



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال سوم / شماره دهم / تابستان ۱۳۹۳

بررسی تأثیر چرخه سیاسی بر روی حجم معاملات و نقدشوندگی

فرهاد حنیفی

استادیار دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی

قاسم غلاملو

دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی (مسئول مکاتبات)
ghasemgholamlo@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۲/۸/۱۰ تاریخ پذیرش: ۹۲/۱۲/۲۰

چکیده

رویدادهای سیاسی تأثیر 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 تأثیر قرار دهند. همین‌طور سرمایه‌گذاران به دقت رویدادهای سیاسی را دنبال می‌کنند و بر اساس نتایج مورد انتظارشان از این اتفاقات در تصمیماتشان تجدید نظر می‌کنند. این پژوهش به بررسی تأثیر یکی از متغیرهای کلان سیاسی یعنی چرخه سیاسی بر روی حجم معاملات و نقدشوندگی بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. این پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی مردادماه ۱۳۸۰ تا آبان ماه ۱۳۹۱ انجام شده است. در این پژوهش عملکرد بورس براساس حجم معاملات و شاخص نقدشوندگی بررسی شده است. با توجه به غیر نرمال بودن توزیع هر دو متغیر، آزمون فرضیه‌های پژوهش از طریق آزمونهای آماری ناپارامتریک (مانند ویتنی) و H (کروسکال-والیس) انجام شده است.

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که میزان هر دو متغیر متوسط حجم معاملات و شاخص نقدشوندگی از تئوری چرخه سیاسی تبعیت می‌کند. به عبارتی دیگر، میزان شاخص نقدشوندگی و متوسط حجم معاملات در دو سال اول تصدی یک دولت از دو سال دوم تصدی یک دولت پایین‌تر است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که هیچ تفاوت معناداری بین میزان شاخص نقدشوندگی و متوسط حجم معاملات در چهار سال مختلف تصدی دولت وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: بورس اوراق بهادار، چرخه سیاسی، حجم معاملات، شاخص نقدشوندگی.

۱- مقدمه

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

آمارهای موجود نشان می‌دهد که بورس های توسعه یافته در کشورهای توسعه یافته قرار داشته و در این کشورها بیش از هرامری امنیت سرمایه گذاری برای ورود سرمایه گذاران داخلی و خارجی به بورس فراهم می‌شود. امنیت بازار تحت تاثیر عوامل مختلف سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و جز اینها قرار دارد. همواره بازار های مالی تحت تاثیر عوامل کلان اقتصادی، سیاسی و اجتماعی قرار دارند. بورس اوراق بهادار به عنوان آئینه تمام نمای اقتصاد ملی، به طور مستقیم تحت تاثیر عوامل اقتصادی است و مطمئناً 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.

رویدادهای سیاسی تاثیر عمده ای بر بازارهای مالی دارند. بازارها به اطلاعات جدید در موضوع تصمیمات سیاسی واکنش نشان می‌دهند که ممکن است سیاست های 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 تصمیماتشان تجدید نظر می‌کنند. در میان بسیاری از رویداد های سیاسی که به وسیله سرمایه گذاران دنبال می‌شوند و بازار سرمایه به آن واکنش نشان می‌دهد انتخابات سیاسی از اهمیت ویژه ای برخوردار است زیرا:

- ۱) انتخابات برای رای دهندگان (و سرمایه گذاران) یک فرصت فراهم می‌کند تا در یک دوره کوتاه مدت یا بلند مدت سیاست های اقتصادی یک کشور را تحت تاثیر قرار دهند.
- ۲) انتخابات رویداد هایی هستند که توجه رسانه ها، 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 بازار های مالی منتشر می‌کند.
- ۳) چنانچه نتیجه انتخابات خیلی خاص باشد، اعضای بازار مالی در توزیع احتمال قبلی از سیاست ها که منجر به تاثیرات اقتصادی می‌شود، تجدید نظر می‌کنند. (کریستوس، دیویدوهری^۱، ۲۰۰۰)

هدف پژوهش حاضرین است که چرخه سیاسی چه تاثیری بر روی حجم معاملات و نقدشوندگی بورس اوراق بهادار دارد و میزان حجم معاملات و شاخص نقدشوندگی در سال های مختلف تصدی یک دولت چگونه است؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- چرخه سیاسی

بحث از بی ثباتی اقتصاد کلان از موضوعات اصلی مورد توجه اقتصاددانان بوده است. به یک معنای توان بی ثباتی هادراقتصاد کلان را به «بی ثباتی های پراکنده و نامنظم» و «بی ثباتی های تقریباً منظم» تقسیم بندی نمود. (پرسنز^۲، ۱۹۲۶، ۹۵) تا آنجا که به بی ثباتی های نوع دوم یا چیزی که «چرخه های تجاری^۳ یا اقتصادی» نامیده می شود، برمی گردد ادبیات مربوط سابقه تاریخی قابل توجهی دارد. بامرور این ادبیات چرخه های اقتصادی یا تجاری را می توان به چرخه های تجاری بامنشا اقتصادی و چرخه های تجاری بامنشا غیراقتصادی تقسیم بندی نمود. تا قبل از دهه ۱۹۶۰ بحث از چرخه های تجاری اساساً از منظر علل و عوامل صرفاً اقتصادی بحث می شد، اما از دهه ۱۹۷۰ مطالعاتی سربر آوردند که برمنشا غیراقتصادی و به عبارتی دقیق تر برمنشا سیاسی نوسانات اقتصاد کلان تاکید می نمودند. اصلی ترین استدلال نظریه پردازان این رویکرد جدید این بود که عاملی سیاسی و به عبارتی دقیق تر انتخابات عامل وقوع سیکل های اقتصادی است. [۲]

به طور کلی شش الگوی چرخشی مهم در بازار سهام وجود دارد، که عبارتند از:

چرخه تجاری ۲۸ روز (سیکل لونار)، سیکل ۱۰/۵ ماه آینده، اثر ماه ژوئن، چرخه سیاسی چهارساله (چرخه انتخابات رییس جمهور)، چرخه ۹/۲ سال (سیکل جاگلر^۴)، چرخه ۵۴ سال (سیکل کوندرا تیف^۵)، (وونگ و مک آلر^۶، ۲۰۰۹)

مشهورترین چرخه، چرخه سیاسی است که یک چرخه چهار ساله است که به چرخه تجاری سیاسی و چرخه کیچین و چرخه انتخابات ریاست جمهوری نیز مشهور است. هر چند این تئوری ابتدا توسط نوردهاوس تحت عنوان چرخه تجاری سیاسی مطرح شد اما امروزه در بیشتر تحقیقات مربوط به بورس تحت عنوان چرخه سیاسی (انتخاباتی) مطرح می شود.

این تئوری ابتدا توسط نوردهاوس (۱۹۷۷) مطرح شد که به بررسی تاثیر انتخابات بر نرخ بیکاری و تورم می پرداخت. اساس استدلال در چرخه تجاری سیاسی این بود که سیاستمداران حاکم در زمان های نزدیک به انتخابات سیاست های اقتصادی را برمی گزیدند که با ایجاد رونق اقتصادی شانس آنها را برای

انتخاب مجددشان افزایش می‌داد، اما پس از انتخابات آنها با اتخاذ سیاست‌های رکود اقتصادی تلاش می‌کردند ثبات را دوباره بر اقتصاد حاکم کنند. [۵]

تحقیقات اخیر در موضوع تئوری چرخه سیاسی بیشتر به بررسی رابطه بین عملکرد بازار سهام و انتخابات ریاست جمهوری می‌پردازد. شولتز^۷ (۱۹۹۵) و درزن^۸ (۲۰۰۰) چرخه‌های سیاسی در 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 در دو سال اول یک دولت پایین‌تر از دو سال دوم همان دولت است. اما براساس چرخه سیاسی حزبی، بازده سهام در دوره تصدی احزاب چپ گرا بالاتر از زمان تصدی احزاب راست گرا است. به عبارتی بازار سهام در دوره تصدی احزاب چپ گرا دارای بازده بیشتر و نوسان کمتری است. [۷۶] این پژوهش با تمرکز بر تاثیر چرخه سیاسی فرصت طلبانه در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است.

۲-۲- پیشینه پژوهش

اوایل آمستد^۹ (۱۹۷۷)، آلوین وانیل^{۱۰} (۱۹۸۰)، مدارک تجربی از وجود یک چرخه سیاسی چهارساله در بازده بازار سهام ارائه کردند. نتایج تحقیقات 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 تحقیقات نشان داد که بازده بازار سهام در آمریکا در دوران ریاست جمهوری دموکراتها بالاتر از دوران ریاست جمهوری جمهوری خواهان است. [۹ و ۸]

هوانگ^{۱۱} با استفاده از داده‌های سالهای ۱۸۳۲ تا ۱۹۷۹ تحقیقی بر روی بازار سهام آمریکا انجام داد. نتایج این تحقیق نشان داد که بازده سهام آمریکا به طور سیستماتیک در نیمه دوم یک دوره سیاسی (یک دولت) بالاتر از نیمه اول آن دوره است. [۱۰]

کریستوس، دیویدوهری^{۱۲} رفتار شاخص‌های بازار سهام در ۳۳ کشور را در نزدیکی تاریخ انتخابات در طول سالهای ۱۹۷۴ تا ۱۹۹۵ مورد بررسی قرار دادند. آنها یک بازده غیرعادی مثبت در طول دو هفته قبل از انتخابات مشاهده کردند. این نتایج با فرضیه اطلاعات متغیر (UIH) براون و مدل رفتار انتخابات هارینگتون سازگار هستند. [۱۱]

جیمز بوث ولینا بوث^{۱۳} تاثیر چرخه ریاست جمهوری بر بازده سهام بورس آمریکا را بررسی کردند. آنها نتایج یافته‌های پیشین را تایید کردند که بازده سهام به طور 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 سهام شرکتهای بزرگ تحت دولت دموکراتها و جمهوری خواهان متفاوت

نیست اما بازده اضافی سهام شرکتهای کوچک در زمان دموکراتها نسبت به جمهوریخواهان بیشتر است. [۱۲]

در تحقیق دیگری که گارتنر ووالرشاف^{۱۴} بر روی قیمت سهام در بیش از سه دهه در آمریکا انجام دادند به این نتیجه رسیدند که بازارسهم آمریکا از یک چرخه چهارساله پیروی می کند. براساس این چرخه قیمت‌های سهام در طول نیمه اول تصدی دولت پایین و در نیمه دوم تصدی دولت بالا می رود. همچنین این تحقیق نشان می دهد که با بهره گیری از این چرخه می توان یک نرخ بازده واقعی ۵۷/۵۲ درصد برای چهارسال به دست آورد در حالی که با خرید و استراتژی نگهداری ساده ۲۱/۶۶ درصد بازدهی رامی توان به دست آورد. [۱۳]

وونگ و مک آلر^{۱۵} تحقیقی بر روی قیمت سهام آمریکا برای حدود چهار دهه از ژوئن ۱۹۶۵ تا دسامبر ۲۰۰۳ انجام دادند. نتایج این تحقیق نشان داد که قیمت‌های سهام آمریکا تقریباً از یک چرخه چهارساله انتخابات ریاست جمهوری پیروی می کند. به طور کلی قیمت‌های سهام در نیمه اول دولت پایین می آید و به یک تعادل می رسد و در طول نیمه دوم یک دولت صعود می کند و در سال سوم و چهارم به حداکثر می رسد. همچنین این تحقیق بالاتر بودن بازده سهام در دوره دموکراتها نسبت به دوره جمهوریخواهان را تایید می کند. وجود چرخه انتخابات ریاست جمهوری یک روش غیر متعارف در بازارسهم تشکیل می دهد که می تواند مورد استفاده سرمایه گذاران قرار گیرد. [۱۴]

در آزمون بازده های هر ساله در طول دوره یک دولت، فورستر و اسکمیتز^{۱۶} به این نتیجه رسیدند که به طور نسبی بازده هر دو سهام آمریکا و سهام بین المللی در سال دوم از دوره یک دولت در آمریکا نسبت به سالهای اول، سوم و چهارم پایین تر است. [۱۵]

پژوهشی تحت عنوان سیکل های تجاری سیاسی (مطالعه موردی کشور ایران) توسط پور کاظمی، درویشی و شهیکی تابش انجام شد. در این پژوهش فرضیات نوردهاوس و لیچر در مورد اقتصاد ایران، براساس داده های سالیانه دوره ۱۳۸۴-۱۳۶۸ مورد آزمون قرار گرفت. براساس نتایج این پژوهش فرضیه لیچر تایید شد که براساس آن طی یک دوره ریاست جمهوری به طول چهارسال، نرخ تورم در دو سال اول افزایش و در دو سال دوم کاهش می یابد. اما فرضیه نوردهاوس رد شد و برخلاف تحقیق نوردهاوس هیچ تفاوت معناداری بین نرخ بیکاری در دو سال اول و دوم دولت وجود ندارد. تایید فرضیه ی لیچر نشان می دهد که متغیر کنترلی دولت ها در اقتصاد ایران برای رسیدن به هدف مورد تمایل خویش نرخ تورم است. [۳]

ترکزاده و خادمی مقدم تحقیقی 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 منجر به تغییر میانگین بازده شاخص سهام قبل و بعد از انتخابات می‌شود که این تغییر کاهش بازده شاخص بورس قبل و بعد از انتخابات می‌باشد. به عبارت دیگر انتخابات یک تاثیر منفی بر روی بازده سهام قبل و بعد از انتخابات دارد. [۱۶]

۳- فرضیه های پژوهش

این تحقیق شامل چهار فرضیه به شرح زیر است:

فرضیه اول: متوسط شاخص نقدشوندگی بورس اوراق بهادار تهران در نیمه اول تصدی یک دولت از نیمه دوم تصدی یک دولت پایین تر است.

فرضیه دوم: متوسط حجم معاملات بورس اوراق بهادار تهران در نیمه اول تصدی یک دولت از نیمه دوم تصدی یک دولت پایین تر است.

فرضیه سوم: متوسط شاخص نقدشوندگی بورس اوراق بهادار تهران در سال دوم یک دولت از سالهای اول، سوم و چهارم پایین تر است.

فرضیه چهارم: متوسط حجم معاملات بورس اوراق بهادار تهران در سال دوم یک دولت از سالهای اول، سوم و چهارم پایین تر است.

۴- روش شناسی پژوهش

این تحقیق از نظر هدف کاربردی و از نظر روش توصیفی از نوع علی مقایسه ای است که با استفاده از اطلاعات پس رویدادی (تاریخی) آزمون می‌شود. موضوع این تحقیق در حوزه مدیریت سرمایه گذاری در سهام می‌باشد و به رفتار سرمایه گذاران در مواجهه با تغییرات سیاسی می‌پردازد و در حیطه موضوعات مالی رفتاری قرار می‌گیرد.

این تحقیق 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 این تحقیق در دولت هشتم، نهم و دهم در فاصله زمانی مرداد ۱۳۸۰ تا آبان ۱۳۹۱ انجام شده است. با توجه به این که این تحقیق در سال ۱۳۹۱ انجام گرفته است چندماه آخر دولت دهم را در نظر نگرفته است.

در این تحقیق برای جمع آوری مطالب مربوط به ادبیات تحقیق از روش کتابخانه ای استفاده شده است که شامل مطالعه کتب، مجلات هفتگی و ماهانه، فصلنامه ها، پایان نامه های تحصیلی، مقالات داخلی

و خارجی وسایط های اینترنتی می باشد. همچنین داده های به کار گرفته شده جهت آزمون فرضیات این تحقیق از اسناد و مدارک موجود در سایت بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و داده های تحقیق و آزمون فرضیه های آن از آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است. در تحقیق حاضر با استفاده از آمار توصیفی شکل توزیع متغیرهای تحقیق بررسی شده است و با استفاده از آمار استنباطی فرضیه های تحقیق مورد آزمون قرار گرفته است. با توجه به حجم زیاد داده ها و ضرورت پردازش آنها به صورت ماهانه از قابلیت های تخصصی نرم افزار کاربردی اکسل^{۱۷} استفاده شده است. همچنین آزمون فرضیات و تجزیه و تحلیل آماری تحقیق با استفاده از نرم افزار آماری SPSS^{۱۸} انجام شده است. برای آزمون فرضیات ابتدا آزمون نرمال بودن توزیع متغیرها با استفاده از آزمون k-s انجام شده است که نتایج آن نشان می دهد که توزیع هر دو متغیر غیر نرمال است. بنابراین برای آزمون فرضیات از آزمون های ناپارا متریک استفاده شده است. برای آزمون فرضیات اول و دوم که به مقایسه میانگین دو جامعه می پردازد از آزمون ناپارامتریک u (من-ویتنی^{۱۹}) استفاده شده است. همچنین با توجه به این که فرضیات سوم و چهارم به مقایسه میانگین چهار جامعه می پردازد، از آزمون ناپارامتریک H (کروسکال-والیس^{۲۰}) استفاده شده است.

۵- متغیرهای پژوهش

۵-۱- شاخص نقدشوندگی

توانایی بازار برای جذب حجم عظیمی از معاملات بدون ایجاد نوسانات شدید در قیمت و یا توانایی خرید یا فروش یک دارایی با هزینه ای پایین و بدون تاثیر قابل توجه بر روی قیمت آن دارایی را نقدشوندگی گویند. [۴]

متغیر وابسته پژوهش در فرضیه های اول و سوم درجه نقد شوندگی می باشد. روش های گوناگونی برای اندازه گیری و محاسبه نقد شوندگی بازار وجود دارد به نحوی که هر پژوهشگر بر حسب کار خود از مدل یا مدل هایی مناسبی بهره می گیرد یا در صورت لزوم با تغییراتی در مدل های قبلی به شیوه جدیدی دست می یابد. از آنجا که متغیرهای موجود در مدل آمیهود را، با شیوه های مختلف و بر اساس داده های گوناگون بورس اوراق بهادار می توان برای محاسبات استفاده کرد در نتیجه نمونه های مختلفی از معیار عدم نقد شوندگی بر اساس شاخص مختلف را می توان محاسبه کرد. در این پژوهش معیار عدم نقد شوندگی آمیهود با به کار گیری یکی از شاخص های مطرح بورس یعنی شاخص قیمت و بازده نقدی، به عنوان شاخص نقد شوندگی محاسبه و استفاده شده است.

نحوه به کار گیری ماهانه مدل عدم نقد شوندگی آمیهد به شرح زیر می باشد:

$$Illiquid = \frac{1}{D_{i,t}} \sum \frac{|r_{i,d,t}|}{v_{i,d,t}}$$

در این مدل $|r_{i,d,t}|$ قدر مطلق بازده سهام در روز d در ماه t حجم معاملات سهام در روز d در ماه t به میلیون ریال و D تعداد روز های معامله سهام در ماه t را نشان می دهد. نسبت عدم نقد شوندگی حرکت قیمت در ارتباط با حجم معامله را نشان می دهد. اگر دادوستد های کوچک (بزرگ) باعث حرکت های قیمت بزرگ (کوچک) شود، سهام مذکور با عدم نقد شوندگی (نقد شوندگی) روبرو است.

هرچه عدد به دست آمده برای Illiquid بالا تر باشد، پایین تر بودن نقد شوندگی بازار را نشان می دهد و بیانگر این است که قیمت سهام در پاسخ به تغییر اندکی در ارزش معاملات، به میزان قابل توجهی تغییر می یابد. برای این که این شاخص به شاخص نقدشوندگی تبدیل شود علامت آن منفی می شود.

۵-۲- حجم معاملات

برای ارائه یک تحلیل خوب لازم است علاوه بر نمودار قیمت به حجم معاملات نیز توجه شود. به عبارت دیگر نمودار قیمت شاخص اصلی جهت تحلیل می باشد و حجم معاملات به عنوان شاخص ثانویه در نظر گرفته می شود.

حجم معاملات به میزان معاملات انجام شده در یک دوره زمانی معین، معمولاً یک روزه گفته می شود. هرچه حجم بالاتر باشد سهام فعالتر خواهد بود. در این پژوهش از متوسط حجم معاملات ماهانه بورس اوراق بهادار تهران بر حسب میلیون ریال استفاده شده است.

میزان حجم معاملات شدت یا فوریت پنهان شده در حرکت قیمت را نشان می دهد. حجم معاملات سنگینتر نشانگر تمایل یا فشار بیشتر است. با بازنگری حجم معاملات همراه با حرکات قیمت تحلیلگران می توانند میزان تمایل یا فشار برای خرید یا فروش را در حرکت بازار بهتر بسنجند. پس این اطلاعات می تواند برای تایید حرکت قیمت یا هشدار برای این که حرکت قیمت نامطمئن است به کار رود.

متغیر وابسته پژوهش در فرضیه های دوم و چهارم حجم معاملات بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در این فرضیات متوسط حجم معاملات ماهانه به عنوان شاخص محاسبه عملکرد بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شده است.

۶- نتایج پژوهش

فرضیه اول به شرح زیر می باشد:

« متوسط شاخص نقدشوندگی بورس اوراق بهادار تهران در نیمه اول تصدی یک دولت از نیمه دوم تصدی یک دولت پایین تر است.»

با توجه به غیر نرمال بودن توزیع شاخص نقدشوندگی از آزمون U (من - ویتنی) استفاده شده است که نتایج به دست آمده از نرم افزار SPSS برای فرضیه اول در جدول زیر آمده است. نتیجه آزمون شامل دو ستاده است. ستاده اول (جدول ۱) تعداد داده ها، میانگین رتبه ها و مجموع رتبه های هریک از دو گروه را نشان می دهد.

جدول ۱

گروه	تعداد داده ها	میانگین	مجموع رتبه ها
اول	۷۰	۶۴٫۹۱	۴۵۴۴
دوم	۶۴	۷۰٫۳۳	۴۵۰۱
کل	۱۳۴		

ستاده دوم به ترتیب آماره U (من - ویتنی)، آماره W (ویلکاکسن)، آماره Z و مقدار sig را ارائه می کند که در جدول ۲ آمده است.

جدول ۲

U من - ویتنی	W ویلکاکسن	Z	SIG
۲۶۴۹٫۵	۶۸۷۱۵٫۵	-۳٫۹۸۴	۰۰۰

باتوجه به این که Sig آزمون برابر با صفر است که کوچکتر از سطح معنی داری ۵ درصد است، در نتیجه فرض H0 با ۹۵ درصد اطمینان رد می شود و فرض H1 تایید می شود، یعنی تفاوت معناداری بین میانگین دو جامعه وجود دارد که با توجه به ستاده اول مشخص می شود که میانگین گروه اول کمتر از گروه دوم است.

بنابراین فرضیه محقق مبنی بر این که، عملکرد بورس اوراق بهادار تهران (بر اساس شاخص نقد شوندگی) در نیمه اول تصدی یک دولت از نیمه دوم تصدی یک دولت پایین تر است، تایید می شود.

نتیجه آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که شاخص نقدشوندگی (براساس شاخص آمیهود) بورس اوراق بهادار تهران تحت تاثیر انتخابات قرار می‌گیرد و تفاوت معناداری بین نقدشوندگی سهام در نیمه اول و دوم دولتها وجود دارد. با توجه به وجود چرخه سیاسی در شاخص نقدشوندگی سهام می‌توان گفت که، برای سرمایه‌گذارانی که نقدشوندگی سهام از اهمیت بالایی برخوردار است تفاوت معناداری بین نیمه اول و دوم دولت وجود دارد و آنها می‌توانند از چرخه سیاسی به عنوان یک استراتژی خرید و فروش و نگهداری سهام در کنار استراتژی‌های دیگر استفاده کنند.

فرضیه دوم به شرح زیر می‌باشد:

«متوسط حجم معاملات بورس اوراق بهادار تهران در نیمه اول تصدی یک دولت از نیمه دوم تصدی یک دولت پایین‌تر است.»

با توجه به غیر نرمال بودن توزیع این متغیر از آزمون U (من - ویتنی) استفاده شده است که نتایج به دست آمده از نرم افزار SPSS برای فرضیه دوم در جدول زیر آمده است. نتیجه آزمون شامل دو ستاده است. ستاده اول (جدول ۳) تعداد داده‌ها، میانگین رتبه‌ها و مجموع رتبه‌های هر یک از دو گروه را نشان می‌دهد.

جدول ۳

گروه	تعداد داده‌ها	میانگین	مجموع رتبه‌ها
اول	۷۲	۶۰٫۵۱	۴۳۴۷
دوم	۶۴	۷۷٫۴۸	۴۹۵۹
کل	۱۳۶		

ستاده دوم به ترتیب آماره u (من - ویتنی)، آماره w ویلکاکسن، آماره Z و مقدار sig را ارائه می‌کند که در جدول ۴ آمده است.

جدول ۴

U من-ویتنی	W ویلکاکسن	آماره Z	SIG
۱۷۲۹	۴۳۵۷	-۲٫۵۰۷	۰٫۱۲

با توجه به این که Sig آزمون برابر با ۰٫۱۲ است که کوچکتر از سطح معنی‌داری ۵ درصد است، در نتیجه فرض H_0 با ۹۵ درصد اطمینان رد می‌شود و فرض H_1 تایید می‌شود، یعنی تفاوت

معناداری بین میانگین دو جامعه وجود دارد که با توجه به ستاده اول مشخص می شود که میانگین گروه اول کمتر از گروه دوم است.

بنابراین فرضیه محقق مبنی بر این که متوسط حجم معاملات در نیمه اول تصدی یک دولت از نیمه دوم تصدی یک دولت پایین تر است، با اطمینان ۹۵ درصد تایید می شود. نتیجه آزمون فرضیه دوم نشان می دهد که حجم معاملات بورس اوراق بهادار تهران تحت تاثیر انتخابات قرار می گیرد و تفاوت معناداری بین متوسط حجم معاملات در نیمه اول و دوم دولتها وجود دارد.

فرضیه سوم به شرح زیر می باشد:

« متوسط شاخص نقدشوندگی بورس اوراق بهادار تهران در سال دوم یک دولت از سالهای اول، سوم و چهارم پایین تر است.»

با توجه به نرمال نبودن توزیع این متغیر از آزمون H (کروسکال -والیس) استفاده می شود. نتیجه این آزمون شامل دو ستاده است. ستاده اول ، جدول ۵ است که تعداد داده ها و میانگین رتبه ها را برای هر سال ارائه می کند.

جدول ۵

سال	تعداد داده ها N	میانگین
۱	۳۴	۶۳,۷۹
۲	۳۶	۶۵,۹۷
۳	۳۶	۷۲,۰۶
۴	۲۸	۶۸,۱۱
کل	۱۳۴	

ستاده دوم به ترتیب مقدار آماره کای دو (χ^2)، درجه آزادی و مقدار SIG را نشان می دهد که در جدول ۶ آمده است.

جدول ۶

آماره کای دو (χ^2)	درجه آزادی (df)	SIG
۸۶۸	۳	۰,۸۳۳

باتوجه به این که مقدار Sig آزمون برابر ۰.۸۳۳ است که بیشتر از ۰.۰۵ درصد است پس با ۹۵ درصد اطمینان فرض H_0 تایید می‌شود و فرض H_1 رد می‌شود. بنابراین هیچ تفاوت معناداری بین شاخص نقدشوندگی در سالهای مختلف یک دولت وجود ندارد.

یعنی فرضیه محقق مبنی بر این که، عملکرد بورس اوراق بهادار تهران (بر اساس شاخص نقدشوندگی) در سال دوم یک دولت از سالهای اول، سوم و چهارم پایین تر است، رد می‌شود. نتیجه فرضیه سوم نشان می‌دهد که هیچ تفاوت معناداری بین شاخص نقدشوندگی (بر اساس شاخص آمیهود) بورس اوراق بهادار تهران در سالهای مختلف دولت وجود ندارد و بورس در هیچ کدام از سالها از نقدشوندگی بالاتر یا پایین تر نسبت به سالهای دیگر برخوردار نیست.

فرضیه چهارم به شرح زیر است:

«متوسط حجم معاملات بورس اوراق بهادار تهران در سال دوم یک دولت از سالهای اول، سوم و چهارم پایین تر است.»

باتوجه به نرمال نبودن توزیع این متغیر از آزمون H (کروسکال-والیس) استفاده می‌شود. نتیجه این آزمون شامل دو ستاده است. ستاده اول، جدول ۷ است که تعداد داده‌ها و میانگین رتبه‌ها را برای هر سال ارائه می‌کند.

جدول ۷

سال	تعداد داده‌ها N	میانگین
۱	۳۶	۵۴٫۸۹
۲	۳۶	۶۶٫۱۴
۳	۳۶	۷۶٫۹۴
۴	۲۸	۷۸٫۱۸
کل	۱۳۶	

ستاده دوم به ترتیب مقدار آماره کای دو (χ^2)، درجه آزادی و مقدار SIG را نشان می‌دهد که در جدول ۸ آمده است.

جدول ۸

آماره کای دو (χ^2)	درجه آزادی (df)	SIG
۷٫۷۶۷	۳	۰٫۰۵۱

باتوجه به این که مقدار Sig آزمون برابر ۰۵۱ است که بیشتر از ۵ درصد است پس با ۹۵ درصد اطمینان فرض H_0 تایید می شود و فرض H_1 رد می شود. بنابراین هیچ تفاوت معناداری بین متوسط حجم معاملات در سالهای مختلف یک دولت وجود ندارد.

نتیجه فرضیه چهارم نشان می دهد که هیچ تفاوت معناداری بین میانگین حجم معاملات بورس اوراق بهادار تهران در سالهای مختلف دولت وجود ندارد و بورس در هیچ کدام از سالها از حجم معاملات بالاتر یا پایین تر نسبت به سالهای دیگر برخوردار نیست.

بنابراین براساس نتیجه این فرضیه مشخص می شود که، سرمایه گذاران نمی توانند از تفاوت حجم معاملات در سالهای مختلف به عنوان یک استراتژی برای خرید و فروش و نگهداری سهام استفاده کنند.

۷- نتیجه گیری و بحث

در این مطالعه ما اسناد و یافته های پیشین در زمینه تاثیر انتخابات بر عملکرد بورس اوراق بهادار را به وسیله تئوری چرخه سیاسی مورد بررسی قرار دادیم. براساس این تئوری بازده بورس در نیمه دوم تصدی دولت بالاتر از نیمه اول تصدی دولت است. در این پژوهش عملکرد بورس را براساس شاخص نقدشوندگی و حجم معاملات مورد بررسی قرار دادیم.

نتایج به دست آمده از اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران از مرداد ۱۳۸۰ تا دی ماه ۱۳۹۱ نشان می دهد که، رابطه معناداری بین متغیر مستقل (چرخه سیاسی) و دو متغیر وابسته، شاخص نقد شوندگی و حجم معاملات وجود دارد. به عبارت دیگر عملکرد بورس اوراق بهادار تهران بر اساس این دو شاخص در نیمه اول دولت پایین تر از نیمه دوم دولت است.

تاثیر چرخه سیاسی بر عملکرد بورس در کشورهای دیگر نظیر آمریکا و انگلستان نشان می دهد که سرمایه گذاران می توانند از چرخه سیاسی به عنوان یک استراتژی خرید و فروش و نگهداری سهام استفاده کنند، به طوری که در اواخر سال دوم دولت اقدام به خرید سهام کنند و در اواخر سال چهارم اقدام به فروش سهام کنند و این فاصله بهترین زمان نگهداری سهام می باشد. وجود چرخه سیاسی در بورس اوراق بهادار در کشورهای دیگر همچنین نشان می دهد که عملکرد بورس نظرات رأی دهندگان راتحت تاثیر قرار می دهد و دولتها و احزاب برای دوباره به قدرت رسیدن با استفاده از دید کوتاه مدت رأی دهندگان تلاش زیادی برای بهبود عملکرد بورس در نیمه دوم دولت انجام می دهند. تایید فرضیه اول و دوم نشان می دهد که نقدشوندگی و حجم معاملات بورس اوراق بهادار تهران تحت تاثیر چرخه سیاسی قرار می گیرد و در دو سال نزدیک به انتخابات حجم معاملات بیشتر و سهام از نقدشوندگی

بالاتری برخوردار است. بنابراین برای سرمایه‌گذارانی که نقد شوندگی سهام اهمیت بالایی دارد پیشنهاد می‌شود که در نیمه دوم دولت اقدام به سرمایه‌گذاری در سهام کنند.

در بخش دیگر پژوهش به بررسی تاثیر سالهای مختلف تصدی دولت بر بورس اوراق بهادار تهران براساس تحقیق فورستر واسکمیتز پرداختیم که نشان می‌داد عملکرد بورس در سال دوم تصدی دولت به طور معنی داری کمتر از سالهای اول، سوم و چهارم است. نتایج به دست آمده از اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران در این پژوهش نشان می‌دهد که هیچ گونه تفاوت معناداری بین عملکرد بورس براساس شاخص نقدشوندگی و حجم معاملات در سالهای مختلف تصدی دولت وجود ندارد. بنابراین برخلاف نتایج تحقیق فورستر واسکمیتز هیچ گونه شواهدی مبنی بر پایین تر بودن عملکرد بورس در سال دوم نسبت به سالهای دیگر در بورس اوراق بهادار تهران مشاهده نشد.

عملکرد بورس اوراق بهادار تحت تاثیر عوامل مختلفی قرار می‌گیرد که یکی از مهمترین آنها عوامل سیاسی و چرخه سیاسی است. به طور کلی مقوله چرخه سیاسی را در بازارهای مالی می‌توان در ابعاد مختلف مورد مطالعه قرار داد که هر کدام از این ابعاد جهت انجام بررسی های آتی در حوزه بازار سرمایه و به ویژه بورس اوراق بهادار تهران قویاً پیشنهاد می‌گردند:

- با توجه به این که این پژوهش بر روی چرخه سیاسی فرصت طلبانه انجام شد، پیشنهاد می‌شود پژوهشهایی در زمینه چرخه سیاسی حزبی با تمرکز بر مقایسه عملکرد بورس در دوره های تصدی گری احزاب اصول گرا و اصلاح طلب انجام گیرد.
- پیشنهاد می‌شود به منظور قابلیت تعمیم بالاتر نتایج، پژوهش های آتی در دوره های طولانی تر در بورس اوراق بهادار انجام گیرد.
- تحقیقات 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 گیرد.
- ۴- این پژوهش با تمرکز بر دو شاخص انجام شد. پیشنهاد می‌شود پژوهشگران آتی تاثیر چرخه سیاسی بر شاخص های دیگری نظیر شاخص صنعت، بازده نقدی و... را مورد بررسی قرار دهند.
- برخی از تحقیقات گذشته نشان دهنده بازده غیرعادی 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.
- باتوجه به این که برخی تحقیقات گذشته نظیر تحقیق اندرسون و همکاران به بررسی تاثیر چرخه سیاسی بر روی بازارهای مالی دیگر نظیر اوراق قرضه پرداخته است، پیشنهاد می‌شود تاثیر چرخه سیاسی بر روی بازارهای مالی دیگر نیز مورد بررسی قرار گیرد.

فهرست منابع

- * اسلامی بیدگلی، غلامرضا، هیبتی، فرشاد، رهنمای رودپشتی، فریدون، تجزیه و تحلیل سرمایه گذاری و مدیریت سبداوراق بهادار، ۱۳۸۸، تهران، پژوهشکده امور اقتصادی
- * حاتمی، عباس، سیکل های تجاری سیاسی: استدلال هایی سیاسی برای بی ثباتی های اقتصادی، ۱۳۸۹، دو فصلنامه پژوهش سیاست نظری، شماره ۷، دوره جدید، ص ۱۴۳-۱۷۴
- * پورکازمی، محمدحسین، درویشی، باقر، شهیکی تاش، محمدنبی، سیکل های تجاری سیاسی (مطالعه موردی کشور ایران)، ۱۳۸۶، فصلنامه بررسی های اقتصادی، دوره ۴، شماره ۴، ص ۱۳۷-۱۶۰
- * رستمیان، فروغ، اسلامی برجلو، المیرا، بررسی ارتباط سهام شناور آزاد با ریسک نامطلوب و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۰، دانش تحلیل اوراق بهادار، ۷۱-۸۸
- * Nordhaus, W. D.(1975) , The political business cycle. Review of Economic Studies, 42, 169- 190.
- * Schultz, K.(1995), The Politics of Political Business Cycle , British Journal of Political Science, Vol. 25. N1.
- * Drazen, Allan,(2000), Political Economy in Macroeconomics (Princeton University Press ,Princeton, NJ)
- * Umstead, D.A .(1977), Forecasting stock market prices. The Journal of Finance, 32,427-441
- * 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), 49-56.
- * Huang, R. D.(1985), Common stock returns and presidential elections. Financial Analysts Journal(March/April), 58-61
- * Christos. P ,David.A.s ,Harry.J.T.(2000) Political election and the resoulion of uncertainty:The international evidence.Journal of Banking & Finance 24, 1575 -1604
- * Booth,J.R.,Booth,L.C.(2003) Is presidential cycle in security returns Merely are flection of business conditions?.Review offinancial Economics 12, 131-159
- * M.Gartner,K. W. Wellershoff.(1995) Is there an election cycle in American stock returns ?International Review of Economics &Finance 4 , 387-410.
- * Wing-KeungWong , Michael McAleer.(2009) Mapping the Presidential Election Cycle in U.S. Mathematics and Computers in Simulation 79 , 3267-3277.
- * Foerster,S.R.,&Schmitz,J.J.(1997) The transmission of U.S.election cycles to international stock returns. Journal of International Business Studies,1-27
- * Torkzade Mohsen, khademi Moghadam Abdollah ,(2009),Survey on relationship between political events and Tehran stock exchange performance,The Review of Financial and Accounting Studies, 39-43

یادداشت‌ها

-
- ¹ Christos, David and Harry
 - ² persons
 - ³ business cycle
 - ⁴ Jugler
 - ⁵ Kondratie
 - ⁶ Wong & MC Aleer
 - ⁷ Schultz, Ch
 - ⁸ Drazen, A
 - ⁹ Umstead
 - ¹⁰ Allvine & O'Neill
 - ¹¹ Huang
 - ¹² Christos, David and Harry
 - ¹³ James booth & lena booth
 - ¹⁴ Gartner & Wellershoff
 - ¹⁵ Wong & MC Aleer
 - ¹⁶ Foerster & Schmitz
 - ¹⁷ Excel
 - ¹⁸ Statistical Package for Social Sciences
 - ¹⁹ Mann-Whitney Test
 - ²⁰ Kruskal-Wallis Test