشی از آن است. شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای فرمول لاسپیرز با کمی تعدیل و بر پایه ارزش یکصد محاسبه می‌شود. بر این اساس شاخص کل قیمت (TEPEX) براساس فرمول زیر به دست می‌آید:

$$TEPEX_t = \frac{\sum P_{it} \times Q_{it}}{\sum P_{io} \times Q_{io}} \times BaseValue$$

1. Excel
2. Statistical Package for Social Sciences
3. Levene test
4. ANOVA



$$\begin{aligned}
 n &= \text{تعداد شرکت های پذیرفته شده} \\
 i &= \text{متغیر منظور شده که بین ۱ و } n \text{ می باشد.} \\
 O &= \text{سال پایه} \\
 P_{it} &= \text{قیمت سهام شرکت رتبه } i \text{ در زمان } t \\
 Q_{it} &= \text{تعداد سهام منتشر شده شرکت رتبه } i \text{ در زمان } t \\
 P_{io} &= \text{قیمت سهام شرکت رتبه } i \text{ در زمان } o \\
 Q_{io} &= \text{تعداد سهام منتشر شده شرکت رتبه } i \text{ در زمان } o \\
 \text{Base Value} &= \text{عدد } 100
 \end{aligned}$$

#### ۲-۵ شاخص قیمت و بلوده نقدی (TEDPIX)

این شاخص نشان دهنده تغییرات قیمتی و بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار است و ب عبارتت نشان دهنده تغییرات بازدهی کل سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار می باشد و به وسیله آن می توان فرصت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار را با دیگر بازارها مقایسه نمود. روش محاسبه این شاخص همانند شاخص قیمت سهام است، با این تفاوت که ارزش پایه آن به نسبت ارزش سود نقدی تخصیص یافته به هر سهم تعدیل می شود. چون این شاخص برآیند حرکت های قیمتی و بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران را به عنوان بازده کل سرمایه گذاری بر روی اوراق سهام نشان می دهد. در پژوهش حاضر از این شاخص به عنوان یکی از شاخص های مورد نظر برای محاسبه بازده استفاده می شود. بازده ماهانه براساس این شاخص با استفاده از میزان شاخص در ابتدای و انتهای ماه به دست می آید. آمار مربوط به این متغیر از آرشیو سازمان بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ استخراج شده است. علامت اختصاری این شاخص TEDPIX است. بازده بازار با استفاده از شاخص کل و شاخص قیمت و بازده نقدی منتشر شده در آمار ماهانه بورس اوراق بهادار محاسبه می شود که به شرح زیر است:

$$R_{m,t} = \frac{(P_{m,t} - P_{m,t-1})}{P_{m,t-1}}$$

بازده ماهانه براساس این شاخص با استفاده از میزان شاخص در ابتدای و انتهای ماه به دست می آید.

### ۶. یافته‌های پژوهش

برای فرضیه نخست از آزمون مقایسه میانگین دو جامعه استفاده شده است که نتایج به دست آمده از نرم افزار SPSS برای فرضیه نخست درجداول آمده است. نتیجه آزمون شامل دو ستاده است. ستاده نخست (جدول ۱) آمار توصیفی مربوط به دو نمونه است که تعداد داده‌ها، میانگین، انحراف معیار و خطای معیار میانگین را برای نیمه نخست و دوم تصدی دولت‌ها به صورت جداگانه نشان می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی

| متغیر      | نیمه دولت<br>half | تعداد نمونه<br>N | میانگین<br>Mean | انحراف<br>معیار | خطای معیار<br>میانگین |
|------------|-------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------------|
| بازده      | ۱                 | ۶۹               | ۲۷۱۴۵.۲         | ۵۰۸۴.۵          | ۰.۶۶۶۱                |
| شاخص<br>کل | ۲                 | ۶۴               | ۹۳۵۶۹           | ۰۹۴۷.۵          | ۰.۶۳۶۸                |

ستاده دوم که به آمار استنباطی مربوط است، حاوی نتایج آزمون فرضیه نخست بوده که در جدول ۲ آمده است.

جدول ۲. آزمون t

|                    | آزمون لوین                 | آزمون t (t-test) برای میانگین‌ها |                |                  |            |                   |         |        |       |        |
|--------------------|----------------------------|----------------------------------|----------------|------------------|------------|-------------------|---------|--------|-------|--------|
|                    |                            | تفاوت خطای                       |                | تفاوت میانگین‌ها |            | 95% فاصله اطمینان |         |        |       |        |
|                    |                            | خطای استاندارد                   | خطای استاندارد | میانگین‌ها       | میانگین‌ها | حد پایین          | حد بالا |        |       |        |
| بازده شاخص<br>قیمت | فرض برابری<br>واریانس‌ها   | .۰۰۸                             | ۹۳۰.           | ۴۴۹.۱            | ۱۳۱        | .۱۵۰              | ۳۳۵۷۶.۱ | ۰.۹۲۲۱ | -۴۸۸۴ | ۱۵۹۹.۳ |
|                    | فرض نابرابری<br>واریانس‌ها |                                  |                | ۴۵۳.۱            | ۹۹۹.۱۳۰    | .۱۴۹              | ۳۳۵۷۶.۱ | ۰.۹۱۹۴ | -۴۸۳۰ | ۱۵۴۵.۳ |

این ستاده شامل دو بخش است: بخش نخست به آزمون تساوی واریانس دو جامعه می‌پردازد که از آزمون لوین استفاده می‌شود.

با توجه به اینکه Sig آزمون لوین برابر با ۰.۹۳۰ و بزرگتر از سطح معنی‌داری ۵ درصد است، فرض  $H_0$  تایید و فرض  $H_1$  رد می‌شود، یعنی واریانس‌های دو جامعه باهم برابر هستند. بنابراین از

فرض برابری واریانس‌ها برای آزمون مقایسه میانگین‌ها استفاده می‌کنیم که نتایج آن در قسمت بالای جدول ۲ آمده است.

با توجه به اینکه Sig آزمون تساوی میانگین با فرض برابری واریانس‌ها ۰.۱۵ و بیشتر از ۰.۰۵ درصد و مقدار آماره  $t$  مثبت است،  $H_0$  تایید و  $H_1$  رد می‌شود. بنابراین فرضیه محقق مبنی بر اینکه، بازده متوسط بورس اوراق بهادار تهران (براساس شاخص کل قیمت) در نیمه نخست تصدی یک دولت از نیمه دوم تصدی یک دولت پایین‌تر است، رد می‌شود.

نتیجه آزمون فرضیه نخست نشان می‌دهد، شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار تهران که به عنوان ریسک بازار شناخته می‌شود، تحت تاثیر انتخابات قرار نمی‌گیرد. وجود چرخه سیاسی در بورس کشورهای دیگر نشان می‌دهد شاخص کل قیمت بورس که جهت کلی بازار سرمایه را نشان می‌دهد، نظرات بسیاری از رأی‌دهندگان (مخصوصاً سرمایه‌گذاران) را تحت تاثیر قرار می‌دهد. به طوری که دولت‌ها و احزاب برای رسیدن دوباره به قدرت، برای بهبود شاخص کل قیمت دستکاری اقتصادی انجام می‌دهند که به دلیل دید کوتاه مدت رأی‌دهندگان، به بهبود شاخص کل قیمت در نیمه دوم دولت می‌انجامد. اما عدم وجود چرخه سیاسی در بورس تهران نشان می‌دهد که بیشتر رأی‌دهندگان به شاخص کل قیمت بورس برای تصمیم‌گیری در مورد انتخاب رئیس‌جمهور آینده توجهی نمی‌کنند و دولت‌ها برای به دست آوردن رأی مردم، دستکاری‌های اقتصادی برای بهبود شاخص کل در دو سال نزدیک به انتخابات انجام نمی‌دهند.

به طور کلی وجود چرخه سیاسی در بورس به عنوان یک استراتژی زمان خرید و فروش و نگهداری سهام تلقی می‌شود، اما با توجه به عدم وجود چرخه سیاسی در بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند از چرخه سیاسی به عنوان یک استراتژی زمان خرید و فروش و نگهداری سهام استفاده کنند. زیرا هیچ تفاوت معناداری در شاخص کل قیمت بورس تهران در نیمه اول و دوم تصدی یک دولت در بورس تهران دیده نمی‌شود.

برای فرضیه دوم از آزمون مقایسه میانگین دو جامعه استفاده شده است که نتایج به دست آمده از نرم‌افزار SPSS برای فرضیه دوم در جداول زیر آمده است. نتیجه آزمون شامل دو ستاده است. ستاده نخست (جدول ۳) آمار توصیفی مربوط به دو نمونه است که در آن، تعداد داده‌ها، میانگین، انحراف معیار و انحراف معیار میانگین نمونه را در نیمه اول و دوم تصدی دولت‌ها به صورت جداگانه نشان می‌دهد.

جدول ۳. آمار توصیفی

| متغیر             | نیمه half | تعداد نمونه N | میانگین Mean | انحراف معیار | خطای معیار میانگین |
|-------------------|-----------|---------------|--------------|--------------|--------------------|
| بازده شاخص قیمت و | ۱         | ۷۰            | ۸۳۹.۲        | ۴۵۲۵.۵       | .۶۵۱۷              |
| بازده نقدی        | ۲         | ۶۴            | ۴۱۶۶.۱       | ۵۱۱۵.۵       | .۶۸۸۹              |

ستاده دوم که مربوط به آمار استنباطی است، حاوی نتایج آزمون فرضیه دوم است که در جدول ۴ آمده است.

جدول ۴. آزمون t

| آزمون لوین |      |         |               |                 |                  | (t-test) آزمون برابری میانگین‌ها |                   |          |                       |                              |
|------------|------|---------|---------------|-----------------|------------------|----------------------------------|-------------------|----------|-----------------------|------------------------------|
| آماره F    | Sig. | آماره t | درجه آزادی df | Sig. (2-tailed) | تفاوت میانگین‌ها | تفاوت خطا: استاندارد             | 95% فاصله اطمینان |          | فرض برابری واریانس‌ها | فرض نابرابری واریانس‌ها      |
|            |      |         |               |                 |                  |                                  | حد پایین          | حد بالا  |                       |                              |
| .۴۹۶       | .۴۸۳ | ۵۰۱.۱   | ۱۳۲           | .۱۳۶            | ۴۲۲۳۱.۱          | .۹۴۷۸۸۷۵                         | ۴۵۲۷۰.۴۹          | ۲۹۷۳۲.۵۳ |                       | بازده شاخص قیمت و بازده نقدی |
|            |      | ۵۰۱.۱   | ۶۶۵.۱۳۰       | .۱۳۶            | ۴۲۲۳۱.۱          | .۹۴۸۳۴۷۵                         | ۴۵۳۷۹۱۹           | ۲۹۸۴۱۳۳  |                       | بازده شاخص قیمت و بازده نقدی |

ستاده دوم شامل دو بخش است: بخش نخست به آزمون تساوی واریانس دو جامعه می‌پردازد که در این بخش از آزمون لوین استفاده می‌شود. با توجه به اینکه Sig آزمون لوین برابر با ۰.۴۸۳ و بزرگتر از سطح معنی‌داری ۵ درصد است، فرض  $H_0$  تایید و فرض  $H_1$  رد می‌شود، یعنی واریانس‌های دو جامعه باهم برابر هستند. بنابراین در بخش دوم از فرض برابری واریانس‌ها، برای آزمون مقایسه میانگین استفاده می‌کنیم که نتایج آن در قسمت بالای جدول ۴ آمده است. با توجه به اینکه Sig آزمون تساوی میانگین با فرض برابری واریانس‌ها ۰.۱۳۶ است که بیشتر از ۵ درصد است و مقدار آماره مثبت است، پس فرض  $H_0$  تایید و فرض  $H_1$  رد می‌شود. بنابراین فرضیه محقق مبنی بر اینکه، بازده متوسط بورس اوراق بهادار تهران (براساس شاخص قیمت و بازده نقدی) در نیمه نخست تصدی یک دولت از نیمه دوم تصدی یک دولت پایین‌تر است، رد می‌شود. نتیجه آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که شاخص کل قیمت و بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران که به عنوان بازدهی کل سرمایه‌گذاری در بورس شناخته می‌شود، تحت تاثیر انتخابات قرار نمی‌گیرد.

با توجه به نتیجه فرضیه نخست که نشان دهنده عدم تاثیر چرخه سیاسی (انتخابات) بر شاخص کل قیمت و فرضیه دوم که نشان دهنده عدم تاثیر چرخه سیاسی (انتخابات) بر شاخص کل قیمت و بازده نقدی سهام است، می توان نتیجه گرفت که چرخه سیاسی (انتخابات) بر روی عملکرد داخلی شرکت ها (بازده نقدی سهام) نیز تاثیر معناداری ندارد.

به طور کلی نتیجه فرضیه دوم نشان می دهد که دولتها برای رسیدن دوباره به قدرت، دستکاری اقتصادی برای بهبود شاخص کل قیمت و بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران در دو سال آخر نزدیک به انتخابات انجام نمی دهند. از سوی دیگر عدم وجود چرخه سیاسی در بورس تهران نشان می دهد که سرمایه گذاران نمی توانند از این چرخه به عنوان یک استراتژی خرید و فروش و نگهداری سهام استفاده کنند. برای فرضیه سوم از آزمون مقایسه میانگین چند جامعه (ANOVA) استفاده شده است که نتایج به دست آمده از نرم افزار SPSS در جدول ۵ آمده است.

جدول ۵. آزمون ANOVA

| Sig  | F   | اماره | میانگین مربعات | درجه آزادی (df) | مجموع مربعات | منبع واریانس ها |
|------|-----|-------|----------------|-----------------|--------------|-----------------|
| .۰۵۹ | ۵۳۸ | ۲     | ۸۲۳.۶۹         | ۳               | ۴۷۰.۲۰۹      | بین گروهی       |
|      |     |       | ۵۰۷.۲۷         | ۱۲۹             | ۳۵۵.۳۵۴۸     | درون گروهی      |
|      |     |       |                | ۱۳۲             | ۸۲۵.۳۷۵۷     | کلی             |

با توجه به اینکه مقدار Sig آزمون برابر ۰.۰۵۹ است که بیشتر از ۵ درصد است پس با ۹۵ درصد اطمینان فرض  $H_0$  تایید و فرض  $H_1$  رد می شود. بنابراین هیچ تفاوت معناداری بین بازده شاخص کل قیمت در سالهای مختلف دولت وجود ندارد. یعنی فرضیه محقق مبنی بر اینکه، بازده متوسط بورس اوراق بهادار تهران (براساس شاخص کل قیمت) در سال دوم یک دولت از سالهای اول، سوم و چهارم پایین تر است، رد می شود.

با توجه به تایید فرضیه  $H_0$  و عدم وجود تفاوت بین میانگینها، نیازی به انجام آزمون توکی نیست. نتیجه فرضیه سوم نشان می دهد که هیچ تفاوت معناداری بین بازده شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار تهران که نشان دهنده ریسک بازار است، در سالهای مختلف دولت وجود ندارد و هیچ کدام از سالها از بازده بالاتر یا پایین تر نسبت به سالهای دیگر برخوردار نیست. بنابراین سرمایه گذاران نمی توانند از تفاوت بازده براساس شاخص کل قیمت در سالهای مختلف یک دولت (براساس پژوهش فورستر و اسکمیتر) برای تصمیم گیری در بازار سرمایه ایران استفاده کنند.

برای فرضیه چهارم از آزمون مقایسه میانگین چند جامعه استفاده شده است که نتایج به دست آمده از نرم افزار SPSS در جدول ۶ آمده است.

جدول ۶. آزمون ANOVA

| منبع واریانس ها | مجموع مربعات | درجه آزادی (df) | میانگین مربعات | آماره F | Sig  |
|-----------------|--------------|-----------------|----------------|---------|------|
| بین گروهی       | ۹۹۳.۲۴۴      | ۳               | ۳۳۱.۰۸۱        | ۸۰۳.۲   | .۰۴۲ |
| درون گروهی      | ۸۰۱.۳۷۸۷     | ۱۳۰             | ۶.۱۶۲          |         |      |
| کلی             | ۷۹۴.۴۰۳۲     | ۱۳۳             |                |         |      |

با توجه به اینکه مقدار Sig آزمون برابر ۰.۰۴۲ و از ۵ درصد است پس با ۹۵ درصد اطمینان فرض  $H_0$  رد و فرض  $H_1$  تایید می شود. بنابراین تفاوت معناداری بین میانگین بازده شاخص کل در سال های مختلف وجود دارد، ولی این آزمون مشخص نمی کند که کدام میانگین ها متفاوت هستند. از این رو از آزمون توکی استفاده می کنیم که نتایج آن در جداول ۷ و ۸ آمده است.

جدول ۷. آزمون توکی

| 95% فاصله اطمینان |          | Sig  | خطای استاندارد | تفاوت میانگین ها (I-J) | سال (i) | سال (j) |
|-------------------|----------|------|----------------|------------------------|---------|---------|
| حد بالا           | حد پایین |      |                |                        |         |         |
| ۸۹۳۱۴.۱           | -۸۲۵۹۹.۴ | .۶۸۸ | ۲۹۰.۸۶۳.۱      | -۴۶۶۴۲۹.۱              | ۱       | ۲       |
| ۷۲۴۴۷.۲           | -۹۹۴۶۷.۳ | .۹۶۱ | ۲۹۰.۸۶۳.۱      | -۶۳۵۰۹۹                | ۲       | ۳       |
| ۹۲۸۸۶.۵           | -۲۴۱۳۶.۱ | .۳۲۷ | ۳۷۷۵۲۴.۱       | ۳۴۳۷۴۹.۲               | ۳       | ۴       |
| ۸۲۵۹۹.۴           | -۸۹۳۱۴.۱ | .۶۸۸ | ۲۹۰.۸۶۳.۱      | ۴۶۶۴۲۹.۱               | ۲       | ۱       |
| ۱۴۲۵۵.۴           | -۴۷۹۹۰.۲ | .۹۱۴ | ۲۷۲۲۸۹.۱       | ۸۳۱۳۳۰                 | ۱       | ۳       |
| ۳۵۰۰۳.۷           | .۲۷۰۳۳   | .۰۳۰ | ۳۶۰.۱۳۴.۱      | *۸۱۰۱۷۸.۳              | ۳       | ۴       |
| ۹۹۴۶۷.۳           | -۷۲۴۴۷.۲ | .۹۶۱ | ۲۹۰.۸۶۳.۱      | -۶۳۵۰۹۹                | ۲       | ۱       |
| ۴۷۹۹۰.۲           | -۱۴۲۵۵.۴ | .۹۱۴ | ۲۷۲۲۸۹.۱       | -۸۳۱۳۳۰                | ۱       | ۲       |
| ۵۱۸۷۰.۶           | -۰.۵۶۱۰۰ | .۱۳۱ | ۳۶۰.۱۳۴.۱      | ۹۷۸۸۴۸.۲               | ۲       | ۴       |
| ۲۴۱۳۶.۱           | -۹۲۸۸۶.۵ | .۳۲۷ | ۳۷۷۵۲۴.۱       | -۳۴۳۷۴۹.۲              | ۳       | ۱       |
| -۰.۲۷۰۳۳          | -۳۵۰۰۳.۷ | .۰۳۰ | ۳۶۰.۱۳۴.۱      | *۸۱۰۱۷۸.۳              | ۴       | ۲       |
| ۰.۵۶۱۰۰           | -۵۱۸۷۰.۶ | .۱۳۱ | ۳۶۰.۱۳۴.۱      | -۹۷۸۸۴۸.۲              | ۴       | ۳       |

جدول ۸. آزمون توکی

| زیر مجموعه ها برای $\alpha = 0.05$ |           | نمونه<br>(N) | سال<br>(year) |
|------------------------------------|-----------|--------------|---------------|
| ۲                                  | ۱         |              |               |
|                                    | ۰.۲۵۸۹۱ - | ۲۸           | ۴             |
| ۰.۲۸۴۸۴                            | ۰.۲۸۴۸۴   | ۳۴           | ۱             |
| ۰.۲۷۱۹۹۳                           | ۰.۲۷۱۹۹۳  | ۳۶           | ۳             |
| ۰.۳۵۱۲۶                            |           | ۳۶           | ۲             |
| ۰.۶۸۷                              | ۰.۱۱۶     |              | .Sig          |

نتایج آزمون توکی نشان می‌دهد که مقدار Sig در آزمون مقایسه میانگین سال اول با سال‌های دیگر و همچنین سال سوم با سال‌های دیگر تصدی دولت بیشتر از ۵ درصد است، یعنی فرضیه  $H_0$  مبنی بر تساوی میانگین‌ها در این موارد تایید می‌شود. اما مقدار Sig در آزمون مقایسه میانگین سال دوم با سال چهارم برابر با ۳ درصد است که کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بنابراین فرضیه  $H_0$  مبنی بر تساوی میانگین سال دوم و چهارم رد و مشخص می‌شود که علت تفاوت میانگین‌ها در آزمون ANOVA حاصل از تفاوت میانگین بازده سال دوم و چهارم می‌باشد. با توجه به مثبت بودن تفاوت میانگین سال دوم با سال چهارم فرضیه  $H_1$  مبنی بر بالا بودن میانگین بازده سال دوم نسبت به سال چهارم تایید می‌شود. یعنی فرضیه محقق مبنی بر اینکه، بازده متوسط بورس اوراق بهادار تهران (براساس شاخص قیمت و بازده نقدی) در سال دوم یک دولت از سال‌های اول، سوم و چهارم پایین‌تر است، رد می‌شود.

نتیجه فرضیه چهارم نشان می‌دهد که بازده شاخص کل قیمت و بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران که نشان دهنده بازدهی کل سرمایه‌گذاری در بورس است، در سال دوم بالاتر از سال چهارم است. همچنین با توجه به نتایج فرضیه سوم (عدم تفاوت بازده شاخص کل قیمت در سال‌های مختلف) و فرضیه چهارم (تفاوت بازده شاخص کل قیمت و بازده نقدی در سال دوم و چهارم) مشخص می‌شود که تفاوت بین بازده شاخص کل قیمت و بازده نقدی در سال‌های دوم و چهارم حاصل تفاوت شاخص بازده نقدی است. بنابراین برخلاف نتایج پژوهش فورستر و اسکمیتز، هیچ‌گونه شواهدی مبنی بر پایین‌تر بودن بازده بورس براساس هر دو شاخص در سال دوم نسبت به سال‌های دیگر در بورس اوراق بهادار تهران دیده نشد.

## ۷. نتیجه گیری و بحث

در این مطالعه اسناد و یافته‌های پیشین در زمینه تاثیر انتخابات بر عملکرد بورس اوراق بهادار را که به وسیله تئوری چرخه سیاسی در آمریکا مطرح شده، در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادیم. براساس این تئوری، بازده بورس در نیمه دوم تصدی دولت بالاتر از نیمه اول است. در این پژوهش، بازده براساس دو شاخص کل قیمت و شاخص کل قیمت و بازده نقدی مورد آزمون قرار گرفت.

نتایج به دست آمده از اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران از مرداد ۱۳۸۰ تا دی ماه ۱۳۹۱ نشان می‌دهد که هیچ رابطه معناداری بین متغیر مستقل (چرخه سیاسی) و متغیرهای وابسته (شاخص قیمت، شاخص کل قیمت و بازده نقدی) وجود ندارد. به عبارت دیگر هیچ تفاوت معناداری بین عملکرد بورس بر اساس این دو شاخص در نیمه اول و نیمه دوم تصدی دولت وجود ندارد. بنابراین هیچ گونه شواهدی مبنی بر وجود یک چرخه سیاسی در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد و عملکرد بورس اوراق بهادار تهران تحت تاثیر چرخه سیاسی (انتخاباتی) قرار نمی‌گیرد.

تاثیر چرخه سیاسی بر عملکرد بورس در کشورهای دیگر نظیر آمریکا و انگلستان نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران می‌توانند از چرخه سیاسی به عنوان یکی از استراتژی‌های خرید و فروش و نگهداری سهام استفاده کنند. به طوری که در اواخر سال دوم دولت اقدام به خرید سهام کرده و در اواخر سال چهارم به فروش آن اقدام کنند و این فاصله، بهترین زمان نگهداری سهام می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که با توجه به عدم وجود این رابطه در بورس اوراق بهادار تهران، از چرخه سیاسی به عنوان یکی از استراتژی‌های خرید و فروش و نگهداری سهام در کنار استراتژی‌های دیگر نمی‌توان استفاده کرد.

نتایج پژوهش‌های آمسلا (۱۹۷۵)، آلوی و انیل (۱۹۸۰)، هوانگ (۱۹۸۵)، گارتر و والرشاف (۱۹۹۵)، جیم بوث و لینابو (۲۰۰۳)، وونگ و مک آلر (۲۰۰۸) نشان داد که بورس اوراق بهادار در کشورهای آمریکا و انگلستان از یک چرخه سیاسی چهار ساله پیروی می‌کند، به طوری که بازده بورس اوراق بهادار در نیمه دوم تصدی دولت بالاتر از بازده بورس در نیمه اول آن است. برخلاف این نتایج، پژوهش ما نشان می‌دهد که هیچ تفاوت معناداری بین بازده بورس اوراق بهادار تهران در نیمه اول و دوم تصدی دولت وجود ندارد.

برخی پژوهش‌های دیگر نظیر پژوهش‌های جرح و کریستین (۲۰۰۴) در کشور آلمان، آندره در کشور استرالیا نشان می‌دهد که هیچ چرخه سیاسی در این کشورها وجود ندارد. آندره استدلال می‌کند که بازار سهام آن قدر کارآمد است که به وسیله خط مشی‌های اقتصادی دولت برای دوباره انتخاب شدن گمراه نشود. نتایج پژوهش ما مشابه نتایج این پژوهش‌هاست که نشان می‌دهد بورس اوراق بهادار تهران تحت تاثیر چرخه سیاسی قرار نمی‌گیرد.



در آزمون بازده‌های هر ساله در دوره یک دولت، فورستر و اسکمیتر ( ۱۹۹۷) به این نتیجه رسیدند که به طور نسبی بازده هر دو سهام آمریکا و سهام بین‌المللی در سال دوم از دوره یک دولت در آمریکا نسبت به سال‌های اول، سوم و چهارم پایین‌تر است. این در حالی است که نتایج پژوهش ما در آزمون مقایسه بازده‌های سالانه بورس در یک دولت نشان می‌دهد که هیچ تفاوت معناداری بین بازده‌های سالانه در سال‌های مختلف یک دولت وجود ندارد، به جز بازده براساس شاخص قیمت و بازده نقدی که نشان دهنده بازده کمتر بورس در سال چهارم دولت نسبت به سال دوم است که باز هم فرضیه فورستر و اسکمیتر را تایید نمی‌کند.

به طور کلی نتایج فرضیات نشان می‌دهد که دولت‌ها در ایران برای دوباره به قدرت رسیدن تلاشی در جهت بهبود عملکرد بورس اوراق بهادار انجام نمی‌دهند و شاید سعی می‌کنند با بهبود شاخص‌های کلان اقتصادی دیگر که تاثیر مستقیم و قابل توجهی بر نظرات رأی‌دهندگان دارد به اهداف خود دست یابند. به طور کلی مقوله چرخه سیاسی را در بازارهای مالی می‌توان در ابعاد مختلف مورد مطالعه قرار داد که هر کدام از این ابعاد برای انجام بررسی‌های آتی در حوزه بازار سرمایه و به ویژه بورس اوراق بهادار تهران به شدت پیشنهاد می‌شود:

- ۱- پیشنهاد می‌شود به منظور قابلیت تعمیم بالاتر نتایج، پژوهش‌های آتی در دوره‌های طولانی‌تر بورس اوراق بهادار انجام گیرد.
- ۲- با توجه به این که این پژوهش بر روی چرخه سیاسی فرصت‌طلبانه انجام شد، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌هایی در زمینه چرخه سیاسی حزبی با تمرکز بر مقایسه عملکرد بورس در دوره‌های تصدی احزاب اصول‌گرا و اصلاح‌طلب انجام شود.
- ۳- پژوهش‌های اولیه چرخه سیاسی بر روی متغیرهای کلان اقتصادی نرخ بیکاری و تورم با استفاده از منحنی فیلیپس انجام شد. بنابراین پیشنهاد می‌شود پژوهش‌هایی در مورد تاثیر چرخه سیاسی بر روی متغیرهای کلان اقتصادی نظیر نرخ بیکاری، تورم و ... انجام شود.
- ۴- این پژوهش با تمرکز بر دو شاخص انجام شد. پیشنهاد می‌شود پژوهشگران آتی تاثیر چرخه سیاسی بر شاخص‌های دیگری نظیر شاخص صنعت، بازده نقدی و ... را مورد بررسی قرار دهند.

- ۵- برخی از پژوهش‌های گذشته نشان‌دهنده بازده غیرعادی مثبت بورس در نزدیکی تاریخ انتخابات (دو هفته قبل از انتخابات) می‌باشند، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌هایی در زمینه عملکرد بورس در نزدیکی تاریخ انتخابات در مقایسه با زمان‌های دیگر صورت گیرد.

## منابع

- ۱- اسلامی بیدگلی، غلامرضا، هیبتی، فرشاد، رهنمای رودپشتی، فریدون، (۱۳۸۸)، *تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری و مدیریت سبداوراق بهادار*، چاپ سوم، تهران، پژوهشکده امور اقتصادی.
- ۲- پورکاظمی، محمدحسین، درویشی، باقر، شهیکی تاش، محمدنبی، (۱۳۸۶)، "سیکل‌های تجاری سیاسی (مطالعه موردی کشوری ایران)"، فصلنامه بررسی‌های اقتصادی، دوره ۴، شماره ۴، ص ۱۳۷-۱۶۰.
- ۳- حاتمی، عباس، (۱۳۸۹)، "سیکل‌های تجاری سیاسی: استدلال‌هایی سیاسی برای بی‌ثباتی‌های اقتصادی"، دو فصلنامه پژوهش سیاست نظری، شماره ۷، دوره جدید، ص ۱۴۳-۱۷۴.
- 4-Allvine, F. C. , & O Neill, D. E. (1980). "Stock market returns and the presidential election cycle. Implications for market efficiency". *Financial Analysts Journal* (September October), pp 49-56.
- 5-Booth,J. R. ,Booth,L. C. ,(2003). "Is presidential cycle in security returns Merely are flection of business conditions?" *Review of Financial Economics*, Vol 12, pp 131° 159.
- 6- Christos. P, David. A. s, Harry. J. T, (2000). "Political election and the resoulion of uncertainty: The international evidence". *Journal of Banking & Finance* Vol 24, pp 1575 -1604.
- 7-Drazen, A. (2000) " The Political Business Cycle after 25 Years" , NBER Macroeconomics Annual, Vol 15.
- 8-Foerster, S. R. ,&Schmitz,J. J. (1997). "The transmission of U. S. election cycles to international stock returns". *Journal of International Business Studies*, pp1° 27.
- 9-Huang, R. D. (1985). *Common stock returns and presidential elections*". *Financial Analysts Journal*(March/April), pp 58-61
- 10-M. Gartner, K. W. Wellershoff, (1995). "Is there an election cycle in American stock returns?" *International Review of Economics &Finance*, Vol 4 , pp 387-410.

- 11-Nordhaus, W. D. (1975). " The political business cycle". *Review of Economic Studies*, Vol 42, pp 169- 190.
- 12-Santa-Clara, P. ,&Valkanov,R. (2003). "The presidential puzzle: Political cycles and the stock market". *Journal of Finance*, Vol 58 , No 5 ,pp 1841° 1872.
- 13-Schultz, K. (1955) "The Politics of Political Business Cycle" *British Journal of Political Science*, Vol 25, N 1.
- 14-Torkzade Mohsen, khademi Moghadam Abdollah ,(2009),"Survey on relationship between political events and Tehran stock exchange performance",*The Review of Financial and Accounting Studies*, Vol 2,pp 39-43.
- 15-Umstead, D. A. (1977). Forecasting stock market prices". *The Journal of Finance*, Vol 32 , pp 427-441.
- 16-Wing-Keung Wong, Michael McAleer,(2009). "Mapping the Presidential Election Cycle in U. S". *Mathematics and Computers in Simulation*, Vol 79 , pp 3267° 3277.